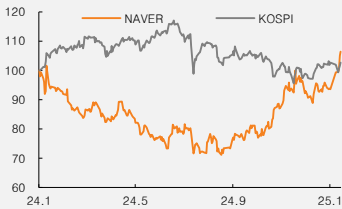


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 290,000원
현재주가(25/2/6)	232,000원
상승여력	25.0%

영업이익(24F,십억원)	1,979
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,967
EPS 성장률(24F,%)	88.2
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.3
P/E(24F,x)	17.1
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,536.75
시가총액(십억원)	36,757
발행주식수(백만주)	158
유동주식비율(%)	85.6
외국인 보유비중(%)	48.0
베타(12M) 일간수익률	0.13
52주 최저가(원)	155,000
52주 최고가(원)	232,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.3	46.5	12.9
상대주가	9.2	45.6	14.7



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

평이한 실적. 기대되는 커머스

4Q24 Review: 컨센서스 부합

4분기 매출액 2조 8,860억원(+14% YoY), 영업이익 5,420억원(+34% YoY)으로 컨센서스(매출액 2조 7,980억원, 영업이익 5,290억원)를 각 3%, 2% 상회했다. 서치 플랫폼과 클라우드 부문에 포함 600억원 수준의 LY 정산금이 반영되었다. 상반기에도 잔여 LY 정산금이 추가 반영될 것으로 예상된다.

검색 광고 매출액이 7,680억원(+11% YoY)으로 예상치를 2% 상회했다. 광고 상품 개선 및 외부 매체 확장 효과가 이어지며 YoY 성장세가 가속화(2Q: 6.1%, 3Q: 9.5%) 되었다. 영업비용은 2조 3,440억원(+10% YoY)으로 예상치를 4% 상회했다. 이는 콘텐츠, 커머스 부문에서의 마케팅비 확대에 기인한다.

긍정적인 커머스 지표들

동사의 4분기 커머스 GMV는 13.2조원(+6.5% YoY)으로 YoY 성장세가 가속화(3Q: 4.2%) 되었다. 4분기 국내 전자상거래 시장 GMV 성장률이 1% 수준까지 둔화된 것과는 대비되는 모습이다. 24년 상반기 19% 수준까지 감소했던 동사의 국내 전자상거래 시장 점유율은 20%까지 회복한 것으로 추정된다.

성장을 멈췄던 커머스 광고 부문의 확연한 회복세가 관찰되고 있다. 4분기 커머스 광고 매출은 3,080억원으로 YoY 10% 성장했는데 이는 쇼핑 영역의 전면적인 개편 효과에 기인한다. 효율성이 높은 지면을 중심으로 UI가 개선되고 개인화 광고가 확대되며 광고 효율성과 수익성이 동시에 강화되고 있다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 290,000원으로 상향

인터넷 업종 내 대형주 Top Pick 의견을 유지하며 커머스 부문 성장세 회복을 반영한 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 280,000원에서 290,000원(타겟 P/E 29배 유지)으로 4% 상향한다. 25F P/E 23배에서 거래 중이다.

플러스스토어 개편 이후 GMV와 커머스 광고의 동반 상승세가 관찰되고 있는 점이 고무적이다. 상반기에 예정된 커머스 별도 앱 출시가 성장세를 가속시킬 것이다. 신규 앱 출시에 따른 25년 마케팅비 상승은 불가피한 부분이나 홈피드 개편 이후 성장세 가속화가 나타나고 있는 광고 부문 호조가 이를 상쇄할 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,738	11,931	13,398
영업이익 (십억원)	1,305	1,489	1,979	2,193	2,623
영업이익률 (%)	15.9	15.4	18.4	18.4	19.6
순이익 (십억원)	760	1,012	1,878	1,588	1,944
EPS (원)	4,634	6,180	11,632	10,024	12,272
ROE (%)	3.3	4.4	7.6	6.0	6.9
P/E (배)	38.3	36.2	17.1	23.1	18.9
P/B (배)	1.2	1.5	1.2	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,816	2,944	3,019	3,151	9,671	10,738	11,931	13,398
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	11.5%	12.8%	11.2%	9.2%	17.6%	11.0%	11.1%	12.3%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,022	1,099	1,111	1,157	3,589	3,946	4,389	4,914
검색	696	731	753	768	772	812	838	856	2,725	2,950	3,278	3,673
디스플레이	202	235	230	252	224	262	257	285	846	919	1,028	1,172
기타	7	12	15	44	26	25	16	16	18	78	83	69
커머스	703	719	725	775	771	814	815	878	2,547	2,923	3,278	3,772
커머스 광고	265	280	279	308	300	318	318	343	1,107	1,132	1,280	1,470
중개 및 판매	391	391	400	414	415	437	438	474	1,269	1,596	1,763	2,038
멤버십	48	47	46	54	56	58	59	61	171	195	234	264
핀테크	354	368	385	401	396	413	433	446	1,355	1,508	1,688	1,881
콘텐츠	446	420	463	467	465	454	503	508	1,733	1,796	1,930	2,102
웹툰	395	383	424	428	426	416	464	470	1,503	1,629	1,776	1,954
스노우	36	22	21	26	26	25	25	25	169	105	101	97
기타	16	15	18	14	14	13	13	13	60	62	53	51
클라우드	117	125	145	178	162	164	158	162	447	564	646	731
NCP/웍스(B2B)	111	118	123	127	129	132	135	137	415	479	534	622
클로바/랩스	6	6	22	51	33	32	23	24	32	84	112	109
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,299	2,424	2,448	2,567	8,182	8,758	9,737	10,775
개발/운영비용	636	683	657	689	679	720	692	742	2,573	2,664	2,834	3,034
파트너	913	917	938	1,022	997	1,042	1,069	1,116	3,534	3,790	4,225	4,744
인프라	170	172	178	185	183	193	200	211	596	705	788	920
마케팅	367	367	417	448	439	468	486	498	1,480	1,599	1,891	2,077
영업이익	439	473	525	542	517	520	572	584	1,489	1,979	2,193	2,623
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	17.7%	10.1%	8.8%	7.8%	14.1%	32.9%	10.8%	19.6%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.4%	17.7%	18.9%	18.5%	15.4%	18.4%	18.4%	19.6%
지배주주순이익	511	338	520	509	373	377	414	425	1,012	1,878	1,588	1,948
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	17.6%	13.2%	12.8%	13.7%	13.5%	10.5%	17.5%	13.3%	14.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	11,521	12,739	11,931	13,398	4%	5%	11,680	12,709	2%	5%	- 검색 광고 매출 상향 - 커머스 매출 상향
영업이익	2,105	2,439	2,193	2,623	4%	8%	2,268	2,538	-3%	3%	
지배주주순이익	1,556	1,932	1,588	1,948	2%	1%	1,836	2,059	-13%	-5%	
영업이익률	18.3%	19.1%	18.4%	19.6%	-	-	19.4%	20.0%	-	-	
순이익률	13.5%	15.2%	13.3%	14.5%	-	-	15.7%	16.2%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,886	2,762	4%	2,798	3%
영업이익	542	512	6%	529	2%
지배주주순이익	509	382	33%	409	25%

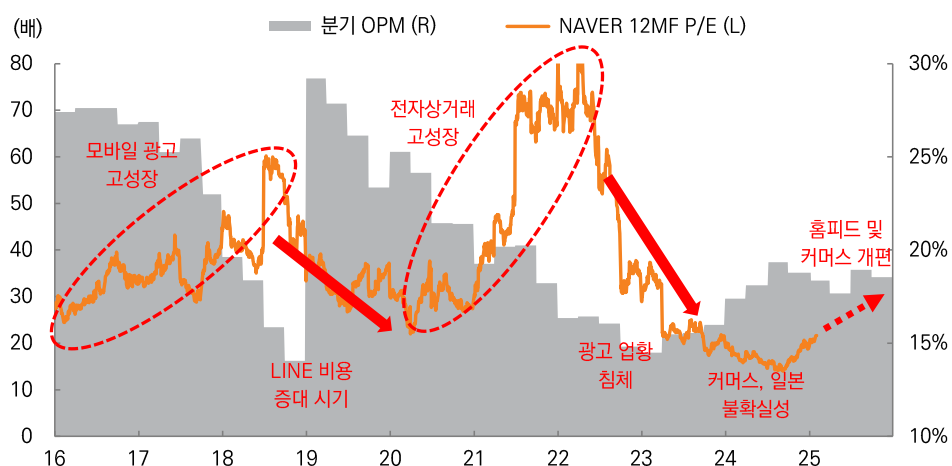
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2025년 지배주주순이익 (십억원)	1,588	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	45,948	
주식 수 (천주)	158,437	
목표주가 (원)	290,000	
현재주가 (원)	232,000	
상승여력	25.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



주1: 19년 영업이익은 LINE 연결 제거에 따른 소급 적용 이전 수치

주2: 21년 P/E는 1회성 라인 지분법 처분이익 제거한 순이익으로 재추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,738	11,931	13,398
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,931	13,398
판매비와관리비	8,182	8,758	9,737	10,775
조정영업이익	1,489	1,979	2,193	2,623
영업이익	1,489	1,979	2,193	2,623
비영업손익	-8	267	88	123
금융손익	-26	-1	35	68
관계기업등 투자손익	267	232	18	19
세전계속사업손익	1,481	2,246	2,281	2,746
계속사업법인세비용	496	384	639	741
계속사업이익	985	1,862	1,642	2,004
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,862	1,642	2,004
지배주주	1,012	1,878	1,588	1,944
비지배주주	-27	-16	54	60
총포괄이익	724	2,099	1,642	2,004
지배주주	749	2,170	1,698	2,072
비지배주주	-24	-71	-55	-68
EBITDA	2,071	2,509	2,704	3,123
FCF	1,362	1,113	1,738	2,035
EBITDA 마진율 (%)	21.4	23.4	22.7	23.3
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.4	19.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	17.5	13.3	14.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	9,381	11,016	12,954
현금 및 현금성자산	3,576	4,835	6,271	7,978
매출채권 및 기타채권	1,683	1,788	1,927	2,097
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	2,743	2,803	2,864
비유동자산	28,710	28,718	28,618	28,564
관계기업투자등	17,589	17,297	17,297	17,297
유형자산	2,742	2,872	2,771	2,712
무형자산	3,446	3,657	3,657	3,662
자산총계	35,738	38,099	39,634	41,518
유동부채	6,306	6,082	6,146	6,211
매입채무 및 기타채무	1,313	1,248	1,273	1,298
단기금융부채	1,011	1,470	1,475	1,480
기타유동부채	3,982	3,364	3,398	3,433
비유동부채	5,194	5,072	5,090	5,112
장기금융부채	3,168	3,638	3,638	3,638
기타비유동부채	2,026	1,434	1,452	1,474
부채총계	11,500	11,154	11,235	11,323
지배주주지분	23,206	25,930	27,329	29,065
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	24,544	26,703	28,102	29,839
비지배주주지분	1,032	1,016	1,070	1,130
자본총계	24,238	26,946	28,399	30,195

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,002	1,713	2,088	2,415
당기순이익	985	1,862	1,642	2,004
비현금수익비용가감	1,327	871	1,071	1,129
유형자산감가상각비	528	470	451	440
무형자산상각비	54	60	60	60
기타	745	341	560	629
영업활동으로인한자산및부채의변동	360	-679	-65	-90
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	43	-98	-6	-6
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	347	0	0	0
법인세납부	-682	-384	-639	-741
투자활동으로 인한 현금흐름	-950	-1,667	-468	-505
유형자산처분(취득)	-633	-600	-350	-380
무형자산감소(증가)	-51	-271	-60	-65
장단기금융자산의 감소(증가)	402	-1,075	-58	-60
기타투자활동	-668	279	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-110	833	-184	-203
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	225	5	5
자본의 증가(감소)	-314	180	0	0
배당금의 지급	-62	-119	-189	-208
기타재무활동	284	547	0	0
현금의 증가	852	1,259	1,436	1,707
기초현금	2,724	3,576	4,835	6,271
기말현금	3,576	4,835	6,271	7,978

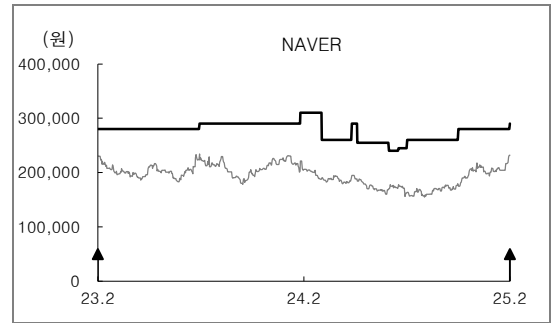
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	17.1	23.1	18.9
P/CF (x)	15.9	11.7	13.5	11.7
P/B (x)	1.5	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	18.0	12.1	12.6	10.4
EPS (원)	6,180	11,632	10,024	12,272
CFPS (원)	14,117	16,929	17,126	19,779
BPS (원)	148,137	168,297	177,128	188,087
DPS (원)	1,205	1,270	1,397	1,537
배당성향 (%)	18.4	10.2	12.7	11.4
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	17.6	11.0	11.1	12.3
EBITDA증가율 (%)	11.0	21.1	7.8	15.5
조정영업이익증가율 (%)	14.1	32.9	10.8	19.6
EPS증가율 (%)	33.4	88.2	-13.8	22.4
매출채권 회전율 (회)	18.9	19.9	20.1	22.4
재고자산 회전율 (회)	824.3	721.4	793.6	882.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	5.0	4.2	4.9
ROE (%)	4.4	7.6	6.0	6.9
ROIC (%)	28.8	26.2	33.4	40.3
부채비율 (%)	47.4	41.4	39.6	37.5
유동비율 (%)	111.5	154.3	179.3	208.6
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-8.3	-13.1	-18.2
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	15.3	16.6	19.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2025.02.07	매수	290,000	-	-
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88
2024.07.25	매수	245,000	-31.29	-28.57
2024.07.08	매수	240,000	-27.69	-26.04
2024.05.13	매수	255,000	-32.42	-26.08
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.