

2024. 11. 11



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 260,000 원**현재주가 (11.8)** 174,600 원**상승여력** 48.9%

KOSPI 2,561.15pt

시가총액 280,730억원

발행주식수 15,844만주

유동주식비율 84.29%

외국인비중 43.11%

52주 최고/최저가 231,500원/155,000원

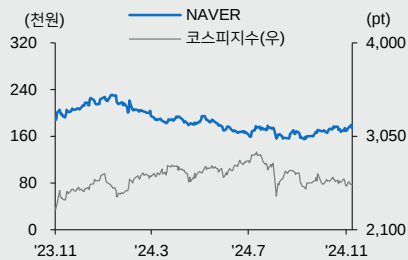
평균거래대금 1,264.7억원

주요주주(%)

국민연금공단 8.31

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	-8.5	-11.6
상대주가	6.4	-2.0	-16.4

주가그래프**NAVER** 035420**2025년 그림을 엿볼 수 있었던 3Q24**

- ✓ 3분기 연결 영업이익은 5,253억원으로 5천억원대 이익 레벨 진입
- ✓ 플레이스 비딩으로 SA 성장세 빨라졌고 홈페이지 효과로 DA도 높은 성장
- ✓ 두 부문 모두 광고 효율성에 따라 광고주 반응한 상품. 성장세 2025년 이어갈 것
- ✓ 2024년 이익 33% 성장 전망되는 데 반해 주가 YTD 23% 하락
- ✓ 2025년 글로벌 사업자와 성장을 맞닿으며 밸류에이션 매력 높아짐

3분기, 비용 효율화가 아닌 탑라인이 이끈 이익 성장

네이버의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 7,156억원(+11.1% YoY, 이하 동일)과 5,253억원(+38.2%)으로 기대치를 상회했다. 모바일 메인 일평균 체류 시간이 10% 이상 증가하며 DA 11% 성장을 이끌었다. 검색 광고 또한 플레이스 비딩이 도입되며 성장률이 9.5%로 확대되었다. DA와 SA 모두 광고주가 효율성에 따라 반응한 광고 상품에 해당한다. 2025년 광고 성장률은 현재 흐름이 이어질 전망이다. 가격비교 감소가 아쉬우나 브랜드스토어 중심의 온플랫폼 성장은 10%를 달성하며 AI 수익화 효과(별도 증개/판매 매출 47% 증가)가 드러나는 실적이었다. 온라인 쇼핑 성장률이 1%대로 동분기 매우 낮으나 네이버쇼핑 또한 반사수혜 대상이었음을 알 수 있었다. 클라우드는 사우디 인식 시작 및 뉴로 클라우드 효과로 17% 증가했다.

웹툰은 200억원의 IPO 및 스톡옵션 비용이 발생했음에도 콘텐츠 적자는 QoQ 540억원 개선되었다. 커머스 웹툰의 전략적 마케팅비 증가에도 전 부문 탑라인이 고르게 성장한 결과였다. 다만 최근 국내 웹툰 등 이슈는 해결될 필요가 있다. 2023년 기준 웹툰 내 국내 매출 비중은 44%에 달했기 때문이다.

낮아진 밸류에이션, 맞닿은 성장률, 더 나은 주주환원에 대한 기대

동사는 B2B 수익화 달성에도 내수 한계(클라우드), 가격 비교 하락이 커머스 성장에 노이즈로 작용하며 33%에 달하는 이익 성장률에도 2024년 YTD 23% 하락했다. 그러나 고도화된 AI 알고리즘을 활용한 광고가 재차 성장하기 시작했고, 인프라 중심의 비용 증가를 충분히 고려하더라도 2025년 매출 및 이익은 각각 10%, 14% 성장이 전망된다. 밸류에이션은 충분히 낮아졌고 2025년 성장률은 글로벌 사업자와 유사한 수준으로 수렴한다. 최근 자사주 매입 후 소각을 비롯하여 재무적 여유가 증가해 2025년은 좀 더 확장된 주주 환원이 가능해진다는 측면에서 2025년은 개선된 주가 흐름을 예상한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	8,220.1	1,304.7	760.3	4,634	-95.9	138,642	38.3	1.3	16.1	3.3	44.6
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	46.5	142,887	36.2	1.6	18.0	4.4	47.4
2024E	10,665.8	1,984.7	1,725.4	10,667	82.2	152,602	16.4	1.1	10.0	7.2	46.2
2025E	11,780.1	2,270.8	1,898.3	12,337	14.1	172,533	14.2	1.0	8.2	7.5	40.8
2026E	12,817.7	2,493.5	2,250.2	14,717	19.4	186,903	11.9	0.9	7.2	8.2	38.5

표1 네이버 3Q24 Review

(십억원)	3Q24P	3Q23	% YoY	2Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	2,715.6	2,445.3	11.1	2,610.5	4.0	2,662.0	2.0	2,674.7	1.5
영업이익	525.3	380.2	38.2	472.7	11.1	493.5	6.4	512.2	2.6
세전이익	653.3	504.5	29.5	467.4	39.8	534.2	22.3	498.3	31.1
지배순이익	520.4	375.8	38.5	338.4	53.8	384.6	35.3	346.8	50.0

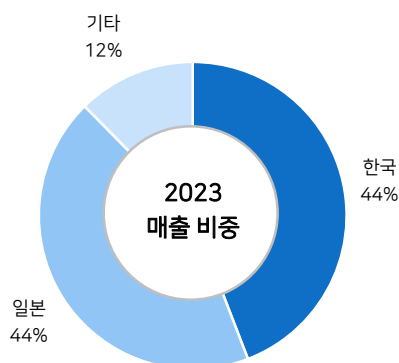
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표2 네이버 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		% diff.	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,665.8	11,780.1	10,542.0	11,297.2	1%	4%
영업이익	1,984.7	2,270.8	1,939.3	2,120.8	2%	7%
세전이익	2,303.0	2,570.8	2,002.2	2,029.8	15%	27%
지배주주순이익	1,725.4	1,898.3	1,459.2	1,415.7	18%	34%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 2023년 네이버웹툰 내 지역별 매출 비중



자료: 웹툰 엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

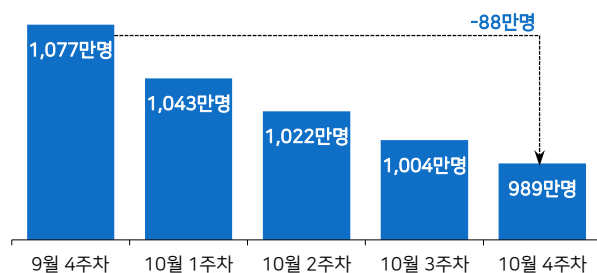
그림2 국내 네이버웹툰 이슈 발생 후 주간 이용자 8% 감소

아시아경제

네이버웹툰 여혐 논란에...환불·회원탈퇴 불매운동 거세

입력 2024.10.22. 오후 7:43 · 수정 2024.10.22. 오후 7:44 기사원문

■ 네이버웹툰 주간 사용자



주: 한국인 안드로이드+iOS 앱 사용자 추정

자료: 와이즈앱, 아시아경제, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024.09.30 특별 주주환원 정책 발표

취득 및 소각 예정주식	2,347,500주
취득예정금액	4,012억원
취득예상기간	2024.10.02~2024.12.28
소각 예정일	2024.12.31
발행주식총수 대비 소각 예정 자사주 비중	1.5%
주주환원 재원	A-Holdings는 2024.08 LY Corp의 자사주 취득 위한 공개매수에 참여, 매각 대금 중 절반인 732억엔을 네이버 및 네이버 일본 법인에 배당 지급

자료: 메리츠증권 리서치센터

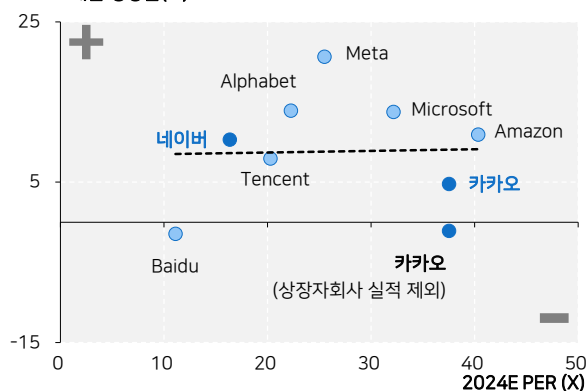
표4 2023.05 발표한 3개년 주주환원 계획

배당 규모	2개년 평균 연결 FCF의 15~30%
보유 자사주 소각	향후 3년간 매년 총 발행 주식수의 1%
보유 자사주 비율	임직원 주식보상재원 활용 위해 장기적으로(현재 약 8% 대비) 5% 이내 수준에서 유지 계획

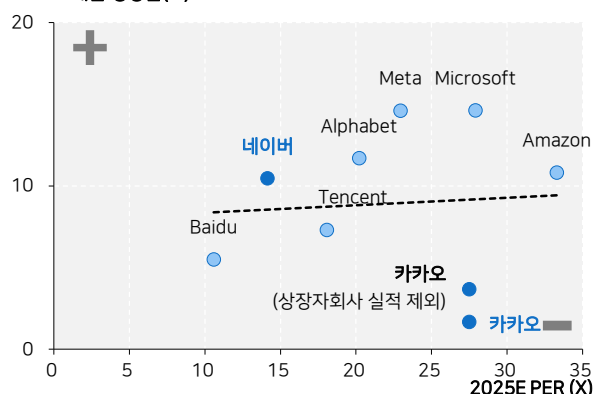
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 2024/2025 Global peer와 비교한 네이버와 카카오의 매출 성장률 및 밸류에이션

2024E 매출 성장률(%)



2025E 매출 성장률(%)

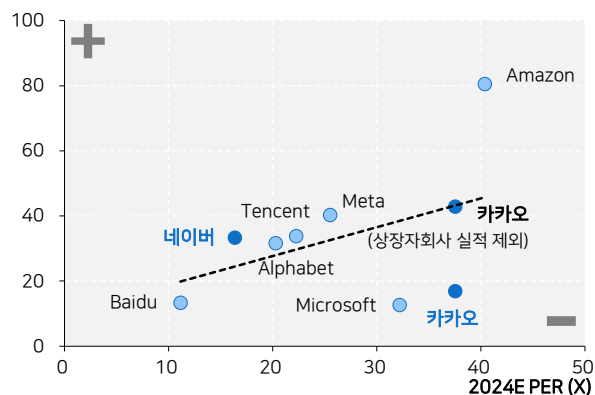


주: 네이버/카카오는 당사 추정치 기준, 글로벌 플랫폼 사업자는 블룸버그 컨센서스 기준

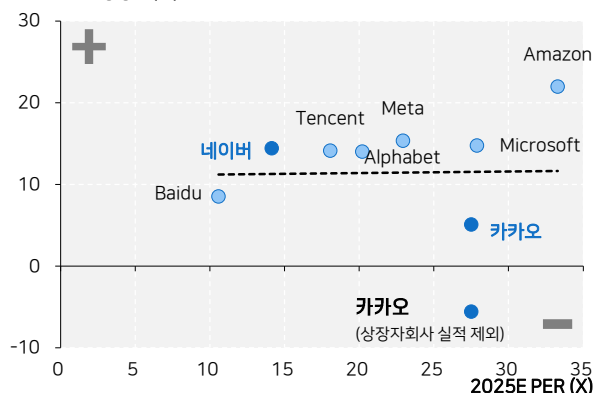
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 2024/2025 Global peer와 비교한 네이버와 카카오의 영업이익 성장률 및 밸류에이션

2024E OP 성장률(%)



2025E OP 성장률(%)



주: 네이버/카카오는 당사 추정치 기준, 글로벌 플랫폼 사업자는 블룸버그 컨센서스 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 네이버 실적 전망												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	2,526	2,610	2,716	2,814	2,783	2,907	2,998	3,091	9,671	10,666	11,780	12,818
서치플랫폼	905	978	998	1,032	998	1,067	1,060	1,097	3,589	3,914	4,223	4,445
검색	696	731	753	764	762	801	803	815	2,725	2,945	3,181	3,340
디스플레이	202	235	230	250	220	249	241	263	846	917	973	1,030
커머스	703	719	725	749	744	774	798	813	2,547	2,897	3,129	3,321
커머스 광고	265	280	279	280	278	294	310	308	1,107	1,104	1,190	1,239
중개 및 판매	268	255	270	300	285	293	301	329	777	1,094	1,208	1,322
포시마크	123	136	130	120	130	136	134	123	474	508	523	537
핀테크	354	368	385	417	421	430	453	483	1,355	1,524	1,786	2,043
콘텐츠	446	420	463	469	486	491	516	524	1,733	1,798	2,016	2,235
클라우드	117	125	145	147	134	145	172	174	447	533	626	775
% YoY												
매출	10.8	8.4	11.1	10.9	10.2	11.4	10.4	9.9	17.6	10.3	10.4	8.8
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	11.2	10.3	9.1	6.3	6.3	0.6	9.0	7.9	5.3
검색	6.2	6.1	9.5	10.4	9.5	9.5	6.6	6.6	4.5	8.1	8.0	5.0
디스플레이	5.3	8.1	11.0	9.0	8.7	5.9	4.9	5.0	-10.0	8.4	6.1	5.9
커머스	16.1	13.6	12.0	13.4	5.8	7.7	10.0	8.6	41.4	13.7	8.0	6.1
커머스 광고	0.3	-0.1	-1.1	0.0	5.0	5.0	11.1	10.0	2.6	-0.3	7.8	4.1
중개 및 판매	46.2	34.8	49.9	33.9	6.5	14.6	11.5	9.7	28.7	40.7	10.5	9.4
포시마크	2.4	11.2	6.6	8.5	6.1	0.0	3.3	3.1	N/A	7.2	3.0	2.6
핀테크	11.2	8.5	13.0	17.1	18.8	16.8	17.5	15.8	14.2	12.5	17.2	14.4
콘텐츠	8.5	-0.1	6.4	0.5	8.9	16.8	11.4	11.7	37.4	3.7	12.1	10.9
클라우드	25.5	19.2	17.0	16.7	14.9	16.7	18.8	18.5	11.0	19.2	17.4	23.8
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,266	2,269	2,361	2,388	2,490	8,182	8,681	9,509	10,324
% to sales	82.6	81.9	80.7	80.5	81.5	81.2	79.7	80.6	84.6	81.4	80.7	80.5
% YoY	7.0	5.0	6.1	6.3	8.7	10.5	9.0	9.9	18.3	6.1	9.5	8.6
개발/운영비용	636	683	657	698	692	732	711	766	2,573	2,674	2,901	3,167
주식보상비용	34	55	50	50	52	55	51	51	272	190	209	211
파트너	913	917	938	963	980	1,015	1,046	1,069	3,534	3,731	4,110	4,503
인프라	170	172	178	190	196	206	216	219	596	709	836	909
마케팅	367	367	417	416	401	409	416	437	1,480	1,567	1,662	1,746
영업이익	439	473	525	547	514	546	610	601	1,489	1,985	2,271	2,493
% YoY	32.9	26.8	38.2	35.0	17.1	15.5	16.1	9.7	14.1	33.3	14.4	9.8
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	19.5	18.5	18.8	20.3	19.4	15.4	18.6	19.3	19.5
별도 영업이익	407	497	472	508	462	516	533	560	1,713	1,884	2,071	2,164
자회사 합산	33	-25	53	39	53	29	77	40	-224	101	200	330
세전이익	660	467	653	522	319	755	774	723	1,481	2,303	2,571	3,043
% YoY	466.3	11.0	29.5	18.9	-51.7	61.5	18.4	38.6	36.7	55.5	11.6	18.4
지배주주순이익	511	338	520	356	262	529	618	490	1,012	1,725	1,898	2,250
% YoY	827.4	26.4	38.5	13.4	-48.7	56.2	18.8	37.5	33.2	70.4	10.0	18.5

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,220.1	9,670.6	10,665.8	11,780.1	12,817.7
매출액증가율(%)	20.6	17.6	10.3	10.4	8.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,665.8	11,780.1	12,817.7
판매관리비	6,915.4	8,181.8	8,681.1	9,509.3	10,324.3
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,984.7	2,270.8	2,493.5
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.6	19.3	19.5
금융손익	-252.6	-79.5	-167.1	-116.9	73.0
종속/관계기업손익	96.8	266.5	145.2	210.0	290.6
기타영업외손익	-65.1	-194.5	340.2	206.9	186.2
세전계속사업이익	1,083.7	1,481.4	2,303.0	2,570.8	3,043.3
법인세비용	410.5	496.4	530.2	646.7	828.6
당기순이익	673.2	985.0	1,772.8	1,924.1	2,283.6
지배주주지분 순이익	760.3	1,012.3	1,725.4	1,898.3	2,250.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,439.6	7,028.1	8,625.4	10,124.2	11,163.6
현금및현금성자산	2,724.2	3,576.5	5,186.1	6,624.5	7,610.1
매출채권	529.6	491.4	542.0	598.6	651.3
재고자산	8.7	14.8	6.1	8.7	9.4
비유동자산	27,459.5	28,709.8	28,594.7	28,187.5	29,428.0
유형자산	2,457.8	2,741.6	2,561.6	2,354.0	2,119.5
무형자산	1,481.4	3,445.6	3,386.8	3,321.3	3,248.9
투자자산	22,344.1	21,231.1	21,354.9	21,220.8	22,768.2
자산총계	33,899.0	35,737.8	37,220.1	38,311.7	40,591.5
유동부채	5,480.6	6,305.6	6,312.7	6,213.7	6,690.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	261.4	333.0	333.0	333.0	333.0
유동성장기부채	1,120.0	442.9	250.0	0.0	300.0
비유동부채	4,968.1	5,194.3	5,446.7	4,884.3	4,600.6
사채	1,704.5	1,655.7	1,905.7	1,905.7	1,605.7
장기차입금	328.0	993.6	993.6	393.6	393.6
부채총계	10,448.7	11,499.8	11,759.4	11,098.0	11,291.1
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,556.5	1,242.6	1,242.6	1,242.6	1,242.6
기타포괄이익누계액	-1,634.8	-1,990.2	-1,990.2	-1,990.2	-1,990.2
이익잉여금	23,645.7	24,544.4	25,589.0	26,649.6	28,846.7
비지배주주지분	706.2	1,032.0	924.7	833.9	723.4
자본총계	23,450.3	24,238.0	25,460.7	27,213.7	29,300.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,453.4	2,002.2	2,633.9	2,763.7	3,167.0
당기순이익(손실)	673.2	985.0	1,772.8	1,924.1	2,283.6
유형자산상각비	518.6	528.0	680.1	722.5	765.0
무형자산상각비	42.3	54.3	58.8	65.6	72.4
운전자본의 증감	307.5	359.7	122.3	51.5	46.0
투자활동 현금흐름	-1,215.9	-949.8	-541.1	-306.5	-2,010.9
유형자산의증가(CAPEX)	-700.7	-640.6	-500.0	-515.0	-530.5
투자자산의감소(증가)	2,364.7	1,379.5	-123.8	134.1	-1,547.4
재무활동 현금흐름	-339.5	-110.0	-483.1	-1,018.9	-170.5
차입금의 증감	482.7	-70.1	37.1	-870.0	0.7
자본의 증가	66.2	-313.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-57.2	852.3	1,609.7	1,438.3	985.6
기초현금	2,781.4	2,724.2	3,576.5	5,186.1	6,624.5
기말현금	2,724.2	3,576.5	5,186.1	6,624.5	7,610.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	50,107	59,039	65,938	76,557	83,832
EPS(지배주주)	4,634	6,180	10,667	12,337	14,717
CFPS	12,138	14,118	18,620	21,371	24,693
EBITDAPS	11,372	12,644	16,837	19,880	21,785
BPS	138,642	142,887	152,602	172,533	186,903
DPS	914	1,205	1,000	1,150	1,323
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	38.3	36.2	16.4	14.2	11.9
PCR	14.6	15.9	9.4	8.2	7.1
PSR	3.5	3.8	2.6	2.3	2.1
PBR	1.3	1.6	1.1	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	1,865.6	2,071.2	2,723.5	3,058.9	3,330.9
EV/EBITDA	16.1	18.0	10.0	8.2	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	4.4	7.2	7.5	8.2
EBITDA 이익률	22.7	21.4	25.5	26.0	26.0
부채비율	44.6	47.4	46.2	40.8	38.5
금융비용부담률	0.9	1.3	1.2	1.0	0.8
이자보상배율(x)	18.2	11.7	15.7	19.6	23.8
매출채권회전율(x)	31.0	18.9	20.6	20.7	20.5
재고자산회전율(x)	1,111.4	824.3	1,018.2	1,592.8	1,419.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.11.14	산업브리프	Buy	210,000	이효진	-11.9	-6.4	
2023.01.10	산업브리프	Buy	230,000	이효진	-12.4	-2.8	
2023.02.06	기업브리프	Buy	240,000	이효진	-10.6	-4.0	
2023.03.13	Indepth	Buy	260,000	이효진	-23.0	-16.7	
2023.05.26	Indepth	Buy	290,000	이효진	-30.2	-19.1	
2024.05.26	1년 경과				-41.7	-38.3	
2024.07.08	기업브리프	Buy	260,000	이효진	-	-	