



NAVER (035420)

컬리 제휴 발표, 커머스의 빈 퍼즐 조각을 매우는 결정

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

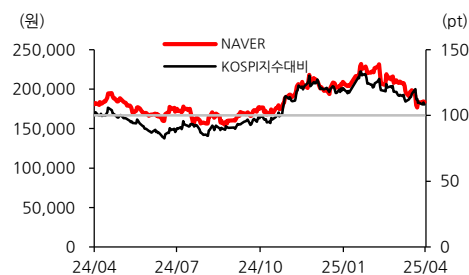
현재 주가(4/18)	187,500 원
상승여력	▲60.0%
시가총액	297,069 억원
발행주식수	158,437 천주
52 주 최고가 / 최저가	232,000 / 155,000 원
90 일 일평균 거래대금	1,635.8 억원
외국인 지분율	48.5%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	9.2%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	6.1%
자사주 (외 1 인)	5.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.3	-10.3	6.1	3.8
상대수익률(KOSPI)	-5.4	-8.7	10.3	9.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,671	10,738	12,042	13,505
영업이익	1,489	1,979	2,356	2,725
EBITDA	2,071	3,211	3,201	3,646
지배주주순이익	1,012	1,923	1,833	2,099
EPS	6,824	13,322	12,697	14,537
순차입금	480	-2,744	-2,811	-4,605
PER	32.8	14.9	14.8	12.9
PBR	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	17.8	9.0	8.4	6.9
배당수익률	0.4	0.6	0.6	0.6
ROE	4.4	7.9	7.0	7.6

주가 추이



네이버는 컬리와의 사업 제휴를 공식 발표했습니다. 국내 이커머스 시장은 신선식품을 중심으로 한 쿠팡의 독주체제가 이어지고 있었으며, 네이버의 가장 큰 약점은 바로 이 ‘신선식품’ 이었습니다. 우리는 네이버와 컬리 제휴가 단순한 서비스 연동에 그치지 않고 공동 마케팅/구독 서비스 상품 개발로도 이어질 가능성이 높다고 판단합니다.

컬리와외의 전략적 제휴 예고, 단순 서비스 연동 이상일 것

4월 18일 네이버와 컬리는 전략적 제휴를 공식 발표했다. 연내 네이버플러스 스토어에 컬리가 입점되며 구체적인 사업 제휴와 전략은 2~3 분기 내에 공개될 예정이다. 네이버는 컬리의 다양한 카테고리 및 경쟁력 있는 가격을 통해 GMV 성장에 기여하게 될 것으로 예상하고, 컬리는 기존 대비 유저 확보 면에서 긍정적이다. 컬리 측에서 네이버플러스 스토어에 단순 입점과 다른 차별화된 구현을 하려고 한다고 밝힌 만큼 단순 마트몰, 홈플러스 등의 제휴물 연동이 아닌 그 이상의 형태가 이루어질 가능성이 높다고 판단한다.

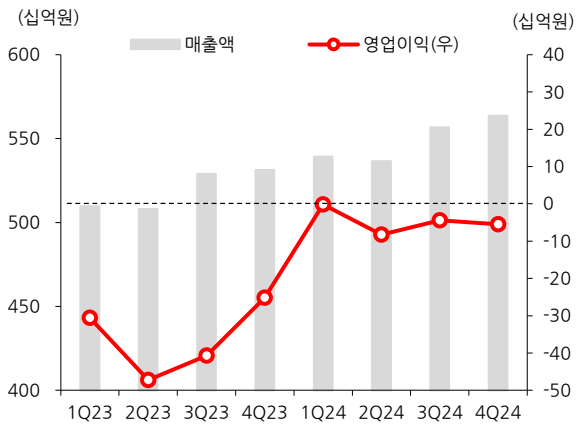
경쟁사 대비 약점으로 꼽았던 신선식품 분야 강화 목적

신식식품과 생필품은 반복 구매 패턴이 강한 로열티 높은 카테고리다. 경쟁사 대비 동사의 약점이 이러한 ‘신식식품’이었기에 이번 제휴는 잃을 게 없는 긍정적인 결정이다. 향후 네이버의 컬리 지분 투자 혹은 인수 가능성도 존재한다. 가격이 중요하다. 컬리는 최근 총 150억(전체 발행주식의 2.4%)규모의 자사주 매입을 공시했는데, 이를 고려하면 현재 기업가치는 약 6,300억 원 수준이다. 23년 앵커PE의 마지막 투자(1,200억)를 단행할 당시 가치는 2.9조 원 수준이었고, 그 이전에는 4조 원도 언급되었기에 현재 기업가치는 매우 낮아진 수준이다.

투자의견 BUY와 목표주가 30만 원 유지

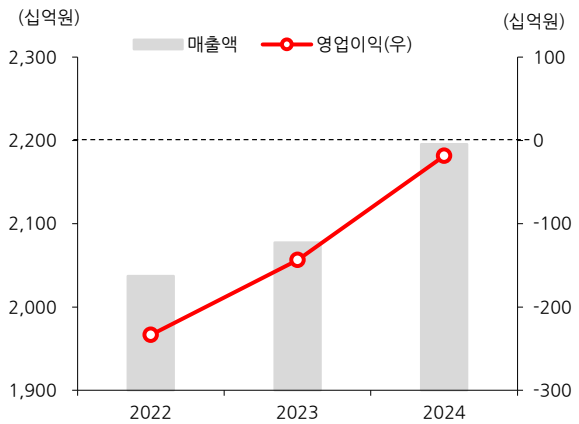
최근 발표된 커머스 수수료의 인상 정책과 이번 컬리와외의 제휴 발표 등 올해는 커머스 사업의 본격 확장세가 분기마다 이어질 것으로 예상된다. 네이버플러스 스토어 앱 출시 성과가 아직 공유되지 않았지만, 온플랫폼 GMV와 쇼핑검색광고 성장률의 리바운드 추세는 더욱 가팔라질 것으로 전망한다. 우리는 올해 동사의 커머스 매출액으로 3.5조 원을 전망하며, 이는 전년 대비 20% 성장하는 수준이다. 컨센서스 추정치 상향 가능성이 높다고 판단한다.

[그림1] 컬리 분기 실적 추이



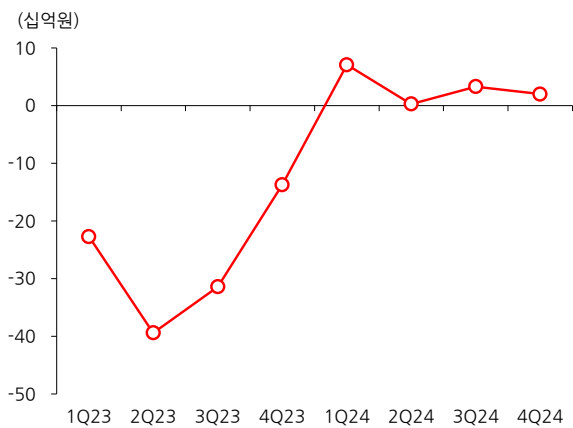
자료: 컬리, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 컬리 연간 실적 추이



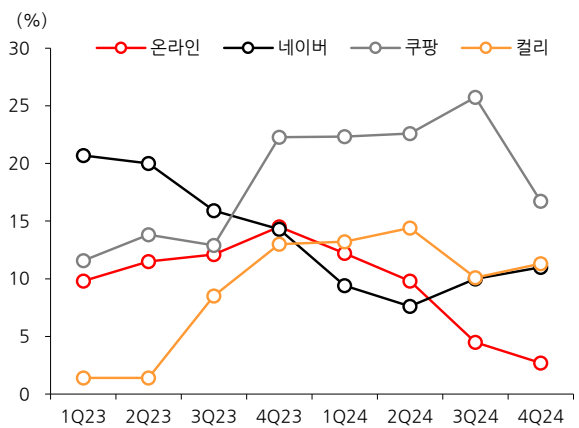
자료: 컬리, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 컬리의 분기 조정 EBITDA 추이



자료: 컬리, 한화투자증권 리서치센터

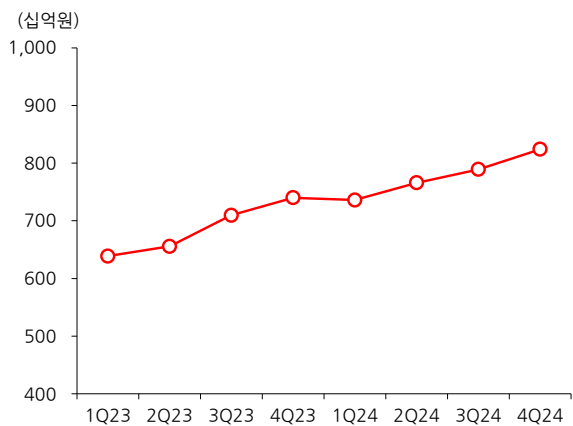
[그림4] 커머스 시장 성장률과 주요 사업자 성장률 추이



주: 네이버는 온플랫폼 GMV 기준

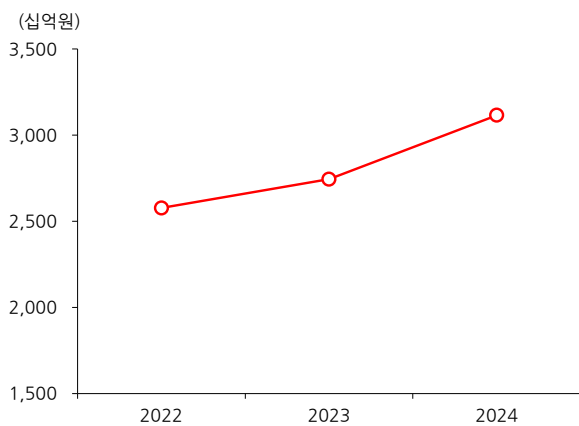
자료: 통계청, 와이즈리테일, 컬리, 쿠팡

[그림5] 컬리 분기 거래액 추이



자료: 컬리, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 컬리 연간 거래액 추이



자료: 컬리, 한화투자증권 리서치센터

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,820	2,926	3,071	3,226	8,220	9,671	10,738	12,042
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	11.6	12.1	13.1	11.8	20.5	17.6	11.0	12.1
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,065	1,007	1,069	1,088	1,129	3,568	3,589	3,946	4,293
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	765.2	794.5	818.2	831.9	2,609	2,725	2,950	3,210
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	226.7	259.1	253.9	281.7	941	846	919	1,021
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	823.2	856.1	895.4	945.4	1,801	2,547	2,923	3,520
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	397.4	407.6	424.9	443.6	1,187	1,355	1,508	1,674
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.4	457.5	444.4	495.2	500.1	1,262	1,733	1,796	1,897
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.6	148.2	167.7	207.7	402.9	447.2	563.8	658.3
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.2	9.3	9.0	6.1	7.9	0.6	9.9	8.8
검색	6.2	6.1	9.5	11.0	9.9	8.6	8.6	8.3	8.6	4.5	8.2	8.8
디스플레이	5.3	8.1	11.0	9.7	12.0	10.3	10.6	11.8	6.0	(10.0)	8.6	11.2
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	17.0	19.1	23.4	22.0	21.0	41.4	14.8	20.4
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	12.3	10.6	10.3	10.6	21.2	14.2	11.3	10.9
콘텐츠	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.5	5.8	7.0	7.0	89.5	37.4	3.7	5.6
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	15.0	19.0	16.0	17.0	5.3	11.0	26.1	16.8
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,309	2,368	2,446	2,564	6,915	8,182	8,758	9,686
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	10.6	10.8	11.7	9.4	25.9	18.3	7.0	10.6
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	680.4	706.0	733.2	765.1	2,070	2,573	2,664	2,885
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	981.0	1,015.3	1,060.0	1,115.1	2,964	3,534	3,790	4,171
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	192.5	199.3	205.2	220.6	581	596	705	818
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	454.7	447.3	447.3	463.1	1,301	1,480	1,599	1,812
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	511.3	557.8	625.0	662.1	1,305	1,489	1,979	2,356
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	16.4	18.0	19.0	22.2	(2.0)	14.1	32.9	19.0
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	19.1	20.4	20.5	15.9	15.4	18.4	19.6
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	442.9	440.6	497.4	452.2	673	985	1,926	1,833
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.7	15.1	16.2	14.0	8.2	10.2	17.9	15.2

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,738	12,042	13,505
매출총이익	8,220	9,671	10,738	12,042	13,505
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,356	2,725
EBITDA	1,866	2,071	3,211	3,201	3,646
순이자손익	35	10	89	75	69
외화관련손익	63	62	38	0	0
지분법손익	10	244	565	0	0
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,317	2,511	2,875
당기순이익	673	985	1,926	1,833	2,099
지배주주순이익	760	1,012	1,923	1,833	2,099
증가율(%)					
매출액	198.0	17.6	11.0	12.1	12.1
영업이익	72.1	14.1	32.9	19.0	15.7
EBITDA	106.8	11.0	55.1	-0.3	13.9
순이익	49.0	46.3	95.6	-4.8	14.5
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	18.4	19.6	20.2
EBITDA 이익률	22.7	21.4	29.9	26.6	27.0
세전이익률	13.2	15.3	21.6	20.9	21.3
순이익률	8.2	10.2	17.9	15.2	15.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,453	2,002	2,806	1,354	3,208
당기순이익	673	985	1,932	1,833	2,099
자산상각비	561	582	1,232	845	921
운전자본증감	307	361	0	-1,065	116
매출채권 감소(증가)	-56	43	-3	-250	-150
재고자산 감소(증가)	17	-2	-13	-5	-2
매입채무 증가(감소)	133	347	-251	-830	248
투자현금흐름	-1,216	-950	-1,541	-1,243	-1,375
유형자산처분(취득)	-689	-633	-584	-1,027	-1,151
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-24	-37	-37
투자자산 감소(증가)	-920	482	-1,678	-119	-124
재무현금흐름	-339	-110	-646	-163	-163
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-636	0	0
자본의 증가(감소)	-152	-109	-10	-163	-163
배당금의 지급	-213	-137	-136	-163	-163
총현금흐름	1,991	2,311	2,806	2,418	3,092
(-)운전자본증가(감소)	52	-854	-520	1,065	-116
(-)설비투자	701	641	592	1,027	1,151
(+)자산매각	-42	-44	-16	-37	-37
Free Cash Flow	1,196	2,481	2,718	290	2,019
(-)기타투자	-807	1,240	-225	60	62
잉여현금	2,003	1,241	2,943	230	1,957
NOPLAT	810	990	1,646	1,720	1,989
(+) Dep	561	582	1,232	845	921
(-)운전자본투자	52	-854	-520	1,065	-116
(-)Capex	701	641	592	1,027	1,151
OpFCF	619	1,785	2,806	474	1,875

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	9,375	9,722	11,695
현금성자산	3,967	4,403	7,122	7,189	8,983
매출채권	1,515	1,706	1,588	1,838	1,987
재고자산	9	15	22	27	29
비유동자산	27,459	28,710	28,793	29,072	29,402
투자자산	23,520	22,523	22,226	22,286	22,349
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,195	3,527
무형자산	1,481	3,446	3,657	3,591	3,526
자산총계	33,899	35,738	38,168	38,794	41,097
유동부채	5,481	6,306	6,092	5,308	5,603
매입채무	2,935	3,873	3,866	3,036	3,284
유동성이자부채	1,647	1,465	1,105	1,105	1,105
비유동부채	4,968	5,194	5,075	5,144	5,217
비유동이자부채	3,306	3,417	3,273	3,273	3,273
부채총계	10,449	11,500	11,167	10,452	10,819
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,635	29,570
자본조정	-2,475	-2,597	-1,944	-2,273	-2,273
자기주식	-1,017	-853	-876	-876	-876
자본총계	23,450	24,238	27,001	28,342	30,277

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,634	6,824	13,322	12,697	14,537
BPS	138,642	142,887	160,694	169,157	181,374
DPS	914	910	1,130	1,130	1,130
CFPS	12,138	14,232	17,710	15,264	19,515
ROA(%)	2.2	2.9	5.2	4.8	5.3
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	7.0	7.6
ROIC(%)	66.7	35.1	46.8	41.5	41.0
Multiples(x, %)					
PER	38.3	32.8	14.9	14.8	12.9
PBR	1.3	1.6	1.2	1.1	1.0
PSR	3.5	3.8	2.9	2.5	2.2
PCR	14.6	15.7	11.2	12.3	9.6
EV/EBITDA	16.1	17.8	9.0	8.4	6.9
배당수익률	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	44.6	47.4	41.4	36.9	35.7
Net debt/Equity	4.2	2.0	-10.2	-9.9	-15.2
Net debt/EBITDA	52.9	23.2	-85.5	-87.8	-126.3
유동비율	117.5	111.5	153.9	183.2	208.7
이자보상배율(배)	18.2	11.7	18.9	21.5	22.2
자산구조(%)					
투하자본	7.1	11.6	10.7	14.0	13.6
현금+투자자산	92.9	88.4	89.3	86.0	86.4
자본구조(%)					
차입금	17.4	16.8	14.0	13.4	12.6
자기자본	82.6	83.2	86.0	86.6	87.4

[Compliance Notice]

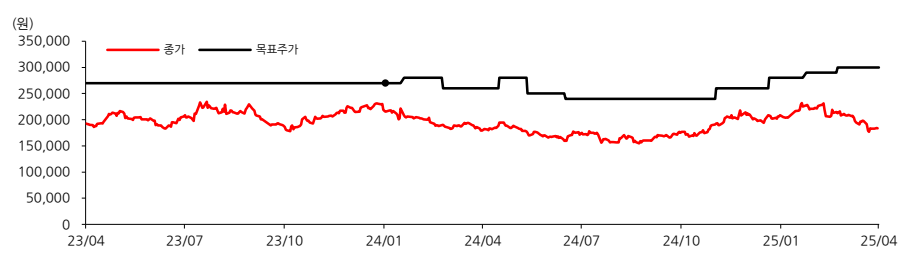
(공표일: 2025 년 4 월 21 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.08	2024.02.05
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		270,000	270,000	270,000	270,000	280,000
일 시	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	260,000	280,000	250,000	240,000	240,000
일 시	2024.09.03	2024.09.20	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.04	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	260,000	260,000	260,000	280,000	280,000
일 시	2025.02.04	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.11	2025.03.28	2025.04.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	290,000	290,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.04.21					
투자의견	Buy					
목표가격	300,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.05	Buy	280,000	-28.91	-26.43
2024.03.12	Buy	260,000	-28.39	-25.27
2024.05.03	Buy	280,000	-33.73	-30.43
2024.05.29	Buy	250,000	-32.31	-29.16
2024.07.03	Buy	240,000	-29.53	-20.50
2024.11.19	Buy	260,000	-21.91	-16.15
2025.01.07	Buy	280,000	-24.57	-17.14
2025.02.10	Buy	290,000	-24.10	-20.17
2025.03.11	Buy	300,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%