

NAVER (035420)

일회적 요인에 의한 서프라이즈

4Q24 Review

매출액 2조 8,856억원(YoY +13.7%), 영업이익 5,420억원(YoY +33.7%), 지배순이익 5,086억원(YoY +62.1%). 시장 기대치 상회하였으나, LY 정산금 효과 제거 시 시장 기대치 수준. 검색광고 7,684억원(YoY +11.0%), DA 2,520억원(YoY +9.7%), 커머스 7,751억원(YoY +17.4%), 핀테크 4,009억원(YoY +12.6%), 콘텐츠 4,673억원(YoY +0.2%), 클라우드 1,776억원(YoY +41.1%). 콘텐츠 제외 전 사업부문 두자리수 성장 시현. 영업이익률은 일회성 LY 정산금 효과(약 500억원)에도 불구하고 성과급, 주식보상비용 등 인건비 증가, 마케팅비 증가로 전분기 대비 0.6%pt 감소, LY 정산금 효과 제외 시 1.8%pt 감소

2025년 전망

검색, DA는 홈페이지 체류시간 증가, 블로그 등 검색 DB 개선으로 점유율 회복 중에 있어 견조한 매출 성장을 보이고 있으며, 이는 단기적 현상이 아닌 추세적 현상인 것으로 판단. 커머스도 쿠팡 대비 성장률이 낮긴 하지만 배송, 멤버십 강화 등으로 성장 유지 중. 신규 플러스스토어를 통한 충성고객의 객단가 상승과 넷플릭스 제휴로 인한 멤버십 회원들의 거래액 상승으로 견조한 거래액 성장 전망. 핀테크는 내부 커머스 성장과 외부 결제 비중 증가로 두자리수 성장 기대되며, 클라우드 부문도 B2B AI 매출인 뉴로 클라우드와 라인웍스 매출이 꾸준히 두자리수 성장세를 유지하고 있고, 사우디 디지털 트윈 매출도 발생하고 있어, 2025년 고성장 지속 전망. 2024년 연간 한자리수 성장율로 떨어진 해외중심의 웹툰 매출과 인수 후 아직 성장의 모습을 보이고 있지 못하고 있는 POSHMARK의 성장 회복 시 밸류에이션 리레이팅 기대

투자의견 BUY, 목표주가 29만원 유지

최근 미국 관세와 Deepseek 효과로 인한 AI 개발 비용 부담에서 자유로워지며, 연초대비 주가가 16% 상승함. 그러나, 동사의 2024년 영업이익은 전년대비 33% 증가한 반면 현재 주가는 2024년 초 주가에도 못 미친 상황임. Deepseek가 쏘아 올린 AI 시장의 파장에 따라 2월 6일 구글의 'Gemini 2.0'도 입출력 토큰 비용을 ChatGPT의 1/30 수준, 즉 Deepseek 수준으로 출시하게 하였고, 오픈 AI도 ChatGPT의 소스코드를 공개할 수 있는 고민을 안겨줌.

이러한 AI 시장의 판도 변화는 NAVER와 같은 AI 모델 및 서비스를 개발하는 국내 플랫폼 기업들의 비용 부담을 크게 완화시켜줄것과 동시에 AI 서비스 개발 속도를 가속화되는 계기가 될 것으로 판단됨

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	28,856	13.7	6.3	27,981	3.1
영업이익	5,420	33.7	3.2	5,294	2.4
세전계속사업이익	4,655	6.0	-28.7	5,499	-15.3
지배순이익	5,086	62.1	-2.3	4,085	24.5
영업이익률 (%)	18.8	+2.8 %pt	-0.5 %pt	18.9	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	17.6	+5.2 %pt	-1.6 %pt	14.6	+3.0 %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	17,688
PER	55.2	33.1	17.1	20.2
PBR	1.7	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	23.0	16.6	11.2	11.4
ROE	3.3	4.4	7.7	6.6

자료: 유안타증권



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 290,000원 (M)

직전 목표주가 290,000원

현재주가 (2/7) 225,500원

상승여력 29%

시가총액	357,275억원
총발행주식수	158,437,008주
60일 평균 거래대금	2,146억원
60일 평균 거래량	1,051,968주
52주 고/저	232,000원 / 155,000원
외인지분율	47.98%
배당수익률	0.54%
주요주주	국민연금공단

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.4	25.5	10.3
상대	7.1	27.6	14.1
절대 (달러환산)	8.8	21.0	1.1

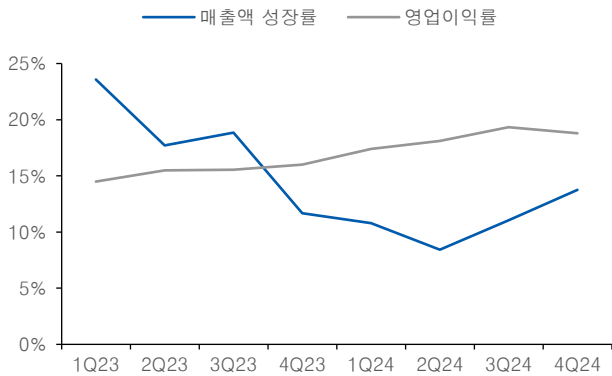
NAVER 실적 전망

(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%
중개 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

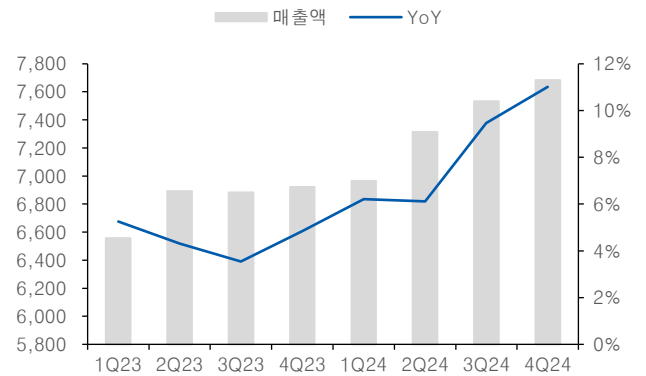
NAVER 매출액 성장률 & 영업이익률



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

검색광고 매출액 & YoY 성장률

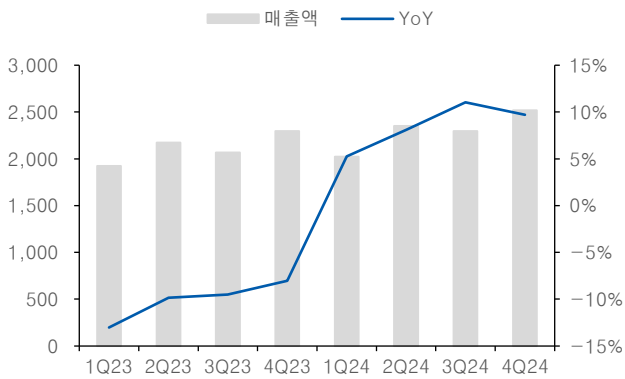
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

디스플레이 광고 매출액 & YoY 성장률

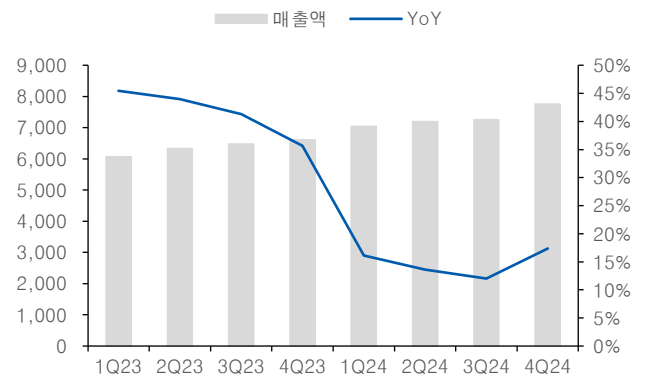
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

커머스 매출액 & YoY 성장률

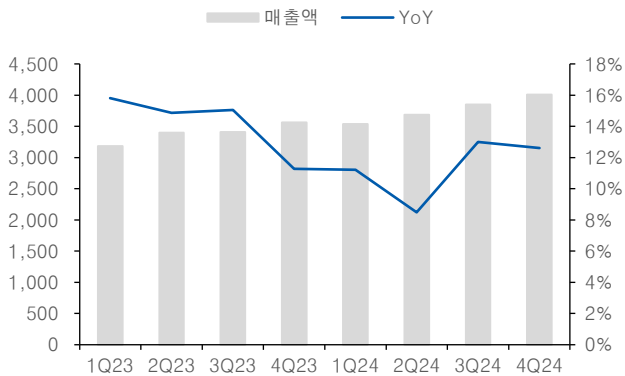
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

핀테크 매출액 & YoY 성장률

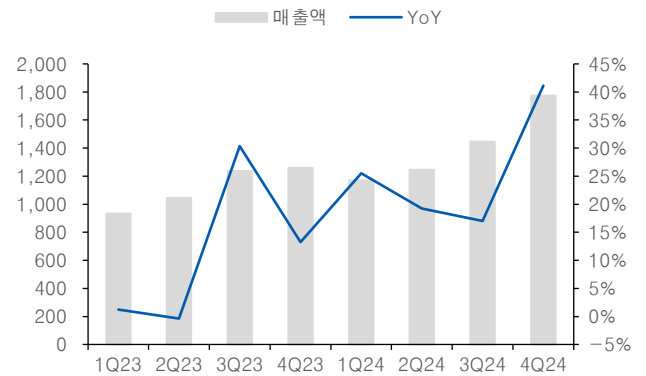
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

클라우드 매출액 & YoY 성장률

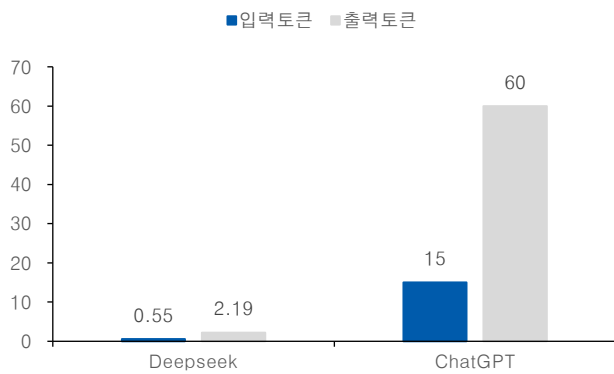
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

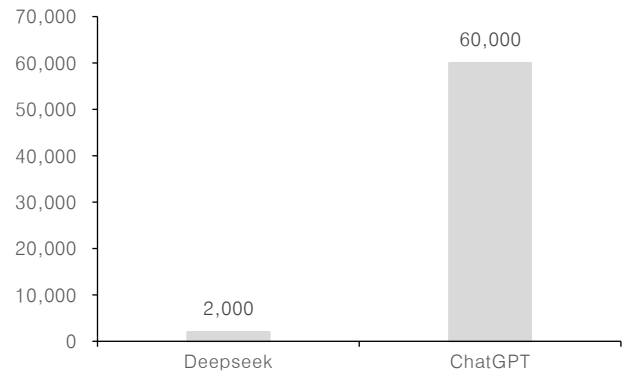
Deepseek vs ChatGPT Token 100 만개당 비용

(단위: 달러)



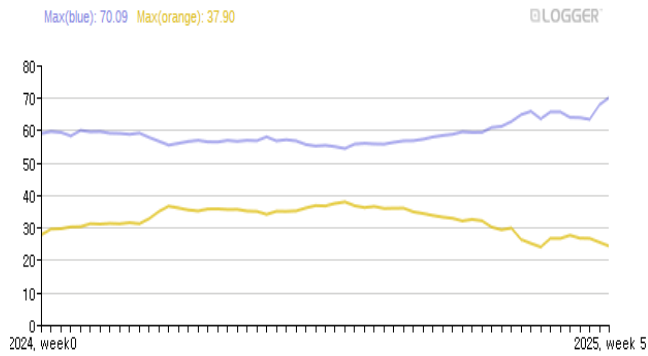
자료: 산업 자료, 유안타증권 리서치센터

Model 훈련에 소요된 GPU 갯수



자료: 산업 자료, 유안타증권 리서치센터

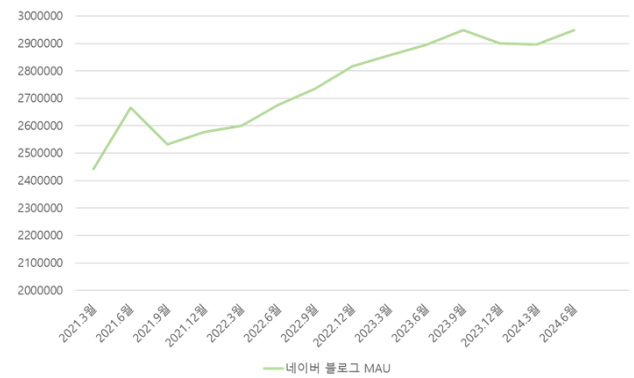
NAVER vs. Google 검색엔진 점유율



자료: Internet Trend, 유안타증권 리서치센터

NAVER 블로그 MAU 추이

(단위: 명)



자료: 언론 보도, 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	28,386	31,702
영업외손익	-2,209	-74	2,670	1,123	2,108
외환관련손익	-791	-427	0	0	0
이자손익	-125	-260	342	962	1,499
관계기업관련손익	968	2,665	1,444	1,351	1,527
기타	-2,261	-2,053	884	-1,191	-918
법인세비용차감전순손익	10,837	14,814	22,463	23,077	27,665
법인세비용	4,105	4,964	3,842	5,539	6,640
계속사업순손익	6,732	9,850	18,621	17,539	21,025
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,732	9,850	18,621	17,539	21,025
지배지분순이익	7,603	10,123	18,779	17,688	21,204
포괄순이익	-7,148	7,244	27,642	26,559	32,295
지배지분포괄이익	-6,813	7,488	27,128	26,066	31,696

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	30,766	33,793
당기순이익	6,732	9,850	18,621	17,539	21,025
감가상각비	5,186	5,280	6,790	6,432	6,145
외환손익	886	-464	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-968	-2,665	-669	-1,351	-1,527
자산부채의 증감	3,075	3,597	1,397	1,296	1,298
기타현금흐름	-377	4,424	2,267	6,852	6,852
투자활동 현금흐름	-12,159	-9,498	-12,151	-11,268	-8,984
투자자산	1,007	6,022	-6,550	-13,536	-14,395
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,007	-6,406	-10,900	-5,000	-5,000
유형자산 감소	122	73	81	0	0
기타현금흐름	-6,281	-9,187	5,218	7,268	10,411
재무활동 현금흐름	-3,395	-1,100	634	10	-23
단기차입금	-1,121	1,130	-2,309	162	130
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	1,024	1,024
연결범위변동 등 기타	447	-901	11,021	-3,510	-1,481
현금의 증감	-572	8,523	27,909	15,998	23,305
기초 현금	27,814	27,242	35,765	63,673	79,671
기말 현금	27,242	35,765	63,673	79,671	102,976
NOPLAT	13,047	14,888	19,793	21,954	25,556
FCF	7,527	13,616	17,504	25,766	28,793

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

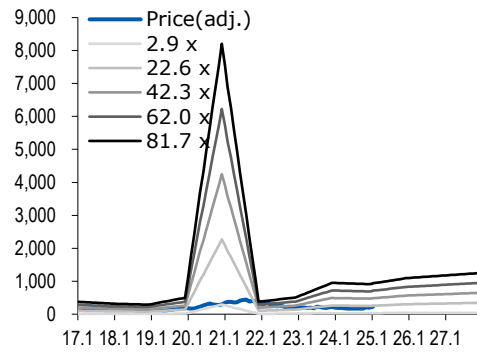
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	64,396	70,281	92,582	110,986	136,037
현금및현금성자산	27,242	35,765	63,673	79,671	102,976
매출채권 및 기타채권	15,154	17,059	10,930	12,422	13,132
재고자산	87	148	168	181	192
비유동자산	274,595	287,098	288,411	300,516	310,693
유형자산	24,578	27,416	29,100	27,668	26,523
관계기업 등 지분관련 자산	185,413	175,889	176,065	189,569	200,394
기타투자자산	38,028	36,423	32,633	32,665	36,234
자산총계	338,990	357,378	380,993	411,502	446,729
유동부채	54,806	63,056	60,810	64,814	68,023
매입채무 및 기타채무	29,354	38,727	16,489	17,754	18,768
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	51,853	52,752
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	116,666	120,775
지배지분	227,441	232,060	255,055	280,587	311,884
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,565	12,426	14,160	14,160	14,160
이익잉여금	236,457	245,444	261,799	278,311	298,337
비지배지분	7,062	10,320	14,397	14,249	14,070
자본총계	234,503	242,380	269,453	294,836	325,954
순차입금	2,419	-2,178	-32,311	-48,868	-72,924
총차입금	49,531	48,830	46,821	46,983	47,113

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	11,632	11,164	13,383
BPS	151,646	154,077	171,296	188,306	209,310
EBITDAPS	11,372	12,644	16,465	17,916	20,009
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	20.2	16.8
PBR	1.7	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	23.0	16.6	11.2	11.4	9.4
PSR	5.1	3.5	3.0	3.1	2.9

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	-5.8	19.9
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	15.3	17.3
EBITDA 마진 (%)	22.7	21.4	24.8	24.6	25.9
ROIC	54.4	38.8	46.5	63.9	88.8
ROA	2.2	2.9	5.1	4.5	4.9
ROE	3.3	4.4	7.7	6.6	7.2
부채비율 (%)	44.6	47.4	41.4	39.6	37.1
순차입금/자기자본 (%)	1.1	-0.9	-12.7	-17.4	-23.4
영업이익/금융비용 (배)	18.2	11.7	14.3	16.2	18.8

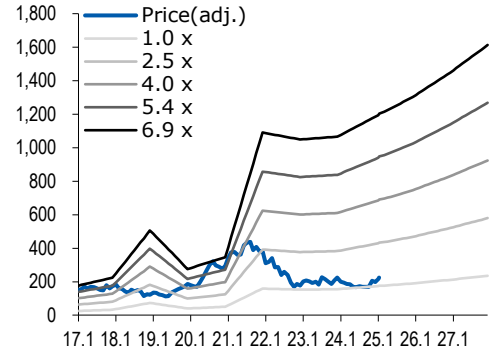
P/E band chart

(천원)



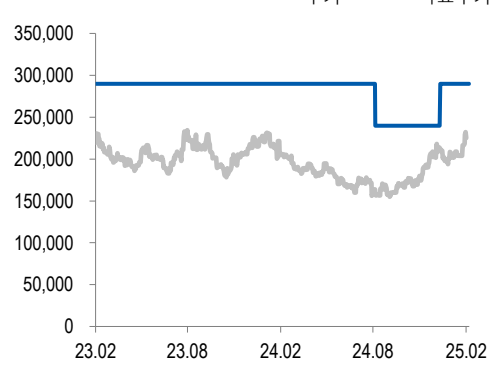
P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-10	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		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)	89.4
Hold(중립)	10.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-02-07

※ 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.