

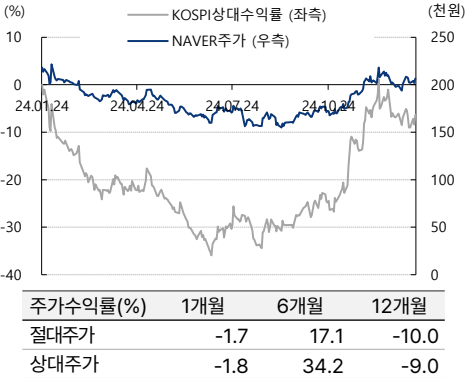
NAVER (035420) : 이익 성장으로 증명할 AI 역량

Buy
TP 254,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(01/15)	206,500원
액면가(원)	100원
52주 최고가(보통주)	230,000원
52주 최저가(보통주)	155,000원
KOSPI (01/15)	2,496.81p
KOSDAQ (01/15)	711.61p
자본금	165억원
시가총액	327,172억원
발행주식수(보통주)	15,844만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	69.5만주
평균거래대금(60일)	1,425억원
외국인지분(보통주)	47.36%
주요주주	국민연금공단 8.44%

Price & Relative Performance



▶ ADVoost 도입을 통한 광고 매출, 플러스스토어 별도 앱 런칭을 통한 커머스 매출 성장 제고 전망

- 2025년 1) ADVoost 도입에 따라 광고 입찰/타겟팅 최적화와 광고 소재 제작 및 검색 광고 키워드 자동화를 통한 ROAS 개선(CPC 감소 + CTR 향상), 2) AI 브리핑 런칭으로 유저 집단 지성의 응축을 통한 지면 가치 상승, 3) 개인화 피드 지면 확대를 서치플랫폼(광고) 매출은 비우호적인 시장 상황에서도 2025년 YoY +8.8%(SA +7.8%, DA +10.9%) 성장 전망.
- 한편 커머스에 있어서는 1H25 1) 멤버십 및 2) 배송 강화, 3) 플러스스토어 별도 어플 출시를 통해 GMV YoY +10.3% 성장하며 시장 점유율의 확대가 가능할 것으로 전망. 멤버십 강화는 넷플릭스를 비롯한 외부 협력 강화와 공격적인 적립율 적용 등을 통해 거래액 성장을 이끌 것이며, 배송은 'N배송'으로의 리브랜딩 후 희망일배송, 새벽배송, 오늘배송 등 다변화된 배송 라인업 확대를 통한 물류 역량 확대를 통해 경쟁력 강화에 기여 예상.

▶ 2025년 매출 11.8조원(YoY +10.1%), 영업이익 2.25조원(YoY +14.5%, OPM 19.1%) 기록 전망

- 2025년은 인건비, 마케팅비의 절감보다는 동사의 코어 비즈니스인 광고+커머스+핀테크 부문의 매출 성장에 기인한 영업이익 성장(YoY +14.5%)과 OPM 개선(+0.7%p)을 전망. 아직 매출 비중이 약 5% 정도로 작지만 클라우드 부문에서 사우디아라비아 데이터 인공지능청(SDAIA)과의 AI/클라우드/데이터센터/로봇 분야 협력 MOU와 공간지능 분야 수주 레퍼런스를 바탕으로 중동 지역 추가 B2G 수주가 이루어질 경우 영업이익 추정치 상향 및 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 전망.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,667	11,748	12,879
YoY(%)	20.6	17.6	10.3	10.1	9.6
영업이익(십억원)	1,305	1,489	1,961	2,245	2,593
OP마진(%)	15.9	15.4	18.4	19.1	20.1
순이익(십억원)	673	985	1,818	1,825	2,093
EPS(원)	4,634	6,180	10,872	11,236	12,886
YoY(%)	-95.4	33.4	75.9	3.4	14.7
PER(배)	38.3	36.2	18.3	18.4	16.0
PCR(배)	14.0	15.7	9.4	9.6	8.7
PBR(배)	1.3	1.6	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	16.0	17.8	12.1	10.7	8.9
ROE(%)	3.3	4.4	7.4	7.1	7.6

NAVER (035420) : 이익 성장으로 증명할 AI 역량

- 2025년 매출 11.8조원(YoY +10.1%), 영업이익 2.25조원(YoY +14.5%, OPM 19.1%) 기록 전망. 2025년은 인건비, 마케팅비의 절감보다는 동사의 코어 비즈니스인 광고+커머스+핀테크 부문의 매출 성장에 기인한 영업이익 성장(YoY +14.5%)과 OPM 개선(+0.7%p)을 전망.
- 2025년 1) ADVoost 도입에 따라 광고 입찰/타겟팅 최적화와 광고 소재 제작 및 검색 광고 키워드 자동화를 통한 ROAS 개선(CPC 감소 + CTR 향상), 2) AI 브리핑 런칭으로 유저 집단 지성의 응축을 통한 지면 가치 상승, 3) 개인화 피드 지면 확대를 서치플랫폼(광고) 매출은 비우호적인 시장 상황에서도 2025년 YoY +8.8%(SA +7.8%, DA +10.9%) 성장 전망.
- 한편 커머스에 있어서는 1H25 1) 멤버십 및 2) 배송 강화, 3) 플러스스토어 별도 어플 출시를 통해 GMV YoY +10.3% 성장하며 시장 점유율의 확대가 가능할 것으로 전망. 멤버십 강화는 넷플릭스를 비롯한 외부 협력 강화와 공격적인 적립율 적용 등을 통해 거래액 성장을 이끌 것이며, 배송은 'N배송'으로 의 리브랜딩 후 희망일배송, 새벽배송, 오늘배송 등 다변화된 배송 라인업 확대를 통한 물류 역량 확대를 통해 경쟁력 강화에 기여 예상.

NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,611	2,716	2,815	2,767	2,916	2,987	3,079	8,220	9,671	10,667	11,748
성장률(YoY %)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	8.4%	11.1%	11.0%	9.5%	11.7%	10.0%	9.4%	20.6%	17.6%	10.3%	10.1%
서치플랫폼	852	910	899	928	905	978	998	1,030	999	1,077	1,070	1,111	3,568	3,589	3,912	4,257
검색	656	689	688	692	696	731	753	757	757	800	800	810	2,609	2,725	2,938	3,167
디스플레이	192	217	207	230	202	235	230	258	227	261	253	284	941	846	925	1,025
커머스	606	633	647	661	704	719	725	764	751	787	792	832	1,801	2,547	2,912	3,162
핀테크	318	340	341	356	354	369	385	402	404	417	428	448	1,187	1,355	1,509	1,697
콘텐츠	411	420	435	466	446	420	463	458	468	473	520	496	1,262	1,733	1,787	1,958
클라우드	93	105	124	126	117	125	145	161	144	163	176	192	403	447	547	675
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,138	2,190	2,291	2,256	2,368	2,396	2,482	6,915	8,182	8,706	9,503
개발&운영	636	644	631	662	636	683	657	676	680	711	696	726	2,070	2,573	2,651	2,814
파트너	832	866	886	950	914	917	938	1,002	978	1,025	1,050	1,087	2,964	3,534	3,770	4,141
인프라	133	142	157	164	170	172	178	185	183	195	200	208	581	596	705	786
마케팅	350	383	390	357	368	367	417	428	415	437	450	461	1,301	1,480	1,579	1,763
영업이익	331	373	380	406	439	473	525	524	510	547	591	597	1,305	1,489	1,961	2,245
성장률(YoY %)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	26.8%	38.2%	29.2%	16.2%	15.8%	12.5%	13.9%	-1.6%	14.1%	31.7%	14.5%
OPM(%)	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	18.1%	19.3%	18.6%	18.5%	18.8%	19.8%	19.4%	15.9%	15.4%	18.4%	19.1%
당기순이익	44	287	356	298	556	332	530	400	356	417	434	617	673	985	1,818	1,825
NPM(%)	1.9%	11.9%	14.6%	11.8%	22.0%	12.7%	19.5%	14.2%	12.9%	14.3%	14.5%	20.0%	8.2%	10.2%	17.0%	15.5%

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,667	11,748	12,879
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,667	11,748	12,879
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	6,915	8,182	8,706	9,503	10,286
영업이익	1,305	1,489	1,961	2,245	2,593
영업이익률 (%)	15.9	15.4	18.4	19.1	20.1
EBITDA	1,866	2,071	2,553	2,863	3,232
EBITDA Margin (%)	22.7	21.4	23.9	24.4	25.1
영업외손익	-221	-7	422	125	125
관계기업손익	97	267	173	250	250
금융수익	679	603	563	563	563
금융비용	-932	-683	-697	-570	-570
기타	-65	-195	383	-118	-118
법인세비용차감전순이익	1,084	1,481	2,383	2,370	2,718
법인세비용	411	496	565	545	625
계속사업순이익	673	985	1,818	1,825	2,093
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,818	1,825	2,093
당기순이익률 (%)	8.2	10.2	17.0	15.5	16.2
비지배자분순이익	-87	-27	53	0	0
지배자분순이익	760	1,012	1,766	1,825	2,093
지배자이익률 (%)	9.2	10.5	16.6	15.5	16.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1,388	-261	-292	-292	-292
포괄손익	-715	724	1,526	1,533	1,801
비지배자분포괄이익	-34	-24	-52	-52	-61
지배자분포괄이익	-681	749	1,578	1,584	1,861

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453	2,002	2,651	2,603	2,889
당기순이익	673	985	1,818	1,825	2,093
비현금항목의 가감	1,318	1,327	1,437	1,328	1,386
감가상각비	519	528	541	570	594
외환손익	80	-30	-62	-62	-62
지분법평가손익	-97	-267	-173	-250	-250
기타	816	1,096	1,131	1,069	1,103
자산부채의 증감	307	360	-80	-84	-87
기타현금흐름	-845	-670	-525	-466	-503
투자활동 현금흐름	-1,216	-950	-1,173	-1,366	-1,428
투자자산	101	602	534	534	534
유형자산	-701	-641	-600	-700	-700
기타	-616	-911	-1,107	-1,200	-1,262
재무활동 현금흐름	-339	-110	-55	-230	-230
단기차입금	-219	-371	-371	-371	-371
사채	0	177	177	177	177
장기차입금	6	218	218	218	218
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-213	-62	-181	-182	-182
기타	87	-71	102	-71	-71
현금의 증감	-57	852	1,614	1,739	1,915
기초 현금	2,781	2,724	3,576	5,191	6,930
기말 현금	2,724	3,576	5,191	6,930	8,845
NOPLAT	810	990	1,496	1,729	1,997
FCF	978	1,291	1,409	1,563	1,849

재무상태표

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,440	7,028	8,699	10,658	12,938
현금및현금성자산	2,724	3,576	5,191	6,930	8,845
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	2,038	2,440	2,925
재고자산	9	15	16	18	20
기타유동자산	2,191	1,731	1,454	1,270	1,147
비유동자산	27,459	28,710	28,456	28,278	28,080
유형자산	2,458	2,742	2,800	2,930	3,036
관계기업투자금	18,541	17,589	17,322	17,054	16,787
기타금융자산	3,803	3,642	3,642	3,642	3,642
기타비유동자산	2,658	4,737	4,692	4,651	4,614
자산총계	33,899	35,738	37,156	38,936	41,017
유동부채	5,481	6,306	5,704	5,394	5,097
매입채무 및 기타채무	2,935	3,873	3,873	3,873	3,873
차입금	261	333	-38	-409	-780
유동성채무	1,120	443	617	617	617
기타유동부채	1,164	1,657	1,252	1,313	1,387
비유동부채	4,968	5,194	5,559	5,933	6,315
차입금	328	994	1,212	1,430	1,648
사채	1,705	1,656	1,832	2,009	2,185
기타비유동부채	2,936	2,545	2,515	2,494	2,482
부채총계	10,449	11,500	11,263	11,327	11,413
지배자분	22,744	23,206	24,790	26,433	28,344
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	23,646	24,544	26,129	27,772	29,683
기타자본변동	-840	-607	-607	-607	-607
비지배자분	706	1,032	1,102	1,175	1,260
자본총계	23,450	24,238	25,893	27,609	29,605
총차입금	4,760	4,648	4,784	4,753	4,729

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	10,872	11,236	12,886
PER	38.3	36.2	18.3	18.4	16.0
BPS	138,642	142,887	152,642	162,758	174,525
PBR	1.3	1.6	1.3	1.3	1.2
EBITDAPS	11,372	12,644	15,722	17,631	19,902
EV/EBITDA	16.0	17.8	12.1	10.7	8.9
SPS	50,107	59,039	65,681	72,337	79,301
PSR	3.5	3.8	3.0	2.9	2.6
CFPS	5,962	7,884	8,674	9,622	11,385
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	20.6	17.6	10.3	10.1	9.6
영업이익 증가율	-1.6	14.1	31.7	14.5	15.5
순이익 증가율	-95.9	46.3	84.6	0.4	14.7
수익성					
ROIC	54.4	38.8	43.4	44.8	45.6
ROA	2.2	2.9	4.8	4.8	5.2
ROE	3.3	4.4	7.4	7.1	7.6
안정성					
부채비율	44.6	47.4	43.5	41.0	38.5
순차입금비용	14.0	13.0	12.9	12.2	11.5
이자보상배율	18.2	11.7	14.7	16.7	19.2