



BUY (유지)

목표주가(12M) 260,000원  
현재주가(5.03) 194,600원

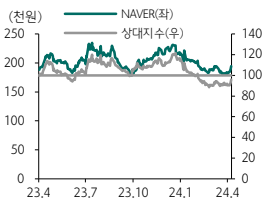
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,676.63
52주 최고/최저(원)	234,500/178,300
시가총액(십억원)	31,604.7
시가총액비중(%)	1.45
발행주식수(천주)	162,408.6
60일 평균 거래량(천주)	826.9
60일 평균 거래대금(십억원)	159.3
외국인지분율(%)	45.55
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	8.23
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.10

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	10,635.4	11,667.2
영업이익(십억원)	1,708.2	1,934.4
순이익(십억원)	1,321.3	1,551.5
EPS(원)	8,408	9,872
BPS(원)	162,639	171,623

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,220.1	9,670.6	10,706.6	11,569.7
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,795.2	1,930.0
세전이익	1,083.7	1,481.4	1,996.0	2,417.0
순이익	760.3	1,012.3	1,547.5	1,914.3
EPS	4,634	6,180	9,529	11,787
증감률	(95.38)	33.36	54.19	23.70
PER	38.30	36.25	20.42	16.51
PBR	1.23	1.51	1.25	1.17
EV/EBITDA	16.12	17.96	12.04	11.05
ROE	3.29	4.41	6.50	7.57
BPS	144,841	148,137	155,634	166,302
DPS	914	1,205	1,205	1,205



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 5월 7일 | 기업분석\_Earnings Review

## NAVER (035420)

### 탄탄한 본업, 주가 하방 압력은 제한적

#### 1Q24 Re: 서치플랫폼 성장과 비용 효율화로 컨센서스 상회

네이버는 1분기 연결 기준 영업수익 2조 5,261억원(+10.8%YoY, -0.4%QoQ), 영업이익 4,393억원(+32.9%YoY, +8.3%QoQ, OPM 17.4%)을 기록하며 컨센서스를 상회했다. 주요 요인은 1) 서치플랫폼 SA, DA 성장, 2) 네이버제트 연결 제외(전년 -853억원 영업손실) 및 인건비(주식보상비용 -338억원QoQ)의 감소다. 1분기 서치플랫폼 매출액은 9,054억원(+6.2%YoY, +0.6%QoQ)로 광고 비수기에도 호실적을 기록했다. SA는 파워링크 소재 노출 개선으로 유의미하게 성장(+6.2%YoY)했고 DA는 홈페이지 개편을 통한 광고 지면 증가 효과가 예상보다 크게 작용(+5.3%YoY)했다. DA에 하반기 AI 적용이 확장될 예정으로 개선된 피드가 사용자 경험 향상으로 이어져 가파른 실적 회복을 기대한다. 커머스 매출액은 7,034억원(+16.1%YoY, +6.5%QoQ), 일본 C2C 플랫폼 기업 SODA 연결 효과 제외 커머스 매출액은 6,689억원(+10.4%YoY, +1.3%QoQ)이다. 국내 네이버 커머스 GMV의 성장은 전체 온라인 쇼핑 시장 성장을 여전히 하회한 것으로 추정되나 도착보장/브랜드솔루션 패키지의 도입으로 수익성 개선 효과가 커머스 실적을 견인했다.

#### 서치플랫폼의 호조, 실적 추정치 상향

네이버는 2024년 연결 기준 영업수익 10조 7,066억원(+10.7%YoY), 영업이익 1조 7,952억원(+20.6%YoY, OPM 16.8%)을 기록할 것으로 전망한다. 서치플랫폼 매출액은 3조 8,195억원(+6.4%YoY)으로 추정한다. 광고 경기와 관계 없이 안정적인 SA의 성장과 DA의 가파른 회복을 확인했다. SA 매출은 2조 8,930억원(+6.2%YoY), DA 매출은 9,005억원(+6.4%YoY)으로 추정한다. 테무를 비롯한 C커머스의 광고 집행과 하이퍼클로바X를 활용한 AI 광고 도입의 영향이 숫자로 확인된다면 상향 조정의 여지가 있다. 커머스 매출액은 2조 9,621억원(+16.3%YoY)으로 추정한다. 예상대로 1분기 C커머스의 영향은 제한적이었으나 하반기로 갈수록 나타날 것으로 전망한다. 다만 지난 4분기와 1분기 국내 전체 온라인 GMV가 전년 동기 대비 10.6%, 10.7% 증가하고 있어 네이버 커머스의 GMV 비중이 소폭 감소하더라도 견조한 성장은 가능하다고 판단한다.

#### 투자의견 Buy 및 목표주가 260,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 260,000원을 유지한다. 광고 경기의 더딘 회복에도 서치플랫폼은 이를 상회하는 성장을 보일 예정이다. 현재 주가 수준에서 높아진 이익 체력이 하방 압력을 제한할 것으로 판단, 비중 확대를 권고한다. 다만 1) C커머스의 침투로 인한 커머스 GMV 감소를 상쇄하는 C커머스 기업의 서치플랫폼 광고 집행, 2) 생성형 AI 하이퍼클로바X의 멀티모달, 모바일 서비스 확인을 통한 경쟁력 증명, 3) 일본 총무성의 LY 행정지도로 촉발한 중장기 사업 전략 검토와 발표가 하반기로 갈수록 점차 가시화되면서 본격적인 리레이팅이 이뤄질 것이라고 판단한다.

도표 1. 1Q24 Review

(단위: 십억원, %)

항목	1Q24P	1Q23	4Q23	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)	기존 추정치	차이(%)
영업수익	2,526.1	2,280.4	2,537.0	10.8	(0.4)	2,495.5	1.2	2,498.2	1.1
영업이익	439.3	330.5	405.5	32.9	8.3	389.5	12.8	387.1	13.5
당기순이익	555.8	43.7	298.4	1,173.2	86.2	291.5	90.7	228.7	143.1
영업이익률(%)	17.4	14.5	16.0			15.6		15.5	
당기순이익률(%)	22.0	1.9	11.8			11.7		9.2	

자료: 하나증권

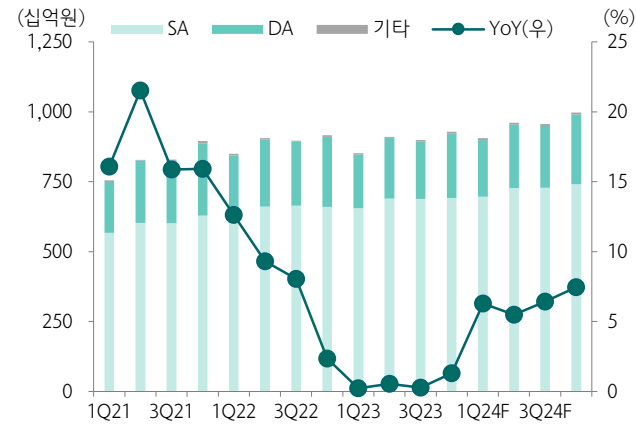
도표 2. 네이버 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F
<b>영업수익</b>	<b>2,280.4</b>	<b>2,407.9</b>	<b>2,445.3</b>	<b>2,537.0</b>	<b>2,526.1</b>	<b>2,655.7</b>	<b>2,715.4</b>	<b>2,809.5</b>	<b>9,670.6</b>	<b>10,706.6</b>
YoY(%)	23.6	17.7	18.9	11.7	10.8	10.3	11.0	10.7	17.6	10.7
<b>서치플랫폼</b>	<b>851.8</b>	<b>910.4</b>	<b>898.5</b>	<b>928.3</b>	<b>905.4</b>	<b>960.4</b>	<b>956.3</b>	<b>997.5</b>	<b>3,589.1</b>	<b>3,819.5</b>
YoY(%)	0.2	0.5	0.3	1.3	6.3	5.5	6.4	7.4	0.6	6.4
검색	655.7	689.2	688.2	692.2	696.4	727.3	728.6	740.7	2,725.3	2,893.0
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	202.4	226.6	221.2	250.3	846.1	900.5
기타 서비스	3.8	3.8	3.6	6.4	6.5	6.5	6.5	6.4	17.6	26.0
<b>커머스</b>	<b>605.9</b>	<b>632.9</b>	<b>647.4</b>	<b>660.5</b>	<b>703.4</b>	<b>732.1</b>	<b>755.0</b>	<b>771.5</b>	<b>2,546.7</b>	<b>2,962.1</b>
YoY(%)	45.5	44.0	41.3	35.7	16.1	15.7	16.6	16.8	41.4	16.3
커머스 광고	264.2	280.5	282.4	279.9	264.9	287.1	298.0	299.4	1,106.9	1,149.4
중개 및 판매	302.9	310.3	321.1	334.4	390.5	395.1	405.1	418.0	1,268.7	1,608.7
멤버십	38.7	42.1	44.0	46.2	48.0	50.0	52.0	54.0	171.1	204.0
<b>핀테크</b>	<b>318.2</b>	<b>339.7</b>	<b>340.8</b>	<b>356.0</b>	<b>353.9</b>	<b>377.8</b>	<b>382.4</b>	<b>396.9</b>	<b>1,354.8</b>	<b>1,511.1</b>
YoY(%)	15.8	14.9	15.1	11.3	11.2	11.2	12.2	11.5	14.2	11.5
<b>콘텐츠</b>	<b>411.3</b>	<b>420.4</b>	<b>434.9</b>	<b>466.3</b>	<b>446.3</b>	<b>457.3</b>	<b>477.6</b>	<b>494.8</b>	<b>1,733.0</b>	<b>1,876.0</b>
YoY(%)	94.0	40.1	39.5	6.6	8.5	8.8	9.8	6.1	37.4	8.3
웹툰	353.1	369.6	379.8	400.6	394.6	409.3	427.6	435.6	1,503.1	1,667.1
스노우	44.8	35.8	39.5	49.4	35.5	32.2	33.5	42.0	169.5	143.3
기타(뮤직 등)	13.4	15.0	15.6	16.3	16.2	15.8	16.4	17.2	60.4	65.6
<b>클라우드</b>	<b>93.2</b>	<b>104.5</b>	<b>123.6</b>	<b>125.9</b>	<b>117.0</b>	<b>128.1</b>	<b>144.1</b>	<b>148.8</b>	<b>447.2</b>	<b>538.0</b>
YoY(%)	(1.0)	(0.4)	30.3	13.3	25.5	22.6	16.6	18.3	10.4	20.3
B2B(NCP/웍스)	91.3	99.2	110.5	114.1	111.3	117.5	127.1	131.3	415.1	487.2
기타(클로바/랩스 등)	2.0	5.3	13.1	11.7	5.7	10.5	17.0	17.6	32.1	50.8
<b>영업비용</b>	<b>1,950.0</b>	<b>2,035.3</b>	<b>2,065.1</b>	<b>2,131.5</b>	<b>2,086.8</b>	<b>2,210.7</b>	<b>2,256.9</b>	<b>2,357.1</b>	<b>8,181.8</b>	<b>8,911.4</b>
YoY(%)	26.3	19.0	19.6	10.1	7.0	8.6	9.3	10.6	18.3	8.9
개발/운영비용	635.5	644.3	631.4	661.5	636.0	669.5	666.9	698.6	2,572.7	2,671.0
파트너	831.9	865.5	886.4	949.8	913.5	960.4	990.5	1,051.8	3,533.6	3,916.1
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	169.9	185.9	190.1	196.7	595.7	742.5
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	367.5	394.9	409.4	410.0	1,479.8	1,581.8
<b>영업이익</b>	<b>330.5</b>	<b>372.7</b>	<b>380.2</b>	<b>405.5</b>	<b>439.3</b>	<b>445.1</b>	<b>458.4</b>	<b>452.4</b>	<b>1,488.8</b>	<b>1,795.2</b>
YoY(%)	9.5	10.9	15.1	20.5	32.9	19.4	20.6	11.6	14.1	20.6
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	16.0	17.4	16.8	16.9	16.1	15.4	16.8
<b>당기순이익</b>	<b>43.7</b>	<b>286.7</b>	<b>356.2</b>	<b>298.4</b>	<b>555.8</b>	<b>278.2</b>	<b>360.8</b>	<b>347.1</b>	<b>985.0</b>	<b>1,541.9</b>
YoY(%)	(71.2)	0.8	53.8	126.5	1,173.1	(0.0)	1.3	16.3	46.3	56.5
당기순이익률(%)	1.9	11.9	14.6	11.8	22.0	10.5	13.3	12.4	10.2	14.4
지배주주지분 순이익	55.1	267.7	375.8	313.8	510.6	292.5	379.5	365.0	1,012.3	1,547.5
비지배주주지분 순이익	(11.4)	19.0	(19.6)	(15.4)	45.2	(14.3)	(18.6)	(17.9)	(27.3)	(5.6)

자료: 하나증권

도표 3. 네이버 서치플랫폼 매출액 추이



자료: 네이버, 하나증권

도표 4. 네이버 커머스 매출액 추이

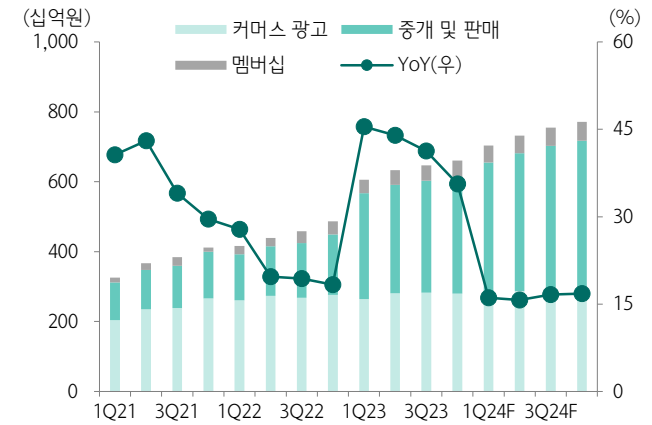
주: 1Q24 SODA 인수 영향  
자료: 네이버, 하나증권

도표 5. 네이버 콘텐츠 매출액 추이

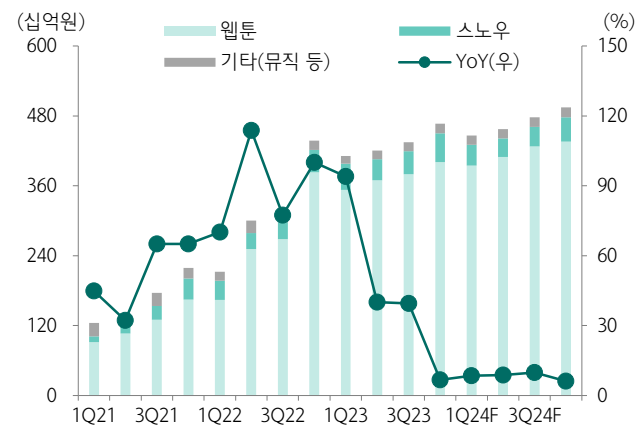
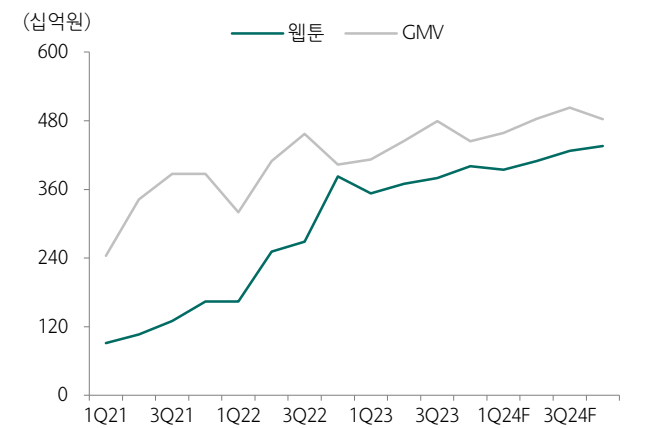
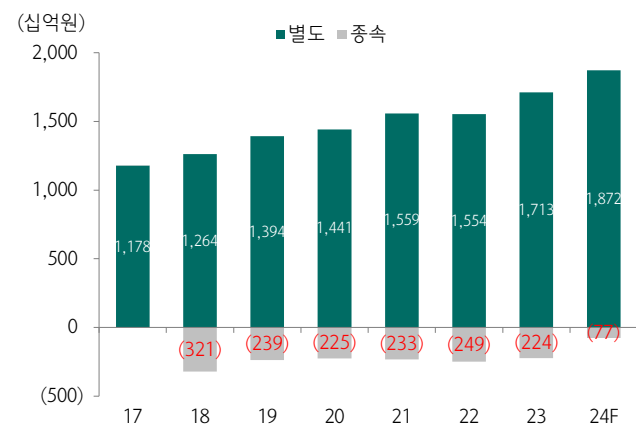
주: 2Q21 왓패드 인수, 4Q21 이북재판 인수, 4Q22 순매출>총매출 회계처리 변경 영향  
자료: 네이버, 하나증권

도표 6. 네이버 웹툰 매출액, GMV 추이



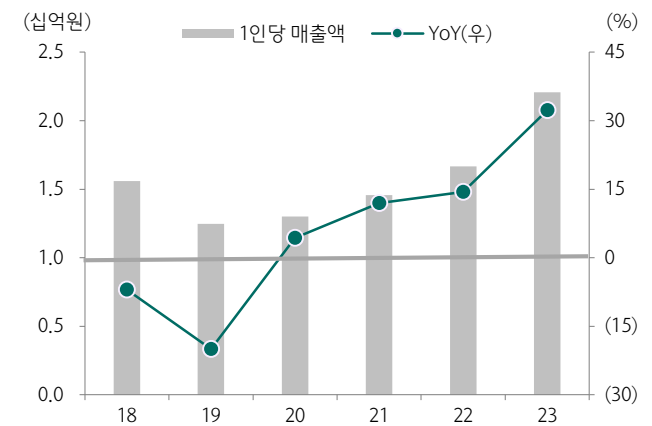
자료: 네이버, 하나증권

도표 7. 네이버 별도, 종속회사 영업이익 추이



자료: DART, 하나증권

도표 8. 네이버 종업원 1인당 매출액



자료: DART, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220.1	9,670.6	10,706.6	11,569.7	12,537.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,706.6	11,569.7	12,537.3
판매비	6,915.4	8,181.8	8,911.4	9,639.7	10,346.9
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,795.2	1,930.0	2,190.4
금융손익	(252.6)	(79.5)	(58.8)	(30.7)	(14.5)
종속/관계기업손익	96.8	266.5	(34.9)	87.6	96.3
기타영업외손익	(65.1)	(194.5)	294.5	430.2	430.2
세전이익	1,083.7	1,481.4	1,996.0	2,417.0	2,702.4
법인세	410.5	496.4	454.1	596.6	674.8
계속사업이익	673.2	985.0	1,541.9	1,820.4	2,027.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	673.2	985.0	1,541.9	1,820.4	2,027.6
비배주주지분 손이익	(87.1)	(27.3)	(5.6)	(93.9)	(104.6)
지배주주순이익	760.3	1,012.3	1,547.5	1,914.3	2,132.2
지배주주지분포괄이익	(681.3)	748.8	1,435.7	1,943.7	2,164.8
NOPAT	810.4	990.0	1,386.7	1,453.6	1,643.4
EBITDA	1,865.6	2,071.2	2,487.1	2,641.8	2,923.6
성장성(%)					
매출액증가율	20.57	17.65	10.71	8.06	8.36
NOPAT증가율	(12.02)	22.16	40.07	4.82	13.06
EBITDA증가율	6.07	11.02	20.08	6.22	10.67
영업이익증가율	(1.57)	14.11	20.58	7.51	13.49
(지배주주)순이익증가율	(95.39)	33.14	52.87	23.70	11.38
EPS증가율	(95.38)	33.36	54.19	23.70	11.38
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	22.70	21.42	23.23	22.83	23.32
영업이익률	15.87	15.40	16.77	16.68	17.47
계속사업이익률	8.19	10.19	14.40	15.73	16.17

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,634	6,180	9,529	11,787	13,128
BPS	144,841	148,137	155,634	166,302	178,312
CFPS	12,138	14,117	17,959	19,747	21,482
EBITDAPS	11,372	12,644	15,314	16,266	18,001
SPS	50,107	59,039	65,924	71,238	77,196
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205
주가지표(배)					
PER	38.30	36.25	20.42	16.51	14.82
PBR	1.23	1.51	1.25	1.17	1.09
PCFR	14.62	15.87	10.84	9.85	9.06
EV/EBITDA	16.12	17.96	12.04	11.05	9.69
PSR	3.54	3.79	2.95	2.73	2.52
재무비율(%)					
ROE	3.29	4.41	6.50	7.57	7.86
ROA	2.25	2.91	4.24	5.00	5.25
ROIC	34.99	30.40	34.27	36.46	44.85
부채비율	44.56	47.45	46.17	45.18	44.21
순부채비율	1.03	(0.90)	(5.85)	(7.98)	(10.06)
이자보상배율(배)	18.20	11.72	14.29	15.31	17.30

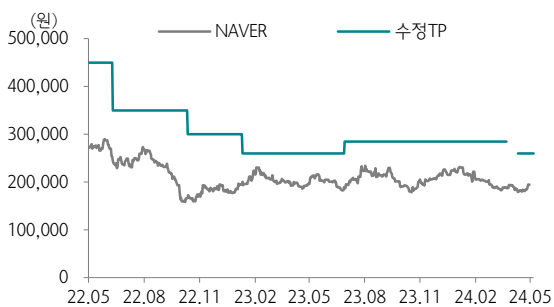
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,439.6	7,028.1	8,718.6	9,580.3	10,542.3
금융자산	4,711.2	5,100.7	6,587.0	7,282.8	8,055.6
현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,973.9	5,597.7	6,288.3
매출채권	529.6	491.4	544.2	587.0	635.9
재고자산	8.7	14.8	16.4	17.7	19.2
기타유동자산	1,190.1	1,421.2	1,571.0	1,692.8	1,831.6
비유동자산	27,459.5	28,709.8	28,530.1	29,794.8	31,231.5
투자자산	22,344.1	21,231.1	21,083.6	22,460.1	24,030.0
금융자산	3,802.8	3,642.3	3,646.2	3,649.4	3,653.0
유형자산	2,457.8	2,741.6	2,687.7	2,646.3	2,593.3
무형자산	1,481.4	3,445.6	3,467.4	3,396.9	3,316.8
기타비유동자산	1,176.2	1,291.5	1,291.4	1,291.5	1,291.4
자산총계	33,899.0	35,737.8	37,248.7	39,375.1	41,773.8
유동부채	5,480.6	6,305.6	6,192.5	6,525.2	6,901.2
금융부채	1,646.7	1,465.5	1,490.7	1,511.2	1,534.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	3,833.9	4,840.1	4,701.8	5,014.0	5,366.7
비유동부채	4,968.1	5,194.3	5,573.7	5,728.6	5,905.4
금융부채	3,306.4	3,417.5	3,606.1	3,606.1	3,606.1
기타비유동부채	1,661.7	1,776.8	1,967.6	2,122.5	2,299.3
부채총계	10,448.7	11,499.8	11,766.2	12,253.8	12,806.6
지배주주지분	22,744.1	23,206.0	24,423.7	26,156.3	28,106.8
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,556.5	1,242.6	1,291.4	1,291.4	1,291.4
자본조정	(839.7)	(607.3)	(607.3)	(607.3)	(607.3)
기타포괄이익누계액	(1,634.8)	(1,990.2)	(2,187.4)	(2,187.4)	(2,187.4)
이익잉여금	23,645.7	24,544.4	25,910.3	27,643.0	29,593.5
비지배주주지분	706.2	1,032.0	1,058.9	965.0	860.4
자본총계	23,450.3	24,238.0	25,482.6	27,121.3	28,967.2
순금융부채	241.9	(217.8)	(1,490.2)	(2,165.6)	(2,915.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453.4	2,002.2	2,502.5	3,122.2	3,387.5
당기순이익	673.2	985.0	1,541.9	1,820.4	2,027.6
조정	472.7	657.5	1,059.6	957.7	970.8
감가상각비	560.9	582.3	691.9	711.8	733.2
외환거래손익	80.4	(30.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(10.1)	(244.3)	34.9	(87.6)	(96.3)
기타	(158.5)	350.0	332.8	333.5	333.9
영업활동 자산부채변동	307.5	359.7	(99.0)	344.1	389.1
투자활동 현금흐름	(1,215.9)	(949.8)	(1,010.8)	(2,171.4)	(2,366.1)
투자자산감소(증가)	2,364.7	1,920.2	112.6	(1,288.9)	(1,473.5)
자본증가(감소)	(688.5)	(640.6)	(576.1)	(600.0)	(600.0)
기타	(2,892.1)	(2,229.4)	(547.3)	(282.5)	(292.6)
재무활동 현금흐름	(339.5)	(161.4)	(44.5)	(287.3)	(285.0)
금융부채증가(감소)	235.1	(17.7)	213.8	20.5	23.3
자본증가(감소)	66.2	(313.8)	48.8	0.0	0.0
기타재무활동	(427.4)	232.5	(125.5)	(126.1)	(126.6)
배당지급	(213.4)	(62.4)	(181.6)	(181.7)	(181.7)
현금의 증감	(57.2)	891.0	1,116.5	623.8	690.6
Unlevered CFO	1,991.2	2,312.5	2,916.7	3,207.1	3,488.9
Free Cash Flow	752.7	1,361.6	1,926.4	2,522.2	2,787.5

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## NAVER



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.16	BUY 담당자 변경	260,000		

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 5월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2024년 5월 7일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.64%	4.91%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 04일