2024. 10. 7

NAVER 035420

탑다운, 바텀업 매력 모두 높아지는 구간

▲ 인터넷/게임
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

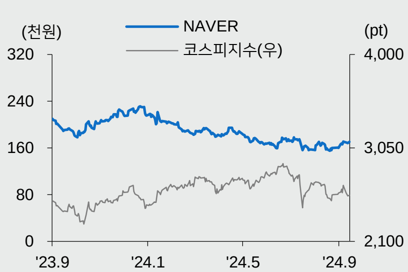
- ✓ 3분기 연결 영업이익은 기대치 상회 전망. 홈피드 광고 호조로 DA 성장세 확대
- ✓ 광고/커머스 3분기 매출은 모두 시장 대비 성장률 높을 전망
- ✓ 지난 2년간 미국 vs. 非미국 플랫폼 수익률 극명하게 나뉘었으나 7월부터 해소 구간
- ✓ LY 이슈로 주주환원 통한 투자자 관심 환기 필요했는데 특별 정책 통해 화답
- ✓ 영업 개선 및 capex 정점 지나 2025년 신 주주환원 정책은 기존 대비 강화 기대

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	260,000 원
현재주가 (10.4)	170,700 원
상승여력	52.3%
KOSPI	2,569.71pt
시가총액	274,459억원
발행주식수	15,844만주
유동주식비율	85.69%
외국인비중	43.04%
52주 최고/최저가	231,500원/155,000원
평균거래대금	1,370.6억원
주요주주(%)	
국민연금공단	8.31
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.4	-12.1	-10.7
상대주가	8.8	-6.3	-16.4

주가그래프



예상대로 3분기 DA 성장률 두 자릿수로 확대될 듯

네이버의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 6,671억원(+9.1% YoY)과 5,056억원(+33.0% YoY)으로 기대치를 상회할 전망이다. 2분기 웹툰 IPO 관련 일회성 비용 제거(500억대) 및 본업 개선에 기인한다.

지난 8월 실적발표에서 비춰진 자신감처럼 홈피드 효과가 DA 성장률을 이끌고 있다. 23년말 15%였던 홈피드 이용률은 25%까지 높아졌고 체류 시간은 13% 늘었다. 광고주 만족도가 높고 타겟팅이 확대되고 있어 당분간 현 추세는 유지될 전망이다. 8월 온라인 쇼핑 시장 성장률은 2%까지 하락했다. 7월 티메프 사태가 해피머니로 전이되며 이쿠폰 규모가 빠르게 감소했고 식음료를 제외한 전 부문 부진이 이어진 탓이다. 그럼에도 동사는 솔루션 및 도착보장을 통한 AI 수익화로 중개/판매(별도) 수익은 30%대의 고성장이 예상된다. 클라우드는 사우디 디지털 트윈 등 기존 인터넷 관련/금융/공공부문에 더해 신규 사업이 인식되며 성장률은 개선될 전망이다.

글로벌 롱숏 해소 & 영업 개선 및 주주환원 강화로 자체 매력 증가

지난 2년간 미국과 非미국 플랫폼 수익률이 극명하게 나뉘었다. 그러나 7월부터 되돌림이 일어나며 동사 주가에 긍정적 영향을 끼치고 있다. LY 매각 이슈는 동사의 해외 확장 스토리를 저지하며 밸류에이션 하락으로 이어졌다. 투자자 관심 환기를 위해서는 주주환원 강화가 필요했는데 지난 9월 30일, A홀딩스 특별 배당금 약 8천억원 중 절반을 자사주 매입 후 소각하는 특별 환원 정책을 발표했다. 주요 영업 환경이 개선되고 있으며 지난 2년간 포시마크 인수 및 데이터센터 신규 건설로 대규모 자금이 소요되었으나 capex 정점을 지난 만큼 2025년 주주환원은 기존 대비 강화될 유인이 높다. 동사의 상대적 우위를 예상하는 기존 전망을 유지한다.

(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	10,529.2	1,927.7	1,450.2	8,965	53.9	150,828	19.0	1.1	10.1	6.1	46.7
2025E	11,292.6	2,091.6	1,428.7	9,053	-2.4	162,914	18.9	1.0	8.6	5.7	42.0
2026E	12,020.7	2,170.4	1,650.8	10,526	17.1	172,633	16.2	1.0	8.0	6.3	40.4

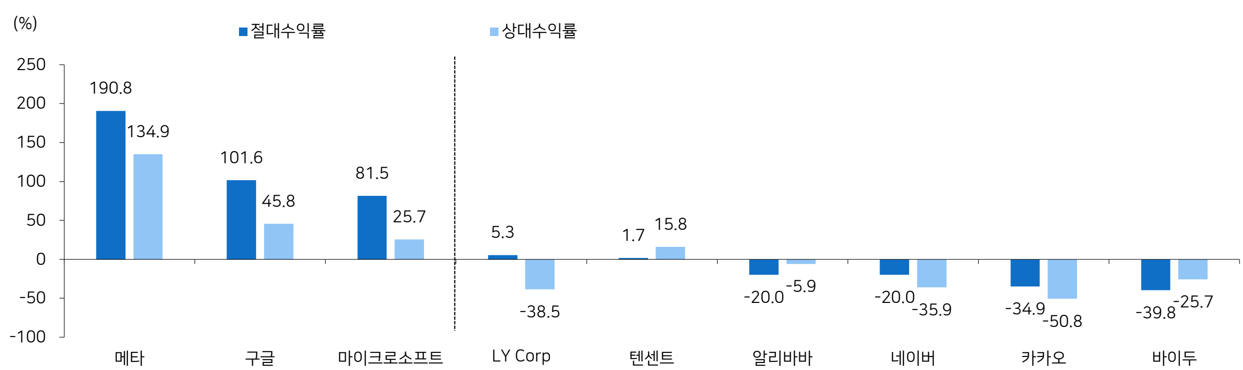
meritz 메리츠증권

표1 네이버 3Q24 Preview

(십억원)	3Q24E	3Q23	% YoY	2Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	2,667.1	2,445.3	9.1	2,610.5	2.2	2,665.6	0.1
영업이익	505.6	380.2	33.0	472.7	7.0	484.0	4.4
세전이익	491.7	504.5	-2.6	467.4	5.2	511.3	-3.8
지배순이익	342.1	375.8	-9.0	338.4	1.1	368.1	-7.1

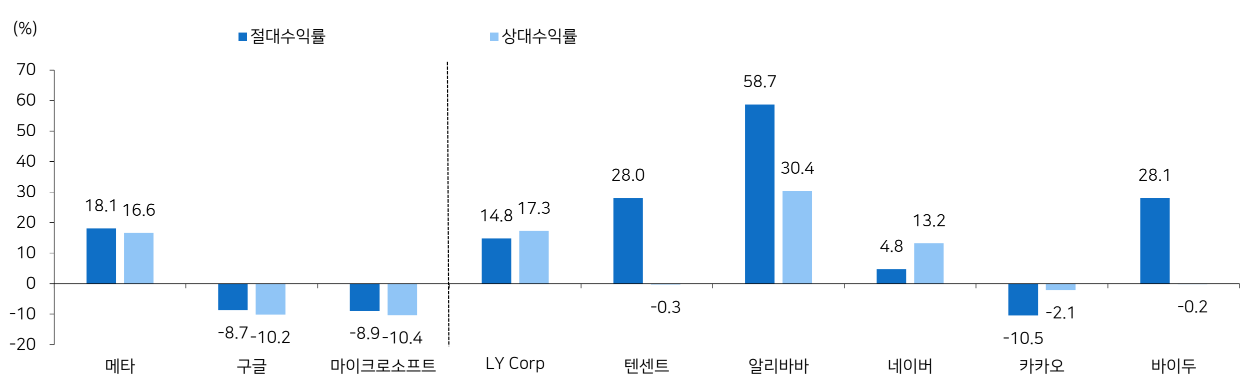
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 Bing 내 Chat GPT 도입 이벤트 후 미국 vs. 非미국으로 수익률 갈려



주: 2023.03.01 대비 2024.06.28 수익률
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2H24부터 되돌림 장세 시작



주: 2024.07.01 대비 2024.10.04 수익률
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 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

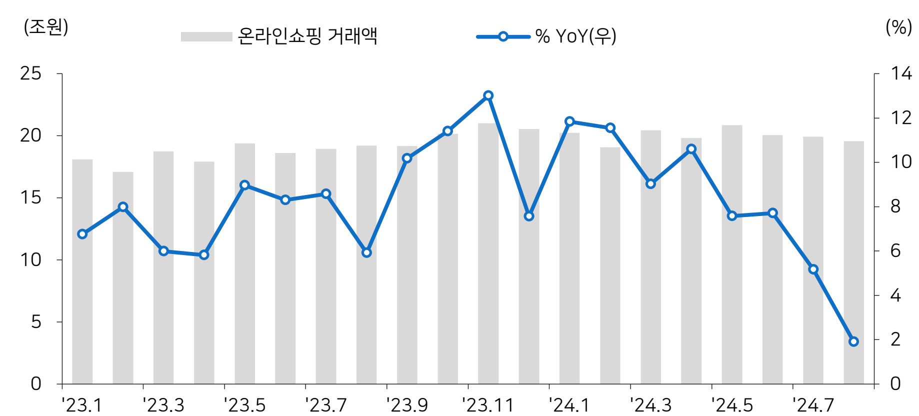
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표3 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: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림3 전체 온라인쇼핑 거래액 및 성장률



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표4 네이버 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,610	2,667.1	2,726	9,671	10,529	11,293	12,021
서치플랫폼	852	910	899	928	905	978	974	995	3,589	3,853	4,052	4,262
검색	656	689	688	692	696	731	730	730	2,725	2,888	3,041	3,193
디스플레이	192	217	207	230	202	235	232	250	846	919	971	1,033
커머스	606	633	647	660	703	719	725	734	2,547	2,882	3,076	3,284
커머스 광고	264	280	282	280	265	280	280	280	1,107	1,104	1,156	1,191
중개 및 판매	183	190	180	224	263	255	267	291	777	1,077	1,217	1,310
포시마크	120	122	122	110	127	136	129	115	474	508	500	571
핀테크	318	340	341	356	354	368	369	382	1,355	1,473	1,543	1,533
콘텐츠	411	420	435	466	446	420	448	457	1,733	1,771	1,969	2,198
클라우드	93	104	124	126	117	125	151	157	447	550	653	743
% YoY												
매출	*23.6*	*17.7*	*18.9*	*11.7*	*10.8*	*8.4*	*9.1*	*7.4*	*17.6*	*8.9*	*7.3*	*6.4*
서치플랫폼	*0.2*	*0.5*	*0.3*	*1.3*	*6.3*	*7.5*	*8.4*	*7.2*	*0.6*	*7.3*	*5.2*	*5.2*
검색	*5.3*	*4.3*	*3.5*	*4.8*	*6.2*	*6.1*	*6.1*	*5.5*	*4.5*	*6.0*	*5.3*	*5.0*
디스플레이	*-13.1*	*-9.8*	*-9.5*	*-8.1*	*5.3*	*8.1*	*12.0*	*9.0*	*-10.0*	*8.6*	*5.6*	*6.4*
커머스	*45.5*	*44.0*	*41.3*	*35.7*	*16.1*	*13.6*	*12.0*	*11.2*	*41.4*	*13.2*	*6.7*	*6.8*
커머스 광고	*1.4*	*2.5*	*5.5*	*1.2*	*0.3*	*-0.1*	*-1.0*	*0.0*	*2.6*	*-0.2*	*4.7*	*3.0*
중개 및 판매	*38.5*	*33.4*	*15.2*	*29.5*	*43.7*	*34.8*	*47.9*	*29.8*	*28.7*	*38.5*	*13.1*	*7.6*
포시마크	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*6.3*	*11.2*	*6.3*	*4.3*	*N/A*	*7.1*	*-1.5*	*14.2*
핀테크	*15.8*	*14.9*	*15.1*	*11.3*	*11.2*	*8.5*	*8.2*	*7.4*	*14.2*	*8.7*	*4.7*	*-0.7*
콘텐츠	*94.0*	*40.1*	*39.5*	*6.6*	*8.5*	*-0.1*	*3.1*	*-2.1*	*37.4*	*2.2*	*11.1*	*11.7*
클라우드	*1.2*	*-0.4*	*30.3*	*13.3*	*25.5*	*19.2*	*22.5*	*24.7*	*11.0*	*23.0*	*18.7*	*13.8*
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,138	2,162	2,215	8,182	8,602	9,201	9,850
% to sales	*85.5*	*84.5*	*84.5*	*84.0*	*82.6*	*81.9*	*81.0*	*81.3*	*84.6*	*81.7*	*81.5*	*81.9*
% YoY	*26.3*	*19.0*	*19.6*	*10.1*	*7.0*	*5.0*	*4.7*	*3.9*	*18.3*	*5.1*	*7.0*	*7.1*
개발/운영비용	635	644	631	661	636	683	615	667	2,573	2,601	2,742	2,906
주식보상비용	75	54	75	68	34	55	34	34	272	157	176	177
파트너	832	866	886	950	913	917	972	980	3,534	3,782	4,078	4,419
인프라	133	142	157	164	170	172	178	182	596	702	784	824
마케팅	350	383	390	357	367	367	396	387	1,480	1,517	1,597	1,702
영업이익	330	373	380	405	439	473	506	510	1,489	1,928	2,092	2,170
% YoY	*9.5*	*10.9*	*15.1*	*20.5*	*32.9*	*26.8*	*33.0*	*25.8*	*14.1*	*29.5*	*8.5*	*3.8*
영업이익률(%)	*14.5*	*15.5*	*15.5*	*16.0*	*17.4*	*18.1*	*19.0*	*18.7*	*15.4*	*18.3*	*18.5*	*18.1*
별도 영업이익	391	432	448	442	407	497	467	510	1,713	1,881	1,986	1,987
자회사 합산	-60	-60	-68	-36	33	-25	38	0	-224	46	106	183
세전이익	117	421	505	439	660	467	492	371	1,481	1,991	2,000	2,348
% YoY	*-54.6*	*60.0*	*34.6*	*132.2*	*466.3*	*11.0*	*-2.6*	*-15.4*	*36.7*	*34.4*	*0.5*	*17.4*
지배주주순이익	55	268	376	314	511	338	342	259	1,012	1,450	1,429	1,651
% YoY	*-67.8*	*46.0*	*46.2*	*110.9*	*827.4*	*26.4*	*-9.0*	*-17.5*	*33.2*	*43.2*	*-1.5*	*15.5*

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**8,220.1**	**9,670.6**	**10,529.2**	**11,292.6**	**12,020.7**
매출액증가율(%)	20.6	17.6	8.9	7.3	6.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,529.2	11,292.6	12,020.7
판매관리비	6,915.4	8,181.8	8,601.5	9,201.0	9,850.2
영업이익	**1,304.7**	**1,488.8**	**1,927.7**	**2,091.6**	**2,170.4**
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.3	18.5	18.1
금융손익	-252.6	-79.5	-140.3	-126.8	60.5
종속/관계기업손익	96.8	266.5	-1.5	64.4	143.6
기타영업외손익	-65.1	-194.5	204.6	-29.2	-26.3
세전계속사업이익	1,083.7	1,481.4	1,990.5	2,000.0	2,348.3
법인세비용	410.5	496.4	493.4	574.7	681.2
당기순이익	**673.2**	**985.0**	**1,497.2**	**1,425.3**	**1,657.9**
지배주주지분 순이익	760.3	1,012.3	1,450.2	1,428.7	1,650.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**1,453.4**	**2,002.2**	**2,372.5**	**2,342.6**	**2,589.2**
당기순이익(손실)	673.2	985.0	1,497.2	1,425.3	1,657.9
유형자산상각비	518.6	528.0	687.4	766.0	789.9
무형자산상각비	42.3	54.3	58.8	58.8	60.8
운전자본의 증감	307.5	359.7	129.2	92.5	80.6
투자활동 현금흐름	**-1,215.9**	**-949.8**	**-541.1**	**-306.5**	**-1,595.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-700.7	-640.6	-500.0	-515.0	-530.5
투자자산의감소(증가)	2,364.7	1,379.5	-123.8	134.1	-1,132.1
재무활동 현금흐름	**-339.5**	**-110.0**	**-483.1**	**-1,018.9**	**-176.1**
차입금의 증감	482.7	-70.1	37.1	-870.0	-4.9
자본의 증가	66.2	-313.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-57.2	852.3	1,348.3	1,017.2	817.6
기초현금	2,781.4	2,724.2	3,576.5	4,924.8	5,942.0
기말현금	2,724.2	3,576.5	4,924.8	5,942.0	6,759.6

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,439.6	7,028.1	8,357.1	9,393.8	10,230.4
현금및현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,924.8	5,942.0	6,759.6
매출채권	529.6	491.4	535.0	573.8	610.8
재고자산	8.7	14.8	6.1	8.7	9.2
비유동자산	27,459.5	28,709.8	28,587.4	28,143.5	28,955.3
유형자산	2,457.8	2,741.6	2,554.2	2,303.2	2,043.8
무형자산	1,481.4	3,445.6	3,386.8	3,328.0	3,267.2
투자자산	22,344.1	21,231.1	21,354.9	21,220.8	22,352.8
자산총계	**33,899.0**	**35,737.8**	**36,944.5**	**37,537.3**	**39,185.7**
유동부채	5,480.6	6,305.6	6,312.7	6,213.7	6,684.8
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**	**11,285.4**
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	25,665.4	26,173.2	27,697.4
비지배주주지분	706.2	1,032.0	934.4	889.6	826.5
자본총계	**23,450.3**	**24,238.0**	**25,185.1**	**26,439.3**	**27,900.3**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	50,107	59,039	65,093	71,556	76,648
EPS(지배주주)	4,634	6,180	8,965	9,053	10,526
CFPS	12,138	14,118	16,751	17,515	19,828
EBITDAPS	11,372	12,644	16,530	18,480	19,264
BPS	138,642	142,887	150,828	162,914	172,633
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	19.0	18.9	16.2
PCR	14.6	15.9	10.2	9.7	8.6
PSR	3.5	3.8	2.6	2.4	2.2
PBR	1.3	1.6	1.1	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	1,865.6	2,071.2	2,673.9	2,916.4	3,021.1
EV/EBITDA	16.1	18.0	10.1	8.6	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	4.4	6.1	5.7	6.3
EBITDA 이익률	22.7	21.4	25.4	25.8	25.1
부채비율	44.6	47.4	46.7	42.0	40.4
금융비용부담률	0.9	1.3	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	18.2	11.7	15.2	18.0	20.8
매출채권회전율(x)	31.0	18.9	20.5	20.4	20.3
재고자산회전율(x)	1,111.4	824.3	1,005.1	1,526.9	1,346.0

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.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

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

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.11.03	Indepth	Buy	210,000	이효진	-12.5	-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		1 년 경과			-41.7	-38.3
2024.07.08	기업브리프	Buy	260,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이