

NAVER (035420/KS)

광고가 회복되기 시작하면 나타나는 현상

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 240,000 원(유지)

현재주가: 163,700 원

상승여력: 46.6%

Analyst
남효지hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	16,078 만주
시가총액	26,586 십억원
주요주주	
국민연금공단	8.23%
자사주	6.90%

Stock Data

주가(24/08/09)	163,700 원
KOSPI	2,588.43 pt
52주 최고가	231,500 원
52주 최저가	156,100 원
60일 평균 거래대금	130 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 서치플랫폼+커머스 합산 이익 5,585 억원, OPM 32.4%

2 분기 매출액 2.61 조원(+8.4% YoY, 이하 동일), 영업이익 4,727 억원(+26.8%), OPM 18.1%(+2.6%p), 지배주주순이익 3,384 억원(+26.4%)으로 영업이익은 컨센서스 4,320 억원을 상회했다. 서치플랫폼이 +7.5%로 예상을 뛰어넘는 성장을 보여 별도 영업이익이 4,973 억원(+15.0%, OPM 32.8%)을 기록했다. 웹툰엔터테인먼트 상장 관련 비용(약 555 억원)이 인식되었음에도 불구하고 호실적을 기록했다. 검색 광고는 플레이스, 파워링크 반응 소재 개편 등 타겟팅 강화로 +6.2% 성장, 디스플레이 광고는 성과형 광고 상품 매출 증가로 +11.9% 성장했다. 커머스는 브랜드 스토어 패키지 솔루션 사용률 확대, 도착보장 서비스가 거래액 성장(+4.1%)에 기여하며 매출은 +13.6% 성장했다. 마케팅비의 효율적 배분(-4.3%)도 호실적에 한 몫 했다.

AI, 광고와 커머스 성장에 기여 중

금번 분기에 광고는 시장 성장을 상회하는 양호한 성장을 보였다. 앱 개편, 타겟팅 강화, 신규 상품 출시로 이용자들의 앱 체류 시간이 증가했고, AI 를 활용해 타겟팅 고도화시켜 기존 광고대비 높은 클릭률과 전환률을 보이고 있다. 커머스 사업에서는 이용자들의 쇼핑 데이터를 기반으로 구매 패턴 파악, 광고 및 추천 상품 노출해 구매 전환을 높이며 매출 증대에 기여하고 있다. 뉴로클라우드 납품 등 AI 관련 직접적인 매출 발생 외에도 검색, 커머스와 같은 네이버의 핵심 사업에서도 AI 연계로 매출 효율을 높이고 있다는 것이 입증되고 있다.

향후 실적 성장에 대한 확신 부족

5 개 분기 연속 QoQ 이익 성장세를 보이고 있다. 경기 둔화로 동사의 핵심 매출원인 광고 사업의 저성장을 우려했으나 예상외로 SA, DA 모두 견조한 성장을 보이고 있다. 하반기 광고 매출 성장 가속화에 대한 사측의 자신감도 확인했다. 또한 라인 지분 축소는 고려하고 있지 않다고 언급해 상반기동안 동사의 주가를 억눌렀던 우려 중 하나도 해소되었다. 광고 회복에 커머스 GMV 및 매출 성장세까지 가세된다면 역사적 밴드 하단 수준인 현 주가(12MF P/E 17.4 배)에서 탄력적인 주가 움직임을 기대할 수 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	6,818	8,220	9,671	10,531	11,238	12,076
영업이익	십억원	1,325	1,305	1,489	1,918	2,190	2,467
순이익(지배주주)	십억원	16,490	760	1,012	1,613	1,696	1,936
EPS	원	9,082	4,634	6,233	10,035	10,548	12,038
PER	배	41.7	38.3	35.9	16.3	15.5	13.6
PBR	배	2.5	1.2	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	35.8	16.1	18.0	10.6	9.2	5.5
ROE	%	106.7	3.3	4.4	6.8	6.7	7.2

수익 추정 표									(단위: 십억원)		
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
영업수익	2,280.4	2,407.9	2,445.3	2,537.0	2,526.1	2,610.5	2,653.9	2,740.5	9,670.7	10,530.9	11,238.2
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	905.4	978.4	976.9	996.7	3,589.1	3,857.4	4,064.5
검색광고	655.7	689.2	688.2	692.2	696.4	731.4	730.9	740.3	2,725.3	2,899.0	3,044.5
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	202.4	235.0	231.3	240.8	846.1	909.5	963.7
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	703.4	719.0	724.4	747.0	2,546.7	2,893.9	3,016.1
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	368.5	383.8	401.2	1,354.8	1,507.3	1,751.6
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	420.0	435.5	446.7	1,733.0	1,748.6	1,793.2
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	124.6	133.2	148.9	447.2	523.7	612.7
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,131.5	2,086.8	2,137.8	2,170.5	2,218.4	8,181.8	8,613.4	9,048.6
개발/운영	635.5	644.3	631.4	661.5	636.0	682.7	650.3	669.6	2,572.7	2,638.6	2,692.7
파트너	831.9	865.5	886.4	949.8	913.5	916.6	946.8	980.8	3,533.6	3,757.6	4,038.1
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	169.9	171.7	178.0	181.4	595.7	701.0	736.8
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	367.5	366.8	395.3	386.6	1,479.8	1,516.2	1,581.0
영업이익	330.5	372.7	380.2	405.5	439.3	472.7	483.4	522.1	1,488.8	1,917.5	2,189.6
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	18.1%	18.2%	19.1%	15.4%	18.2%	19.5%
순이익	43.7	286.7	356.2	301.8	555.8	332.1	333.8	416.3	988.4	1,638.0	1,664.1
지배주주순이익	55.1	267.7	375.8	314.1	510.6	338.4	340.2	424.3	1,012.6	1,613.4	1,695.9
YoY growth rate											
영업수익	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	8.4%	8.5%	8.0%	17.6%	8.9%	6.7%
서치플랫폼	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	6.3%	7.5%	8.7%	7.4%	0.6%	7.5%	5.4%
검색광고	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	6.2%	6.1%	6.2%	6.9%	4.5%	6.4%	5.0%
디스플레이	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-8.1%	5.3%	8.1%	11.9%	4.9%	-10.0%	7.5%	6.0%
커머스	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	16.1%	13.6%	11.9%	13.1%	41.4%	13.6%	4.2%
핀테크	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	11.2%	8.5%	12.6%	12.7%	14.2%	11.3%	16.2%
콘텐츠	94.0%	40.1%	39.5%	6.6%	8.5%	-0.1%	0.1%	-4.2%	37.4%	0.9%	2.6%
클라우드	1.2%	-0.4%	30.3%	13.3%	25.5%	19.2%	7.8%	18.3%	11.0%	17.1%	17.0%
영업비용	26.3%	19.0%	19.6%	10.1%	7.0%	5.0%	5.1%	4.1%	18.3%	5.3%	5.1%
개발/운영	34.6%	25.1%	21.0%	17.8%	0.1%	6.0%	3.0%	1.2%	24.3%	2.6%	2.1%
파트너	33.4%	20.2%	22.7%	5.8%	9.8%	5.9%	6.8%	3.3%	19.2%	6.3%	7.5%
인프라	0.0%	0.4%	3.3%	6.2%	28.1%	20.9%	13.2%	10.8%	2.6%	17.7%	5.1%
마케팅	11.1%	15.1%	17.8%	10.9%	5.0%	-4.3%	1.4%	8.4%	13.8%	2.5%	4.3%
영업이익	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	26.8%	27.1%	28.8%	14.1%	28.8%	14.2%

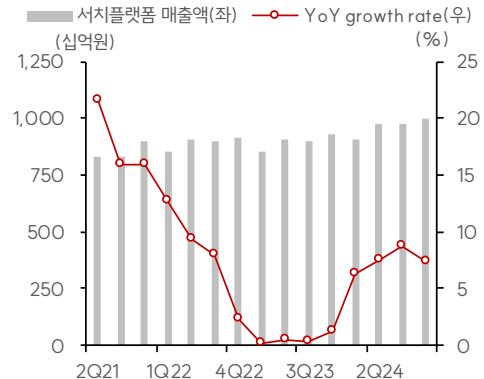
자료: NAVER, SK 증권

DA, SA growth



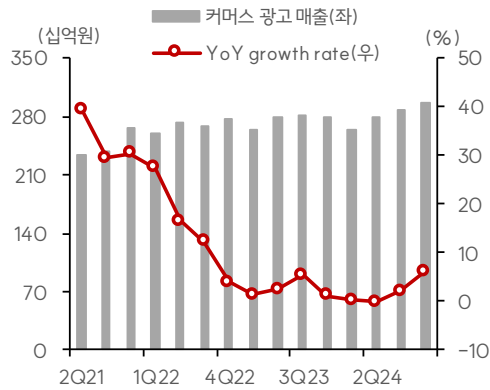
자료: NAVER, SK 증권

서치플랫폼 매출 추이 및 전망



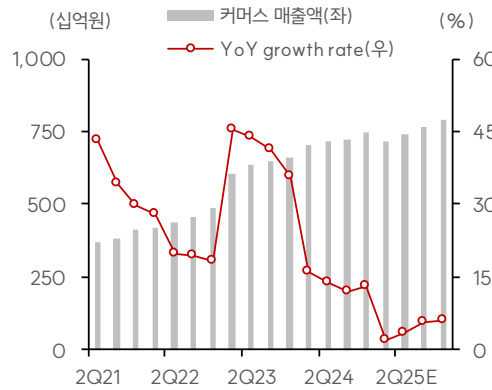
자료: NAVER, SK 증권

커머스 광고 매출액



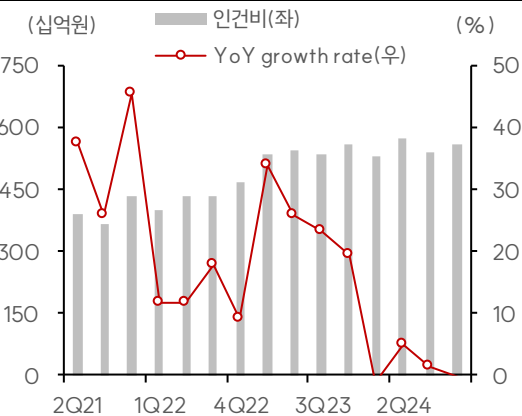
자료: NAVER, SK 증권

커머스 매출액 추이 및 전망



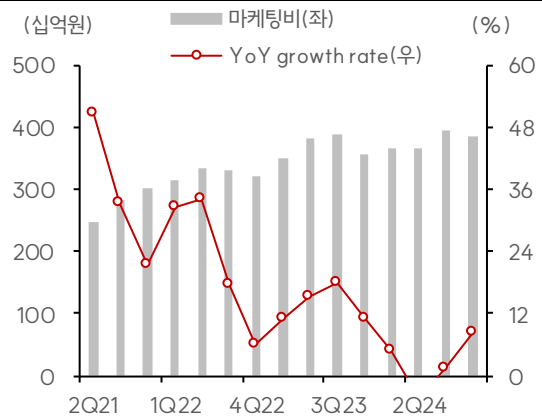
자료: NAVER, SK 증권

인건비 추이



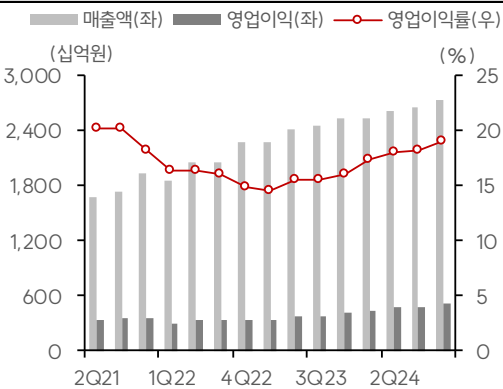
자료: NAVER, SK 증권

마케팅비 추이



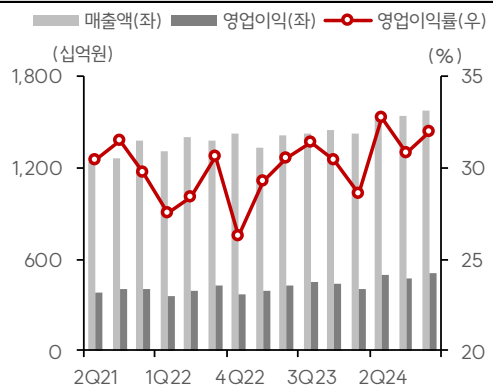
자료: NAVER, SK 증권

연결 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

별도 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	7,997	8,935	11,720
현금및현금성자산	2,724	3,576	2,419	3,039	5,417
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	2,162	2,309	2,495
재고자산	9	15	18	20	21
비유동자산	27,459	28,710	29,174	29,830	29,337
장기금융자산	3,803	3,642	3,329	3,332	3,336
유형자산	2,458	2,742	2,997	2,980	1,328
무형자산	1,481	3,446	3,648	3,713	3,373
자산총계	33,899	35,738	37,171	38,765	41,057
유동부채	5,481	6,306	6,372	6,775	7,290
단기금융부채	1,575	1,011	1,092	1,166	1,260
매입채무 및 기타채무	899	1,313	4,183	4,466	4,828
단기충당부채	5	6	7	7	8
비유동부채	4,968	5,194	5,252	5,040	5,196
장기금융부채	2,622	3,168	3,345	3,011	3,011
장기매입채무 및 기타채무	80	103	98	98	98
장기충당부채	18	15	16	17	18
부채총계	10,449	11,500	11,624	11,815	12,486
지배주주지분	22,744	23,206	24,458	25,892	27,550
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,291	1,291	1,291
기타자본구성요소	-840	-607	-617	-617	-617
자기주식	-1,017	-853	-853	-853	-853
이익잉여금	23,646	24,544	25,961	27,395	29,053
비지배주주지분	706	1,032	1,089	1,057	1,021
자본총계	23,450	24,238	25,547	26,950	28,571
부채와자본총계	33,899	35,738	37,171	38,765	41,057

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,453	2,002	2,595	2,724	4,282
당기순이익(손실)	673	985	1,638	1,664	1,899
비현금성항목등	1,318	1,327	1,186	1,321	2,624
유형자산감가상각비	519	528	671	667	1,651
무형자산상각비	42	54	68	85	340
기타	757	745	448	569	633
운전자본감소(증가)	307	360	150	304	388
매출채권및기타채권의감소(증가)	-56	43	-369	-146	-187
재고자산의감소(증가)	17	-2	1	-1	-2
매입채무및기타채무의증가(감소)	133	347	2,628	283	361
기타	-1,706	-1,352	-850	-1,243	-1,403
법인세납부	-861	-682	-470	-678	-774
투자활동현금흐름	-1,216	-950	-1,845	-1,472	-1,579
금융자산의감소(증가)	-920	482	-84	-60	-77
유형자산의감소(증가)	-689	-633	-1,019	-650	0
무형자산의감소(증가)	-55	-51	-270	-150	0
기타	447	-748	-472	-611	-1,502
재무활동현금흐름	-339	-110	-500	-522	-184
단기금융부채의증가(감소)	-219	-371	5	74	94
장기금융부채의증가(감소)	-173	191	-292	-335	0
자본의증가(감소)	66	-314	49	0	0
배당금지급	-213	-62	-78	-262	-278
기타	199	446	-184	-0	-0
현금의 증가(감소)	-57	852	-1,157	619	2,379
기초현금	2,781	2,724	3,576	2,419	3,039
기말현금	2,724	3,576	2,419	3,039	5,417
FCF	765	1,369	1,575	2,074	4,282

자료 : NAVER, SK증권 추정

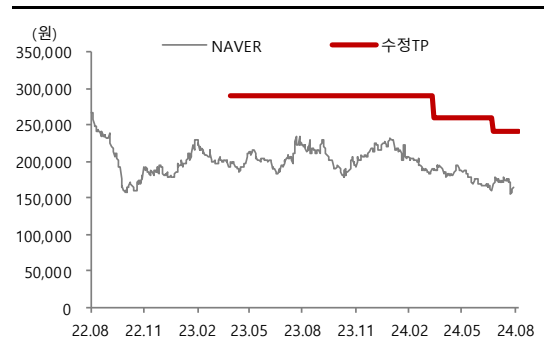
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,531	11,238	12,076
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,531	11,238	12,076
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	6,915	8,182	8,613	9,049	9,609
영업이익	1,305	1,489	1,918	2,190	2,467
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.2	19.5	20.4
비영업손익	-221	-7	266	153	206
순금융손익	-13	-26	117	113	145
외환관련손익	-79	-43	0	0	0
관계기업등 투자손익	97	267	133	170	178
세전계속사업이익	1,084	1,481	2,183	2,342	2,673
세전계속사업이익률(%)	13.2	15.3	20.7	20.8	22.1
계속사업법인세	411	496	545	678	774
계속사업이익	673	985	1,638	1,664	1,899
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,638	1,664	1,899
순이익률(%)	8.2	10.2	15.6	14.8	15.7
지배주주	760	1,012	1,613	1,696	1,936
지배주주귀속 순이익률(%)	9.2	10.5	15.3	15.1	16.0
비지배주주	-87	-27	25	-32	-36
총포괄이익	-715	724	1,441	1,664	1,899
지배주주	-681	749	1,231	1,422	1,623
비지배주주	-34	-24	210	242	277
EBITDA	1,866	2,071	2,656	2,941	4,458

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	20.6	17.6	8.9	6.7	7.5
영업이익	-1.6	14.1	28.8	14.2	12.7
세전계속사업이익	-49.0	36.7	47.4	7.3	14.1
EBITDA	6.1	11.0	28.2	10.7	51.6
EPS	-49.0	34.5	61.0	5.1	14.1
수익성 (%)					
ROA	2.0	2.8	4.5	4.4	4.8
ROE	3.3	4.4	6.8	6.7	7.2
EBITDA마진	22.7	21.4	25.2	26.2	36.9
안정성 (%)					
유동비율	117.5	111.5	125.5	131.9	160.8
부채비율	44.6	47.4	45.5	43.8	43.7
순차입금/자기자본	1.0	-0.9	1.7	-1.9	-10.0
EBITDA/이자비용(배)	26.0	16.3	0.0	0.0	0.0
배당성향	18.0	17.9	15.8	16.0	14.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,634	6,233	10,035	10,548	12,038
BPS	144,841	148,137	157,420	166,340	176,648
CFPS	8,054	9,819	14,628	15,223	24,420
주당 현금배당금	914	1,205	1,700	1,809	1,921
Valuation지표 (배)					
PER	38.3	35.9	16.3	15.5	13.6
PBR	1.2	1.5	1.0	1.0	0.9
PCR	22.0	22.8	11.2	10.8	6.7
EV/EBITDA	16.1	18.0	10.6	9.2	5.5
배당수익률	0.5	0.5	1.0	1.1	1.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.05	매수	240,000원	6개월		
2024.03.25	매수	260,000원	6개월	-31.05%	-25.08%
2023.04.10	매수	290,000원	6개월	-29.27%	-19.14%
2022.10.13	매수	260,000원	6개월	-25.80%	-11.35%
2022.07.07	매수	350,000원	6개월	-33.63%	-21.86%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 12일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------