

2025. 5. 12



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 300,000 원**현재주가 (5.9)** 191,000 원**상승여력** 57.1%

KOSPI 2,577.27pt

시가총액 302,615억원

발행주식수 15,844만주

유동주식비율 84.97%

외국인비중 48.64%

52주 최고/최저가 232,000원/155,000원

평균거래대금 1,306.0억원

주요주주(%)

국민연금공단 9.24

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05

주가상승률(%)

1개월 8.0 6개월 9.4 12개월 1.4

절대주가 -3.9 8.7 6.7

주가그래프**NAVER** 035420**본업 걱정 없다. 환원율이 중요해진 때**

- ✓ 1분기 광고/커머스(포시 제외) 좋았으나 웹툰 중심 콘텐츠 비용 커진 점 아쉬워
- ✓ 2분기 광고/커머스/클라우드 강해지는 시기. 멤버십 락인 효과도 on track
- ✓ 검색 시장 자본 재배치. 커머스/지도 점유율 상승하며 general 분야 디레이팅 상쇄
- ✓ 그러나 total return 위해서는 성장을 우위인 메타 이상의 주주 환원 정책 필요
- ✓ 2025년 신규 정책 발표 시기로 환원율 높아진다면 주가 화답할 것

1Q25 Review: 광고/커머스 예상보다 좋고 콘텐츠 아쉬워

네이버의 1분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 7,868억원(+10% YoY)과 5,053억원(+15% YoY)으로 기대에 부합했다. 주보비(200억 상화)와 웹툰 마케팅 비용이 예상보다 컸으나 본업 레버리지 및 LY 정산금(267억)이 이를 방어했다. 전체 광고는 예상을 소폭 상회했다. 온플랫폼(포시 제외) 성장률도 15%로 추정되며 양호했다. 6월부터 非브랜드스토어 수수료 변경으로 매출 성장률은 재차 상승한다. 1분기 프로모션이 크게 진행되지 않았으나 2분기부터 증가한 수익에 기반한 커머스 마케팅이 시작된다. 덕분에 거래액 증가율은 2분기 상승 중으로 추정된다.

2024년 3월부터 네이버제트가 연결 제외되었다. 1Q24에는 3월 한달 적자만이 제외됐으나 1Q25에는 이보다 큰 규모로 줄어든다. 반면, 콘텐츠 부문 손익은 동기간 -97억원에서 -397억원으로 확대되었다. 웹툰이 상장 이후 비용 컨트롤이 부재하며 연결 실적에 부담을 주고 있는 것으로 추정된다. 클라우드는 한수원/한은 납품 시작 시기가 2분기로 1분기는 인건비 등 비용만 집행되었다. 연간 실적은 유지한다.

본업은 성장 궤도 올려 놓았다. 이제는 Total return 제고 계획 필요

넷플릭스는 9일부터 광고 스탠다드 구독료를 인상했다. 동사 비용 부담은 이전과 같다. 커머스 앱 출시로 진입 경로가 넓어지고 강력한 콘텐츠 탑재로 멤버십 가입자는 YoY 20% 증가한 것으로 추정된다. 하반기 이후 분기 6천억대 이익 레벨 진입 추정을 유지한다. 검색 시장에 투자되던 자금이 오픈시 등으로 배분되며 동사를 포함한 구글/바이두 등 밸류에이션이 하락했다. 동사는 커머스/지도 등 세분화된 분야에서 점유율이 상승하고 관심사 분야 신규 진입을 통해 general search 디레이팅을 방어하나 투자자 total return을 위해서는 메타 이상의 주주환원 정책이 필요하다. 2025년 신규 정책이 발표되는 시기인 만큼 적극적 행보를 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	46.5	142,887	36.2	1.6	18.0	4.4	47.4
2024	10,737.7	1,979.3	1,923.2	11,913	99.0	160,694	16.7	1.2	11.3	7.9	41.4
2025E	11,994.6	2,290.1	2,117.6	13,366	11.6	171,972	14.3	1.1	8.6	8.0	36.6
2026E	13,170.9	2,733.1	2,543.1	16,213	20.4	187,079	11.8	1.0	7.2	9.0	34.7
2027E	14,328.9	3,209.0	3,117.3	19,874	21.3	203,682	9.6	0.9	5.9	10.2	33.0

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,786.8	2,526.1	10.3	2,885.6	-3.4	2,776.2	0.4	2,800	-0.5
영업이익	505.3	439.3	15.0	542.0	-6.8	497.8	1.5	510	-0.9
세전이익	580.1	660.2	-12.1	541.4	7.2	496.4	16.9	547	6.0
지배주주 순이익	424.8	510.6	-16.8	553.9	-23.3	388.7	9.3	430	-1.3
영업이익률(%)	18.1	17.4		18.8		17.9		18.2	
세전이익률(%)	20.8	26.1		18.8		17.9		19.6	
순이익률(%)	15.2	20.2		19.2		14.0		15.4	

주: 2024년 1분기 네이버제트 등 종속기업 처분이익 관련 기타손익 반영에 따른 기저 효과

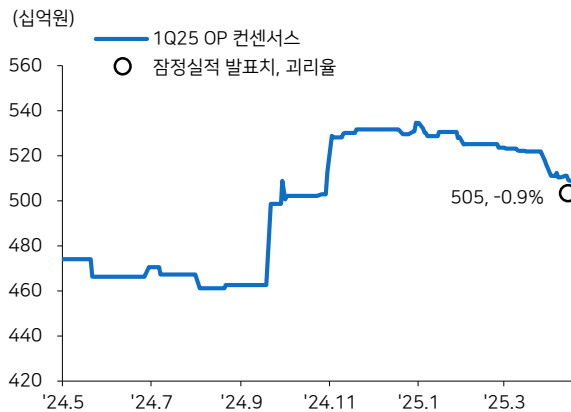
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	11,995	10,738	11.7	11,995	0.0	11,904	0.8
영업이익	2,290	1,979	15.7	2,262	1.2	2,287	0.2
세전이익	2,739	2,322	17.9	2,635	4.0	2,472	10.8
지배주주 순이익	2,118	1,923	10.1	2,058	2.9	1,898	11.6
영업이익률(%)	19.1	18.4		18.9		19.2	
세전이익률(%)	22.8	21.6		22.0		20.8	
순이익률(%)	17.7	17.9		17.2		15.9	

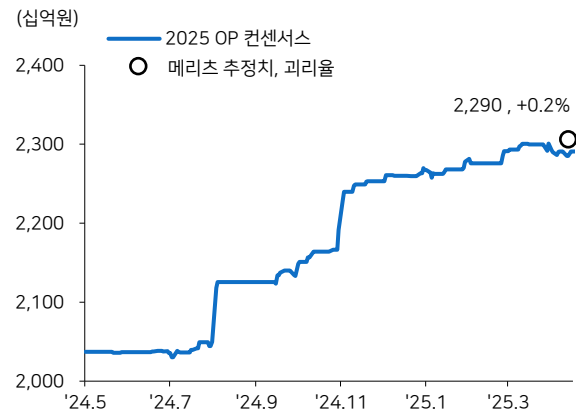
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25P 영업이익, 컨센서스 -0.9% 하회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 네이버 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,942	3,053	3,213	10,738	11,995	13,171
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,106	1,070	1,108	3,946	4,296	4,544
검색	696	731	753	768	754	802	804	820	2,950	3,180	3,375
디스플레이	202	235	230	252	217	258	250	271	919	996	1,038
커머스	703	719	725	775	788	838	921	967	2,923	3,514	4,039
커머스 광고	265	280	279	308	308	311	313	332	1,132	1,264	1,316
중개 및 판매	268	255	266	297	298	328	410	455	1,092	1,490	1,880
포시마크	123	136	134	117	126	139	134	112	503	510	518
핀테크	354	368	385	401	393	402	423	447	1,508	1,665	1,905
콘텐츠	446	420	463	467	459	447	470	499	1,796	1,875	1,872
클라우드	117	125	145	178	134	149	168	192	564	644	812
% YoY											
매출	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	12.7	12.4	11.3	11.0	11.7	9.8
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	13.0	7.2	4.1	9.9	8.9	5.8
검색	6.2	6.1	9.5	11.0	8.2	9.6	6.7	6.7	8.2	7.8	6.1
디스플레이	5.3	8.1	11.0	9.7	7.3	9.7	8.7	7.7	8.6	8.4	4.3
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	16.5	27.0	24.8	14.8	20.2	14.9
커머스 광고	0.3	-0.1	-1.1	10.0	16.4	11.1	12.2	7.8	2.3	11.7	4.1
중개 및 판매	46.2	34.8	47.2	32.7	11.2	28.2	54.2	49.9	40.5	36.4	26.2
포시마크	2.4	11.2	10.5	5.6	2.9	2.2	-0.6	1.2	6.2	1.4	1.5
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	9.2	9.9	11.4	11.3	10.4	14.4
콘텐츠	8.5	-0.1	6.4	0.2	2.9	6.5	1.6	6.8	3.7	4.4	-0.2
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	19.9	16.4	8.0	26.1	14.2	26.1
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,387	2,448	2,588	8,758	9,704	10,438
% to sales	82.6	81.9	80.7	81.2	81.9	81.1	80.2	80.5	81.6	80.9	79.2
% YoY	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	11.7	11.8	10.4	7.0	10.8	7.6
개발/운영비용	636	683	657	689	688	738	699	790	2,664	2,916	3,178
주식보상비용	34	55	50	80	67	66	50	86	219	269	272
파트너	913	917	938	1,022	974	1,026	1,038	1,105	3,790	4,144	4,344
인프라	170	172	178	185	189	188	199	201	705	777	855
마케팅	367	367	417	448	430	435	512	491	1,599	1,868	2,061
영업이익	439	473	525	542	505	555	604	625	1,979	2,290	2,733
% YoY	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	17.5	15.0	15.3	32.9	15.7	19.3
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	18.9	19.8	19.5	18.4	19.1	20.8
별도 영업이익	407	497	472	529	483	567	607	610	1,905	2,267	2,459
자회사 합산	33	-25	53	13	22	-12	-3	15	74	23	274
세전이익	660	467	653	541	580	593	783	783	2,322	2,739	3,272
% YoY	466.3	11.0	29.5	23.3	-12.1	26.8	19.8	44.7	56.8	17.9	19.5
지배주주순이익	511	338	520	554	425	422	635	636	1,923	2,118	2,543
% YoY	827.4	26.4	38.5	76.5	-16.8	24.7	21.9	14.8	90.0	10.1	20.1

주: 4Q24 LY 정산금의 매출 및 영업이익 효과는 각각 594억원과 474억원

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,670.6	10,737.7	11,994.6	13,170.9	14,328.9
매출액증가율(%)	17.6	11.0	11.7	9.8	8.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,994.6	13,170.9	14,328.9
판매관리비	8,181.8	8,758.5	9,704.4	10,437.8	11,119.8
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,290.1	2,733.1	3,209.0
영업이익률(%)	15.4	18.4	19.1	20.8	22.4
금융손익	-79.5	54.3	131.1	98.2	50.4
종속/관계기업손익	266.5	144.5	214.7	301.7	393.4
기타영업외손익	-194.5	144.1	102.9	138.7	175.5
세전계속사업이익	1,481.4	2,322.2	2,738.8	3,271.7	3,828.3
법인세비용	496.4	390.2	623.4	750.2	915.8
당기순이익	985.0	1,932.0	2,115.4	2,521.5	3,057.8
지배주주지분 순이익	1,012.3	1,923.2	2,117.6	2,543.1	3,117.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028.1	9,374.9	10,709.0	11,537.1	13,070.8
현금및현금성자산	3,576.5	4,195.5	5,685.4	6,652.6	7,793.2
매출채권	491.4	478.0	534.0	586.3	637.9
재고자산	14.8	21.7	24.3	26.7	29.0
비유동자산	28,709.8	28,793.0	28,693.5	30,248.3	31,738.4
유형자산	2,741.6	2,909.6	2,874.3	2,787.3	2,649.3
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,593.1	3,527.8	3,461.3
투자자산	21,231.1	20,910.2	20,910.2	22,617.2	24,311.8
자산총계	35,737.8	38,167.9	39,402.5	41,785.4	44,809.3
유동부채	6,305.6	6,092.2	6,041.7	6,516.5	6,701.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	333.0	135.4	135.4	135.4	135.4
유동성장기부채	442.9	200.0	0.0	300.0	0.0
비유동부채	5,194.3	5,074.8	4,515.1	4,237.8	4,405.2
사채	1,655.7	2,007.3	2,007.3	1,707.3	1,707.3
장기차입금	993.6	863.1	263.1	263.1	263.1
부채총계	11,499.8	11,167.0	10,556.7	10,754.2	11,107.0
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
기타포괄이익누계액	-1,990.2	-1,305.7	-1,305.7	-1,305.7	-1,305.7
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,434.9	29,532.0	32,136.2
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,599.1	1,687.3	1,754.2
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,845.8	31,031.1	33,702.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,885.6	3,401.9	4,402.4
당기순이익(손실)	985.0	1,932.0	2,115.4	2,521.5	3,057.8
유형자산상각비	528.0	608.6	735.4	808.0	880.6
무형자산상각비	54.3	64.9	64.1	65.3	66.5
운전자본의 증감	360.8	152.3	-29.3	7.1	397.5
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	-407.3	-2,164.6	-2,645.6
유형자산의증가(CAPEX)	-640.6	-554.0	-700.0	-721.0	-742.6
투자자산의감소(증가)	1,379.5	465.5	0.0	-1,707.1	-1,694.6
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-988.4	-270.1	-616.1
차입금의 증감	-70.1	-504.7	-820.0	0.5	-279.9
자본의 증가	-313.8	180.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	852.3	619.1	1,489.9	967.1	1,140.7
기초현금	2,724.2	3,576.5	4,195.5	5,685.4	6,652.5
기말현금	3,576.5	4,195.5	5,685.4	6,652.5	7,793.2

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	59,039	66,511	75,706	83,970	91,352
EPS(지배주주)	6,180	11,913	13,366	16,213	19,874
CFPS	14,111	18,180	21,360	25,218	29,964
EBITDAPS	12,644	16,432	19,501	22,992	26,497
BPS	142,887	160,694	171,972	187,079	203,682
DPS	1,205	1,130	1,816	2,256	2,595
배당수익률(%)	0.5	0.6	1.0	1.2	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	16.7	14.3	11.8	9.6
PCR	15.9	10.9	8.9	7.6	6.4
PSR	3.8	3.0	2.5	2.3	2.1
PBR	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	2,071.2	2,652.8	3,089.6	3,606.3	4,156.1
EV/EBITDA	18.0	11.3	8.6	7.2	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	7.9	8.0	9.0	10.2
EBITDA 이익률	21.4	24.7	25.8	27.4	29.0
부채비율	47.4	41.4	36.6	34.7	33.0
금융비용부담률	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	11.7	18.9	25.5	33.9	41.4
매출채권회전율(x)	18.9	22.2	23.7	23.5	23.4
재고자산회전율(x)	824.3	587.5	521.1	516.9	514.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.09	기업브리프	Buy	260,000	이효진	-18.8	-16.7	
2023.05.26	Indepth	Buy	290,000	이효진	-30.2	-19.1	
2024.05.26	1년 경과				-41.7	-38.3	
2024.07.08	기업브리프	Buy	260,000	이효진	-29.7	-10.8	
2025.02.10	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-	-	