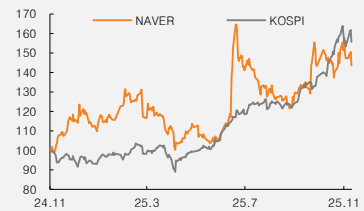


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 410,000원
현재주가(25/11/14)	253,500원
상승여력	61.7%

영업이익(25F, 십억원)	2,201
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	2,196
EPS 성장률(25F, %)	13.6
MKT EPS 성장률(25F, %)	32.0
P/E(25F, x)	18.7
MKT P/E(25F, x)	14.1
KOSPI	4,011.57
시가총액(십억원)	39,762
발행주식수(백만주)	157
유동주식비율(%)	85.9
외국인 보유비중(%)	39.5
베타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	176,900
52주 최고가(원)	290,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.7	32.6	34.5
상대주가	-12.8	-12.7	-18.9



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

NAVER

주도주의 가능성을 볼 시기

구글 체류시간 반전이 주는 시사점

생성형 AI 검색의 확산으로 검색 쿼리 수와 체류시간이 감소할 것이라는 우려와 달리 레거시 검색 엔진의 유의미한 체류시간 증가세가 관찰되고 있다. 쿼리 수의 감소세(-30% YoY)에도 구글 총 체류시간은 오히려 급격하게 증가하고 있다. 지난 6월 이후 YoY 10% 이상, 9월 이후 20% 이상의 체류시간 상승세가 관찰되고 있다.

검색 결과 내에서 AI가 직접 요약 및 답변을 제공하는 AI Overviews(SGE) 기능이 효과를 발휘하고 있다. 유저들은 AI 요약을 단순 소비하는 데 그치지 않고 후속 쿼리를 이어가거나 관련 주제를 탐색하며 더 긴 시간 페이지에 머문다. 검색 행동이 대화형, 탐색형으로 변화하면서 검색 세션이 길어지고 있다.

26년은 광고 P, Q, C 동시 개선 구간

NAVER도 구글처럼 쿼리 수는 감소하더라도 체류시간은 오히려 증가할 전망이다. NAVER도 이미 구글의 AI Overviews와 유사한 AI 브리핑 서비스를 제공하고 있다. 수년간 감소세를 보였던 NAVER 체류시간은 이미 회복세가 관찰되고 있다. 26년 NAVER 체류시간은 YoY 3% 증가할 것으로 예상된다.

AI 브리핑은 15% 수준까지 침투하며 CTR, CVR을 급격히 개선시키고 있다. 타게팅 고도화에 따라 동사는 연간 8~10% 수준의 단가 상승을 경험할 전망이다. AI 도입을 통한 1인당 생산성의 급격한 상승은 인건비 부담을 완화시키고 있다. NAVER의 매출 대비 인건비 비중은 26년 19.2%까지 낮아질 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 410,000원으로 상향

광고 부문 성장률 상향에 따른 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 400,000원에서 410,000원(타겟 P/E 29배 유지)으로 상향한다. 광고 부문 P, Q, C 동시 개선에 따른 주도주 가능성을 볼 수 있는 시기로 판단하며 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 26F P/E 17.9배 수준으로 밸류에이션 매력도 역시 충분하다.

AI 브리핑 확대에 따른 체류시간 증가세 가속화가 관찰될 경우 급격한 리레이팅이 발생할 수 있다. 구글은 하반기 쿼리 수 감소에 따른 체류시간 감소 우려를 불식시키면서 12MF P/E 멀티플이 16배 수준에서 24배까지 50%가량 리레이팅된 바 있다. NAVER 총체류시간 지표의 반등 추이에 주목해볼 시기다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,671	10,738	12,119	13,838	15,773
영업이익 (십억원)	1,489	1,979	2,201	2,556	3,052
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.2	18.5	19.3
순이익 (십억원)	1,012	1,923	2,136	2,223	2,670
EPS (원)	6,180	11,913	13,532	14,175	17,020
ROE (%)	4.4	7.9	8.1	7.8	8.7
P/E (배)	36.2	16.7	18.7	17.9	14.9
P/B (배)	1.5	1.2	1.4	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,915	3,138	3,279	10,738	12,119	13,838	15,773
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	15.6%	13.6%	11.0%	12.9%	14.2%	14.0%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,060	1,129	3,946	4,238	4,549	4,950
커머스	703	719	725	775	788	861	985	1,053	2,923	3,688	4,573	5,480
커머스 광고	265	280	279	308	308	336	366	392	1,132	1,402	1,728	2,110
중개 및 판매	391	391	400	414	424	468	559	597	1,596	2,048	2,553	3,026
멤버십	48	47	46	54	55	57	60	64	195	237	292	344
파이낸셜	354	368	385	401	393	412	433	444	1,508	1,682	1,928	2,157
콘텐츠	446	420	463	467	459	474	509	508	1,796	1,950	2,163	2,467
웹툰	395	383	424	428	423	434	472	471	1,629	1,799	2,019	2,321
스노우	36	22	21	26	23	28	26	26	105	104	101	103
기타	16	15	18	14	13	12	11	11	62	47	43	42
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	132	150	145	564	561	625	719
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,394	2,567	2,675	8,758	9,918	11,281	12,721
개발/운영비용	636	683	657	689	688	699	750	752	2,664	2,889	3,185	3,445
파트너	913	917	938	1,022	974	1,014	1,097	1,161	3,790	4,246	4,824	5,499
인프라	170	172	178	185	189	198	219	237	705	843	1,058	1,278
마케팅	367	367	417	448	430	482	502	525	1,599	1,939	2,214	2,498
영업이익	439	473	525	542	505	522	571	604	1,979	2,201	2,556	3,052
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	10.3%	8.6%	11.4%	32.9%	11.2%	16.1%	19.4%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	18.2%	18.4%	18.4%	18.2%	18.5%	19.4%
지배주주순이익	511	338	520	554	425	489	726	496	1,923	2,136	2,223	2,670
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	16.8%	23.1%	15.1%	17.9%	17.6%	16.1%	16.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	12,119	13,736	12,119	13,838	0%	1%	12,059	13,437	0%	3%	서치, 커머스 광고 성장률 상향
영업이익	2,205	2,538	2,201	2,556	0%	1%	2,196	2,558	0%	0%	
지배주주순이익	2,129	2,169	2,136	2,223	0%	3%	2,110	2,258	1%	-2%	
영업이익률	18.2%	18.5%	18.2%	18.5%	-	-	18.2%	19.0%	-	-	
순이익률	17.6%	15.8%	17.6%	16.1%	-	-	17.5%	16.8%	-	-	

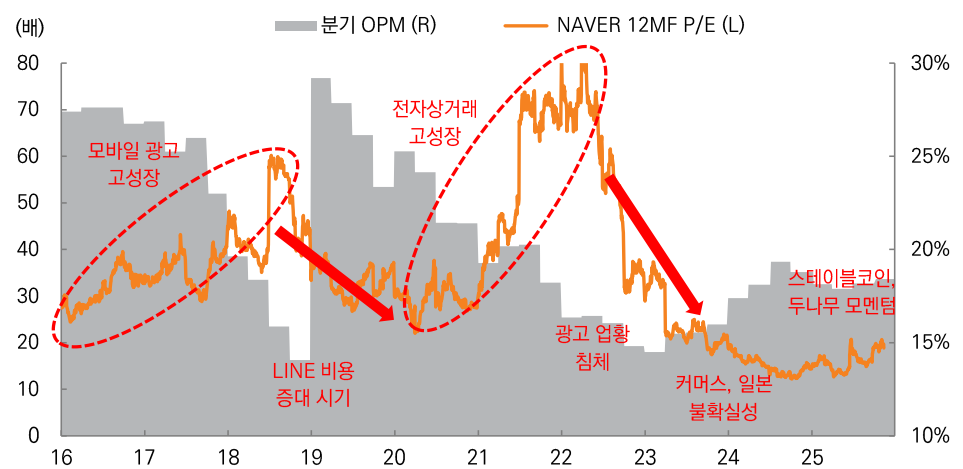
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 밸류에이션

구분	내용	비고
2026년 지배주주순이익 (십억원)	2,223	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	64,322	
주식 수 (천주)	156,853	
목표주가 (원)	410,000	
현재주가 (원)	253,500	
상승여력	61.7%	

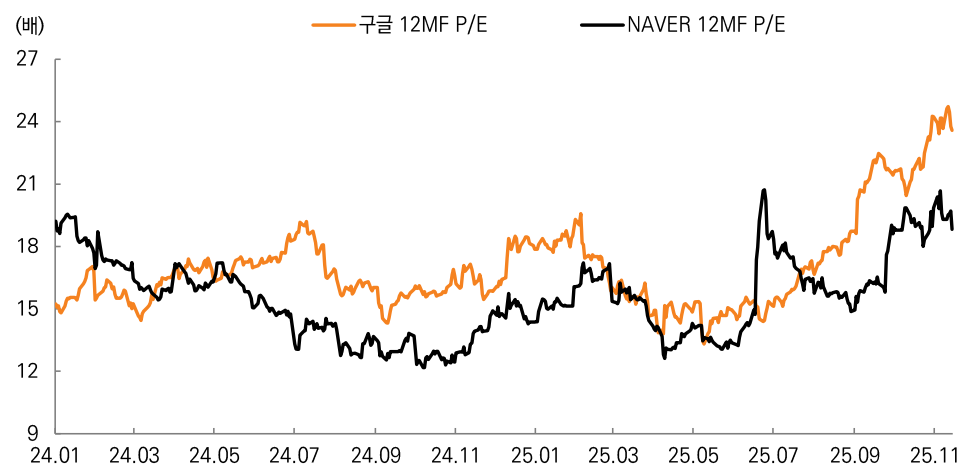
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. NAVER, 구글 12MF P/E

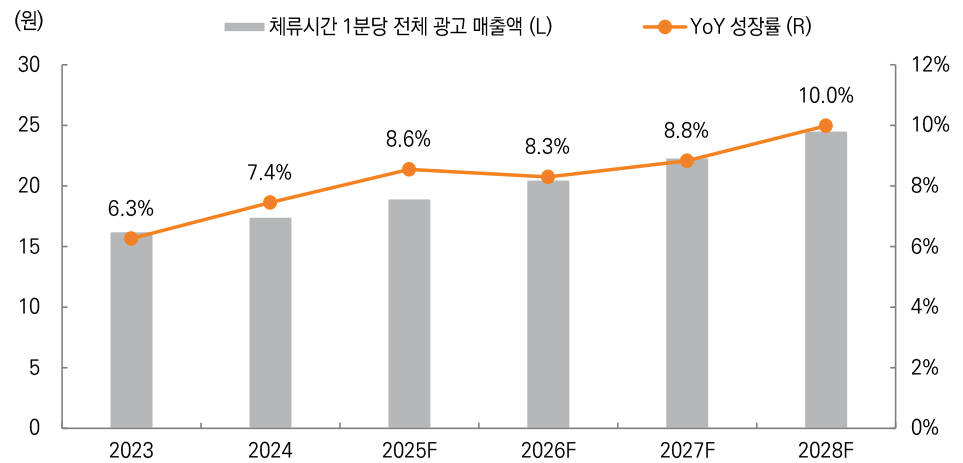


자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 플랫폼 기업들의 광고 단가 상승세도 가속화될 전망이다. NAVER는 AI 브리핑, 홈피드 개인화, 애드부스트를 통해 트래픽 질과 광고 효율을 동시에 높이며 광고 단가의 구조적 상승을 만들고 있다. NAVER는 연간 8~10% 수준의 단가 상승을 경험할 전망이다. 15% 수준의 침투율까지 상승한 AI 브리핑은 CTR, CVR을 급격히 개선시키고 있다.

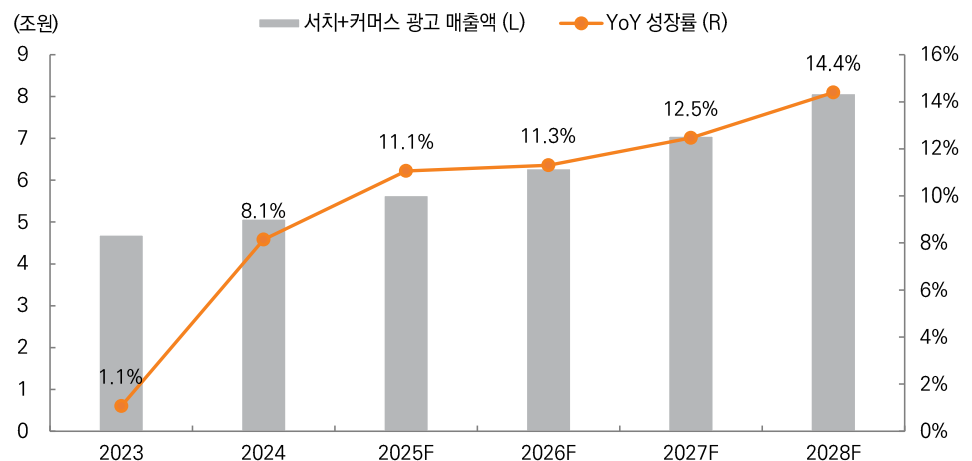
홈피드 개편 역시 개인화 추천을 강화해 광고·이용자 매칭 정확도를 높이고 있다. 애드부스트는 소재·입찰·타겟팅을 자동 최적화해 CPA를 낮추고 ROAS를 개선시키는 역할을 한다. 광고 효율이 좋아질수록 광고주 지출이 확대되고 이는 다시 단가 상승 압력으로 이어진다. AI 브리핑(체류시간 증가) - 홈피드 개인화(매칭 강화) - 애드부스트(효율 개선)의 시너지 효과가 NAVER의 광고 단가를 안정적으로 끌어올릴 전망이다.

그림 89. NAVER 체류시간 1분당 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 90. NAVER 서치+커머스 광고 매출액 전망

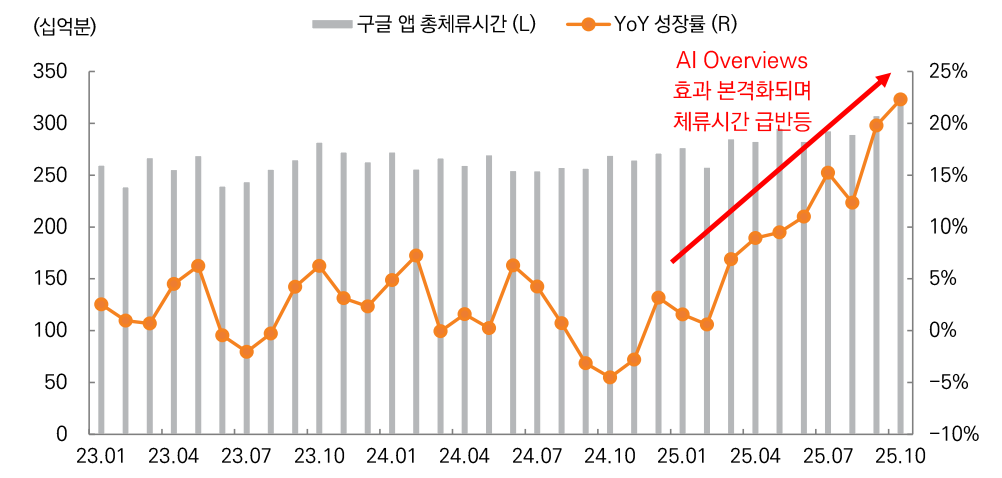


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

생성형 AI 검색의 확산으로 검색 쿼리 수와 체류시간이 감소할 것이라는 우려와 달리 레거시 검색 엔진의 유의미한 체류시간 증가세가 관찰되고 있다. 구글의 검색 쿼리 수는 30% 수준의 YoY 감소세가 발생하고 있는 것으로 추정된다. 쿼리 수의 감소세에도 구글 총 체류시간은 오히려 급격하게 증가하고 있다. 지난 6월 이후 YoY 10% 이상, 9월 이후 20% 이상의 체류시간 상승세가 관찰되고 있다.

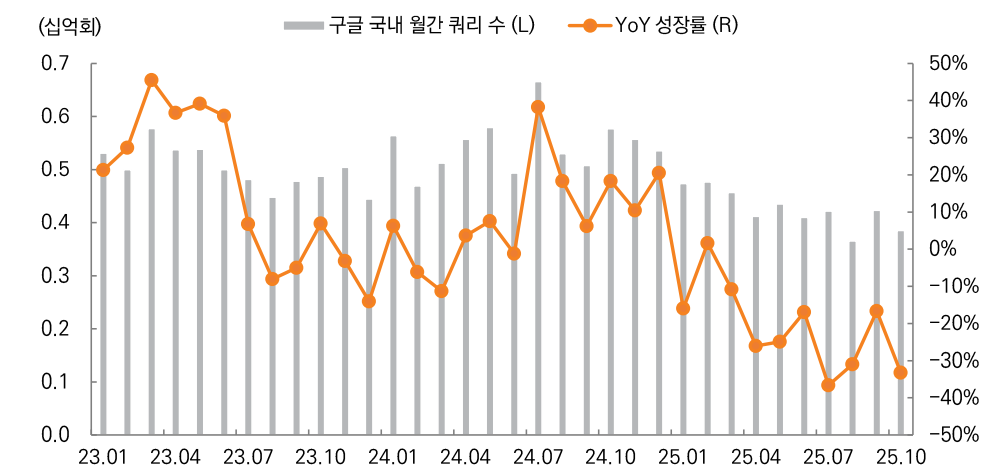
구글의 AI Overviews(SGE) 기능이 효과를 발휘하고 있다. AI Overviews는 검색 결과 내에서 AI가 직접 요약 및 답변을 제공하는 기능이다. 유저들은 AI 요약을 단순 소비하는 데 그치지 않고 후속 쿼리를 이어가거나 관련 주제를 탐색하며 더 긴 시간 페이지에 머문다. 검색 행동이 대화형, 탐색형으로 변화하면서 검색 세션이 길어지고 있다.

그림 91. 구글 앱 월간 총체류시간 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 구글 국내 월간 쿼리 수 추이 (PC)

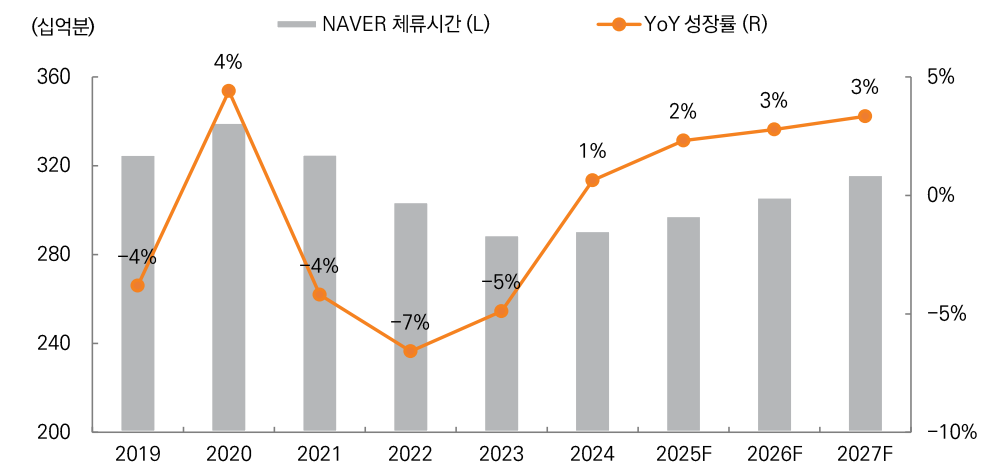


자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER도 구글처럼 쿼리 수는 감소하더라도 체류시간은 오히려 증가할 전망이다. 수년간 감소세를 보였던 NAVER 체류시간은 이미 회복세가 관찰되고 있다. NAVER도 이미 구글의 AI Overviews와 유사한 AI 브리핑 서비스를 제공하고 있다. NAVER의 AI 브리핑 침투율은 현재 15%에서 연말 20% 수준까지 상승할 예정이다. 구글의 AI Overviews 침투율은 20%대로 추정된다.

NAVER는 뉴스·쇼핑·카페·블로그·지도·예약 등 검색 이후 행동의 상당 비중이 내부 생태계에서 발생하는 플랫폼이다. 즉, Zero-click 구조가 구글 대비 이미 훨씬 강하게 자리 잡고 있다. AI 브리핑 → NAVER의 버티컬 서비스 탐색 → 후속 검색으로 이어지는 프로세스가 NAVER 생태계에서 내에서 이뤄지면서 광고 인벤토리도 확장될 수 있다.

그림 93. NAVER 연간 체류시간 추이



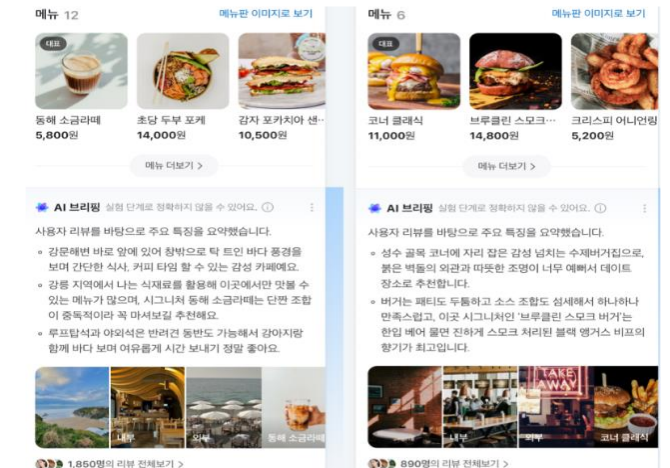
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 94. NAVER AI 브리핑 예시



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 네이버지도 AI 브리핑 예시



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. 네이버지도 월간 총체류시간 (안드로이드)

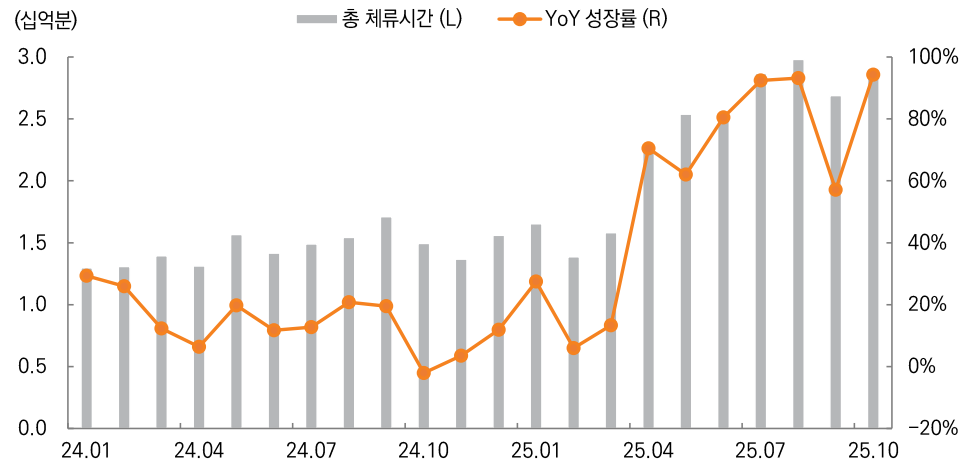


그림 97. 네이버지도 MAU (안드로이드)

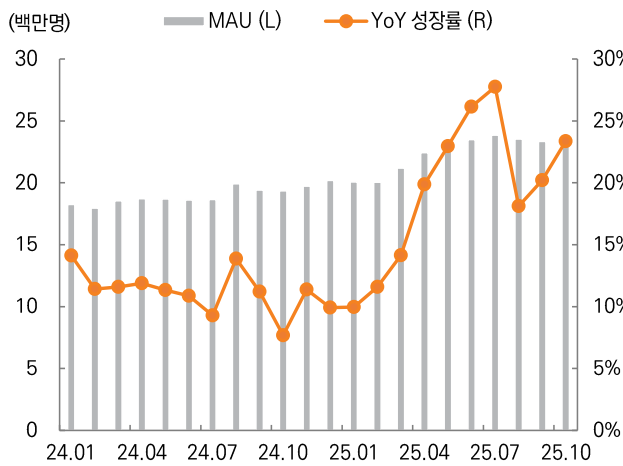


그림 98. 네이버지도 이용자 월평균 이용시간 (안드로이드)

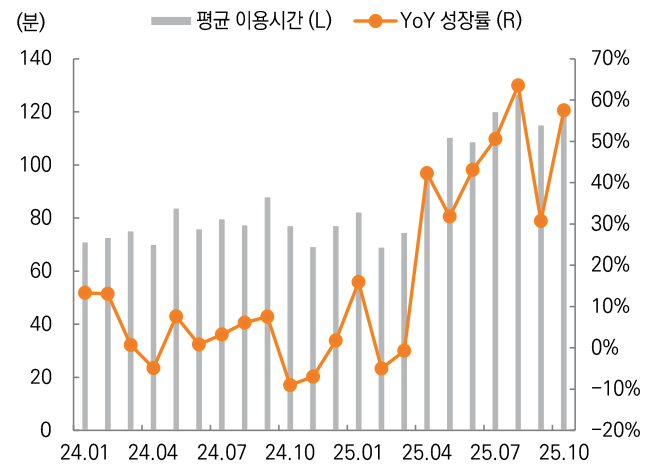
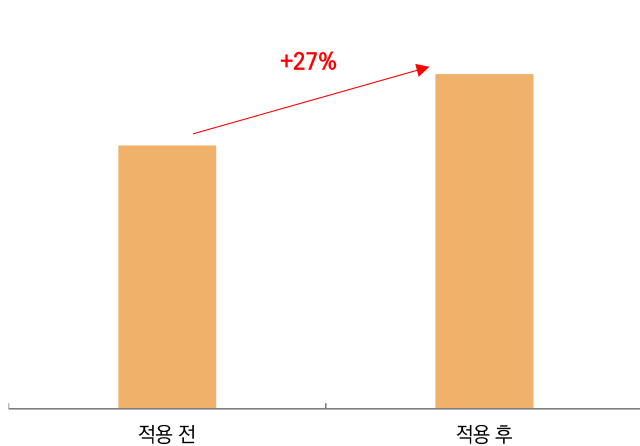
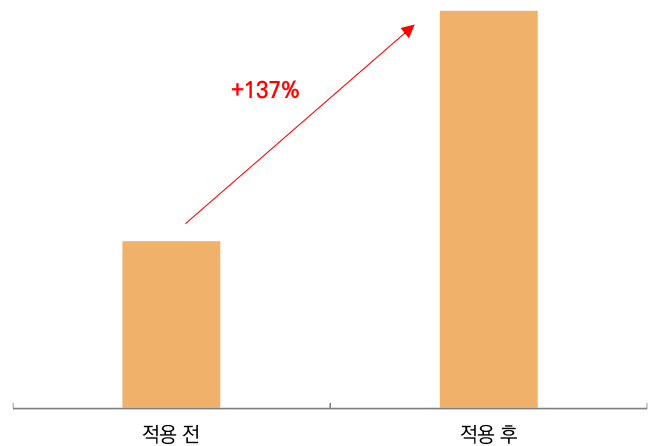


그림 99. AI 브리핑 도입과 플레이스 추가 탐색 클릭률 변화



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. AI 브리핑 도입과 플레이스 더보기 탭 클릭률 변화

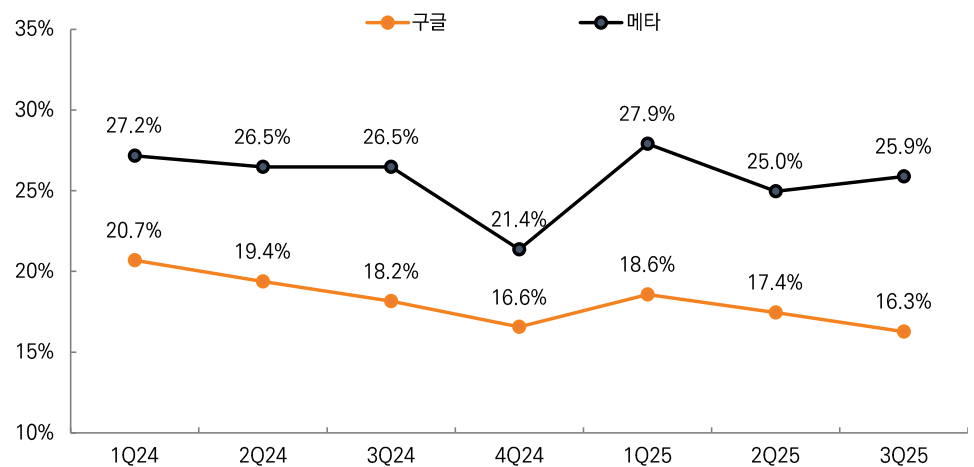


자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

AI 도입을 통한 1인당 생산성의 급격한 상승은 인건비 부담을 완화시키고 있다. 과거에는 매출 성장과 함께 인력과 보상이 함께 증가했지만 이제는 AI가 인력 확충의 역할을 대신하며 1인당 생산성 향상이 수익성 개선의 핵심 축으로 자리 잡고 있다. 20~22년 동안 빅테크 기업들은 엔지니어 확보 경쟁이 심화되며 평균 연봉(급여+SBC)이 매년 8~10%씩 상승했지만, 23년 이후 AI 효율화와 구조조정이 본격화되면서 인건비 상승세는 빠르게 둔화됐다.

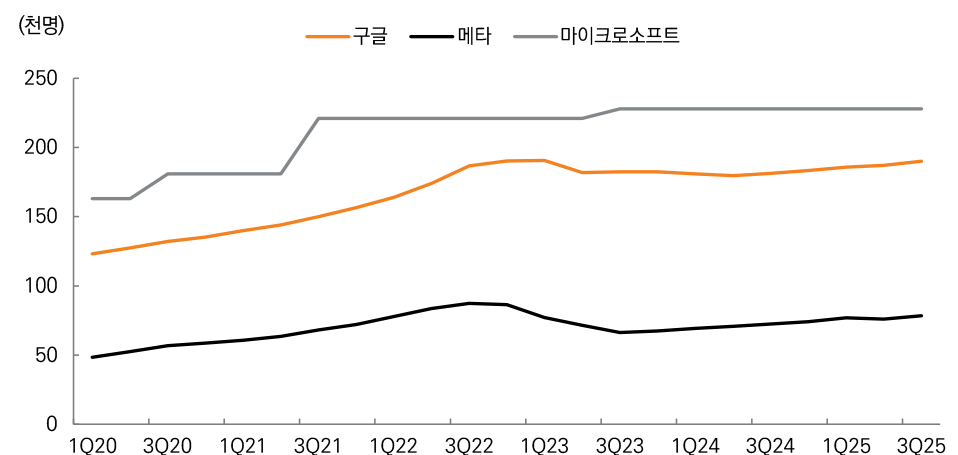
23년 대규모 감원 이후 구글, 메타, 마이크로소프트 모두 채용을 최소화하며 효율 중심 구조로 전환했다. AI 기반 개발 자동화 툴의 확산으로 동일 인력으로 더 많은 업무를 처리할 수 있게 되었고 신규 인력 확보 필요성이 낮아지면서 개발자 보상 압력도 완화됐다. 구글의 경우 인건비의 매출액 대비 비중이 24년 초 21% 수준에서 현재 16% 수준까지 감소했다.

그림 101. 구글, 메타 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 102. 구글, 메타, 마이크로소프트 직원 수 추이

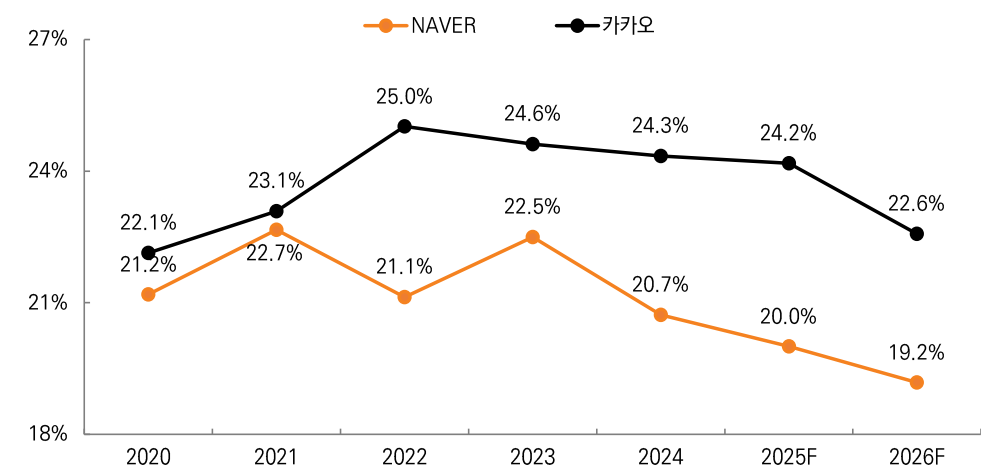


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER와 카카오 역시 글로벌 빅테크처럼 총인건비는 정체되고 생산성은 상승하는 구조로 변화하고 있다. 과거 인력 확충 중심의 성장 전략에서 벗어나 AI를 활용한 효율 중심의 경영 체제로 전환하는 흐름이 본격화되고 있다. NAVER와 카카오는 21~22년 동안 인력 확충과 급여 인상에 따른 인건비 부담이 급격히 증가했지만, 23년 이후부터는 효율화 기조가 강화되며 인건비 성장률이 매출 성장률을 하회하기 시작했다.

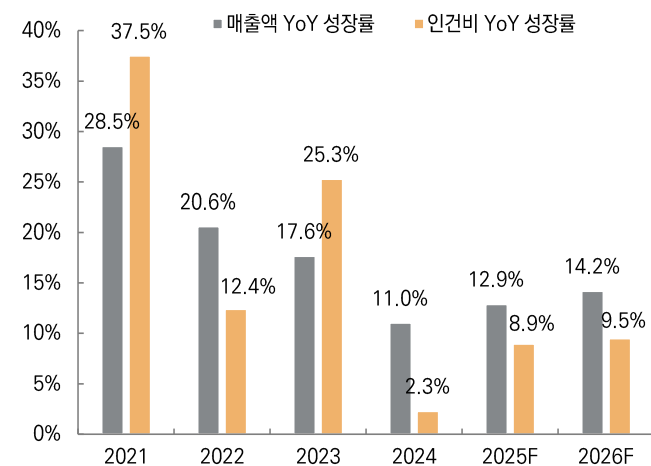
NAVER의 매출 대비 인건비 비중은 26년 19.2% 수준으로 낮아질 전망이다. 인건비 YoY 증가율은 26년 9.5%까지 둔화될 예정이나 매출액은 성장세가 가속화될 전망이다. 카카오도 22년 이후 인건비 비중이 하락세로 전환되었다. 매출 대비 인건비 비중은 26년 22.6%까지 하락할 전망이다. 인건비 YoY 증가세 역시도 5% 미만으로 하락했다.

그림 103. NAVER, 카카오 매출액 대비 인건비 비중



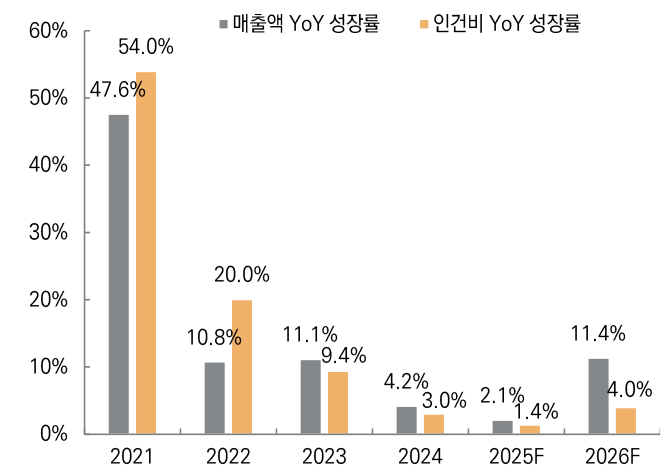
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 104. NAVER 인건비, 매출액 YoY 성장률



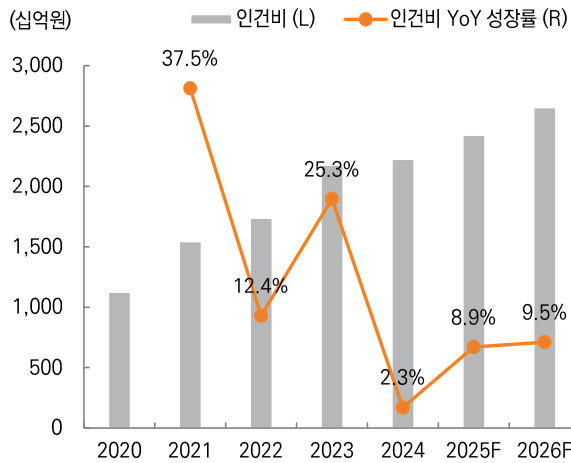
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 105. 카카오 인건비, 매출액 YoY 성장률



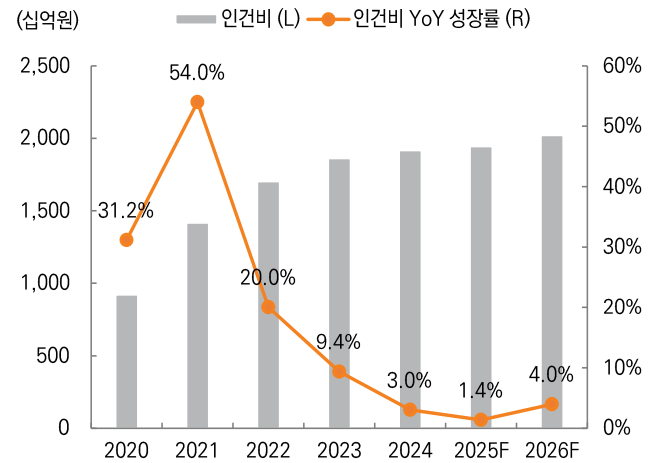
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 106. NAVER 인건비, YoY 성장률 추이



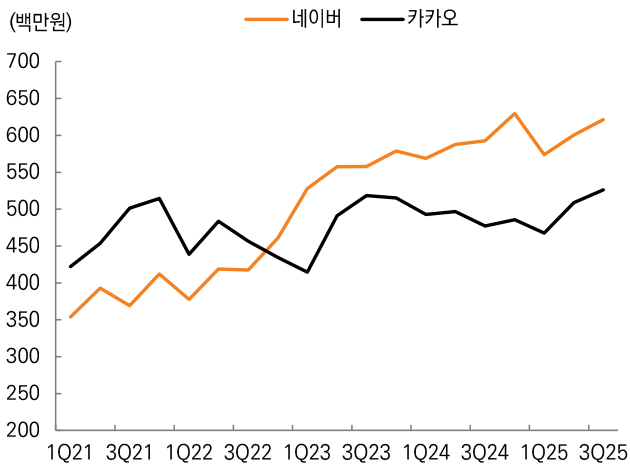
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 107. 카카오 인건비, YoY 성장률 추이



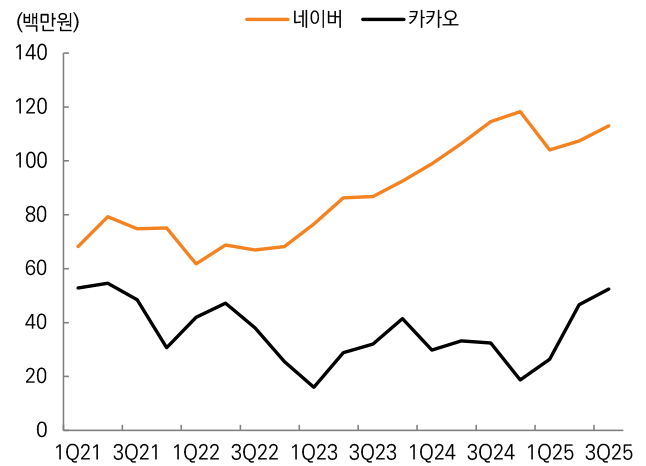
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 108. NAVER, 카카오 1인당 분기 매출액



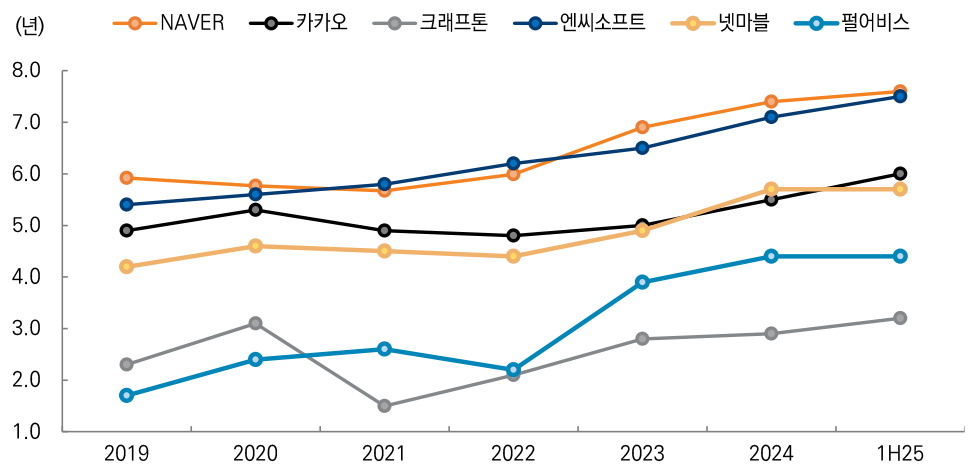
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 109. NAVER, 카카오 1인당 분기 영업이익



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 110. 국내 주요 인터넷/게임 업체 평균 근속연수 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

네이버쇼핑은 26년 1분기 쇼핑 에이전트를 출시하며 시장 점유율을 늘려나갈 전망이다. 네이버쇼핑의 26년 GMV YoY 성장률은 14%로 국내 전자상거래 시장 성장률 10%를 상회할 전망이다. NAVER의 국내 전자상거래 시장점유율은 26년 19.5%까지 상승할 전망이다.

시장지배력 확대와 함께 Take Rate 증가 추세를 이어나갈 전망이다. 26년 커머스 광고 매출액은 1.7조원 수준으로 YoY 23% 성장할 것이다. 스마트스토어, 브랜드스토어 비중 증가에 따른 중개 및 판매 매출액 고성장세도 지속될 전망이다. 26년 중개 및 판매 매출액은 2.6조원으로 YoY 25% 성장할 전망이다.

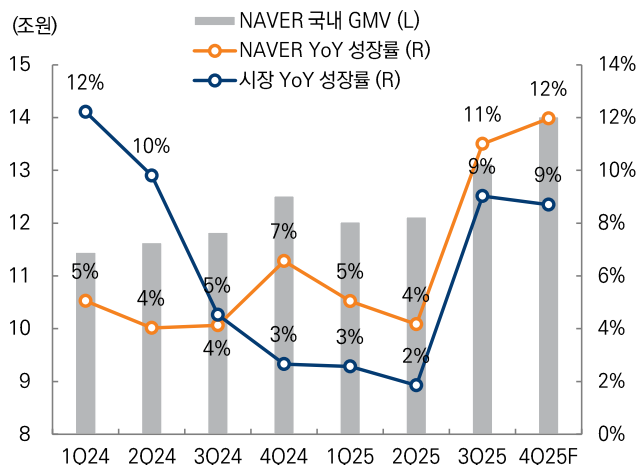
표 13. NAVER 커머스 부문 세부 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
국내 전자상거래 시장 규모	63,768	64,959	63,546	67,159	65,407	66,162	69,280	73,002	216,175	242,207	259,432	273,851	300,750
YoY 성장률	12.2%	9.8%	4.5%	2.7%	2.6%	1.9%	9.0%	8.7%	12.2%	12.0%	7.1%	5.6%	9.8%
NAVER GMV	12,200	12,400	12,500	13,200	12,800	12,900	13,828	14,725	41,700	47,900	50,300	54,253	61,697
YoY 성장률	5.2%	4.2%	4.2%	6.5%	4.9%	4.0%	10.6%	11.6%	18.1%	14.9%	5.0%	7.9%	13.7%
NAVER 국내 GMV	11,450	11,636	11,830	12,520	12,028	12,121	13,131	14,018	41,700	45,196	47,436	51,297	58,591
YoY 성장률	5.0%	4.0%	4.1%	6.6%	5.0%	4.2%	11.0%	12.0%	18.1%	8.4%	5.0%	8.1%	14.2%
포쉬마크, 소다 등 해외 GMV	750	764	670	680	773	779	697	707	2,626	2,704	2,864	2,956	3,106
YoY 성장률	7.1%	7.0%	4.9%	4.4%	3.0%	2.0%	4.0%	4.0%	26.5%	3.0%	5.9%	3.2%	5.1%
NAVER 국내 전자상거래시장 점유율	18.0%	17.9%	18.6%	18.6%	18.4%	18.3%	19.0%	19.2%	19.3%	18.7%	18.3%	18.7%	19.5%
NAVER 커머스 매출액	703	719	725	775	788	861	985	1,053	1,801	2,547	2,923	3,688	4,573
YoY 성장률	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	19.8%	35.9%	35.9%	22.1%	41.4%	14.8%	26.2%	24.0%
커머스 광고 매출	265	280	279	308	308	336	366	392	1,078	1,107	1,132	1,402	1,728
YoY 성장률	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	19.8%	31.2%	27.4%	14.3%	2.6%	2.3%	23.9%	23.3%
중개 및 판매 매출	391	391	400	414	424	468	559	597	604	1,269	1,596	2,048	2,553
YoY 성장률	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	19.6%	39.7%	44.3%	30.5%	110.0%	25.8%	28.4%	24.6%
멤버십 매출	48	47	46	54	55	57	60	64	119	171	195	237	292
YoY 성장률	24.0%	12.6%	5.1%	15.9%	15.4%	20.7%	30.5%	20.4%	72.5%	44.1%	14.1%	21.6%	22.9%
NAVER GMV 대비 매출인식률	5.77%	5.80%	5.80%	5.87%	6.16%	6.68%	7.13%	7.15%	4.32%	5.32%	5.81%	6.80%	7.41%
광고수수료율	2.17%	2.26%	2.23%	2.33%	2.41%	2.60%	2.65%	2.66%	2.59%	2.31%	2.25%	2.58%	2.80%
거래수수료율	3.20%	3.16%	3.20%	3.13%	3.31%	3.63%	4.04%	4.05%	1.45%	2.65%	3.17%	3.78%	4.14%

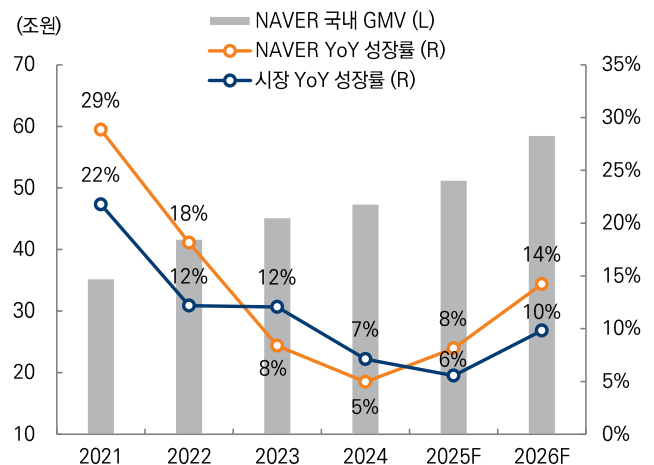
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. NAVER 국내 분기 GMV 추이



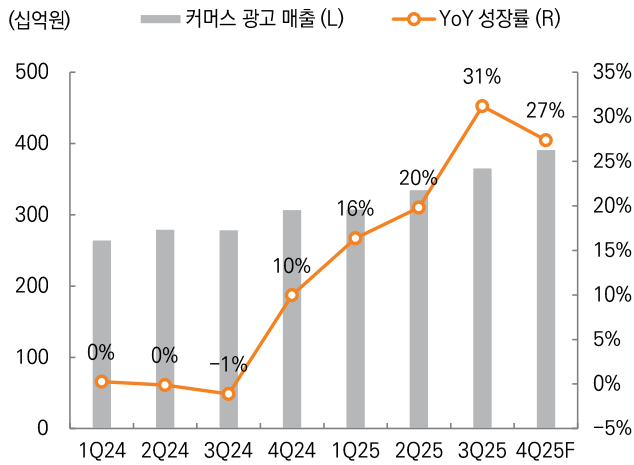
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. NAVER 국내 연간 GMV 추이



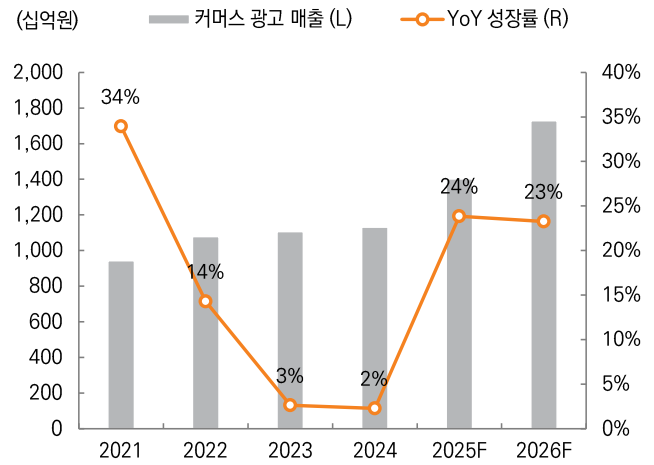
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. NAVER 커머스 광고 분기 매출



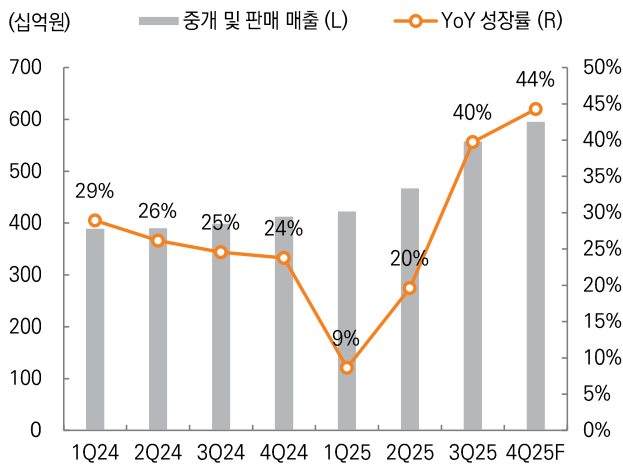
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. NAVER 커머스 광고 연간 매출



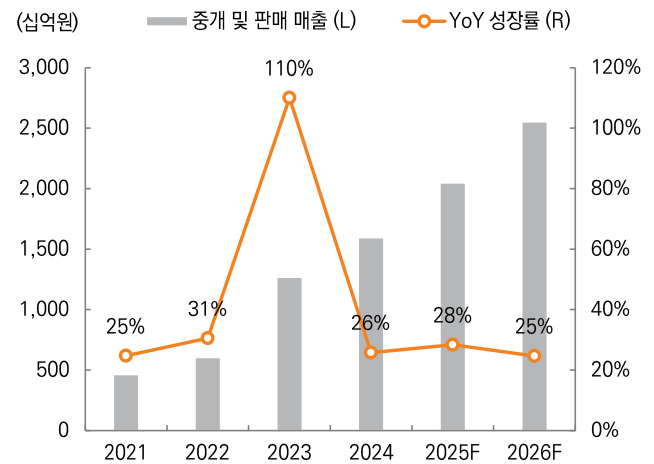
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. NAVER 중개 및 판매 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. NAVER 중개 및 판매 연간 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,738	12,119	13,838	15,773
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,119	13,838	15,773
판매비와관리비	8,758	9,918	11,281	12,721
조정영업이익	1,979	2,201	2,556	3,052
영업이익	1,979	2,201	2,556	3,052
비영업손익	343	588	408	508
금융손익	69	122	165	194
관계기업등 투자손익	145	445	223	293
세전계속사업손익	2,322	2,789	2,964	3,560
계속사업법인세비용	390	632	741	890
계속사업이익	1,932	2,157	2,223	2,670
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,932	2,157	2,223	2,670
지배주주	1,923	2,136	2,223	2,670
비지배주주	9	21	0	0
총포괄이익	2,631	2,157	2,223	2,670
지배주주	2,561	2,100	2,165	2,599
비지배주주	70	57	59	71
EBITDA	2,653	2,876	3,195	3,697
FCF	2,036	1,627	2,367	2,791
EBITDA 마진율 (%)	24.7	23.7	23.1	23.4
영업이익률 (%)	18.4	18.2	18.5	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.9	17.6	16.1	16.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,375	11,314	13,434	13,444
현금 및 현금성자산	4,196	5,360	7,373	7,271
매출채권 및 기타채권	1,565	1,751	1,751	1,751
재고자산	22	22	22	22
기타유동자산	3,592	4,181	4,288	4,400
비유동자산	28,793	29,652	29,662	32,212
관계기업투자등	17,406	17,954	17,954	20,466
유형자산	2,910	3,241	3,245	3,273
무형자산	3,657	3,610	3,613	3,621
자산총계	38,168	40,966	43,096	45,655
유동부채	6,092	8,076	8,140	8,205
매입채무 및 기타채무	1,003	975	995	1,015
단기금융부채	544	3,160	3,164	3,169
기타유동부채	4,545	3,941	3,981	4,021
비유동부채	5,075	3,900	3,929	3,958
장기금융부채	3,258	2,099	2,099	2,099
기타비유동부채	1,817	1,801	1,830	1,859
부채총계	11,167	11,976	12,069	12,163
지배주주지분	25,460	27,427	29,465	31,931
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	25,965	27,932	29,970	32,435
비지배주주지분	1,541	1,562	1,562	1,562
자본총계	27,001	28,989	31,027	33,493

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,590	2,571	2,947	3,401
당기순이익	1,932	2,157	2,223	2,670
비현금수익비용가감	1,003	1,129	1,160	1,285
유형자산감가상각비	609	612	576	582
무형자산상각비	65	62	62	63
기타	329	455	522	640
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	152	-260	85	87
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	-632	-741	-890
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,340	-1,570	-754	-792
유형자산처분(취득)	-522	-944	-580	-610
무형자산감소(증가)	-24	-15	-65	-70
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,224	-589	-109	-112
기타투자활동	1,430	-22	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-770	712	-181	-200
장단기금융부채의 증가(감소)	-377	881	4	4
자본의 증가(감소)	180	0	0	0
배당금의 지급	-119	-168	-186	-204
기타재무활동	-454	-1	1	0
현금의 증가	619	1,165	2,012	-102
기초현금	3,576	4,196	5,360	7,373
기말현금	4,196	5,360	7,373	7,271

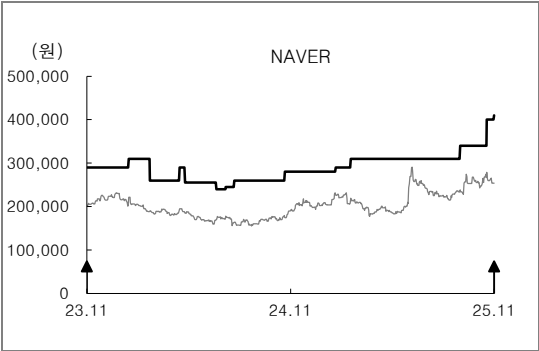
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	16.7	18.7	17.9	14.9
P/CF (x)	10.9	12.2	11.8	10.1
P/B (x)	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	11.2	13.0	11.0	9.5
EPS (원)	11,913	13,532	14,175	17,020
CFPS (원)	18,180	20,823	21,567	25,215
BPS (원)	166,221	180,441	193,433	209,152
DPS (원)	1,130	1,243	1,367	1,367
배당성향 (%)	8.7	8.6	9.2	7.6
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	11.0	12.9	14.2	14.0
EBITDA증가율 (%)	28.1	8.4	11.1	15.7
조정영업이익증가율 (%)	32.9	11.2	16.1	19.4
EPS증가율 (%)	92.8	13.6	4.8	20.1
매출채권 회전율 (회)	22.2	25.6	29.5	33.7
재고자산 회전율 (회)	587.5	554.6	627.0	707.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.2	5.5	5.3	6.0
ROE (%)	7.9	8.1	7.8	8.7
ROIC (%)	39.7	34.5	41.0	49.3
부채비율 (%)	41.4	41.3	38.9	36.3
유동비율 (%)	153.9	140.1	165.0	163.9
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-13.9	-19.8	-18.3
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	20.2	21.5	25.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2025.11.18	매수	410,000	-	-
2025.11.05	매수	400,000	-34.66	-33.63
2025.09.18	매수	340,000	-25.01	-19.26
2025.03.06	매수	310,000	-30.19	-6.29
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



* 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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 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.