

# NAVER (035420)

## 투자릿수 성장 회복

### 3Q24 Review

영업수익 2조 7,156억원(YoY +11.1%), 영업이익 5,253억원(YoY +38.2%), 지배순이익 5,204억원(YoY +38.5%). 시장기대치 상회

검색광고 7,533억원(YoY +9.5%), 디스플레이 광고 2,295억원(YoY +11.0%), 커머스 7,254억원(YoY +12.0%), 핀테크 3,851억원(YoY +13.0%), 콘텐츠 4,628억원(YoY +6.4%), 클라우드 1,446억원(YoY +17.0%). 거의 전 부문 두 자릿수의 고른 성장 시현. 광고성장을 회복으로 영업이익률 19.3%, Q-Q 1.2%pt, Y-Y 3.8%pt 증가

### 4분기 및 2025년 전망

국내 광고/커머스 시장이 어려움에도 불구하고, 동사는 AI를 활용한 초개인화 서비스와 새로운 홈페이지 및 동영상 서비스를 통한 체류시간 증가로 인해 두 자릿수 광고/커머스 성장률을 시현함. 이는 당분간 지속가능한 것으로 판단되는 바, 광고/커머스 성수기인 4분기에도 두 자릿수 성장 및 영업이익률 개선은 이어질 것으로 전망

2025년에는 (1) 국내 경기 (2) 경쟁 플랫폼과의 경쟁 (3) 최근 실시간 웹검색과 출처까지 제공되는 AI 검색과의 경쟁으로 불확실성이 커질 것으로 예상되지만, 동사의 트래픽 증가 추세(모바일 일평균 체류시간 YoY +10%)와 데이터 기반의 효율성 높은 광고 및 커머스로 인해 매출 증가 가능성이 더 높을 것으로 예상

비용 측면에서는, 24년 3분기 누적 매출은 전년대비 10.1% 증가한 반면, 인건비는 1.5% 증가. 비용 효율화가 진행되고 있어, 2025년에도 영업이익률 개선은 지속될 것으로 전망

### AI는 NAVER에게 무엇일까

동사는 AI 파운데이션 모델 하이퍼 클로바 X에 많은 투자를 했지만 기대했던 B2B 부문에서 의미있는 실적을 보여주지 못하고 있음. 반면 주력 사업인 검색서비스에서 경쟁 AI 검색이 상당한 위협으로 다가오고 있는 상황임. 2025년 동사는 양질의 검색데이터 확보, 사용자 편의의 검색서비스 강화 등을 통한 네이버 검색 점유율 방어가 가장 중요한 관전 포인트일 것으로 예상

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,156	11.1	4.0	26,620	2.0
영업이익	5,253	38.2	11.1	4,935	6.4
세전계속사업이익	6,533	29.5	39.8	5,342	22.3
지배순이익	5,204	38.5	53.8	3,846	35.3
영업이익률 (%)	19.3	+3.8 %pt	+1.2 %pt	18.5	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	19.2	+3.8 %pt	+6.2 %pt	14.4	+4.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	82,201	96,706	107,153	113,979
영업이익	13,047	14,888	19,987	22,324
지배순이익	7,603	10,123	18,383	18,391
PER	55.2	33.1	15.3	15.0
PBR	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	23.0	16.6	10.0	9.1
ROE	3.3	4.4	7.8	7.5

자료: 유안타증권



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 240,000원 (M)

현재주가 (11/8) 174,600원

상승여력 37%

시가총액 280,730억원

총발행주식수 158,437,008주

60일 평균 거래대금 1,264억원

60일 평균 거래량 756,596주

52주 고/저 231,500원 / 155,000원

외인지분율 43.11%

배당수익률 0.54%

주요주주 국민연금공단

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 5.1 7.3 (11.6)

상대 6.4 7.1 (16.4)

절대 (달러환산) 2.3 6.6 (16.4)

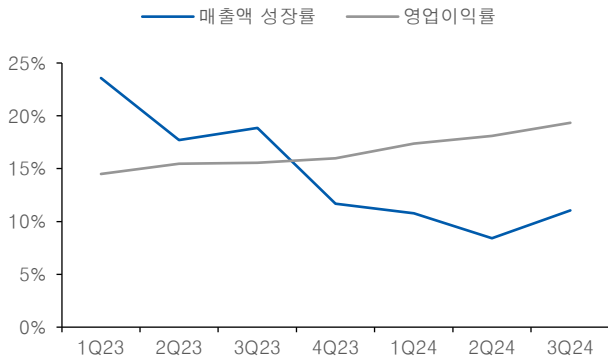
## NAVER 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
영업수익	22,804	24,079	24,453	25,369	25,260	26,105	27,156	28,632	82,201	96,706	107,153	113,979
YoY	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	8.4%	11.1%	12.9%	20.6%	17.6%	10.8%	6.4%
서치플랫폼	8,518	9,104	8,985	9,283	9,053	9,784	9,977	10,490	35,680	35,890	39,304	41,347
YoY	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	6.3%	7.5%	11.0%	13.0%	7.9%	0.6%	9.5%	5.2%
검색	6,557	6,892	6,882	6,922	6,964	7,314	7,533	7,758	26,086	27,253	29,570	31,048
YoY	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	6.2%	6.1%	9.5%	12.1%	8.7%	4.8%	8.5%	5.0%
디스플레이	1,923	2,174	2,067	2,297	2,024	2,350	2,296	2,553	9,405	8,461	9,222	9,822
YoY	-13.0%	-9.8%	-9.5%	-8.0%	5.3%	8.1%	11.1%	11.1%	6.2%	-11.0%	9.0%	6.5%
커머스	6,059	6,329	6,475	6,605	7,034	7,190	7,254	7,602	18,011	25,468	29,081	30,947
YoY	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	16.1%	13.6%	12.0%	15.1%	21.0%	41.4%	14.2%	6.4%
커머스 광고	2,642	2,805	2,824	2,799	2,649	2,802	2,792	2,938	10,784	11,070	11,181	11,271
YoY	1.4%	2.5%	5.5%	1.2%	0.2%	-0.1%	-1.1%	5.0%	14.3%	4.0%	1.0%	0.8%
중개 및 판매	3,029	3,103	3,211	3,344	3,905	3,915	4,000	4,183	6,040	12,687	16,003	17,783
YoY	129.0%	118.3%	105.0%	93.4%	28.9%	26.2%	24.6%	25.1%	26.8%	110.1%	26.1%	11.1%
POSHMARK	3,029	1,207	1,195	1,125	1,224	1,268	1,279	1,343	5,180	6,557	5,114	5,370
핀테크	3,182	3,397	3,408	3,560	3,539	3,685	3,851	4,116	11,866	13,547	15,191	16,558
YoY	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	11.2%	8.5%	13.0%	15.6%	21.2%	14.2%	12.1%	9.0%
콘텐츠	4,113	4,204	4,349	4,663	4,463	4,200	4,627	4,856	12,615	17,329	18,146	18,978
YoY	94.0%	40.1%	39.5%	6.6%	8.5%	-0.1%	6.4%	4.1%	91.3%	37.4%	4.7%	4.6%
웹툰	3,531	3,696	3,798	4,006	3,946	3,829	4,240	4,340	10,663	15,031	16,356	17,365
YoY	115.5%	47.2%	41.5%	4.6%	11.8%	3.6%	11.6%	8.3%	116.9%	41.0%	8.8%	6.2%
스노우	448	358	395	494	355	223	211	321	1,279	1,695	1,110	765
기타(뮤직 등)	134	150	156	163	162	148	176	195	673	603	681	848
클라우드	932	1,045	1,236	1,258	1,170	1,246	1,446	1,568	4,029	4,471	5,431	6,149
YoY	1.2%	-0.4%	30.3%	13.2%	25.5%	19.2%	17.0%	24.7%	5.3%	11.0%	21.5%	13.2%
NCP/웍스	913	992	1,105	1,141	1,113	1,182	1,231	1,342	3,700	4,151	4,868	5,473
클로바/랩스	20	53	131	117	57	64	215	227	329	321	563	676
영업비용	19,499	20,352	20,651	21,314	20,868	21,378	21,903	23,017	69,154	81,816	87,166	91,655
개발/운영	6,355	6,443	6,315	6,615	6,360	6,827	6,569	6,782	20,703	25,728	26,537	27,699
인건비	5,360	5,460	5,339	5,600	5,292	5,732	5,371	5,578	17,367	21,759	21,974	22,861
YoY	33.9%	25.9%	23.2%	19.3%	-1.3%	5.0%	0.6%	-0.4%	12.4%	25.3%	1.0%	4.0%
파트너	8,319	8,655	8,864	9,498	9,135	9,166	9,380	10,033	29,639	35,336	37,713	40,000
YoY	33.4%	20.2%	22.7%	5.8%	9.8%	5.9%	5.8%	5.6%	36.5%	19.2%	6.7%	6.1%
인프라	1,326	1,420	1,573	1,637	1,699	1,717	1,781	1,849	5,806	5,956	7,046	7,469
YoY	-0.1%	0.4%	3.3%	6.1%	28.1%	20.9%	15.0%	13.0%	17.0%	2.6%	18.3%	6.0%
마케팅	3,499	3,834	3,899	3,565	3,675	3,668	4,173	4,353	13,006	14,797	15,870	16,488
영업이익	3,305	3,727	3,802	4,055	4,392	4,727	5,253	5,615	13,047	14,888	19,987	22,324
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	18.1%	19.3%	19.6%	15.9%	15.4%	18.7%	19.6%
YoY	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	26.8%	38.2%	38.5%	-1.6%	14.1%	34.2%	11.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

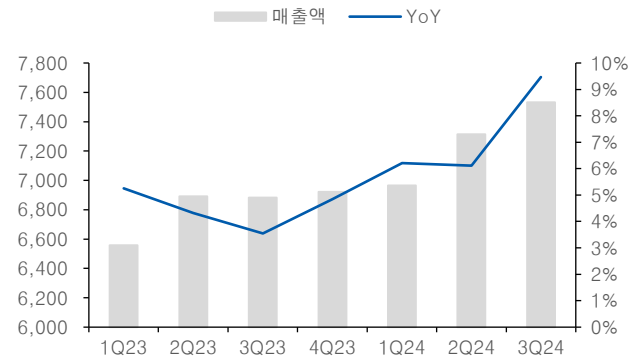
### NAVER 매출액 성장률 & 영업이익률



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

### 검색광고 매출액 & YoY 성장률

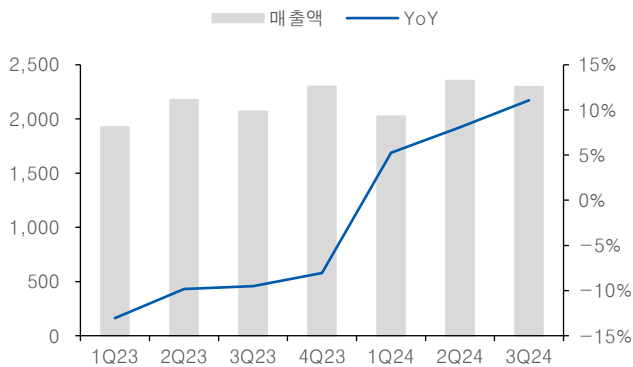
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

### 디스플레이 광고 매출액 & YoY 성장률

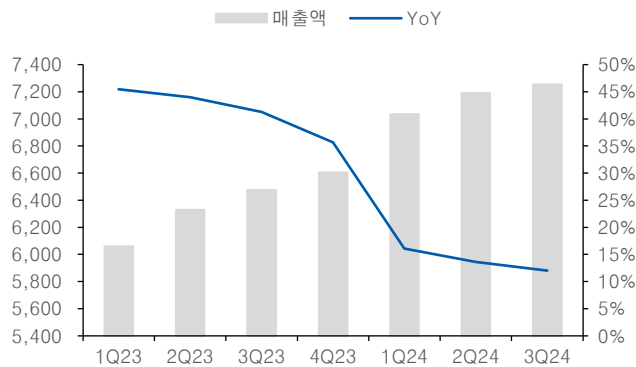
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

### 커머스 매출액 & YoY 성장률

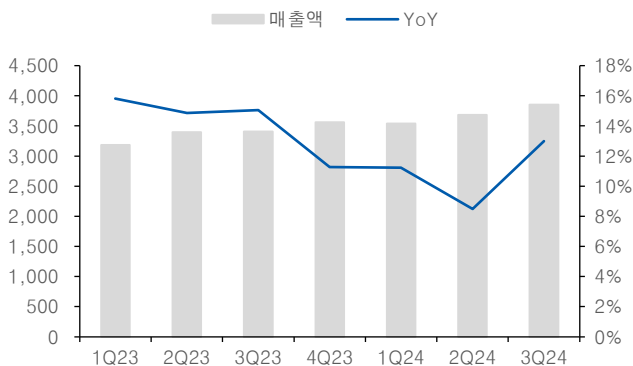
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

### 핀테크 매출액 & YoY 성장률

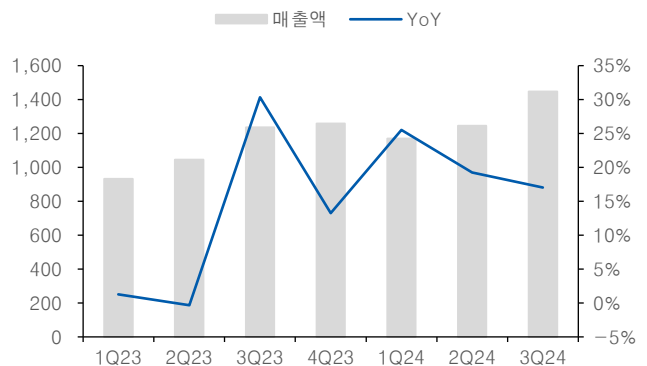
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

### 클라우드 매출액 & YoY 성장률

(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

## 국내외 Peer 밸류에이션 비교

	PER		ROE	
	2023	2024E	2023	2024E
Alphabet	22.8	21.6	27.4	31.8
Meta	20.7	25.1	28.0	33.5
Tencent	21.9	17.6	15.1	20.8
Line Yahoo	25.7	24.3	3.8	4.2
카카오	N/A	47.4	-10.2	3.3
네이버	33.6	17.7	4.4	6.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## NAVER 목표주가산정 내역

(단위: 억원)

밸류에이션 항목	가치산정내역
국내 NAVER 검색 & 커머스 플랫폼 가치 (A) = (a) * (b)	294,054
2024년 NAVER 검색 플랫폼 + 커머스 예상 매출액 (a)	68,385
Target 멀티플 : 글로벌 플랫폼 기업 평균 PSR) (b)	4.3
일본 A 홀딩스 지분 가치 (B) = (c) * (d) * (1-할인율 (30%))	60,647
LY 지분율 (c) = 50% x 65%	32.4%
LY 가치 (d) (11/8시총)	267,529
네이버 파이낸셜 지분가치 (C) = (e) * (f)	16,422
네이버 파이낸셜 지분율 (e)	69.0%
네이버 파이낸셜 가치 (f) (카카오페이 시가총액 3.4조원) * (1- 30%)	23,800
네이버 웹툰(WEBTOON Entertainment) 지분 가치 (D) = (g) * 63.4%	12,881
WEBTOON Entertainment 시가총액 (g)	20,318
총가치 = A + B + C +D+ E + F	384,005
발행주식수 (11/13 자기주식 소각 반영)	160,784,508
NAVER 총 주당가치	238,832

자료: 유안타증권 리서치센터

## NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	82,201	96,706	107,153	113,979	119,403
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	82,201	96,706	107,153	113,979	119,403
판매비	69,154	81,818	87,166	91,655	95,061
영업이익	13,047	14,888	19,987	22,324	24,342
EBITDA	18,656	20,712	26,777	28,756	30,488
영업외손익	-2,209	-74	4,189	3,656	4,336
외환관련 손익	-791	-427	0	0	0
이자손익	-125	-260	155	556	740
관계기업관련손익	968	2,665	1,445	1,673	1,891
기타	-2,261	-2,053	2,590	1,427	1,705
법인세비용차감전순손익	10,837	14,814	24,177	25,979	28,678
법인세비용	4,105	4,964	5,221	7,014	7,743
계속사업순손익	6,732	9,850	18,956	18,965	20,935
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,732	9,850	18,956	18,965	20,935
지배자분순이익	7,603	10,123	18,383	18,391	20,302
포괄순이익	-7,148	7,244	14,106	14,115	14,923
지배자분포괄이익	-6,813	7,488	14,479	14,487	15,317

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14,534	20,022	33,342	35,274	36,746
당기순이익	6,732	9,850	18,956	18,965	20,935
감가상각비	5,186	5,280	6,790	6,432	6,146
외환손익	886	-464	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-968	-2,665	-1,406	-1,673	-1,891
자산부채의 증감	3,075	3,597	3,000	2,934	2,936
기타현금흐름	-377	4,424	6,002	8,616	8,621
투자활동 현금흐름	-12,159	-9,498	-8,652	-13,427	-11,590
투자자산	1,007	6,022	354	-10,894	-12,179
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,007	-6,406	-12,100	-5,000	-5,000
유형자산 감소	122	73	46	0	0
기타현금흐름	-6,281	-9,187	3,048	2,467	5,589
재무활동 현금흐름	-3,395	-1,100	-1,102	-858	-909
단기차입금	-1,121	1,130	17	224	178
사채 및 장기차입금	3,473	-1,307	-1,086	0	0
자본	662	-3,138	1,456	0	0
현금배당	-2,134	-624	-1,190	-1,158	-1,158
기타현금흐름	-4,275	2,839	-300	75	71
연결범위변동 등 기타	447	-901	-194	-15,027	-16,374
현금의 증감	-572	8,523	23,394	5,961	7,873
기초 현금	27,814	27,242	35,765	59,158	65,119
기말 현금	27,242	35,765	59,158	65,119	72,992
NOPLAT	13,047	14,888	19,987	22,324	24,342
FCF	7,527	13,616	21,242	30,274	31,746

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

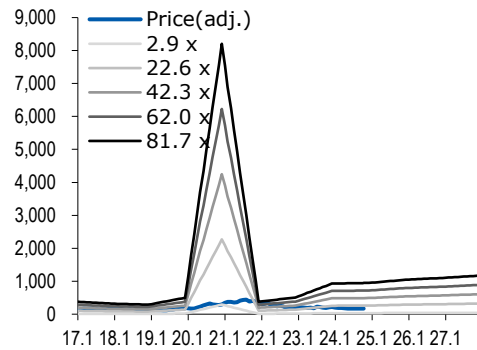
재무상태표				(단위: 억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	64,396	70,281	88,188	96,244	105,614
현금및현금성자산	27,242	35,765	59,158	65,119	72,992
매출채권 및 기타채권	15,154	17,059	10,930	12,272	12,857
재고자산	87	148	167	178	186
비유동자산	274,595	287,098	281,443	290,905	298,925
유형자산	24,578	27,416	30,660	29,228	28,082
관계기업등 지분관련자산	185,413	175,889	170,612	181,479	190,116
기타투자자산	38,028	36,423	32,424	32,450	35,992
자산총계	338,990	357,378	369,631	387,149	404,539
유동부채	54,806	63,056	61,296	64,594	67,215
매입채무 및 기타채무	29,354	38,727	17,731	18,861	19,758
단기차입금	2,614	3,330	2,174	2,174	2,174
유동성장기부채	11,200	4,429	949	949	949
비유동부채	49,681	51,943	53,901	55,164	56,167
장기차입금	3,280	9,936	11,012	11,012	11,012
사채	17,045	16,557	18,267	18,267	18,267
부채총계	104,487	114,998	115,197	119,758	123,382
지배지분	227,441	232,060	239,960	252,344	265,476
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,565	12,426	13,883	13,883	13,883
이익잉여금	236,457	245,444	262,626	279,859	299,003
비지배지분	7,062	10,320	14,474	15,048	15,681
자본총계	234,503	242,380	254,434	267,391	281,157
순차입금	2,419	-2,178	-27,643	-33,973	-42,454
총차입금	49,531	48,830	47,115	47,340	47,518

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	11,386	11,608	12,814
BPS	151,646	154,077	163,741	172,192	181,153
EBITDAPS	11,372	12,644	16,586	18,150	19,243
SPS	50,107	59,039	66,370	71,939	75,363
DPS	914	1,205	790	790	790
PER	55.2	33.1	15.3	15.0	13.6
PBR	1.7	1.3	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	23.0	16.6	10.0	9.1	8.3
PSR	5.1	3.5	2.6	2.4	2.3

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	20.6	17.6	10.8	6.4	4.8	
영업이익 증가율 (%)	-1.6	14.1	34.3	11.7	9.0	
지배순이익 증가율 (%)	-95.4	33.2	81.6	0.0	10.4	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	15.9	15.4	18.7	19.6	20.4	
지배순이익률 (%)	9.2	10.5	17.2	16.1	17.0	
EBITDA 마진 (%)	22.7	21.4	25.0	25.2	25.5	
ROIC	54.4	38.8	50.4	59.0	74.1	
ROA	2.2	2.9	5.1	4.9	5.1	
ROE	3.3	4.4	7.8	7.5	7.8	
부채비율 (%)	44.6	47.4	45.3	44.8	43.9	
순차입금/자기자본 (%)	1.1	-0.9	-11.5	-13.5	-16.0	
영업이익/금융비용 (배)	18.2	11.7	14.1	16.0	17.4	

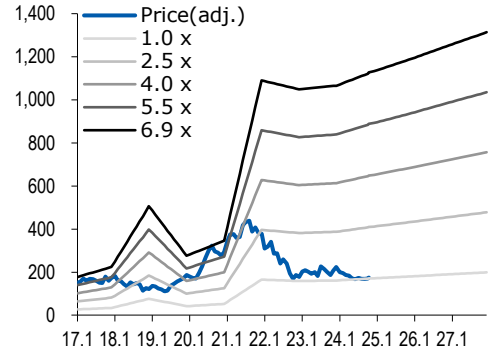
P/E band chart

(천원)



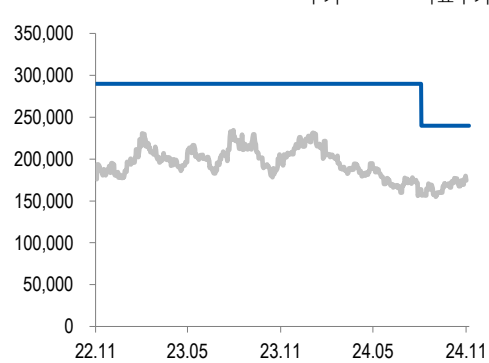
P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-11	BUY	240,000	1년		
2024-08-12	BUY	240,000	1년		
2023-11-08	1년 경과 이후		1년	-33.73	-20.17
2022-11-08	BUY	290,000	1년	-30.78	-19.14
2022-08-08	BUY	450,000	1년	-54.16	-40.56

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이창영**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.