

NAVER (035420)

AI로 수익성 개선

AI로 정면 돌파

2/25 한국은행은 관세 등 불확실한 통상 환경과 탄핵 정국 등 민간소비/투자의 부진으로 올해 GDP 성장률과 민간소비 전망을 각각 0.4%pt, 0.6%pt 하향 조정함. 경기에 민감한 광고와 쇼핑을 주 수익원으로 하는 동사에겐 우호적이지 않은 경제 환경임. 또한 쿠팡, C커머스의 공격적인 마케팅을 통한 급격한 거래액 성장은 동사 커머스 사업에 커다란 위협이 되고 있음

동사는 지난 4분기(GDP 성장률 +0.1%) 초개인화 AI 콘텐츠 추천으로 모바일 홈피드 체류 시간 증가를 통한 광고 매출 14.7%, 쇼핑 매출 17.4% 증가시킴. 쇼핑은 3/12 출시 예정인 AI 기반의 별도 앱 '네이버플러스스토어'를 통해 사용자들의 체류시간 및 구매를 증가시킬 계획임. 동사는 쇼핑 수수료 체계도 '네이버플러스스토어' 내에서 발생한 거래에 대해서 스마트스토어 판매자는 2.73%, 브랜드스토어 판매자는 3.64%의 수수료율을 적용, 기존 2% 수수료보다 비율 인상되어, AI를 통한 네이버플랫폼 내에서의 구매(비율) 증가 시 수익성 증가로 이어질 수 있을 것으로 예상됨. 참고로 4Q24의 플랫폼 내 거래액은 YoY 11.0% 증가하여 전체 거래액 증가 대비 4.5%pt 더 증가함

On – service AI

동사는 광고, 쇼핑 이외에도 검색, 콘텐츠 등 네이버의 모든 서비스에 AI를 적용(On-service AI)하여, 이용자의 행동 데이터를 일원화하며 초개인화를 실현하려는 계획임. 동사의 자체 FM 모델 (하이퍼클로버엑스)만 비교하면 빅테크 대비 성능이 열위할 수 있지만, 수많은 사용자 경험이 축적/반영되어 강화학습(RLHF)된 NAVER의 자체 앱/서비스는 그 어떤 앱/서비스 보다 경쟁력이 있을 수 있다는 의견임. 또한, 아직 결정되지 않은 상황이지만 자체 모델을 외부 모델과 연계한다면, 모델 개발비용을 절감함은 물론 모델 성능도 배가하여 검색 등 플랫폼 점유율 확대를 기대해 볼 수 있다는 판단임



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 290,000원 (M)

직전 목표주가 290,000원

현재주가 (3/6) 219,000원

상승여력 32%

시가총액	346,977억원
총발행주식수	158,437,008주
60일 평균 거래대금	1,981억원
60일 평균 거래량	928,331주
52주 고/저	232,000원 / 155,000원
외인지분율	48.47%
배당수익률	0.54%
주요주주	국민연금공단

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.6)	7.1	15.4
상대	(7.0)	0.9	18.3
절대 (달러환산)	(5.3)	5.4	6.8

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,376	8.4	-5.1	28,126	-2.7
영업이익	4,818	9.7	-11.1	5,251	-8.2
세전계속사업이익	5,117	-22.5	9.9	5,215	-1.9
지배순이익	4,394	-13.9	-13.6	4,122	6.6
영업이익률 (%)	17.6	+0.2 %pt	-1.2 %pt	18.7	-1.1 %pt
지배순이익률 (%)	16.1	-4.1 %pt	-1.5 %pt	14.7	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	82,201	96,706	107,377	115,613
영업이익	13,047	14,888	19,793	21,954
지배순이익	7,603	10,123	18,779	20,106
PER	55.2	33.1	17.1	17.3
PBR	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	23.0	16.6	11.2	7.0
ROE	3.3	4.4	7.7	7.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

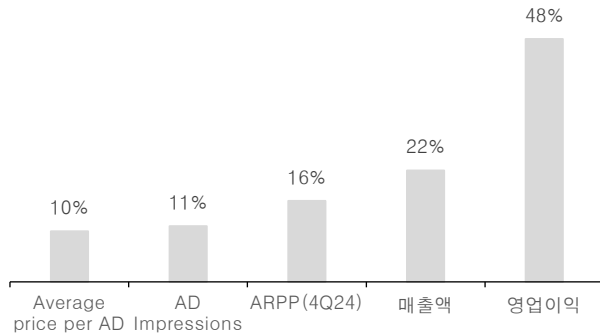
NAVER 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
영업수익	25,260	26,105	27,156	28,856	27,376	28,606	28,955	30,677	96,706	107,377	115,613	122,215
YoY	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	8.4%	9.6%	6.6%	6.3%	17.6%	11.0%	7.7%	5.7%
서치플랫폼	9,053	9,784	9,977	10,647	9,602	10,259	10,450	10,992	35,890	39,462	41,303	42,645
YoY	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	6.1%	4.9%	4.7%	3.2%	0.6%	10.0%	4.7%	3.2%
검색	6,964	7,314	7,533	7,684	7,319	7,638	7,886	8,128	27,253	29,495	30,970	32,209
YoY	6.2%	6.1%	9.5%	11.0%	5.1%	4.4%	4.7%	5.8%	4.5%	8.2%	5.0%	4.0%
디스플레이	2,024	2,350	2,296	2,520	2,172	2,508	2,446	2,706	8,461	9,190	9,833	9,931
YoY	5.3%	8.1%	11.1%	9.7%	7.3%	6.7%	6.6%	7.4%	-10.0%	8.6%	7.0%	1.0%
커머스	7,034	7,190	7,254	7,751	7,666	8,099	7,829	8,658	25,468	29,230	32,252	34,426
YoY	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	9.0%	12.6%	7.9%	11.7%	41.4%	14.8%	10.3%	6.7%
커머스 광고	2,649	2,802	2,792	3,078	2,887	2,914	2,759	2,965	11,070	11,320	11,525	11,691
YoY	0.2%	-0.1%	-1.1%	10.0%	9.0%	4.0%	-1.2%	-3.7%	2.7%	2.3%	1.8%	1.4%
증개 및 판매	3,905	3,915	4,000	4,138	4,216	4,595	4,450	5,016	12,687	15,958	18,277	19,966
YoY	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.0%	17.4%	11.3%	21.2%	110.1%	25.8%	14.5%	9.2%
핀테크	3,539	3,685	3,851	4,009	3,963	4,083	4,189	4,357	13,547	15,084	16,592	17,987
YoY	11.2%	8.5%	13.0%	12.6%	12.0%	10.8%	8.8%	8.7%	14.2%	11.3%	10.0%	8.4%
콘텐츠	4,463	4,200	4,627	4,674	4,660	4,559	4,821	4,852	17,329	17,964	18,893	19,742
YoY	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	4.4%	8.6%	4.2%	3.8%	37.4%	3.7%	5.2%	4.5%
클라우드	1,170	1,246	1,446	1,775	1,485	1,606	1,665	1,817	4,471	5,637	6,573	7,416
YoY	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.0%	26.1%	16.6%	12.8%
영업비용	20,868	21,378	21,903	23,436	22,557	23,137	23,453	24,511	81,816	87,585	93,659	96,659
인건비	5,292	5,732	5,371	5,858	5,399	5,570	5,527	5,756	21,759	22,253	22,251	22,923
YoY	-1.3%	5.0%	0.6%	4.6%	2.0%	-2.8%	2.9%	-1.7%	25.3%	2.3%	0.0%	3.0%
파트너	9,135	9,166	9,380	10,219	9,868	10,125	10,375	10,757	35,336	37,900	41,125	41,818
YoY	9.8%	5.9%	5.8%	7.6%	8.0%	10.5%	10.6%	5.3%	19.2%	7.3%	8.5%	1.7%
인프라	1,699	1,717	1,781	1,851	1,783	1,805	1,813	2,069	5,956	7,048	7,470	7,844
YoY	28.1%	20.9%	15.0%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	18.3%	6.0%	5.0%
마케팅	3,675	3,668	4,173	4,477	4,372	4,477	4,559	4,750	14,797	15,993	18,157	19,187
YoY	14.5%	14.1%	15.4%	15.5%	16.0%	15.6%	15.7%	15.5%	15.3%	14.9%	15.7%	15.7%
영업이익	4,392	4,727	5,253	5,420	4,818	5,469	5,501	6,166	14,888	19,793	21,954	25,556
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	17.6%	19.1%	19.0%	20.1%	15.4%	18.4%	19.0%	20.9%
YoY	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	9.7%	15.7%	4.7%	13.7%	14.1%	32.9%	10.9%	16.4%

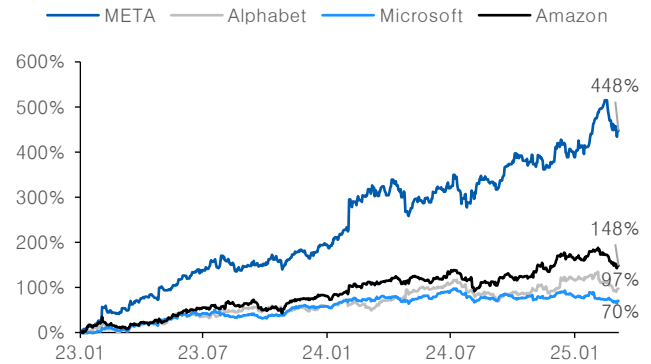
자료: 유안타증권 리서치센터

2024 META 광고단가, 광고 노출수, 인당 지출액, 매출액, 영업이익 성장률



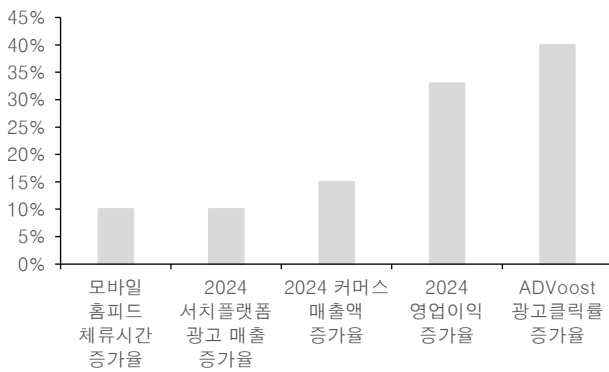
자료: 유안타증권 리서치센터

META, Alphabet, Microsoft, Amazon 2023~현재 주가 상승률



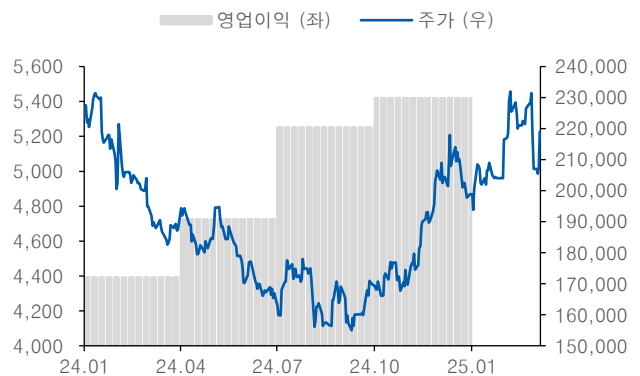
자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 모바일 홈페이지 체류시간, 광고매출, ADVoost CTR, 매출액, 영업이익 증가율



자료: 유안타증권 리서치센터

2024 NAVER 분기별 영업이익 & 2024~현재 주가 차트



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	82,201	96,706	107,377	115,613	122,215
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	82,201	96,706	107,377	115,613	122,215
판매비	69,154	81,818	87,585	93,659	96,659
영업이익	13,047	14,888	19,793	21,954	25,556
EBITDA	18,656	20,712	26,582	37,988	35,076
영업외손익	-2,209	-74	2,670	1,459	3,286
외환관련손익	-791	-427	0	-811	-974
이자손익	-125	-260	342	1,477	3,087
관계기업관련손익	968	2,665	1,444	1,228	1,388
기타	-2,261	-2,053	884	-436	-216
법인세비용차감전순이익	10,837	14,814	22,463	23,413	28,842
법인세비용	4,105	4,964	3,842	5,853	6,922
계속사업순이익	6,732	9,850	18,621	17,560	21,920
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,732	9,850	18,621	17,560	21,920
지배지분순이익	7,603	10,123	18,779	20,106	25,098
포괄순이익	-7,148	7,244	27,642	53,918	66,849
지배지분포괄이익	-6,813	7,488	27,128	53,841	66,753

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	28,405	44,375	42,228
당기순이익	6,732	9,850	18,621	17,560	21,920
감가상각비	5,186	5,280	6,790	16,034	9,520
외환손익	886	-464	0	811	974
중속, 관계기업관련손익	-968	-2,665	-669	-1,228	-1,388
자산부채의 증감	3,075	3,597	1,397	1,875	1,876
기타현금흐름	-377	4,424	2,267	9,322	9,327
투자활동 현금흐름	-12,159	-9,498	-12,151	-19,828	-24,929
투자자산	1,007	6,022	-6,550	-11,134	-14,258
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,007	-6,406	-10,900	0	-5,000
유형자산 감소	122	73	81	0	0
기타현금흐름	-6,281	-9,187	5,218	-8,694	-5,672
재무활동 현금흐름	-3,395	-1,100	634	-2,454	-2,464
단기차입금	-1,121	1,130	-2,309	133	128
사채 및 장기차입금	3,473	-1,307	1,375	0	0
자본	662	-3,138	1,733	0	0
현금배당	-2,134	-624	-1,190	-1,176	-1,177
기타현금흐름	-4,275	2,839	1,024	-1,411	-1,416
연결범위변동 등 기타	447	-901	11,021	36,190	46,780
현금의 증감	-572	8,523	27,909	58,283	61,614
기초 현금	27,814	27,242	35,765	63,673	121,956
기말 현금	27,242	35,765	63,673	121,956	183,570
NOPLAT	13,047	14,888	19,793	21,954	25,556
FCF	7,527	13,616	17,504	44,375	37,228

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

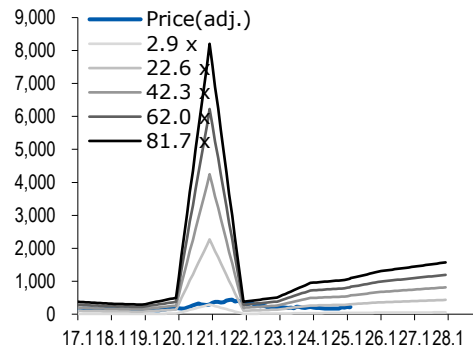
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	64,396	70,281	92,582	152,306	215,246
현금및현금성자산	27,242	35,765	63,673	121,956	183,570
매출채권 및 기타채권	15,154	17,059	10,930	11,620	11,919
재고자산	87	148	168	179	189
비유동자산	274,595	287,098	288,411	283,511	290,176
유형자산	24,578	27,416	29,100	13,066	8,546
관계기업 등 지분관련 자산	185,413	175,889	176,065	187,172	197,861
기타투자자산	38,028	36,423	32,633	32,659	36,228
자산총계	338,990	357,378	380,993	435,817	505,423
유동부채	54,806	63,056	60,810	61,984	65,032
매입채무 및 기타채무	29,354	38,727	16,489	17,530	18,531
단기차입금	2,614	3,330	1,256	1,256	1,256
유동성장기부채	11,200	4,429	1,543	1,543	1,543
비유동부채	49,681	51,943	50,730	51,639	52,524
장기차입금	3,280	9,936	11,403	11,403	11,403
사채	17,045	16,557	20,070	20,070	20,070
부채총계	104,487	114,998	111,540	113,622	117,556
지배지분	227,441	232,060	255,055	310,344	379,194
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,565	12,426	14,160	14,160	14,160
이익잉여금	236,457	245,444	261,799	280,729	304,650
비지배지분	7,062	10,320	14,397	11,851	8,673
자본총계	234,503	242,380	269,453	322,195	387,867
순차입금	2,419	-2,178	-32,311	-91,021	-153,381
총차입금	49,531	48,830	46,821	46,987	47,116

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	11,632	12,690	15,841
BPS	151,646	154,077	171,296	208,276	254,483
EBITDAPS	11,372	12,644	16,465	23,977	22,139
SPS	50,107	59,039	66,509	72,971	77,138
DPS	914	1,205	790	790	790
PER	55.2	33.1	17.1	17.3	13.8
PBR	1.7	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	23.0	16.6	11.2	7.0	5.8
PSR	5.1	3.5	3.0	3.0	2.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	20.6	17.6	11.0	7.7	5.7
영업이익 증가율 (%)	-1.6	14.1	32.9	10.9	16.4
지배순이익 증가율 (%)	-95.4	33.2	85.5	7.1	24.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	15.9	15.4	18.4	19.0	20.9
지배순이익률 (%)	9.2	10.5	17.5	17.4	20.5
EBITDA 마진 (%)	22.7	21.4	24.8	32.9	28.7
ROIC	54.4	38.8	46.5	81.5	252.7
ROA	2.2	2.9	5.1	4.9	5.3
ROE	3.3	4.4	7.7	7.1	7.3
부채비율 (%)	44.6	47.4	41.4	35.3	30.3
순차입금/자기자본 (%)	1.1	-0.9	-12.7	-29.3	-40.4
영업이익/금융비용 (배)	18.2	11.7	14.3	15.6	18.1

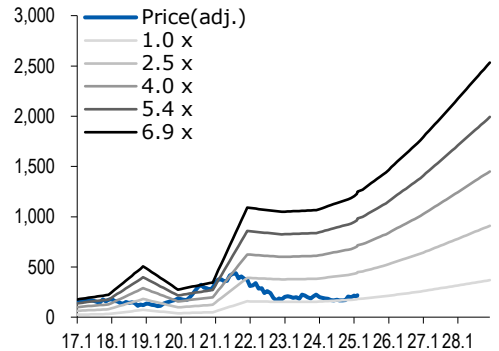
P/E band chart

(천원)



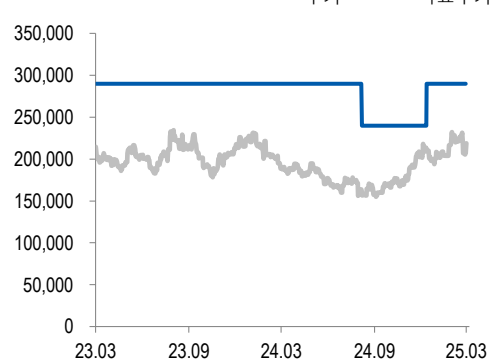
P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-07	BUY	290,000	1년		
2024-12-18	BUY	290,000	1년		
2024-08-12	BUY	240,000	1년	-26.11	-9.17
2023-11-08	1년 경과 이후		1년	-33.73	-20.17
2022-11-08	BUY	290,000	1년	-30.78	-19.14

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)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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 투자의사결정은 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.