



BUY (유지)

목표주가(12M) 270,000원  
현재주가(4.18) 187,500원

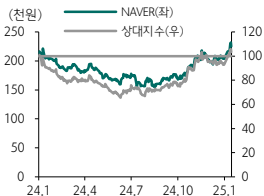
#### Key Data

|                                |                 |
|--------------------------------|-----------------|
| KOSPI 지수 (pt)                  | 2,483.42        |
| 52주 최고/최저(원)                   | 232,000/155,000 |
| 시가총액(십억원)                      | 29,706.9        |
| 시가총액비중(%)                      | 1.46            |
| 발행주식수(천주)                      | 158,437.0       |
| 60일 평균 거래량(천주)                 | 774.0           |
| 60일 평균 거래대금(십억원)               | 163.9           |
| 외국인지분율(%)                      | 48.53           |
| 주요주주 지분율(%)                    |                 |
| 국민연금공단                         | 9.24            |
| BlackRock Fund Advisors 외 13 인 | 6.05            |

#### Consensus Data

|           | 2025     | 2026     |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)  | 11,889.3 | 13,042.1 |
| 영업이익(십억원) | 2,290.7  | 2,634.4  |
| 순이익(십억원)  | 1,873.8  | 2,164.4  |
| EPS(원)    | 12,112   | 13,878   |
| BPS(원)    | 184,532  | 200,591  |

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2023    | 2024     | 2025F    | 2026F    |
|-----------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액       | 9,670.6 | 10,737.7 | 11,861.7 | 12,870.2 |
| 영업이익      | 1,488.8 | 1,979.3  | 2,415.5  | 2,796.9  |
| 세전이익      | 1,481.4 | 2,322.2  | 2,592.4  | 2,778.3  |
| 순이익       | 1,012.3 | 1,923.2  | 1,985.0  | 2,127.4  |
| EPS       | 6,180   | 11,913   | 12,529   | 13,427   |
| 증감률       | 33.36   | 92.77    | 5.17     | 7.17     |
| PER       | 36.25   | 16.70    | 14.97    | 13.96    |
| PBR       | 1.51    | 1.20     | 1.06     | 0.99     |
| EV/EBITDA | 17.96   | 11.27    | 6.45     | 6.85     |
| ROE       | 4.41    | 7.90     | 7.53     | 7.53     |
| BPS       | 148,137 | 166,221  | 177,687  | 190,050  |
| DPS       | 1,205   | 1,130    | 1,130    | 1,130    |



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 4월 21일 | 기업분석\_Update

## NAVER (035420)

### 컬리 제휴 시나리오 및 영향 점검

#### 컬리와 전략적 제휴 발표

4월 18일 네이버-컬리가 전략적 제휴를 공식화했다. 네이버가 컬리 지분 10% 인수를 검토하고 있다는 보도가 나온 지 1주일 만이다. 연내 네이버플러스 스토어에 컬리의 서비스를 제공할 예정으로 구체적인 방안은 아직 공개되지 않았다. 경쟁사 쿠팡 대비 네이버의 약점으로 꼽혔던 신선식품, 반복 구매성 생활용품 라인업을 강화하기 위한 제휴로 보인다. 2024년 국내 온라인 커머스 거래액 성장률은 +7.1%이고 이를 상회하는 성장을 보이는 상품군(10조 이상)은 음·식료품(+14.2%YoY), 농축수산물(+17.2%YoY), 생활용품(+8.5%YoY), 여행 및 교통 서비스(+10.5%YoY), 음식서비스(+14.3%YoY)다. 네이버의 2024년 GMV는 50.2조원이며 신선식품의 비중은 5% 미만으로 추정된다. 컬리의 2024년 GMV는 3.1조원(+12.2%YoY)이며 마켓컬리(신선식품, 생활용품)의 GMV는 2.7조원(+11.0%YoY)이다. 컬리 제휴로 음·식료품, 농축수산물, 생활용품 부문 라인업 확보를 통한 GMV 증가 기대할 수 있으며, 직접적인 효과 외에도 약점 보완을 통한 커머스 경험 향상 가능할 전망이다.

#### 제휴 시나리오와 영향 점검

네이버-컬리 제휴의 구체적 방안과 시기는 확정되지 않았다. 예상 가능한 시나리오는 2가지다. 바로 1) 제휴물, 2) 브랜드 스토어/컬리 스토어다. 1) 제휴물 형태라면 네이버를 통한 컬리의 매출은 제휴물 GMV로 인식, 2%p 미만의 수수료로 실적에 기여하게 된다. 현재 네이버의 장보기 서비스에는 이마트몰, 홈플러스, GS 등이 이미 입점되어있다. 이러한 형태의 제휴라면 다만 이전 사례들과 크게 다르지 않으며 높은 시너지를 기대하기는 어렵다. 2) 브랜드 스토어/컬리 스토어를 통해 컬리가 제휴물이 아닌 온 플랫폼으로 입점하게 된다면 네이버를 통한 컬리의 매출은 약 4%p의 거래액 수수료로 실적에 기여하게 된다. 물론 별도 계약으로 수수료는 상이할 수 있다. 네이버는 마케팅을 집행하여 기존 컬리 플랫폼 대비 할인된 가격을 통해 공격적으로 GMV를 확보할 것이고, 컬리는 다수의 사용자에게 노출할 수 있기에 양사 모두에 긍정적이다. 컬리 측에서 '네이버플러스 스토어에 단순 입점과 다른 차별화된 구현을 하려고 한다'고 밝힌 만큼 2) 브랜드 스토어/컬리 스토어와 같은 방식으로 제휴가 진행될 가능성이 높다. 네이버-컬리의 제휴 방안과 시기 확정에 따라 추정치 반영할 예정으로 네이버 커머스에 신선식품, 반복 구매성 생활용품 라인업 갖춘다는 점에서 제휴 형태와 관계없이 제휴 자체는 긍정적이라 판단한다.

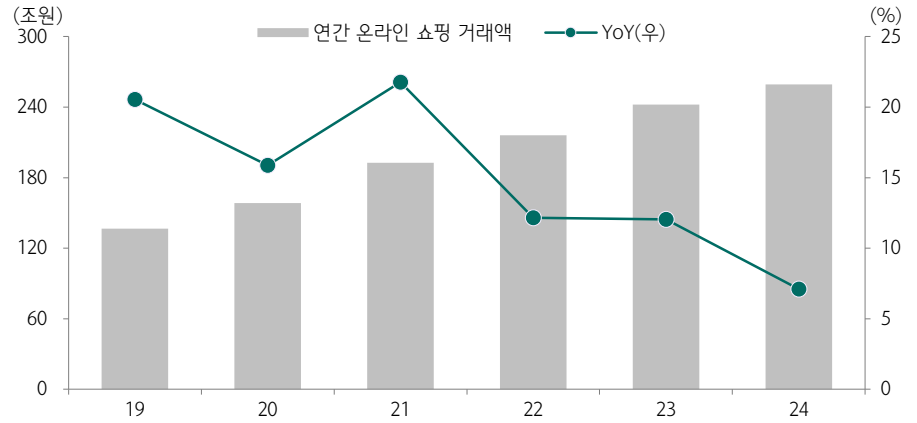
#### 컬리 지분 투자 혹은 인수

10% 지분 투자를 검토하고 있다고 알려져 있으나 더 큰 규모의 인수가 진행될 가능성도 배제할 수 없다. 중요한 건 가격이다. 컬리는 지난 3월 장외 시장에서 총 150억원 규모의 자사주를 매입했다. 해당 가치를 역산하면 컬리의 기업 가치는 6,335억원으로 부담스럽지 않은 수준이다. 다만 기존 투자자들의 Post value와 괴리가 너무 크다. 최대 주주 앵커 PE(13.5%)의 2022년 최초 투자 당시 Post value는 3.8조원이고 이후 유상 증자, 리픽싱을 거쳐 현재 2.8조원 수준이다. 이외에도 2대주주 힐하우스캐피탈(9.9%)을 포함한 DST글로벌

(8.5%), HSG Growth V(8.5%) 등이 2021년 시리즈F에 참여했으며 당시 Post value는 2.5조 원이었다. 기존 투자자들이 1/4 수준인 가격에 동의할 가능성은 적어 보인다. 네이버가 지분 투자 혹은 인수를 진행한다면, 현재 기업 가치 대비 프리미엄 지불은 불가피하다. 네이버는 이미 2020년 이후 지분 교환, 소수 지분 투자를 통해 커머스 생태계 확장을 도모한 바 있다. 카페24(14.99%), CJ대한통운(7.85%), 신세계인터내셔널(6.92%), 이마트(2.96%) 등이 다. 2025년 이러한 움직임이 재개된다면 단순 지분 투자 이상의 구체적인 시너지를 확인해야 투자자들이 긍정적으로 받아들일 수 있을 것이라 판단한다. 소수 지분을 넘어 인수로 이어진다면 계산서는 더욱 복잡해진다. 컬리의 2024년 매출액은 2조 1,956억원(+5.7%YoY), 영업손실은 183억원(+1,253억원YoY)으로 연결 되더라도 실적 기여는 제한적이다. 인수로 이어진다면 컬리가 가진 물류 인프라, 스토어, 고객들을 단번에 내재화 할 수 있는 큰 장점이 있으나 기존 네이버의 커머스 사업 구조와 연계하여 활성화하기까지는 시간이 필요할 것으로 예상된다. 1) 자체적으로 신선식품 라인업 및 인프라를 구축하는 것 대비 합리적인 가격으로 지분 인수, 2) 컬리를 활용한 구체적인 로드맵이 제시되어야 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 수 있다고 전망한다.

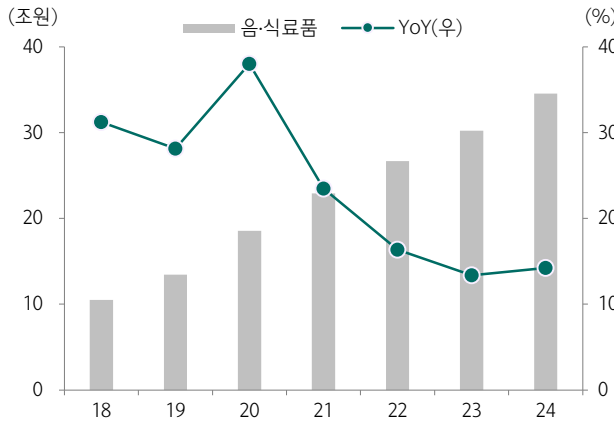
도표 1. 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이

2024년 +7.1%YoY 성장



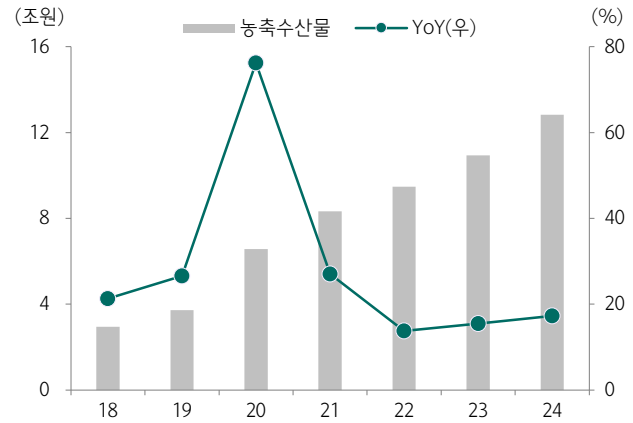
자료: 통계청, 하나증권

도표 2. 국내 음·식료품 온라인 거래액 추이



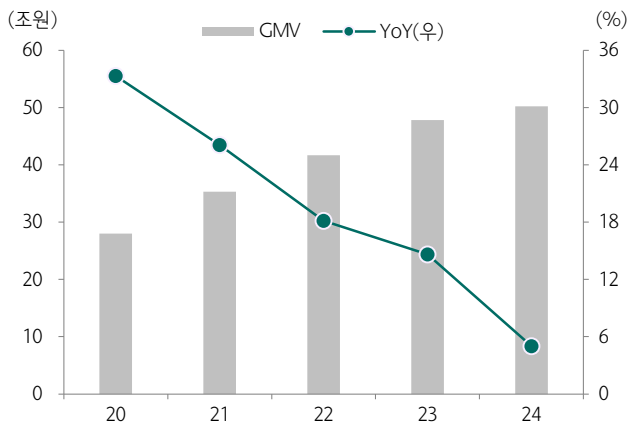
자료: 통계청, 하나증권

도표 3. 국내 농축수산물 온라인 거래액 추이



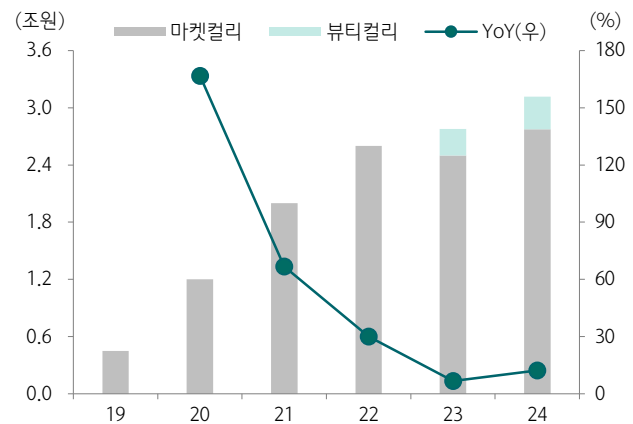
자료: 통계청, 하나증권

도표 4. 네이버 커머스 거래액 추이



자료: NAVER, 하나증권

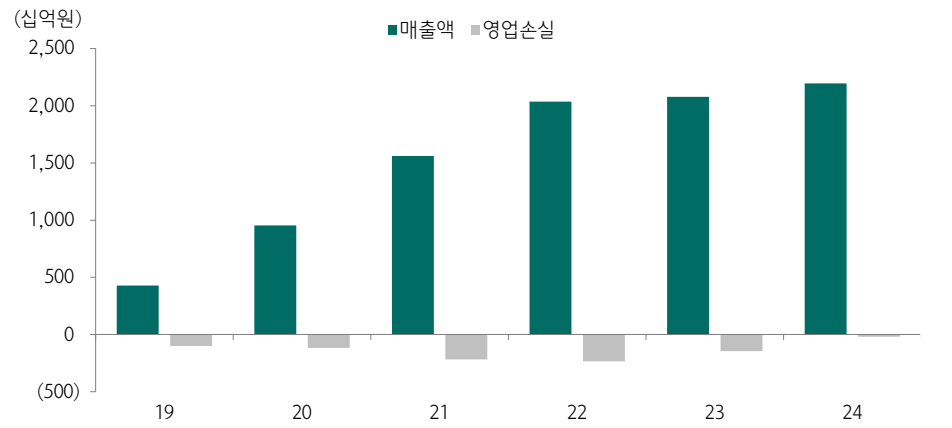
도표 5. 쿠팡 커머스 거래액 추이



주: 쿠팡 발표치 바탕 추정. 실제와 상이할 수 있음  
 자료: 쿠팡, 하나증권

도표 6. 킬리 연간 매출액, 영업손실

2024년 영업손실 183억원



자료: Dart, 하나증권

도표 7. 킬리 5% 이상 주요 주주

| 주주명                         | 소유주식수     | 지분율(%) |
|-----------------------------|-----------|--------|
| MKG Asia Ltd.               | 5,695,915 | 13.49  |
| HH SUM-XI Holdings Limited  | 4,194,020 | 9.93   |
| HSG Growth V Holdco H, Ltd. | 3,595,831 | 8.51   |
| DST Global VII, L.P.        | 3,588,678 | 8.5    |
| Aspex Master Fund           | 2,991,800 | 7.08   |
| 김슬아(대표이사)                   | 2,402,153 | 5.69   |
| Euler Fund                  | 2,373,600 | 5.62   |

자료: 하나증권

## 추정 재무제표

## 손익계산서

(단위:십억원)

|              | 2023    | 2024     | 2025F    | 2026F    | 2027F    |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액          | 9,670.6 | 10,737.7 | 11,861.7 | 12,870.2 | 13,813.4 |
| 매출원가         | 0.0     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 매출총이익        | 9,670.6 | 10,737.7 | 11,861.7 | 12,870.2 | 13,813.4 |
| 판매비          | 8,181.8 | 8,758.5  | 9,446.2  | 10,073.3 | 10,681.3 |
| 영업이익         | 1,488.8 | 1,979.3  | 2,415.5  | 2,796.9  | 3,132.1  |
| 금융손익         | (79.5)  | 54.3     | 35.6     | (184.6)  | (140.2)  |
| 종속/관계기업손익    | 266.5   | 144.5    | 281.3    | 294.4    | 294.4    |
| 기타영업외손익      | (194.5) | 144.1    | (140.0)  | (128.4)  | (165.3)  |
| 세전이익         | 1,481.4 | 2,322.2  | 2,592.4  | 2,778.3  | 3,121.0  |
| 법인세          | 496.4   | 390.2    | 570.3    | 611.2    | 686.6    |
| 계속사업이익       | 985.0   | 1,932.0  | 2,022.1  | 2,167.1  | 2,434.4  |
| 중단사업이익       | 0.0     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 당기순이익        | 985.0   | 1,932.0  | 2,022.1  | 2,167.1  | 2,434.4  |
| 비지배주주지분 순이익  | (27.3)  | 8.7      | 37.0     | 39.7     | 44.6     |
| 지배주주순이익      | 1,012.3 | 1,923.2  | 1,985.0  | 2,127.4  | 2,389.8  |
| 지배주주지분포괄이익   | 748.8   | 2,561.2  | 1,988.7  | 2,131.3  | 2,394.2  |
| NOPAT        | 990.0   | 1,646.7  | 1,884.1  | 2,181.6  | 2,443.1  |
| EBITDA       | 2,071.2 | 2,652.8  | 4,103.6  | 3,591.2  | 3,529.7  |
| 성장성(%)       |         |          |          |          |          |
| 매출액증가율       | 17.65   | 11.03    | 10.47    | 8.50     | 7.33     |
| NOPAT증가율     | 22.16   | 66.33    | 14.42    | 15.79    | 11.99    |
| EBITDA증가율    | 11.02   | 28.08    | 54.69    | (12.49)  | (1.71)   |
| 영업이익증가율      | 14.11   | 32.95    | 22.04    | 15.79    | 11.98    |
| (지배주주)순이익증가율 | 33.14   | 89.98    | 3.21     | 7.17     | 12.33    |
| EPS증가율       | 33.36   | 92.77    | 5.17     | 7.17     | 12.34    |
| 수익성(%)       |         |          |          |          |          |
| 매출총이익률       | 100.00  | 100.00   | 100.00   | 100.00   | 100.00   |
| EBITDA이익률    | 21.42   | 24.71    | 34.60    | 27.90    | 25.55    |
| 영업이익률        | 15.40   | 18.43    | 20.36    | 21.73    | 22.67    |
| 계속사업이익률      | 10.19   | 17.99    | 17.05    | 16.84    | 17.62    |

## 투자지표

|           | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 6,180   | 11,913  | 12,529  | 13,427  | 15,084  |
| BPS       | 148,137 | 166,221 | 177,687 | 190,050 | 204,069 |
| CFPS      | 14,111  | 18,180  | 26,778  | 23,548  | 22,940  |
| EBITDAPS  | 12,644  | 16,432  | 25,901  | 22,667  | 22,278  |
| SPS       | 59,039  | 66,511  | 74,867  | 81,232  | 87,185  |
| DPS       | 1,205   | 1,130   | 1,130   | 1,130   | 1,130   |
| 주기지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 36.25   | 16.70   | 14.97   | 13.96   | 12.43   |
| PBR       | 1.51    | 1.20    | 1.06    | 0.99    | 0.92    |
| PCFR      | 15.87   | 10.94   | 7.00    | 7.96    | 8.17    |
| EV/EBITDA | 17.96   | 11.27   | 6.45    | 6.85    | 6.52    |
| PSR       | 3.79    | 2.99    | 2.50    | 2.31    | 2.15    |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 4.41    | 7.90    | 7.53    | 7.53    | 7.88    |
| ROA       | 2.91    | 5.20    | 5.04    | 5.08    | 5.37    |
| ROIC      | 30.40   | 41.13   | 62.02   | 144.14  | 361.37  |
| 부채비율      | 47.45   | 41.36   | 40.79   | 39.62   | 38.50   |
| 순부채비율     | (0.90)  | (11.69) | (19.12) | (24.04) | (27.33) |
| 이자보상배율(배) | 11.72   | 18.87   | 23.26   | 26.83   | 29.93   |

자료: 하나증권

## 대차대조표

(단위:십억원)

|           | 2023      | 2024      | 2025F     | 2026F     | 2027F     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 유동자산      | 7,028.1   | 9,374.9   | 11,921.1  | 13,959.6  | 15,754.6  |
| 금융자산      | 5,100.7   | 7,535.1   | 9,915.4   | 11,828.1  | 13,478.4  |
| 현금성자산     | 3,576.5   | 4,195.5   | 6,309.6   | 8,020.7   | 9,438.8   |
| 매출채권      | 491.4     | 478.0     | 521.5     | 554.4     | 592.4     |
| 재고자산      | 14.8      | 21.7      | 23.7      | 25.2      | 26.9      |
| 기타유동자산    | 1,421.2   | 1,340.1   | 1,460.5   | 1,551.9   | 1,656.9   |
| 비유동자산     | 28,709.8  | 28,793.0  | 28,702.4  | 29,118.5  | 30,114.3  |
| 투자자산      | 21,231.1  | 20,910.2  | 22,507.7  | 23,718.2  | 25,111.5  |
| 금융자산      | 3,642.3   | 3,504.0   | 3,518.6   | 3,529.7   | 3,542.4   |
| 유형자산      | 2,741.6   | 2,909.6   | 1,443.6   | 821.4     | 557.3     |
| 무형자산      | 3,445.6   | 3,657.2   | 3,435.1   | 3,262.9   | 3,129.5   |
| 기타비유동자산   | 1,291.5   | 1,316.0   | 1,316.0   | 1,316.0   | 1,316.0   |
| 자산총계      | 35,737.8  | 38,167.9  | 40,623.5  | 43,078.1  | 45,868.9  |
| 유동부채      | 6,305.6   | 6,092.2   | 6,530.3   | 6,862.3   | 7,244.5   |
| 금융부채      | 1,465.5   | 1,104.9   | 1,123.9   | 1,138.3   | 1,154.8   |
| 매입채무      | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 기타유동부채    | 4,840.1   | 4,987.3   | 5,406.4   | 5,724.0   | 6,089.7   |
| 비유동부채     | 5,194.3   | 5,074.8   | 5,238.6   | 5,362.8   | 5,505.6   |
| 금융부채      | 3,417.5   | 3,273.4   | 3,273.4   | 3,273.4   | 3,273.4   |
| 기타비유동부채   | 1,776.8   | 1,801.4   | 1,965.2   | 2,089.4   | 2,232.2   |
| 부채총계      | 11,499.8  | 11,167.0  | 11,768.9  | 12,225.1  | 12,750.1  |
| 지배주주지분    | 23,206.0  | 25,459.9  | 27,276.5  | 29,235.3  | 31,456.4  |
| 자본금       | 16.5      | 16.5      | 16.5      | 16.5      | 16.5      |
| 자본잉여금     | 1,242.6   | 1,422.7   | 1,422.7   | 1,422.7   | 1,422.7   |
| 자본조정      | (607.3)   | (638.5)   | (638.5)   | (638.5)   | (638.5)   |
| 기타포괄이익누계액 | (1,990.2) | (1,305.7) | (1,305.7) | (1,305.7) | (1,305.7) |
| 이익잉여금     | 24,544.4  | 25,965.0  | 27,781.6  | 29,740.3  | 31,961.5  |
| 비지배주주지분   | 1,032.0   | 1,541.0   | 1,578.0   | 1,617.7   | 1,662.3   |
| 자본총계      | 24,238.0  | 27,000.9  | 28,854.5  | 30,853.0  | 33,118.7  |
| 순금융부채     | (217.8)   | (3,156.8) | (5,518.1) | (7,416.5) | (9,050.2) |

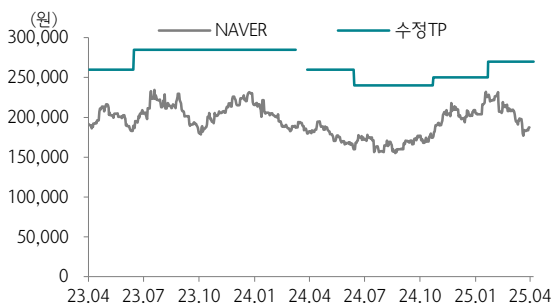
## 현금흐름표

(단위:십억원)

|                | 2023      | 2024      | 2025F     | 2026F     | 2027F     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 영업활동 현금흐름      | 2,002.2   | 2,589.9   | 3,951.3   | 3,342.3   | 3,265.5   |
| 당기순이익          | 985.0     | 1,932.0   | 2,022.1   | 2,167.1   | 2,434.4   |
| 조정             | 656.4     | 505.6     | 1,468.6   | 826.2     | 429.4     |
| 감가상각비          | 582.3     | 673.5     | 1,688.1   | 794.4     | 397.5     |
| 외환거래손익         | (30.5)    | 135.1     | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 지분법손익          | (244.3)   | (565.2)   | (281.3)   | (294.4)   | (294.4)   |
| 기타             | 348.9     | 262.2     | 61.8      | 326.2     | 326.3     |
| 영업활동 자산부채변동    | 360.8     | 152.3     | 460.6     | 349.0     | 401.7     |
| 투자활동 현금흐름      | (949.8)   | (1,340.0) | (1,647.8) | (1,447.6) | (1,660.9) |
| 투자자산감소(증가)     | 1,920.2   | 2,330.9   | (1,316.2) | (916.1)   | (1,098.9) |
| 자본증가(감소)       | (640.6)   | (554.0)   | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 기타             | (2,229.4) | (3,116.9) | (331.6)   | (531.5)   | (562.0)   |
| 재무활동 현금흐름      | (161.4)   | (347.2)   | (149.5)   | (154.3)   | (152.1)   |
| 금융부채증가(감소)     | (17.7)    | (377.0)   | 19.0      | 14.4      | 16.5      |
| 자본증가(감소)       | (313.8)   | 180.1     | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 기타재무활동         | 232.5     | (31.3)    | (0.1)     | (0.1)     | 0.0       |
| 배당지급           | (62.4)    | (119.0)   | (168.4)   | (168.6)   | (168.6)   |
| 현금의 증감         | 891.0     | 902.6     | 1,972.7   | 1,711.0   | 1,418.1   |
| Unlevered CFO  | 2,311.4   | 2,934.9   | 4,242.6   | 3,730.9   | 3,634.5   |
| Free Cash Flow | 1,361.6   | 2,035.9   | 3,951.3   | 3,342.3   | 3,265.5   |

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## NAVER



| 날짜       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|------|---------|---------|---------|
|          |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.2.10  | BUY  | 270,000 |         |         |
| 24.11.11 | BUY  | 250,000 | -18.33% | -7.20%  |
| 24.7.3   | BUY  | 240,000 | -29.94% | -25.13% |
| 24.4.16  | BUY  | 260,000 | -31.83% | -25.08% |
| 담당자 변경   |      |         |         |         |

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 4월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 4월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

## • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 94.50%  | 5.50%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2025년 04월 18일