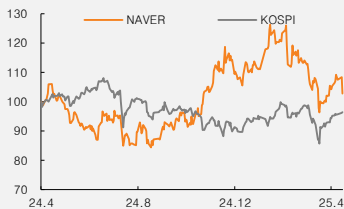


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	310,000원
현재주가(25/5/8)	188,700원
상승여력	64.3%

영업이익(25F, 십억원)	2,297
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	2,297
EPS 성장률(25F, %)	-10.0
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.7
P/E(25F, x)	17.6
MKT P/E(25F, x)	9.3
KOSPI	2,579.48
시가총액(십억원)	29,897
발행주식수(백만주)	158
유동주식비율(%)	84.9
외국인 보유비중(%)	48.6
베타(12M) 일간수익률	0.37
52주 최저가(원)	155,000
52주 최고가(원)	232,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.1	8.1	-1.2
상대주가	-4.9	7.3	5.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

긍정적인 커머스 분위기

1Q25 Review: 컨센서스 부합

1분기 매출액 2조 7,870억원(+10% YoY), 영업이익 5,050억원(+15% YoY)으로 컨센서스(매출액 2조 8,010억원, 영업이익 5,120억원)에 부합했다. 광고 부문은 예상치를 소폭 하회했으나 커머스 부문 호조가 이를 상쇄했다. 검색 광고 매출액은 7,540억원(+8% YoY)으로 예상치를 2% 하회, 디스플레이 광고 매출액은 2,170억원(+7% YoY)으로 예상치를 3% 하회했다.

커머스 광고 매출액은 3,080억원(+16% YoY)으로 예상치를 3% 상회했다. 중개 및 판매 매출액은 4,240억원(+9% YoY)으로 어뮤즈 연결을 제외할 경우 YoY 11% 성장하였다. 영업비용은 2조 2,810억원(+9% YoY)으로 예상치에 부합했다.

하반기가 더욱 기대되는 커머스

3월 출시한 플러스스토어 앱 출시 효과가 나타나고 있다. 23~24년 2%대에 불과했던 커머스 광고 YoY 성장률은 4분기(10월 플러스스토어 웹 개편) 10%에서 1분기 16%까지 상승했다. 플러스스토어 앱 내에서의 신규 광고 인벤토리 활용과 유저 트래픽 증가로 인해 하반기에도 커머스 광고 성장세가 더욱 가속화될 전망이다.

3분기부터는 스마트스토어 수수료(6월 예정) 개편에 따른 중개 및 판매 매출 호조가 기대된다. 수수료 개편으로 스마트스토어 수수료는 약 1% 상승하게 되며 연간 중개 및 판매 매출액은 3천억원 수준의 상승 효과를 볼 것으로 예상된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 310,000원 유지

인터넷 업종 내 대형주 Top Pick 의견 및 목표주가 310,000원을 유지한다. 25F P/E 18배에서 거래 중이다. 최근 생성형 AI 검색 성장에 따른 쿼리 감소 우려가 주가에 과도하게 반영되었다고 판단한다. 최근 2년간 동사의 쿼리는 감소하고 있지 않다. NAVER 이용자들은 버티컬 서비스에 머무르는 시간 비중이 80% 이상이다.

3월 출시한 플러스스토어 앱은 건조한 트래픽을 기록하면서 침투율을 성공적으로 높여가고 있다. 일간 다운로드 6~7만건을 기록 중이다. 플러스스토어 앱 MAU는 MoM 100만명 수준의 상승세가 하반기까지 지속되면서 연내 1,000만명의 수준의 MAU 규모를 갖출 것으로 예상된다. 플러스스토어 앱의 침투율 상승으로 GMV 성장세가 가속화되는 시점부터 모멘텀은 다시금 발생할 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,671	10,738	11,875	13,315	14,136
영업이익 (십억원)	1,489	1,979	2,297	2,808	3,075
영업이익률 (%)	15.4	18.4	19.3	21.1	21.8
순이익 (십억원)	1,012	1,923	1,698	2,037	2,317
EPS (원)	6,180	11,913	10,716	12,854	14,622
ROE (%)	4.4	7.9	6.5	7.3	7.7
P/E (배)	36.2	16.7	17.6	14.7	12.9
P/B (배)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.7	0.7	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	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,902	3,020	3,166	9,671	10,738	11,875	13,315
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.2%	11.2%	9.7%	17.6%	11.0%	10.6%	12.1%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,080	1,083	1,120	3,589	3,946	4,295	4,614
검색	696	731	753	768	754	795	815	833	2,725	2,950	3,197	3,479
디스플레이	202	235	230	252	217	254	246	272	846	919	988	1,072
기타	7	12	15	44	42	31	22	15	18	78	110	63
커머스	703	719	725	775	788	828	878	967	2,547	2,923	3,460	4,137
커머스 광고	265	280	279	308	308	324	329	362	1,107	1,132	1,322	1,541
중개 및 판매	391	391	400	414	424	447	487	536	1,269	1,596	1,893	2,284
멤버십	48	47	46	54	55	57	63	69	171	195	245	313
핀테크	354	368	385	401	393	409	429	442	1,355	1,508	1,673	1,896
콘텐츠	446	420	463	467	459	448	492	498	1,733	1,796	1,897	2,031
웹툰	395	383	424	428	423	412	456	462	1,503	1,629	1,752	1,892
스노우	36	22	21	26	23	23	23	23	169	105	93	89
기타	16	15	18	14	13	13	13	13	60	62	52	50
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	137	139	141	447	564	551	637
NCP/웍스(B2B)	111	118	123	127	120	122	125	127	415	479	493	575
클로바/랩스	6	6	22	51	15	15	14	14	32	84	58	62
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,355	2,388	2,554	8,182	8,758	9,578	10,507
개발/운영비용	636	683	657	689	688	730	708	749	2,573	2,664	2,875	3,089
파트너	913	917	938	1,022	974	979	1,002	1,092	3,534	3,790	4,048	4,332
인프라	170	172	178	185	189	199	209	222	596	705	819	956
마케팅	367	367	417	448	430	447	468	491	1,480	1,599	1,836	2,130
영업이익	439	473	525	542	505	547	632	612	1,489	1,979	2,297	2,808
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	15.7%	20.4%	13.0%	14.1%	32.9%	16.1%	22.3%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.8%	20.9%	19.3%	15.4%	18.4%	19.3%	21.1%
지배주주순이익	511	338	520	554	425	387	449	437	1,012	1,923	1,698	2,037
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	13.3%	14.9%	13.8%	10.5%	17.9%	14.3%	15.3%

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	11,991	13,590	11,875	13,315	-1%	-2%	11,903	13,077	0%	2%	광고 부문 하향, 커머스 부문 상향
영업이익	2,329	2,871	2,297	2,808	-1%	-2%	2,294	2,652	0%	6%	
지배주주순이익	1,698	2,132	1,698	2,037	0%	-4%	1,944	2,234	-13%	-9%	
영업이익률	19.4%	21.1%	19.3%	21.1%	-	-	19.3%	20.3%	-	-	
순이익률	14.2%	15.7%	14.3%	15.3%	-	-	16.3%	17.1%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,787	2,822	-1%	2,801	-1%
영업이익	505	525	-4%	512	-1%
지배주주순이익	425	382	11%	436	-3%

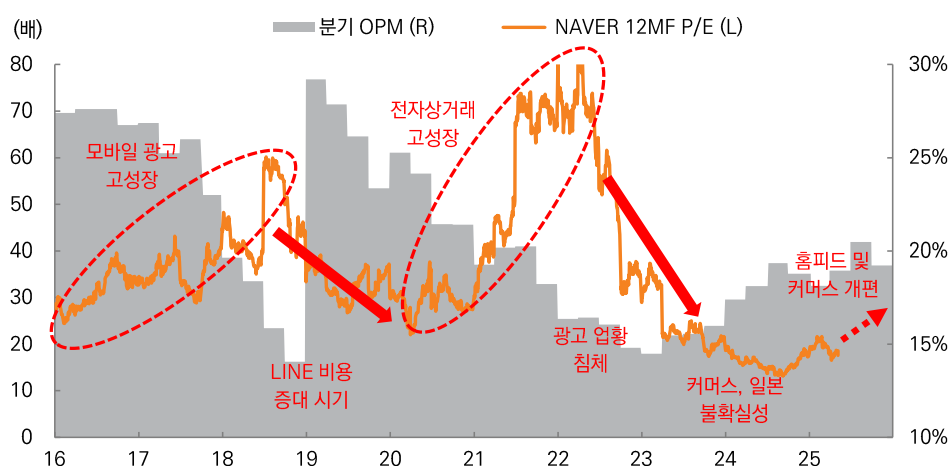
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2025년 지배주주순이익 (십억원)	1,698	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	49,119	
주식 수 (천주)	158,437	
목표주가 (원)	310,000	
현재주가 (원)	188,700	
상승여력	64.3%	

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)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,738	11,875	13,315	14,136
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	10,738	11,875	13,315	14,136
판매비와관리비	8,758	9,578	10,507	11,062
조정영업이익	1,979	2,297	2,808	3,075
영업이익	1,979	2,297	2,808	3,075
비영업손익	343	78	24	103
금융손익	69	120	161	203
관계기업등 투자손익	145	-63	-157	-120
세전계속사업손익	2,322	2,375	2,832	3,178
계속사업법인세비용	390	659	765	826
계속사업이익	1,932	1,716	2,068	2,352
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,716	2,068	2,352
지배주주	1,923	1,698	2,037	2,317
비지배주주	9	18	31	35
총포괄이익	2,631	1,716	2,068	2,352
지배주주	2,561	1,671	2,013	2,290
비지배주주	70	45	55	62
EBITDA	2,653	2,931	3,380	3,648
FCF	2,036	1,907	2,248	2,503
EBITDA 마진율 (%)	24.7	24.7	25.4	25.8
영업이익률 (%)	18.4	19.3	21.1	21.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.9	14.3	15.3	16.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,375	10,276	12,278	13,392
현금 및 현금성자산	4,196	5,125	7,036	8,057
매출채권 및 기타채권	1,565	1,534	1,534	1,534
재고자산	22	22	22	22
기타유동자산	3,592	3,595	3,686	3,779
비유동자산	28,793	29,557	29,533	30,663
관계기업투자등	17,406	18,141	18,141	19,260
유형자산	2,910	2,920	2,894	2,897
무형자산	3,657	3,673	3,672	3,676
자산총계	38,168	39,833	41,811	44,055
유동부채	6,092	7,728	7,793	7,858
매입채무 및 기타채무	1,003	975	995	1,015
단기금융부채	544	2,729	2,733	2,738
기타유동부채	4,545	4,024	4,065	4,105
비유동부채	5,075	3,556	3,587	3,618
장기금융부채	3,258	1,660	1,660	1,660
기타비유동부채	1,817	1,896	1,927	1,958
부채총계	11,167	11,285	11,380	11,476
지배주주지분	25,460	26,990	28,841	30,953
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	25,965	27,494	29,345	31,458
비지배주주지분	1,541	1,559	1,590	1,626
자본총계	27,001	28,549	30,431	32,579

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,590	2,486	2,728	3,013
당기순이익	1,932	1,716	2,068	2,352
비현금수익비용가감	1,003	1,118	1,121	1,141
유형자산감가상각비	609	568	506	507
무형자산상각비	65	66	66	66
기타	329	484	549	568
영업활동으로인한자산및부채의변동	152	135	89	88
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	10	0	0
재고자산 감소(증가)	-13	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-251	0	0	0
법인세납부	-608	-659	-765	-826
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,340	-664	-636	-674
유형자산처분(취득)	-522	-579	-480	-510
무형자산감소(증가)	-24	-82	-65	-70
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,224	-3	-91	-94
기타투자활동	1,430	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-770	-157	-181	-200
장단기금융부채의 증가(감소)	-377	11	4	4
자본의 증가(감소)	180	0	0	0
배당금의 지급	-119	-168	-185	-204
기타재무활동	-454	0	0	0
현금의 증가	619	930	1,911	1,021
기초현금	3,576	4,196	5,125	7,036
기말현금	4,196	5,125	7,036	8,057

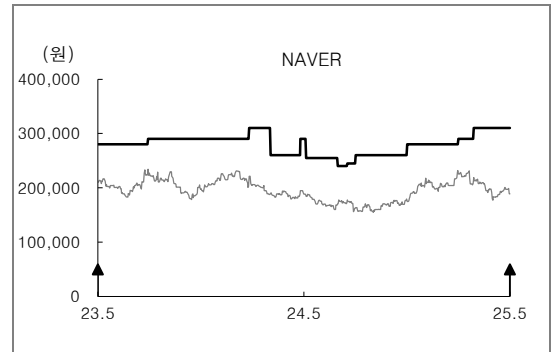
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	16.7	17.6	14.7	12.9
P/CF (x)	10.9	10.5	9.4	8.6
P/B (x)	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	11.2	9.3	7.5	6.7
EPS (원)	11,913	10,716	12,854	14,622
CFPS (원)	18,180	17,887	20,127	22,048
BPS (원)	166,221	175,874	187,557	200,891
DPS (원)	1,130	1,243	1,367	1,367
배당성향 (%)	8.7	10.8	9.9	8.7
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	11.0	10.6	12.1	6.2
EBITDA증가율 (%)	28.1	10.5	15.3	7.9
조정영업이익증가율 (%)	32.9	16.1	22.3	9.5
EPS증가율 (%)	92.8	-10.0	19.9	13.8
매출채권 회전율 (회)	22.2	25.1	28.4	30.2
재고자산 회전율 (회)	587.5	543.4	603.3	634.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.2	4.4	5.1	5.5
ROE (%)	7.9	6.5	7.3	7.7
ROIC (%)	39.7	41.0	50.3	56.7
부채비율 (%)	41.4	39.5	37.4	35.2
유동비율 (%)	153.9	133.0	157.5	170.4
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-14.3	-19.9	-22.0
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	23.1	28.2	30.9

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 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 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.