



# NAVER (035420)

광고와 커머스 추정치 재차 상향

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

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 280,000원

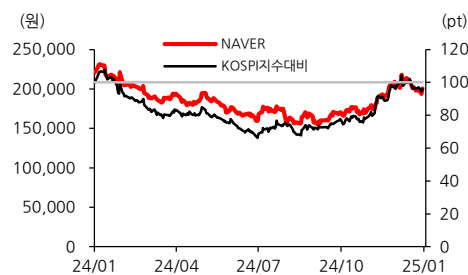
현재 주가(1/6)	208,500 원
상승여력	▲34.3%
시가총액	330,341 억원
발행주식수	158,437 천주
52 주 최고가 / 최저가	231,500 / 155,000 원
90 일 일평균 거래대금	1,833.7 억원
외국인 지분율	47.1%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
자사주 (외 1 인)	6.0%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.0	22.1	24.0	-5.4
상대수익률(KOSPI)	-0.5	25.3	37.1	-2.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,671	10,666	11,752	12,513
영업이익	1,489	1,989	2,379	2,432
EBITDA	2,071	2,747	3,216	3,337
지배주주순이익	1,012	1,670	1,557	1,595
EPS	6,824	11,380	10,615	10,872
순차입금	480	-2,947	-4,272	-5,681
PER	32.8	16.6	19.6	19.2
PBR	1.6	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.8	10.1	8.9	8.2
배당수익률	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	4.4	6.9	6.0	5.8

## 주가 추이



동사의 4Q24 실적은 성수기 효과가 제한적이었음에도 컨센서스를 상회한 것으로 추정합니다. 목표주가를 28만 원으로 상향하며, 인터넷 대형주 최선호주를 유지합니다.

## 4Q24 실적은 영업이익 컨센서스 상회 추정

동사의 4Q24 실적은 매출액 2,81조 원, 영업이익 5,514억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스 5,270억 원을 상회한 것으로 추정한다. 광고와 커머스 추정치를 재차 상향했다. 성수기 효과가 제한적이었음에도 홈피드 인벤토리 확대와 타겟팅 고도화로 SA와 DA 매출이 YoY 각각 9.6%, 11.6% 증가한 것으로 추정한다. 커머스 매출액은 YoY 13.8% 증가를 예상한다. 부진했던 쇼핑검색광고의 반등과 넷플릭스 제휴 효과로 인한 멤버십 매출 기여가 예상된다. 제휴물 제외 GMV 성장률 반등 추세도 이어갈 것으로 본다. 주식보상비용과 커머스 및 웹툰 관련 마케팅비가 늘어남에도 불구하고, 코어 사업부의 매출 호조세와 체질 개선 성공으로 영업이익률은 전분기 대비 재차 높아진 19.6%를 추정한다.

## 론테일 키워드 확장과 인벤토리 확대가 동시에

동사의 주가가 15만 원 수준에서 20만 원 수준까지 상승한 것은 모두가 우려가 반영된 밸류에이션이 역사적 최저 바닥 수준이라는 공감대가 확인되었기 때문이라고 본다. 우리는 여전히 실적 추정치의 업사이드 요인이 더 많다고 판단하며, 시장 비중 이상을 채워 담아야 한다는 의견을 유지한다. SA는 론테일 키워드 확장과 지면 확장 여지가 남아있고, 비당을 본격 도입한 플레이스 광고 매출도 유의미하게 기여할 것이다. DA는 타겟팅 범위 확대와 인벤토리 증가세가 올해 실적 성장을 이끌 것으로 예상된다.

## 목표주가 28만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 28만 원으로 높여 제시한다. 목표주가 상향은 멀티플 조정 없이 광고와 커머스 이익 추정치 상향에 기인한다. 업황 회복세가 전혀 없음에도, 실적이 좋다면 눈에 보이지 않는 AI 수익화 효과가 분명히 작용하는 것이라고 판단한다. 우리는 이러한 동사의 AI 효과가 3분기에 이어 4분기에서도 입증될 것으로 예상한다. 해외 사업 확장 가능성을 제외하고 로컬 시장만으로도 정상 구간의 밸류에이션은 받아야 한다고 판단한다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,814	2,772	2,876	2,980	3,125	8,220	9,671	10,666	11,752
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	10.9	9.7	10.2	9.7	11.1	20.5	17.6	10.3	10.2
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,031.0	992.2	1,066	1,079	1,119	3,568	3,589	3,912	4,255
검색	696.4	731.4	753.3	758.7	750.3	792.3	812.4	821.4	2,609	2,725	2,940	3,176
디스플레이	202.4	235.0	229.5	256.4	226.5	258.1	250.7	281.7	941	846	923	1,017
커머스	703.4	719.0	725.4	751.7	775.4	812.5	831.6	868.8	1,801	2,547	2,900	3,288
핀테크	353.9	368.5	385.1	393.2	393.9	395.9	397.8	426.3	1,187	1,355	1,501	1,614
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	485.5	469.1	444.4	495.2	519.4	1,262	1,733	1,815	1,928
클라우드	117.0	124.6	144.6	152.9	141.0	157.0	176.5	192.0	402.9	447.2	539.1	666.5
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	11.1	9.6	9.0	8.1	8.5	7.9	0.6	9.0	8.8
검색	6.2	6.1	9.5	9.6	7.7	8.3	7.8	8.3	8.6	4.5	7.9	8.0
디스플레이	5.3	8.1	11.0	11.6	11.9	9.9	9.2	9.9	6.0	(10.0)	9.1	10.2
커머스	16.1	13.6	12.0	13.8	10.2	13.0	14.6	15.6	21.0	41.4	13.9	13.4
핀테크	11.2	8.5	13.0	10.4	11.3	7.4	3.3	8.4	21.2	14.2	10.8	7.5
콘텐츠	8.5	(0.1)	6.4	4.1	5.1	5.8	7.0	7.0	89.5	37.4	4.7	6.3
클라우드	25.5	19.2	17.0	21.5	20.5	26.0	22.1	25.6	5.3	11.0	20.5	23.6
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,263	2,222	2,289	2,365	2,497	6,915	8,182	8,678	9,373
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	6.2	6.5	7.1	8.0	10.4	25.9	18.3	6.1	8.0
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	682.8	666.0	685.2	711.6	759.7	2,070	2,573	2,658	2,822
파트너	913.5	916.6	938.0	975.5	956.0	984.7	1,024.0	1,075.2	2,964	3,534	3,744	4,040
인프라	169.9	171.7	178.1	182.6	184.4	188.1	190.0	203.3	581	596	702	766
마케팅	367.5	366.8	417.3	422.0	415.7	430.9	439.3	459.2	1,301	1,480	1,574	1,745
영업이익	439.3	472.7	525.3	551.4	549.5	586.9	614.7	627.9	1,305	1,489	1,989	2,379
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	36.0	25.1	24.2	17.0	13.9	(2.0)	14.1	33.6	19.6
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	19.6	19.8	20.4	20.6	20.1	15.9	15.4	18.6	20.2
당기순이익	555.8	332.1	530.1	300.4	384.1	320.1	406.0	447.3	673	985	1,718	1,557
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	10.7	13.9	11.1	13.6	14.3	8.2	10.2	16.1	13.3

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
네이버 포털	21,224	
25E 순이익	1,117	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	19.0	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER
커머스	12,331	
25E 순이익	617	OPM 25%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	20.0	
웹툰	856	시가총액에 30% 할인 적용
시가총액	1,932	
지분율	63%	
파이낸셜	3,150	
25E 네이버페이 거래대금	75,000	
배수(기업가치/거래대금)	0.06	페이팔 12MF 거래액 대비 시가총액 승수 30% 할인
파이낸셜 적정가치	4,500	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
클라우드	1,774	
25E 매출액	539	
Target PSR(배)	3.3	아마존, 구글 평균 PSR 30% 할인
LY Corp	6,750	현 시가총액에 30% 할인 적용
시가총액	29,220	
지분율	33%	
적정 기업가치	46,085	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 추가(원)	279,619	
목표 추가(원)	280,000	
현재 추가(원)	208,500	
상승 여력	34.3%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,666	11,752	12,513
매출총이익	8,220	9,671	10,666	11,752	12,513
영업이익	1,305	1,489	1,989	2,379	2,432
EBITDA	1,866	2,071	2,747	3,216	3,337
순이자손익	35	10	9	159	165
외화관련손익	63	62	0	0	0
지분법손익	10	244	157	0	0
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,243	2,396	2,454
당기순이익	673	985	1,718	1,557	1,595
지배주주순이익	760	1,012	1,670	1,557	1,595
증가율(%)					
매출액	198.0	17.6	10.3	10.2	6.5
영업이익	72.1	14.1	33.6	19.6	2.2
EBITDA	106.8	11.0	32.7	17.1	3.7
순이익	49.0	46.3	74.4	-9.4	2.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	18.6	20.2	19.4
EBITDA 이익률	22.7	21.4	25.8	27.4	26.7
세전이익률	13.2	15.3	21.0	20.4	19.6
순이익률	8.2	10.2	16.1	13.3	12.7

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	1,453	2,002	2,480	2,543	2,694
당기순이익	673	985	1,718	1,557	1,595
자산상각비	561	582	759	837	905
운전자본증감	307	360	-17	78	121
매출채권 감소(증가)	-56	43	-157	-205	153
재고자산 감소(증가)	17	-2	1	-3	2
매입채무 증가(감소)	133	347	115	186	-138
투자현금흐름	-1,216	-950	-860	-1,176	-1,247
유형자산처분(취득)	-689	-633	-578	-1,002	-1,067
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-22	-27	-27
투자자산 감소(증가)	-920	482	-1,227	-92	-95
재무현금흐름	-339	-110	17	-134	-134
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-285	0	0
자본의 증가(감소)	-152	-109	302	-134	-134
배당금의 지급	-213	-137	-136	-134	-134
총현금흐름	1,991	2,312	2,497	2,465	2,573
(-)운전자본증가(감소)	52	-854	-50	-78	-121
(-)설비투자	701	641	586	1,002	1,067
(+)자산매각	-42	-44	-14	-27	-27
Free Cash Flow	1,196	2,482	1,948	1,514	1,600
(-)기타투자	-807	1,241	-900	56	58
잉여현금	2,003	1,241	2,848	1,459	1,542
NOPLAT	810	990	1,524	1,546	1,581
(+) Dep	561	582	759	837	905
(-)운전자본투자	52	-854	-50	-78	-121
(-)Capex	701	641	586	1,002	1,067
OpFCF	619	1,785	1,746	1,460	1,539

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	10,178	11,744	13,033
현금성자산	3,967	4,403	7,472	8,797	10,206
매출채권	1,515	1,706	1,857	2,062	1,909
재고자산	9	15	25	28	26
비유동자산	27,459	28,710	27,946	28,194	28,441
투자자산	23,520	22,523	21,547	21,602	21,660
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,173	3,432
무형자산	1,481	3,446	3,490	3,418	3,348
자산총계	33,899	35,738	38,124	39,938	41,474
유동부채	5,481	6,306	6,050	6,370	6,370
매입채무	2,935	3,873	1,681	1,867	1,728
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	11,311	11,701	11,776
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,416	1,416	1,416
이익잉여금	23,646	24,544	25,972	27,396	28,857
자본조정	-2,475	-2,597	-2,096	-2,096	-2,096
자기주식	-1,017	-853	-735	-735	-735
자본총계	23,450	24,238	26,813	28,237	29,698

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,634	6,824	11,380	10,615	10,872
BPS	138,642	142,887	157,407	166,263	175,353
DPS	914	910	910	910	910
CFPS	12,138	14,239	15,532	15,333	16,004
ROA(%)	2.2	2.9	4.5	4.0	3.9
ROE(%)	3.3	4.4	6.9	6.0	5.8
ROIC(%)	66.7	35.1	42.3	41.4	41.5
Multiples(x, %)					
PER	38.3	32.8	16.6	19.6	19.2
PBR	1.3	1.6	1.2	1.3	1.2
PSR	3.5	3.8	2.8	2.9	2.7
PCR	14.6	15.7	12.1	13.6	13.0
EV/EBITDA	16.1	17.8	10.1	8.9	8.2
배당수익률	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	44.6	47.4	42.2	41.4	39.7
Net debt/Equity	4.2	2.0	-11.0	-15.1	-19.1
Net debt/EBITDA	52.9	23.2	-107.3	-132.8	-170.3
유동비율	117.5	111.5	168.2	184.4	204.6
이자보상배율(배)	18.2	11.7	13.4	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	7.1	11.6	11.3	11.1	10.8
현금+투자자산	92.9	88.4	88.7	88.9	89.2
자본구조(%)					
차입금	17.4	16.8	14.4	13.8	13.2
자기자본	82.6	83.2	85.6	86.2	86.8

[ Compliance Notice ]

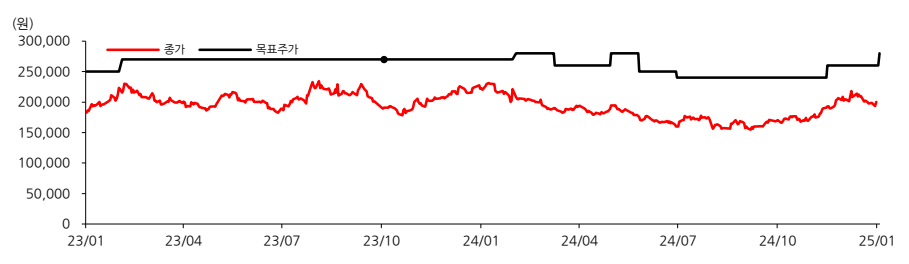
(공표일: 2025 년 1 월 7 일)

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	2023.01.05	2023.02.06	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		250,000	270,000	270,000	270,000	270,000
일 시	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	270,000	280,000	260,000	260,000
일 시	2024.05.03	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	250,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	260,000	260,000
일 시	2024.12.04	2024.12.27	2025.01.07			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	260,000	260,000	280,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.06	Buy	270,000	-23.42	-13.15
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	-21.98	-16.15
2024.01.07	Buy	280,000		

## [ 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: 2024년 12월 31일)

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