



NAVER (035420)

[NDR 후기] 광고 견조한데 커머스 상향 가능성 높아

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 300,000원

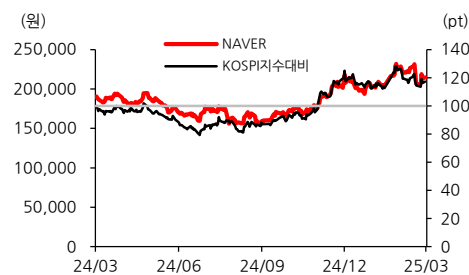
현재 주가(3/10)	215,000 원
상승여력	▲39.5%
시가총액	340,640 억원
발행주식수	158,437 천주
52 주 최고가 / 최저가	232,000 / 155,000 원
90 일 일평균 거래대금	1,884.51 억원
외국인 지분율	48.5%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	6.1%
자사주 (외 1 인)	6.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.5	2.9	35.2	14.4
상대수익률(KOSPI)	-7.4	-3.4	33.4	18.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	9,671	10,738	12,044	13,505
영업이익	1,489	1,979	2,431	2,725
EBITDA	2,071	2,738	3,272	3,642
지배주주순이익	1,012	1,813	1,787	2,005
EPS	6,824	12,360	12,180	13,668
순차입금	480	-3,080	-4,580	-6,259
PER	32.8	15.2	17.7	15.7
PBR	1.6	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.8	10.0	9.0	7.6
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE	4.4	7.5	6.8	7.2

주가 추이



커머스 부문 실적 추정치 변경으로 목표주가를 30 만 원으로 상향합니다. 25E P/E 18 배까지 오른 밸류에이션 수준에서 고민이 있을 수 있지만, EPS와 멀티플이 상향될 구간이 임박했다고 판단합니다.

네이버쇼핑 수수료 인상과 움츠렸던 사업 확장 본격화

우리는 이번 NDR을 통해 커머스 실적 상향 가능성과 이로 인한 추가 밸류에이션 확대 여력이 크다는 기존 의견을 재차 유지한다. 동사는 6월부터 수수료 체계 변경 계획을 밝혔고, 현재 대비 약 1%p의 인상 효과(24년 GMV 30조 원 감안 시 연간 3,000억 원 가량 매출 증가)가 예상된다. 기존 무료였던 인스타나 유튜브 셀러를 통한 유입 거래시에도 수취할 예정이라 단순 매출 증가 효과는 강력하다. 수년 만의 인상 정책이라는 점과 여전히 쿠팡(10% 내외) 대비 낮다는 점을 감안하면 커머스 사업의 본격 확장세가 올해 내내 이어질 것으로 예상된다.

카니발과 마케팅 증가 우려를 넘어설 GMV와 매출액 성장

우리는 25년 쇼핑검색광고 YoY 성장률을 7%로 전망(24년 2.3%), 25년 커머스 매출액 전망치를 기존 대비 5% 상향한다. 신규 앱 출시에 따른 기존 광고 카니발과 마케팅비 증가는 일부 불가피하지만, 이를 감안해도 매출 증가와 마진 개선 효과는 더 클 것이다. 게다가 인상 효과가 온기로 반영되고 프로모션도 다소 줄어드는 26년에는 수익성 개선 효과가 가파르게 나타날 것으로 전망한다. 단기적으로는 신규 앱 성과를 트래킹하기 위한 지표에 주목될 수 있는데, 신규 앱 출시후에도 기존 페이지 운영도 지속하기에 MAU나 다운로드 수로 판단하기에는 애매하다. 당연히 GMV와 광고 매출 추이가 중요할텐데, 5월 컨퍼런스콜에서 보다 면밀한 성과에 대한 회사측의 공유가 있을 것으로 예상된다.

목표주가 30만원으로 상향하고 투자 의견 BUY 유지

목표주가를 커머스 부문 실적 추정치 변경으로 올해 영업이익 전망치를 2% 상향해 30만원으로 높여 제시한다. 밸류에이션은 25E P/E 18배로 챌린징 받던 멀티플에 근접해 단기 주가 레벨에 대한 고민이 있을 수는 있다. 하지만 ① 온플랫폼 GMV와 쇼핑검색광고 성장률이 1Q25에도 각각 12%, 11%로 리바운드 추세가 강화될 것으로 예상하고, ② 수수료 인상으로 효과가 3Q25부터 온기로 기여될 것이다. ③ 이러한 EPS 상향 조정 외에도 활용 못했던 데이터들의 타겟팅 고도화, 규제 완화, AI서비스 출시 등 멀티플을 다르게 볼 요인도 충분하다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024P	2025E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,822	2,926	3,071	3,226	8,220	9,671	10,738	12,044
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	11.7	12.1	13.1	11.8	20.5	17.6	11.0	12.2
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	226.3	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	136.9	148.2	167.7	207.7	402.9	447.2	563.8	660.6
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	11.8	10.3	10.6	11.8	6.0	(10.0)	8.6	11.1
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	17.0	19.0	16.0	17.0	5.3	11.0	26.1	17.2
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,286	2,352	2,429	2,547	6,915	8,182	8,758	9,613
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.5	10.0	10.9	8.7	25.9	18.3	7.0	9.8
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	682.9	706.0	733.2	765.1	2,070	2,573	2,664	2,887
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	950.3	983.6	1,026.9	1,080.3	2,964	3,534	3,790	4,041
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	188.8	195.4	201.3	216.4	581	596	705	802
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	463.8	466.6	467.6	484.9	1,301	1,480	1,599	1,883
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	536.0	573.9	641.7	679.5	1,305	1,489	1,979	2,431
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	22.0	21.4	22.2	25.4	(2.0)	14.1	32.9	22.8
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	19.0	19.6	20.9	21.1	15.9	15.4	18.4	20.2
당기순이익	555.8	332.1	530.1	444.1	421.4	350.0	475.6	540.0	673	985	1,862	1,787
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	15.4	14.9	12.0	15.5	16.7	8.2	10.2	17.3	14.8

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
네이버 포털	21,410	
25E 순이익	1,127	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	19.0	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER
커머스	14,521	
25E 순이익	660	OPM 25%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	22.0	
웹툰	975	시가총액에 30% 할인 적용
시가총액	2,200	
지분율	63%	
파이낸셜	3,360	
25E 네이버페이 거래대금	80,000	
배수(기업가치/거래대금)	0.06	페이팔 12MF 거래액 대비 시가총액 승수 30% 할인
파이낸셜 적정가치	4,800	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
클라우드	1,850	
25E 매출액	661	
Target PSR(배)	2.8	아마존, 구글 평균 PSR 30% 할인
LY Corp	7,369	현 시가총액에 30% 할인 적용
시가총액	31,900	
지분율	33%	
적정 기업가치	49,484	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 주가(원)	300,243	
목표 주가(원)	300,000	
현재 주가(원)	215,000	
상승 여력	39.5%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,738	12,044	13,505
매출총이익	8,220	9,671	10,738	12,044	13,505
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,431	2,725
EBITDA	1,866	2,071	2,738	3,272	3,642
순이자손익	35	10	9	159	165
외화관련손익	63	62	0	0	0
지분법손익	10	244	157	0	0
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,264	2,448	2,747
당기순이익	673	985	1,862	1,787	2,005
지배주주순이익	760	1,012	1,813	1,787	2,005
증가율(%)					
매출액	198.0	17.6	11.0	12.2	12.1
영업이익	72.1	14.1	32.9	22.8	12.1
EBITDA	106.8	11.0	32.2	19.5	11.3
순이익	49.0	46.3	89.0	-4.0	12.2
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	18.4	20.2	20.2
EBITDA 이익률	22.7	21.4	25.5	27.2	27.0
세전이익률	13.2	15.3	21.1	20.3	20.3
순이익률	8.2	10.2	17.3	14.8	14.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	1,453	2,002	2,619	2,775	3,081
당기순이익	673	985	1,862	1,787	2,005
자산상각비	561	582	759	841	917
운전자본증감	307	360	-22	76	85
매출채권 감소(증가)	-56	43	-205	-225	-174
재고자산 감소(증가)	17	-2	0	-3	-2
매입채무 증가(감소)	133	347	158	203	157
투자현금흐름	-1,216	-950	-866	-1,201	-1,331
유형자산처분(취득)	-689	-633	-584	-1,027	-1,151
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-22	-27	-27
투자자산 감소(증가)	-920	482	-1,227	-92	-95
재무현금흐름	-339	-110	17	-166	-166
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-285	0	0
자본의 증가(감소)	-152	-109	302	-166	-166
배당금의 지급	-213	-137	-136	-166	-166
총현금흐름	1,991	2,312	2,641	2,699	2,996
(-)운전자본증가(감소)	52	-854	-45	-76	-85
(-)설비투자	701	641	592	1,027	1,151
(+)자산매각	-42	-44	-14	-27	-27
Free Cash Flow	1,196	2,482	2,081	1,721	1,903
(-)기타투자	-807	1,241	-900	56	58
잉여현금	2,003	1,241	2,981	1,666	1,845
NOPLAT	810	990	1,628	1,775	1,989
(+) Dep	561	582	759	841	917
(-)운전자본투자	52	-854	-45	-76	-85
(-)Capex	701	641	592	1,027	1,151
OpFCF	619	1,785	1,840	1,665	1,840

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	10,358	12,119	14,009
현금성자산	3,967	4,403	7,604	9,104	10,784
매출채권	1,515	1,706	1,904	2,128	2,302
재고자산	9	15	26	29	31
비유동자산	27,459	28,710	27,952	28,220	28,539
투자자산	23,520	22,523	21,547	21,602	21,660
유형자산	2,458	2,742	2,915	3,200	3,531
무형자산	1,481	3,446	3,490	3,418	3,348
자산총계	33,899	35,738	38,310	40,339	42,549
유동부채	5,481	6,306	6,093	6,430	6,726
매입채무	2,935	3,873	1,723	1,927	2,084
유동성이자부채	1,647	1,465	1,079	1,079	1,079
비유동부채	4,968	5,194	5,261	5,332	5,406
비유동이자부채	3,306	3,417	3,445	3,445	3,445
부채총계	10,449	11,500	11,354	11,762	12,131
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,416	1,416	1,416
이익잉여금	23,646	24,544	26,115	27,737	29,576
자본조정	-2,475	-2,597	-2,096	-2,096	-2,096
자기주식	-1,017	-853	-735	-735	-735
자본총계	23,450	24,238	26,956	28,578	30,417

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,634	6,824	12,360	12,180	13,668
BPS	138,642	142,887	158,301	168,384	179,825
DPS	914	910	1,130	1,130	1,130
CFPS	12,138	14,239	16,428	16,787	18,633
ROA(%)	2.2	2.9	4.9	4.5	4.8
ROE(%)	3.3	4.4	7.5	6.8	7.2
ROIC(%)	66.7	35.1	45.1	47.2	51.0
Multiples(x, %)					
PER	38.3	32.8	15.2	17.7	15.7
PBR	1.3	1.6	1.2	1.3	1.2
PSR	3.5	3.8	2.8	2.9	2.6
PCR	14.6	15.7	11.5	12.8	11.5
EV/EBITDA	16.1	17.8	10.0	9.0	7.6
배당수익률	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	44.6	47.4	42.1	41.2	39.9
Net debt/Equity	4.2	2.0	-11.4	-16.0	-20.6
Net debt/EBITDA	52.9	23.2	-112.5	-140.0	-171.9
유동비율	117.5	111.5	170.0	188.5	208.3
이자보상배율(배)	18.2	11.7	13.4	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	7.1	11.6	11.3	11.1	10.9
현금+투자자산	92.9	88.4	88.7	88.9	89.1
자본구조(%)					
차입금	17.4	16.8	14.4	13.7	12.9
자기자본	82.6	83.2	85.6	86.3	87.1

[Compliance Notice]

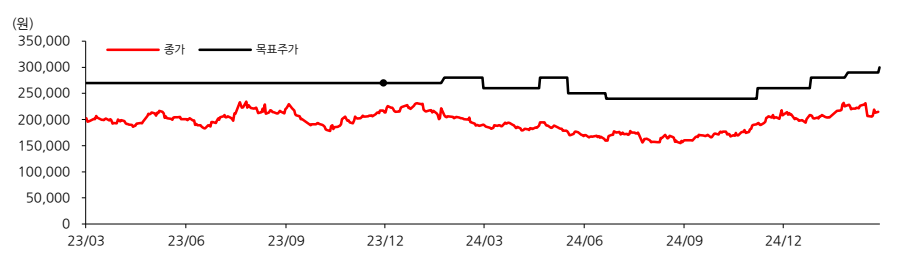
(공표일: 2025 년 3 월 11 일)

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 종목을 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	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		270,000	270,000	270,000	270,000	270,000
일 시	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03	2024.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	280,000	260,000	260,000	280,000	250,000
일 시	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20	2024.09.27	2024.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.04	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	260,000	260,000	260,000	260,000
일 시	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.04	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	290,000	290,000	300,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.06	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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%