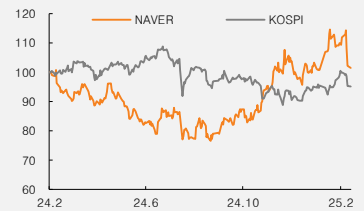


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 310,000원
현재주가(25/3/4)	205,500원
상승여력	50.9%

영업이익(24F, 십억원)	1,979
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,967
EPS 성장률(24F, %)	88.2
MKT EPS 성장률(24F, %)	68.2
P/E(24F, x)	17.1
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSPI	2,528.92
시가총액(십억원)	32,559
발행주식수(백만주)	158
유동주식비율(%)	85.6
외국인 보유비중(%)	48.5
베타(12M) 일간수익률	0.27
52주 최저가(원)	155,000
52주 최고가(원)	232,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.9	30.5	7.0
상대주가	-7.7	33.2	13.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

035420 · 인터넷

NAVER

강력한 커머스 모멘텀 임박

도파민 중독과 쇼핑 단위 시간의 감소

숏폼 시청에 따른 도파민 중독은 물품 구매까지 이어지는 일련의 행위(검색-리뷰 탐색-가격비교-구매 결정) 자체를 피로하게 느끼도록 만든다. 숏폼 시청 자체가 콘텐츠를 선택하는 것이 아닌 AI 기반 자동 추천을 그저 따라가는 것이기 때문이다. 현대인들은 쇼핑을 위한 정신적 여유도 이전만큼 없다.

쇼핑 단위 시간의 감소는 이미 본격화되고 있다. 쿠팡을 비롯한 국내 커머스 앱 전반의 실행당 평균 체류시간은 불과 5년만에 절반 이하로 감소했다. 작년에도 10% 이상의 역성장을 기록한 플랫폼이 대부분이다. AI 추천 기능이 강화될 동사의 쇼핑 앱 별도 출시는 쇼핑 단위 시간 감소라는 트렌드에 부합한다.

신규 앱 출시 이후 커머스 성장 가속화 전망

3/12일 신규 커머스 앱 출시로 1) 검색부터 구매까지 이어지는 유저 동선 및 시간 단축, 2) AI 기반 상품 추천 기능 고도화가 이어지면서 GMV 성장세가 가속화될 전망이다. 24년 5%에 불과했던 GMV YoY 성장률은 12%까지 상승하면서 전자상거래 시장 성장률을 상회할 전망이다.

24년 19.6%까지 감소했던 동사의 국내 전자상거래 시장 점유율은 25년 20.3%까지 회복할 것이다. 1) 기존 커머스 유저의 UX/UI 최적화와 2) 신규 광고 인벤토리 확장으로 25년 커머스 광고 YoY 성장세도 14%로 가속화될 전망이다. 25년 커머스 매출액 전망치를 2% 상향한다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 310,000원으로 상향

인터넷 업종 대형주 Top Pick 의견을 유지하며 커머스 부문 매출액 상향에 따른 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 290,000원에서 310,000원(타겟 P/E 29배 유지)으로 상향한다. 25F P/E 19배에서 거래 중이다.

상반기 예정된 커머스 별도 앱 출시 이후 모멘텀이 본격화될 전망이다. 신규 앱 출시에 따른 마케팅비 증가는 불가피한 부분이나 고성장세 회복이 예상되는 커머스 광고 부문 호조가 이를 상쇄할 것이다. 하반기 가파른 트래픽 증가세를 보여주면서 쿠팡에 이은 국내 MAU 2위 커머스 앱이 될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,738	11,991	13,590
영업이익 (십억원)	1,305	1,489	1,979	2,328	2,871
영업이익률 (%)	15.9	15.4	18.4	19.4	21.1
순이익 (십억원)	760	1,012	1,878	1,698	2,131
EPS (원)	4,634	6,180	11,632	10,719	13,452
ROE (%)	3.3	4.4	7.6	6.4	7.5
P/E (배)	38.3	36.2	17.1	19.2	15.3
P/B (배)	1.2	1.5	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7

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

표 15. 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	2,822	2,953	3,036	3,180	9,671	10,738	11,991	13,590
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	11.7%	13.1%	11.8%	10.2%	17.6%	11.0%	11.7%	13.3%
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	777	822	831	907	2,547	2,923	3,338	3,963
커머스 광고	265	280	279	308	300	318	321	354	1,107	1,132	1,294	1,537
중개 및 판매	391	391	400	414	419	444	444	481	1,269	1,596	1,789	2,099
멤버십	48	47	46	54	58	60	66	72	171	195	256	327
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	2,297	2,382	2,411	2,572	8,182	8,758	9,662	10,719
개발/운영비용	636	683	657	689	680	717	690	740	2,573	2,664	2,827	3,110
파트너	913	917	938	1,022	991	995	1,019	1,111	3,534	3,790	4,116	4,501
인프라	170	172	178	185	183	194	201	213	596	705	792	934
마케팅	367	367	417	448	443	475	501	509	1,480	1,599	1,928	2,174
영업이익	439	473	525	542	525	571	625	608	1,489	1,979	2,328	2,871
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	19.4%	20.8%	19.0%	12.1%	14.1%	32.9%	17.6%	23.3%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.6%	19.3%	20.6%	19.1%	15.4%	18.4%	19.4%	21.1%
지배주주순이익	511	338	520	509	382	416	455	445	1,012	1,878	1,698	2,131
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	17.6%	13.5%	14.1%	15.0%	14.0%	10.5%	17.5%	14.2%	15.7%

자료: 미래셋증권 리서치센터

표 16. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	11,931	13,398	11,991	13,590	1%	1%	11,852	12,932	1%	5%	커머스 부문 매출액 추정치 상향
영업이익	2,193	2,623	2,328	2,871	6%	9%	2,276	2,584	2%	11%	
지배주주순이익	1,588	1,948	1,698	2,131	7%	9%	1,883	2,139	-10%	0%	
영업이익률	18.4%	19.6%	19.4%	21.1%	-	-	19.2%	20.0%	-	-	
순이익률	13.3%	14.5%	14.2%	15.7%	-	-	15.9%	16.5%	-	-	

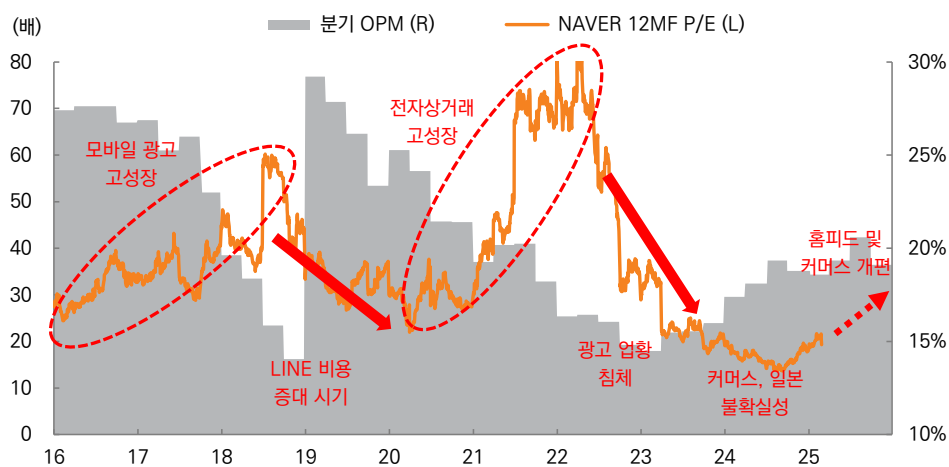
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 밸류에이션

구분	내용	비고
2025년 지배주주순이익 (십억원)	1,698	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	49,131	
주식 수 (천주)	158,437	
목표주가 (원)	310,000	
현재주가 (원)	205,500	
상승여력	50.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



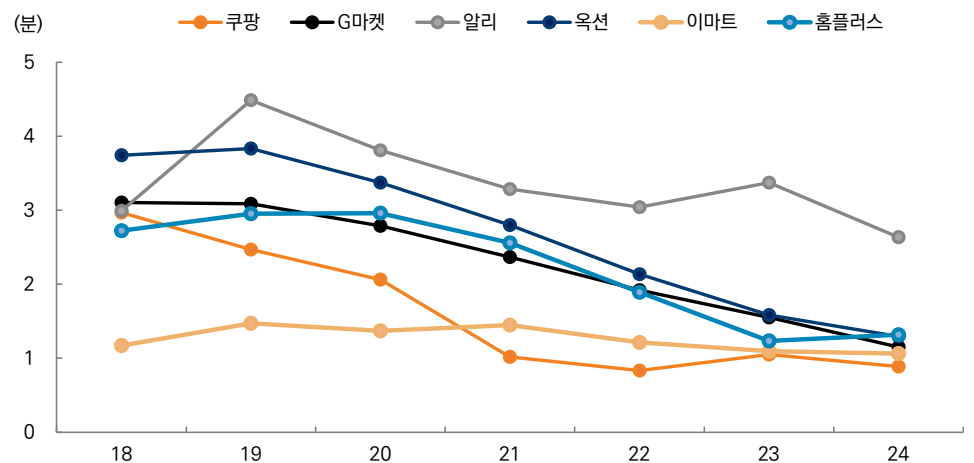
자료: 미래에셋증권 리서치센터

쇼핑 단위 시간 감소로 이어질 도파민 중독

도파민 중독은 쇼핑 단위 시간의 감소로 이어질 전망이다. 숏폼 시청에 따른 도파민 중독은 물품 구매까지 이어지는 일련의 행위(검색-리뷰 탐색-가격비교-구매 결정) 자체를 피로하게 느끼도록 만든다. 숏폼 시청 자체가 콘텐츠를 선택하는 것이 아닌 AI 기반 자동 추천을 그저 따라가는 것이기 때문이다. 현대인들은 쇼핑을 위한 정신적 여유도 이전만큼 없다.

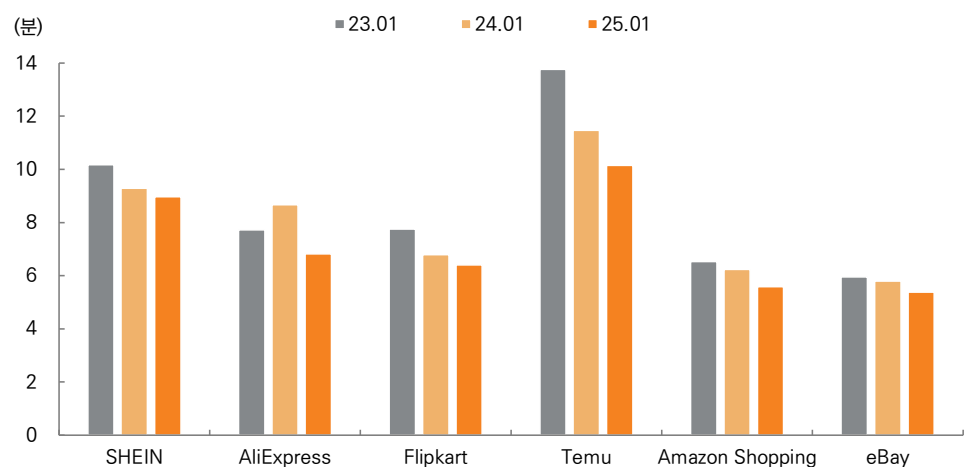
쇼핑 단위 시간의 감소 양상은 이미 국내와 글로벌에서 관찰되고 있다. 쿠팡을 비롯한 국내 커머스 앱 전반의 실행당 평균 체류시간은 불과 5년만에 절반 이하로 감소했다. 작년에도 10% 이상의 역성장을 기록한 플랫폼이 대부분이다. 글로벌도 국내와 크게 다르지 않다. 아마존 쇼핑, 알리익스프레스, 이베이, 테무 등 주요 글로벌 커머스 플랫폼의 일평균 체류 시간도 22년 이후 연 5% 이상의 감소세를 보이고 있다.

그림 77. 국내 주요 커머스 앱 실행당 평균 체류시간



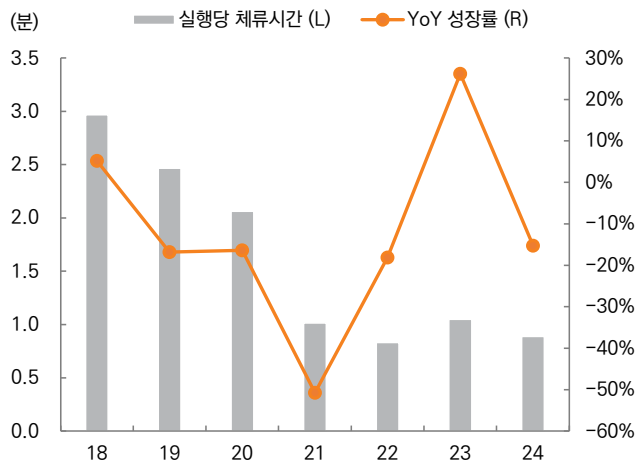
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 글로벌 주요 커머스 플랫폼 일평균 체류시간



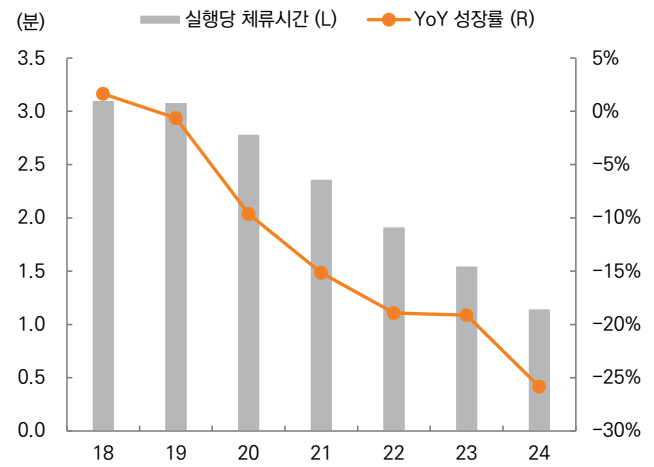
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 쿠팡 앱 실행당 평균 체류시간 추이



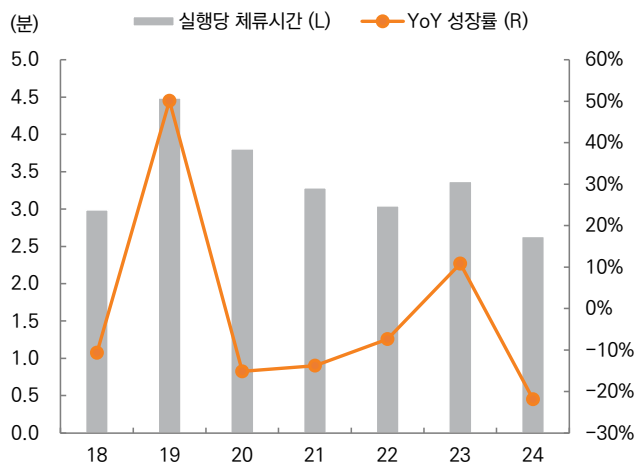
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. G마켓 앱 실행당 평균 체류시간 추이



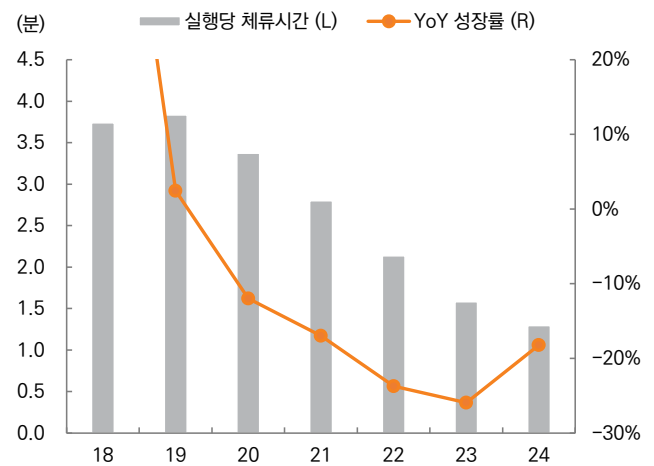
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 국내 알리익스프레스 앱 실행당 평균 체류시간 추이



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 옥션 앱 실행당 평균 체류시간 추이



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

신규 앱 출시 이후 커머스 성장 가속화 전망

3/12일 신규 커머스 앱 출시로 1) 검색부터 구매까지 이어지는 유저 동선 및 시간 단축, 2) AI 기반 상품 추천 기능 고도화가 이어지면서 GMV 성장세가 가속화될 전망이다. 24년 5%에 불과했던 GMV YoY 성장률은 12%까지 상승하면서 전자상거래 시장 성장률을 상회할 전망이다. 24년 19.6%까지 감소했던 동사의 국내 전자상거래 시장 점유율은 25년 20.3%까지 회복할 것이다. 1) 기존 커머스 유저의 UX/UI의 최적화와 2) 신규 광고 인벤토리 확장으로 25년 커머스 광고 YoY 성장세도 14%로 가속화될 전망이다.

표 18. NAVER 커머스 주요 지표 추정

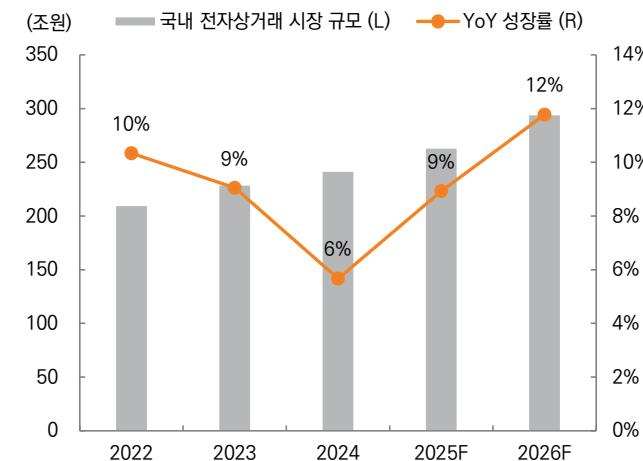
(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
국내 전자상거래 시장 규모	59,729	60,737	59,039	62,331	62,119	65,596	65,415	70,309	209,879	228,861	241,836	263,439	294,450
YoY 성장률	10.8%	8.6%	3.0%	1.0%	4.0%	8.0%	10.8%	12.8%	10.3%	9.0%	5.7%	8.9%	11.8%
NAVER GMV	12,200	12,400	12,500	13,200	13,295	14,037	13,969	15,044	41,700	47,900	50,300	56,344	64,820
YoY 성장률	5.2%	4.2%	4.2%	6.5%	9.0%	13.2%	11.7%	14.0%	18.1%	14.9%	5.0%	12.0%	15.0%
NAVER 국내 GMV	11,450	11,636	11,830	12,520	12,515	13,242	13,271	14,336	41,700	45,196	47,436	53,364	61,714
YoY 성장률	5.0%	4.0%	4.1%	6.6%	9.3%	13.8%	12.2%	14.5%	18.1%	8.4%	5.0%	12.5%	15.6%
포쉬마크, 소다 등 해외 GMV	750	764	670	680	780	795	697	708	2,626	2,704	2,864	2,980	3,106
YoY 성장률	7.1%	7.0%	4.9%	4.4%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	26.5%	3.0%	5.9%	4.1%	4.2%
NAVER 국내 전자상거래시장 점유율	19.2%	19.2%	20.0%	20.1%	20.1%	20.2%	20.3%	20.4%	19.9%	19.7%	19.6%	20.3%	21.0%
NAVER 커머스 매출액	703	719	725	775	777	822	831	907	1,801	2,547	2,923	3,338	3,963
YoY 성장률	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	10.5%	14.4%	14.6%	17.0%	22.1%	41.4%	14.8%	14.2%	18.7%
커머스 광고 매출	265	280	279	308	300	318	321	354	1,078	1,107	1,132	1,294	1,537
YoY 성장률	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	13.4%	13.6%	15.1%	15.0%	14.3%	2.6%	2.3%	14.3%	18.8%
중개 및 판매 매출	391	391	400	414	419	444	444	481	604	1,269	1,596	1,789	2,099
YoY 성장률	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	7.2%	13.5%	11.1%	16.3%	30.5%	110.0%	25.8%	12.1%	17.4%
멤버십 매출	48	47	46	54	58	60	66	72	119	171	195	256	327
YoY 성장률	24.0%	12.6%	5.1%	15.9%	20.7%	26.0%	42.3%	34.9%	72.5%	44.1%	14.1%	31.0%	27.9%
NAVER GMV 대비 매출인식률	5.77%	5.80%	5.80%	5.87%	5.85%	5.86%	5.95%	6.03%	4.32%	5.32%	5.81%	5.92%	6.11%
광고수수료율	2.17%	2.26%	2.23%	2.33%	2.26%	2.27%	2.30%	2.35%	2.59%	2.31%	2.25%	2.30%	2.37%
거래수수료율	3.20%	3.16%	3.20%	3.13%	3.15%	3.17%	3.18%	3.20%	1.45%	2.65%	3.17%	3.17%	3.24%

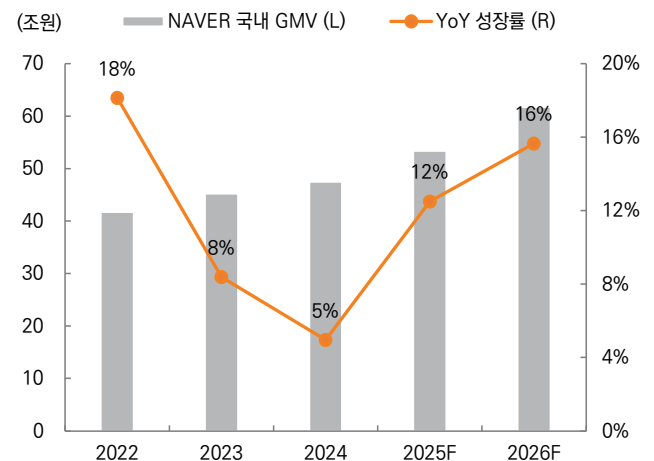
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 국내 전자상거래 시장 전망

그림 84. NAVER 국내 GMV 전망

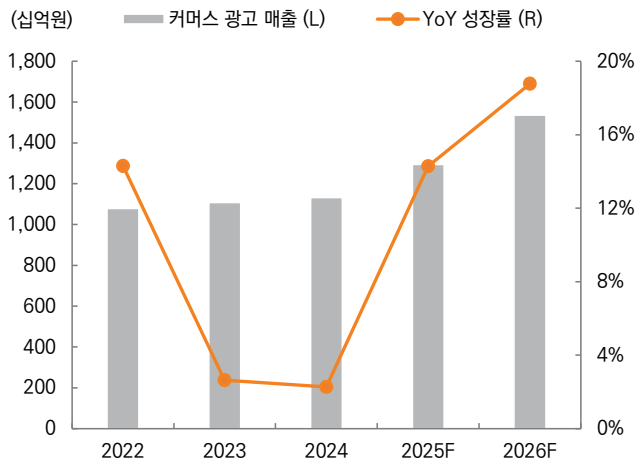


자료: 미래에셋증권 리서치센터



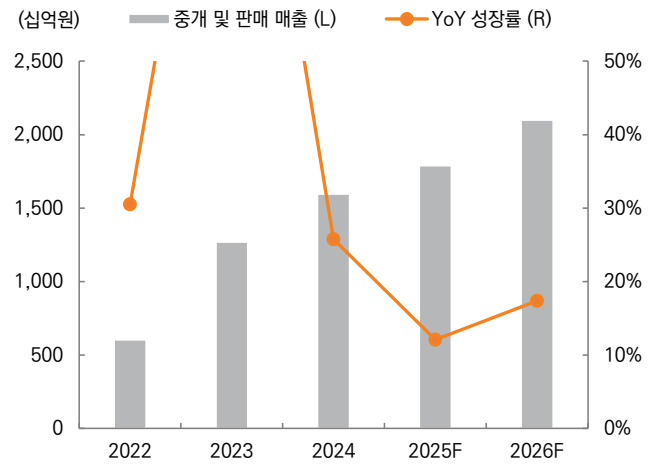
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 커머스 광고 매출 전망



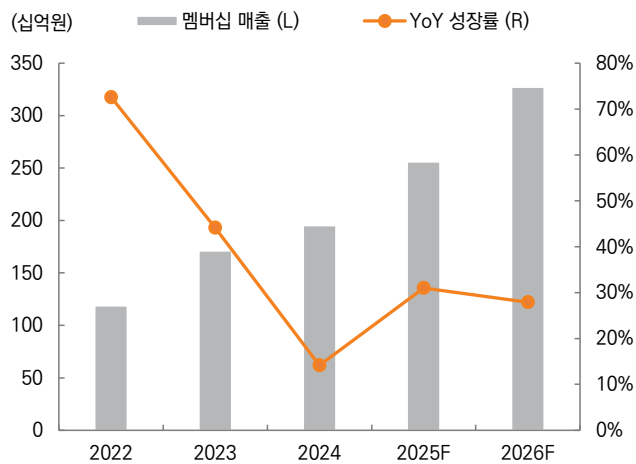
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 중개 및 판매 매출 전망



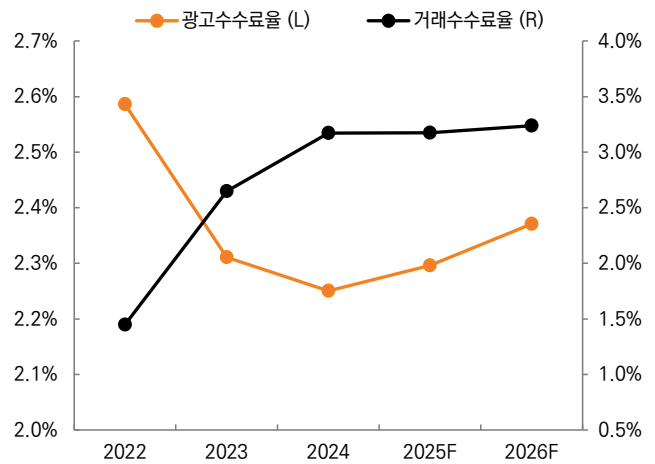
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 멤버십 매출 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 광고수수료, 거래수수료 전망



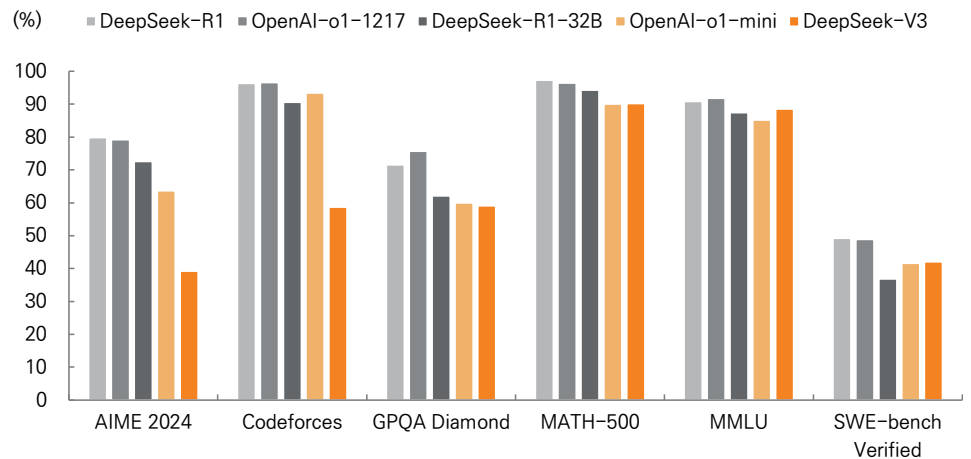
자료: 미래에셋증권 리서치센터

저비용 고성능 AI 모델의 가능성 대두

1월 20일 딥시크-R1 모델이 공개된 이후 저비용 고성능 AI 모델의 가능성이 대두되고 있다. 딥시크-R1의 경우 오픈AI의 o1 모델의 추론 능력 이상을 보여주나 운영 비용은 90~95% 가량 저렴하다. 딥시크는 1~2월 챗GPT를 뛰어넘는 트래픽을 기록 중이다.

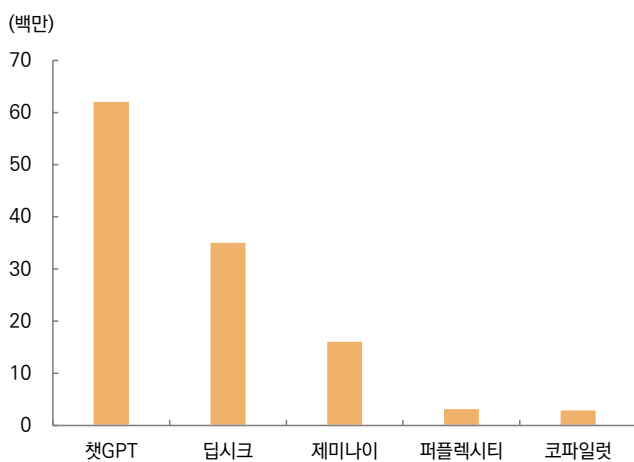
구글이 2월 출시한 제미나이2.0의 플래시라이트(Flash-Lite) 모델도 저비용 고성능 AI의 흐름을 보여준다. 제미나이2.0 플래시라이트 모델의 운영 비용은 입력 기준으로 100만 토큰당 0.019달러에 불과해 딥시크 모델과 큰 차이가 나지 않는다. 운영 비용의 드라마틱한 감소는 B2C AI 서비스의 침투율을 대폭 높여줄 것으로 기대된다.

그림 89. 딥시크-R1 벤치마크 퍼포먼스



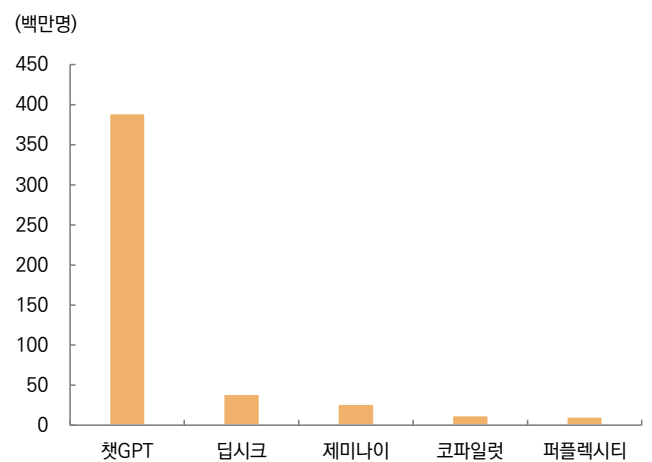
자료: 딥시크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 글로벌 주요 AI 앱 월간 다운로드(2월)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 글로벌 주요 AI 앱 MAU 비교(2월)



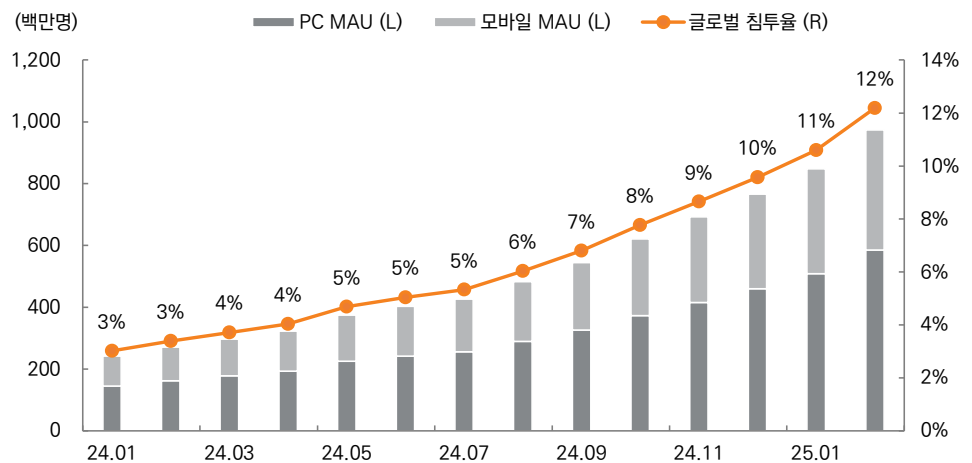
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

결국 올라오는 것은 퍼스트파티 데이터의 가치

현재 AI 모델들이 겪고 있는 수익화 측면에서의 어려움을 고려할 시 향후 오픈소스를 활용한 저비용 고성능 AI 모델이 메인 트렌드가 될 가능성이 높다고 판단한다. 현재 글로벌에서 압도적인 성과를 보여주고 있는 챗GPT의 경우 글로벌 유저 침투율은 10%를 넘어선 수준으로 추정되나 향후 30%의 침투율을 가져가더라도 현재의 수익 모델로는 BEP를 장담하기 어렵다. 저비용 고성능 AI 모델이 주류가 될 경우 1) AI 파운데이션 모델 개발에서 연 1조원 미만의 다소 애매한 투자 비용을 투입하고, 2) 글로벌 빅테크 대비 크게 못 미치는 성능을 보여주던 국내 파운데이션 모델 개발사들의 비용 부담은 점차 감소할 가능성이 높다.

인프라(AI 파운데이션 모델) 측면에서의 비용이 드라마틱하게 낮아질 경우 B2C AI 서비스의 침투율 상승은 가속화될 것이다. 그렇게 다음 스테이지로 넘어갈 경우 질 좋은 퍼스트파티 데이터를 어떠한 플랫폼이 많이 갖고 있는지 여부가 더욱 중요해진다. 1) 어떤 특정한 데이터를 학습시킬 수 있는가에서 B2C AI 서비스의 질이 결정될 것이기에 파운데이션 모델 개발사에 대한 데이터 당 판매 단가(P)의 상승이 이어질 것이며, 2) 이용자의 행동 데이터가 많은 플랫폼일 수록 AI 서비스 접목 효과가 강력하기 때문이다.

그림 92. 챗GPT MAU, 침투율 추이 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 19. 챗GPT 주요 지표 자체 추정

(백만달러)

	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02
침투율	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
MAU (백만명)	241	271	297	323	375	403	427	483	544	622	692	766	848	975
PC (백만명)	145	163	178	194	225	242	256	290	326	373	415	460	509	585
모바일 (백만명)	97	108	119	129	150	161	171	193	218	249	277	306	339	390
WAU (백만명)	121	135	149	161	187	202	213	241	272	311	346	383	424	488
결제 유저 수 (백만명)	8	10	11	13	16	18	19	23	27	32	36	41	47	55
Pay Ratio	3.4%	3.6%	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%
매출액	73	87	102	117	144	164	185	221	263	311	359	411	471	561
B2C	55	66	76	88	108	123	138	166	197	233	269	308	353	421
B2B	18	22	25	29	36	41	46	55	66	78	90	103	118	140

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

플랫폼 가입자 수와 MAU가 가장 중요한 지표였던 과거와는 달리 AI 시대에는 플랫폼 체류시간과 유저의 행동 빈도 및 다양성이 보다 중요한 지표로 작용하게 된다. AI 서비스를 다르게 표현하면 개인에 대한 최적화 서비스이며 최적화의 정도를 결정하는 것은 유저의 행동데이터이기 때문이다. AI 접목의 측면에서 유튜브와 인스타가 압도적인 수익화 효율을 발휘하고 있는 이유는 유저의 관심사를 좁힐 수 있는 행동 데이터를 유저의 동영상 시청에서 수집하기 때문이다.

미국 최대 온라인 커뮤니티 레딧의 데이터 가치가 재평가 받고 있는 부분도 눈여겨 볼 필요가 있다. 방대한 이용자 게시글이 쌓여있는 레딧은 AI 모델 개발사에 대한 데이터 판매를 시작했으며 현재 구글, 오픈AI 등에 데이터를 유료로 제공 중에 있다. 또한 지난 12월에는 AI 기반 답변 서비스 레딧 앤서(Reddit Answers)를 출시하기도 했다. 이는 AI가 레딧 게시물에서 정보를 찾아 사용자의 질문에 답변하는 방식으로 이루어지며 검색 광고가 신규로 추가될 예정이다.

표 20. 제로/퍼스트/세컨드/서드파티 데이터 구분

종류	특징	장점/단점
제로파티 데이터	- 고객이 자발적으로 기업에 제공하는 데이터 - 설문조사 혹은 고객 가입 정보를 의미 - 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없는 정보	- 장점: 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없다는 점에서 희소성 - 고객이 직접 제공하기 때문에 정확도와 관련성이 매우 높음 - 단점: 자발적으로 정보를 제공하는 고객을 확보하는 데 어려움 존재
퍼스트파티 데이터	- 기업이 고객의 동의를 구한 후 직접 수집한 고객의 데이터 - 자사 플랫폼을 통해 수집된 고객의 행동 혹은 관심 데이터 - CRM 마케팅에 활용	- 장점: 높은 정확성과 신뢰성 보장 - 이메일: 구매 이력, 전화번호 등 가치가 높고 브랜드와 관련성도 높음 - 단점: 데이터의 양이 제한적이며 고객 풀이 한정적임
세컨드파티 데이터	- 타 기업의 퍼스트파티 데이터를 직접 구매하거나 공유받은 데이터 - 수집된 정보의 출처가 명확하여 신뢰할 수 있는 편 - 비슷한 타겟층을 가진 기업들이 공유하는 경우들이 해당	- 장점: 데이터 출처가 명확하여 높은 품질과 신뢰성 보유 - 단점: 타 사의 데이터 수집 기준에 맞춰진 데이터로 한계 존재 - 프라이버시 침해에 관한 리스크 일부 존재
서드파티 데이터	- 기업과 고객의 직접적인 관계없이 수집되는 데이터 - 인터넷의 다양한 정보 및 소스로부터 수집. 주로 쿠키 사용 - 프라이버시 침해에 대한 이슈가 지속적으로 발생	- 장점: 더 다양하고 방대한 데이터에 접근 가능 - 단점: 세부 정확도 및 신뢰도가 낮음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

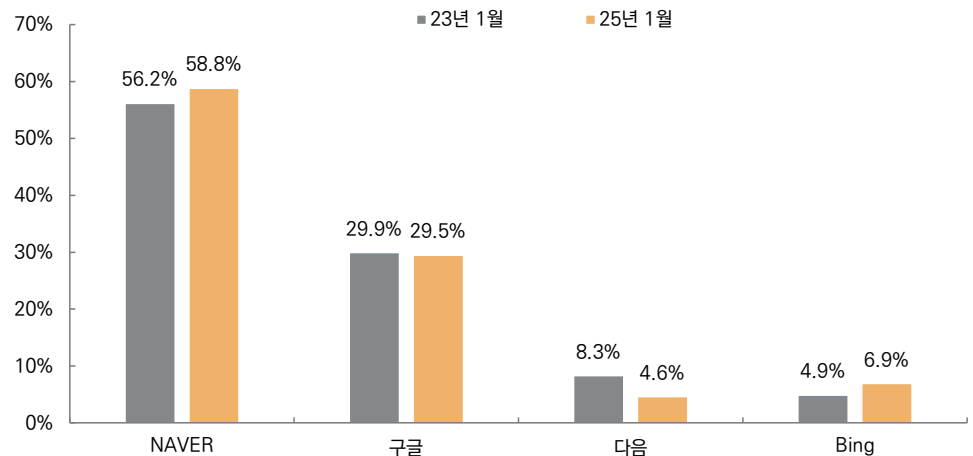
NAVER 데이터의 가치 상승을 기대

개인 최적화를 위해 중요한 행동데이터를 생각해보면 1) 일반 검색, 2) 커머스 검색 및 구매, 3) 콘텐츠 선호도 데이터가 존재한다. NAVER의 경우 국내 최대 검색 플랫폼으로 압도적인 일반 검색 데이터를 보유하고 있으며 과거 수년간 점유율 감소를 거쳤던 것과는 달리 현재 안정적인 1위 쿼리 점유율을 유지하고 있다.

커머스 부문에서도 쿠팡과 함께 양대 사업자로서 다량의 커머스 데이터를 쌓아올리고 있다. 글로벌에서도 검색과 커머스 양 부문에서 주요 사업자로 군림하면서 데이터를 동시에 쌓는 플랫폼을 찾기는 어렵다. 또한 홈페이지 화면에 대한 가파른 트래픽 상승이 이어지고 있다. NAVER는 유저들의 콘텐츠 선호도에 대한 데이터를 착실하게 쌓아올리고 있다.

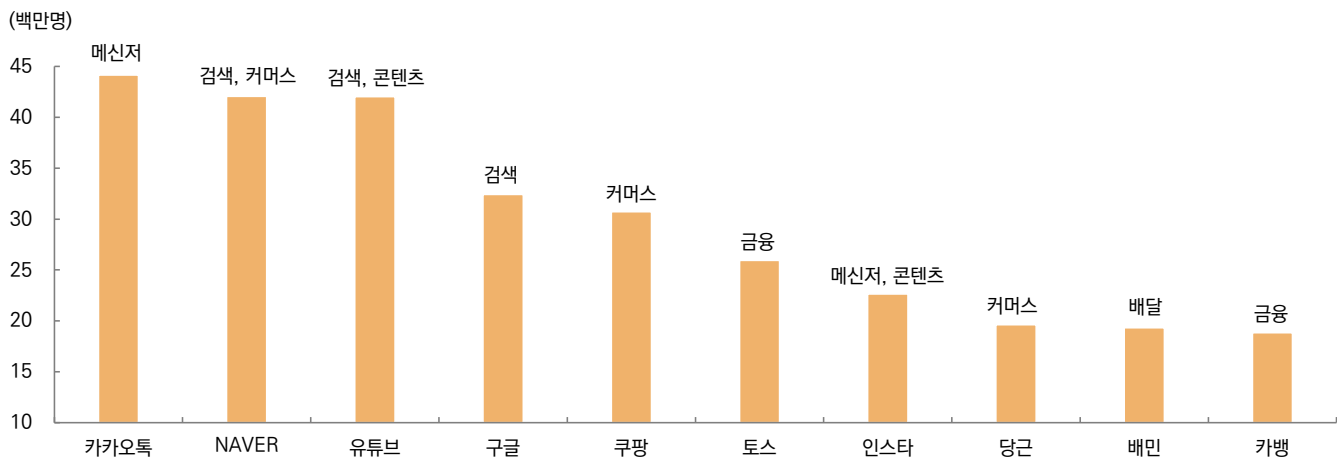
동사도 4천만 이상의 MAU를 가진 국내 초대형 플랫폼이기에 글로벌 AI 업체와의 파트너십 가능성도 존재한다는 판단이다. 지배적인 글로벌 B2C 서비스를 NAVER에 이식하는 것도 강력한 시너지 효과가 기대된다. 데이터 판매도 신규 BM이 될 수 있을 것이다.

그림 93. 국내 검색 엔진 PC 쿼리 점유율



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 국내 MAU 상위 10대 플랫폼 비교(앱 기준)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,738	11,991	13,590
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,991	13,590
판매비와관리비	8,182	8,758	9,662	10,719
조정영업이익	1,489	1,979	2,328	2,871
영업이익	1,489	1,979	2,328	2,871
비영업손익	-8	267	111	148
금융손익	-26	-1	36	72
관계기업등 투자손익	267	232	39	40
세전계속사업손익	1,481	2,246	2,439	3,019
계속사업법인세비용	496	384	683	815
계속사업이익	985	1,862	1,756	2,204
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,862	1,756	2,204
지배주주	1,012	1,878	1,698	2,131
비지배주주	-27	-16	58	73
총포괄이익	724	2,099	1,756	2,204
지배주주	749	2,170	1,816	2,278
비지배주주	-24	-71	-59	-74
EBITDA	2,071	2,509	2,839	3,371
FCF	1,362	1,113	1,846	2,220
EBITDA 마진율 (%)	21.4	23.4	23.7	24.8
영업이익률 (%)	15.4	18.4	19.4	21.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	17.5	14.2	15.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	9,381	11,130	13,268
현금 및 현금성자산	3,576	4,835	6,379	8,271
매출채권 및 기타채권	1,683	1,788	1,934	2,119
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	2,743	2,802	2,863
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	39,748	41,832
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	27,439	29,362
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	24,544	26,703	28,212	30,136
비지배주주지분	1,032	1,016	1,074	1,147
자본총계	24,238	26,946	28,513	30,509

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,002	1,713	2,196	2,600
당기순이익	985	1,862	1,756	2,204
비현금수익비용가감	1,327	871	1,114	1,199
유형자산감가상각비	528	470	451	440
무형자산상각비	54	60	60	60
기타	745	341	603	699
영업활동으로 인한자산및부채의변동	360	-679	-71	-104
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	-683	-815
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	1,544	1,892
기초현금	2,724	3,576	4,835	6,379
기말현금	3,576	4,835	6,379	8,271

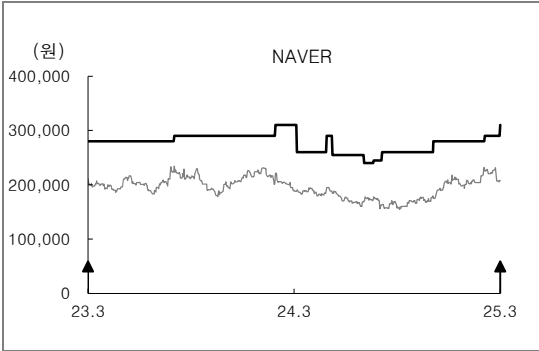
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	17.1	19.2	15.3
P/CF (x)	15.9	11.7	11.3	9.6
P/B (x)	1.5	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	18.0	12.1	10.5	8.3
EPS (원)	6,180	11,632	10,719	13,452
CFPS (원)	14,117	16,929	18,116	21,478
BPS (원)	148,137	168,297	177,823	189,961
DPS (원)	1,205	1,270	1,397	1,537
배당성향 (%)	18.4	10.2	11.9	10.4
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	17.6	11.0	11.7	13.3
EBITDA증가율 (%)	11.0	21.1	13.2	18.7
조정영업이익증가율 (%)	14.1	32.9	17.6	23.3
EPS증가율 (%)	33.4	88.2	-7.9	25.5
매출채권 회전율 (회)	18.9	19.9	20.2	22.7
재고자산 회전율 (회)	824.3	721.4	797.6	895.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	5.0	4.5	5.4
ROE (%)	4.4	7.6	6.4	7.5
ROIC (%)	28.8	26.2	35.4	43.9
부채비율 (%)	47.4	41.4	39.4	37.1
유동비율 (%)	111.5	154.3	181.1	213.6
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-8.3	-13.4	-18.9
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	15.3	17.6	21.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2025.03.06	매수	310,000	-	-
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17
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 주가하락이 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.
