



| 인터넷/플랫폼 |

NAVER(035420.KS)

NAVER, NA는 VER써 기대돼!

3Q24 Review: 당사는 3Q24 매출액 2조 7,156억 원, 영업이익 5,253억 원으로 6분기 연속 증가하며 최대 규모의 영업이익을 기록했다. 특히, 서치플랫폼의 견고한 검색 광고(YoY +9.5%)와 디스플레이 광고(YoY +11%)가 성장을 견인했다. 향후 검색, 커머스 서비스에 AI 기술 적용을 확대함으로써 차별화된 경쟁력을 보여줄 것이다.

[Investment Point 1] 이젠 검색도 광고도 'NAVER'

'25년 동사의 서치플랫폼 부문 매출액 4조 3,966억원, YoY +13.2%를 전망한다. 당사는 독보적인 검색 플랫폼에 AI 검색 및 광고 솔루션을 적용할 예정이다. 당사는 'AI 브리핑'을 통해 AI 검색과 콘텐츠, 커머스의 시너지 효과를 얻을 것이며 '확장 검색'을 통한 광고 노출 확대는 매출 증가로 이어질 것이다. 또한 'ADVoost'를 통한 광고주 유입으로 서치플랫폼에서의 지속적인 성장이 기대된다.

[Investment Point 2] 이젠 쇼핑도 'NAVER'

'25년 동사의 커머스 부문 매출액 3조 1,935억원, YoY +10.7%를 전망한다. 당사는 '25년 상반기 AI 쇼핑 앱 '네이버플러스 스토어' 출시를 앞두고 있으며 기존 멤버십 혜택 확대는 커머스 서비스 이용자 수 확대에 이어질 것이다. 추가로 '네이버배송'의 도입은 빠름을 우선시하는 커머스 시장에서의 경쟁력을 높일 것으로 전망한다.

[Check Point] NAVER 연구개발효율도 Good

'25년 동사의 연구개발비는 3조 130억원, 매출액 대비 25%를 전망한다. 당사는 서치플랫폼과 커머스 부문에서의 이익 체력을 기반으로 연구개발투자를 지속적으로 늘리고 있다. 동사의 지속적인 연구개발투자의 증가는 적자 사업부문의 수익성 개선과 AI 부문의 추가 투자로 이어지는 선순환의 구조를 이룰 것으로 기대된다.

Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Peer Historical PER Valuation을 택하였고, '25년 EPS 12,566원, Target PER 23.41배, **목표주가 294,100원, 상승여력 50.4%**, 투자 의견 **BUY**를 제시한다.

투자 의견

BUY

목표주가

294,100원

현재주가(11.26)

195,600원

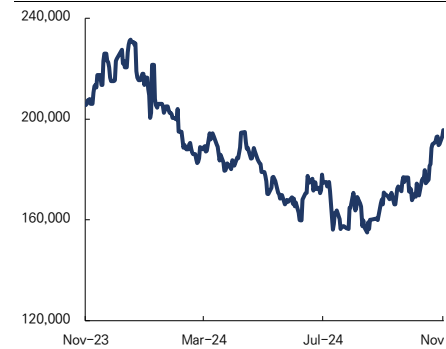
상승여력

50.4%

Stock Data

KOSPI(11/26)	2520.36
KOSDAQ	688.15
시가총액	30조 9,903억원
발행주식수(주)	158,437,008
52주 최고/최저(원)	235,500/151,100
외국인지분율(%)	45.61%
주요주주(%)	국민연금공단 8.44%
	BlackRock Fund Advisors 5.23%
주가상승률(%)	1개월 16.6%
	6개월 9.3%
	12개월 -4.8%

Stock Price



Investment Fundamentals

(삼억원, 원, 배)

FYE Dec	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,671	10,617	12,052
영업이익	1,325	1,304	1,488	1,974	2,403
순이익	16,477	673	985	1,834	1,900
EPS	100,400	4,634	6,180	12,125	12,566
PER	37.7	38.3	32.8	16.6	23.4
PBR	2.5	1.3	1.6	1.2	1.2
OPM	15.9	15.9	15.4	18.6	19.9
ROE	102.1	2.9	4.1	7.0	6.8

Research Team 1

팀장	38기 황선우	economic0628@naver.com
팀원	38기 김범석	beoms0409@gmail.com
팀원	38기 한지선	hjs2520@gmail.com
팀원	39기 원준식	jswon@naver.com
팀원	39기 이영서	lys03@cau.ac.kr

CONTENTS

I . Industry Analysis	1
- ‘24년 인터넷 업종 부진	
- AI 기술력 격차 우려	
- 부진한 외부 환경	
- ‘25년은 반등이 가능한 시점	
- Top Pick: NAVER	
II . Company Overview	5
- 기업개요	
- 사업부문별 매출인식구조	
III . Investment Point	7
1. 이젠 검색도, 광고도 ‘NAVER’	7
- 사용자 맞춤형 ‘AI 브리핑’	
- 키워드에서 연관성, ‘확장 검색’	
- AI 광고 도우미 ADVoost	
2. 이젠 쇼핑도 ‘NAVER’	9
- 대세가 될 네이버플러스 스토어	
- NAVER배송? NOW.	
IV . Check Point	12
- NAVER 연구개발효율도 Good	
V . Risk	13
- 자회사의 분할상장	
- 라인사태	
VI . Valuation	14
VII . Estimation Logic	15

I . Industry Analysis

‘24년, 인터넷 업종의 수익률은 부진한 모습을 보였다. 이는 1)글로벌 빅테크와의 AI 기술력 격차 우려, 2)부진한 광고 및 커머스 시장에 따른 매출 성장 둔화 우려에 기인한다. 그러나 ‘25년은 주요 기업의 AI 비즈니스 가시화로 광고 및 커머스의 반등이 가능한 시점으로, 산업 내 주요기업의 디레이팅 해소를 전망한다.

‘24년 인터넷 업종 부진

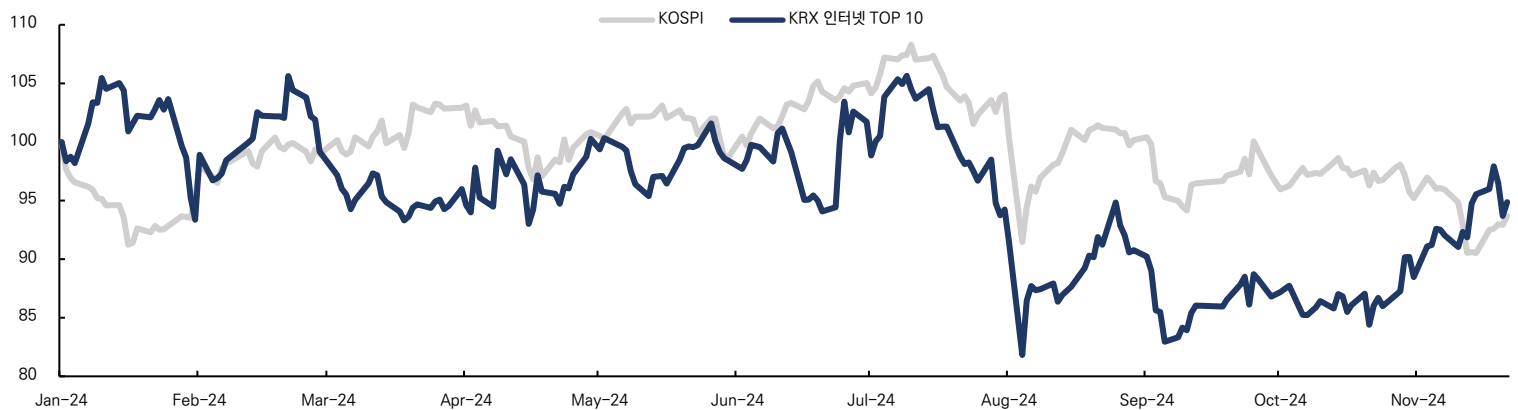
‘24년 인터넷 업종의 수익률은 시장 수익률 대비 부진한 흐름을 보였다. 특히, 네이버와 카카오의 주가는 시장을 연드퍼폼했다. KOSPI의 YTD는 -6.31%인 것에 비해, 네이버와 카카오의 YTD는 각각 -16.48%, -37.74%를 기록했다. 인터넷 업종 내 다른 기업들의 수익률도 일부를 제외하고는 시장 수익률 수준으로 부진한 성과를 보였다.

‘24년 인터넷 업종

주가 및 관심도 저조

또한, ‘24년 인터넷 업종에 대한 시장의 관심도도 ‘23년 대비 저조했다. ‘23년 인터넷 업종의 코스피와 코스닥 내 평균거래대금 비중은 1.84%였으나, ‘24년에는 1.6%로 하락했다. 특히, 네이버와 카카오의 코스피 내 평균거래대금 비중은 ‘23년 2.79%에서 ‘24년 1.9%로 감소했다. 이는 두 기업에 대한 시장의 관심이 과거에 비해 약화되었음을 보여준다.

24년 KOSPI 대비 인터넷 업종 주가 추이 (24년 1월=100)

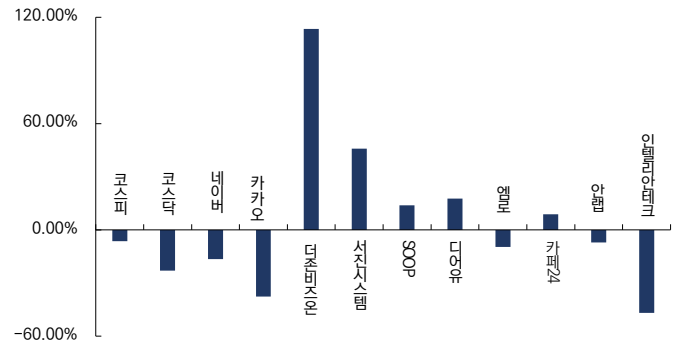


23년-24년 거래대금 비중

(단위: %)

24년 인터넷 업종 주요 기업 YTD

(단위: %)



인터넷 업종이 부진한 주가 흐름을 보이는 데는 1) 글로벌 빅테크와의 AI 기술력 격차 우려, 2) 부진한 외부 환경에 따른 매출 성장 둔화 우려에 기인한다. 현재의 펀더멘탈 악화보다는 미래의 성장에 대한 우려로 국내 인터넷 기업의 밸류에이션이 하락된 것으로 판단된다.

AI 기술력 격차 우려

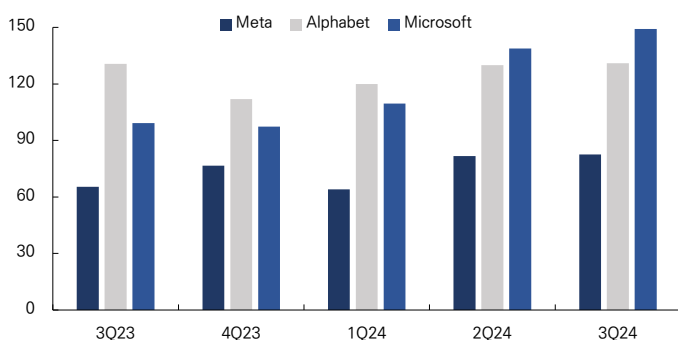
글로벌 빅테크와 국내 기업 간의 AI 기술력 격차 우려가 확산되고 있다. 글로벌 빅테크 기업은 생성형 AI에 막대한 자금을 투자하고 있다. '24년, 메타, 알파벳, 마이크로소프트의 CAPEX 규모는 각각 228억 달러, 381억 달러, 397억 달러 이상이며, '25년에도 투자 규모를 확대할 예정이다. 이와 대조적으로, 국내 기업은 상대적으로 제한된 자본으로 인해 글로벌 빅테크 기업만큼의 대규모 투자를 진행하기 어려운 상황이다. 네이버와 카카오는 AI 기술 개발에 대한 의지를 보이고 있지만, 투자 규모와 연구개발 속도 측면에서 글로벌 빅테크 기업과의 격차에 대한 우려가 확산되고 있다.

'25년, 네이버는 AI 브리핑 기능을 검색 전면에 제공하여 피드 타겟팅 고도화에 집중할 예정이며, 카카오는 AI 메신저 앱 '카나나'를 출시하여 초개인화된 AI 서비스를 제공할 예정이다. '24년 5월 출시된 오픈AI의 GPT-4o를 제외하면 올해 글로벌 시장에서 성공을 거둔 AI 서비스가 드문 상황에서, 해당 서비스들이 유의미한 성과를 낸다면 우려를 잠재울 수 있을 것으로 전망된다.

글로벌 기업 대비 낮은 국내 기업 CAPEX

글로벌 기업 분기별 CAPEX 추이

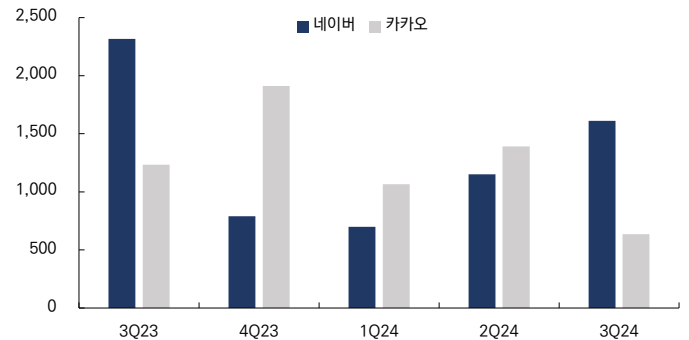
(단위: 억\$)



출처: FinanceCharts, RFS Team 1

국내 기업 분기별 CAPEX 추이

(단위: 억원)



출처: 네이버, 카카오, RFS Team 1

부진한 외부 환경

광고와 커머스 모두 부진한 외부 환경에 따른 매출 성장 둔화 우려가 심화되고 있다. 네이버와 카카오 실적에서 중요한 외부 요인은 광고와 온라인 쇼핑 경기다. 인터넷 산업에서 광고는 높은 매출 비중을 차지하며, 커머스는 장기적인 성장과 광고 사업과의 연계성을 높일 수 있는 사업이기 때문이다. 해당 이유에서 광고와 e커머스 시장의 성장을 둔화는 매출 성장 정체에 대한 우려로 이어졌다.

(1) 국내 온라인 광고 시장의 성장 둔화

국내 인터넷 광고 시장은 '20년을 기점으로 급성장했으나, 이후 점진적으로 성장세가 완화되고 있다. '20년 코로나로 인한 비대면 경제 활성화에 따라 온라인 광고 시장 규모는 7조 5,284억 원(YoY +15.4%)을 기록했으며, 시장 점유율은 53.3%로 처음으로 과반을 넘었다.

그러나 '21년부터 성장세가 점차 둔화되기 시작했다. '23년, 글로벌 고금리와 경제 성장 둔화가 이어지며 온라인 광고 시장은 9조 216억 원(YoY +3.6%)을 기록하며, 과거보다 낮은 성장률을 보였다. 다만, 전체 광고 시장 내 비중은 56.4%로 증가하며 디지털 중심의 광고 구조는 여전히 공고함을 증명했다. '24년까지도 이러한 성장 둔화 추세는 이어지고 있다.

광고 및 e커머스 시장 정체

온라인 광고 시장 둔화 추세

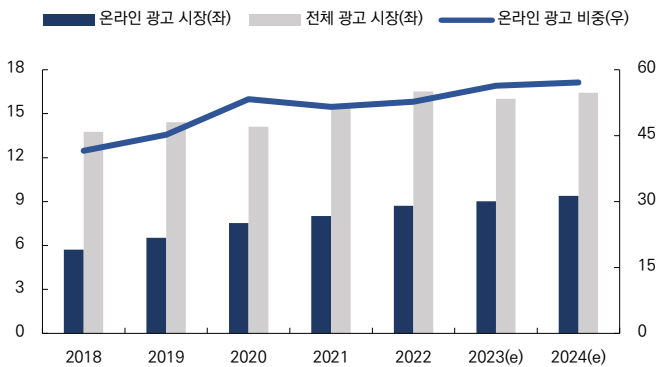
온라인 광고 비중 확대 추세

전체 광고 시장 내 온라인 광고 시장 비중 추이

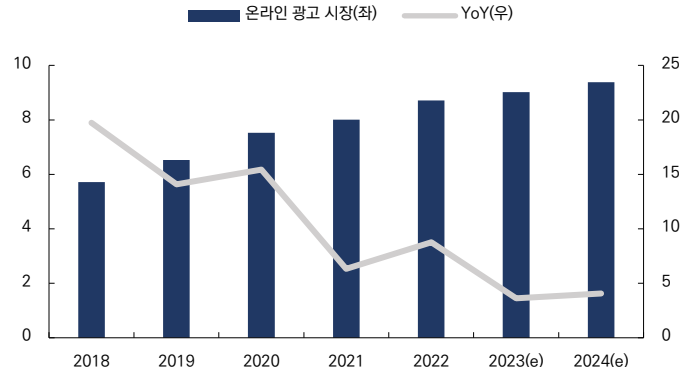
(단위: 조원 %)

온라인 광고 시장 규모 및 성장률 추이

(단위: 조원 %)



출처: kobaco, RFS Team 1



출처: kobaco, RFS Team 1

(2) 국내 e커머스 시장의 성장을 둔화

국내 e커머스 시장 성숙기 진입

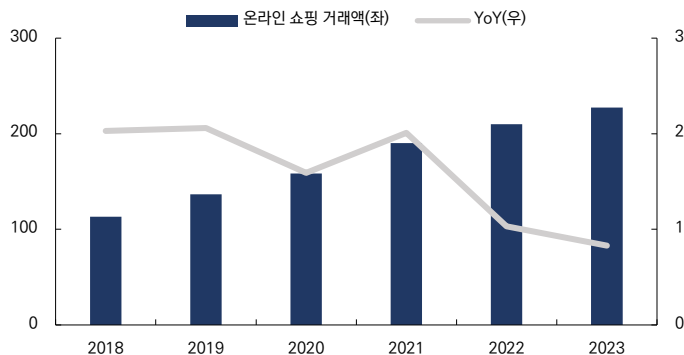
국내 e커머스 시장은 과거 대비 성장률이 둔화되는 모습을 보이고 있다. '20년 코로나로 인해 비대면 소비가 급증하면서 온라인 쇼핑 거래액은 159.3조 원(YoY +15.9%)을 기록했으며, 소매판매액의 32.8%를 차지했다. '22년에는 코로나의 영향이 감소하면서 시장이 안정화 국면에 진입했다. 성장세는 이어졌으나, 전년도 대비 성장률은 절반으로 감소했다. '23년에는 글로벌 경제 불확실성과 소비 둔화로 거래액 증가세가 더욱 완화된 반면, 온라인 쇼핑 거래액은 227.3조 원(YoY +8.3%)을 기록했으며, 침투율은 35.2%로 소폭 하락했다. '24년 역시 성장세 완화 추세가 유지되고 있다.

국내 온라인 쇼핑 거래액 추이

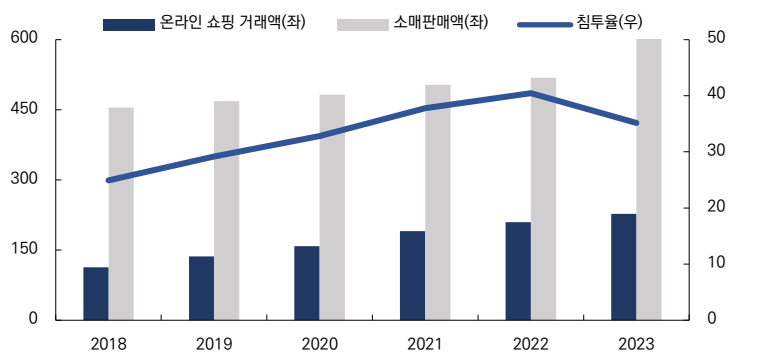
(단위: 조원 %)

국내 온라인 쇼핑 침투율 추이

(단위: 조원 %)



출처: 통계청, RFS Team 1



출처: 통계청, RFS Team 1

'25년은 반등이 가능한 시점

오케스트레이션 방식

: 인터넷 자체 LLM을 개발하는 것이 아닌 각 분야에 최적화된 LLM을 채택하거나 오픈소스 모델을 활용하는 방식

'25년 주요 인터넷 업종의 주가는 이전과 다른 양상을 보일 것으로 전망한다. 광고 및 e커머스의 지표가 반등할 것으로 예상하며, 이에 따라 주요 기업 멀티플 향상이 이루어질 것이다. 해당 전망의 근거는 **주요 인터넷 기업의 AI 비즈니스가 가시화되었다**. '25년, 네이버와 카카오 모두 AI 서비스를 출시할 예정이다. 글로벌 AI 서비스의 국내 시장 침투율이 증가할 가능성 또한 존재하지만, **국내 서비스가 가진 로컬 콘텐츠의 강점은 차별화 요소로 작용할** 것이다. 특히, AI 서비스를 기존 플랫폼과 연계하여 강력한 락인 효과를 창출함으로써, 높은 점유율을 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

네이버와 카카오를 포함한 **소프트웨어 분야**는 AI 도입으로 생산성 향상의 체감이 크게 나타나는 분야이다. 최대 투자로 기술 및 서비스를 모두 추구하는 글로벌 빅테크 기업과 달리, **국내 인터넷 기업의 AI 전략은**

최소 투자로 서비스화에 집중하고 있다. 네이버는 자체 AI 모델인 '하이퍼클로바X'로 서비스 전반의 고도화를 진행하고 있으며, '25년에는 네이버 검색에 'AI 브리핑'을 적용할 예정이다. 카카오는 오케스트레이션 방식을 활용하여 효율적인 비용으로 AI 서비스를 제공할 예정이며, '25년 AI 메신저 앱 '카나나'를 출시할 계획이다. 기존의 비용통제적 기조와 함께 AI 비즈니스의 개화로 **'25년은 주요 인터넷 기업의 디레이팅 해소 국면이 전망된다.**

인터넷/플랫폼 산업 Top Pick: NAVER

현재 인터넷 산업의 흐름을 종합하면 1) 글로벌 빅테크와의 AI 기술력 격차 우려로, 유익미한 AI 서비스를 제공할 수 있는 기업, 2) 광고 및 e커머스 시장의 성장 둔화에 따라 기존 서비스의 고도화가 가능한 기업이 경쟁력을 가질 것이다. 이를 바탕으로 도출한 산업 내 Top Pick 선정 논리는 다음과 같다.

첫째, **글로벌 AI 서비스와 구별되는 로컬 AI 서비스를 제공할 수 있는 기업**에 주목해야 한다.

둘째, **광고 및 e커머스 부분에서 사용자에게 고도화된 콘텐츠를 제공할 수 있는 기업**이어야 한다.

본 리서치팀은 위 기준을 바탕으로 **인터넷 산업 내 TOP PICK으로 NAVER를 제시한다.**

'25년 차별화된 로컬 AI 서비스를 출시하여 높은 점유율을 확보할 수 있으며, 축적한 AI 기술을 기반으로 광고의 타겟팅 강화 및 초개인화된 커머스 서비스 제공이 가능한 기업은 **NAVER가 유일하다.** AI 광고 도우미 'ADVoost' 도입, AI 쇼핑 앱 '네이버플러스 스토어' 출시, 생성형 AI 검색 특화 서비스 'CUE:'와 생성형 LLM '하이퍼클로바X' 적용 확대는 경쟁력을 향상할 수 있을 것으로 전망한다.

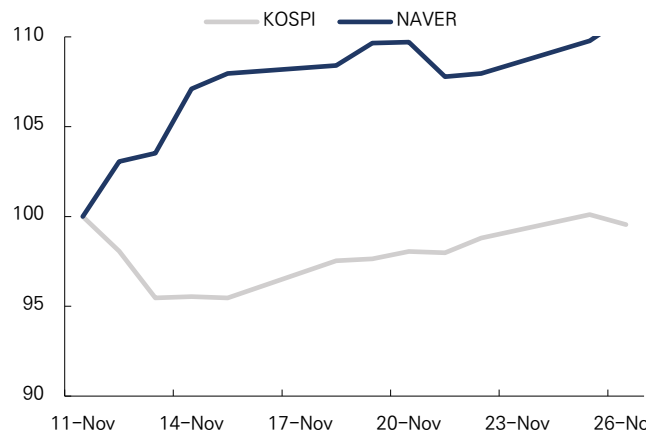
NAVER 25년 Outlook

광고	'25년 서치플랫폼 매출 YoY +13.2% 전망 홈피드 DA인벤토리 지속 확대로 성과형 광고 성장 신규 광고 특화 AI플랫폼 'ADVoost' 사업 본격화 AI/데이터 분석 통해 효율적 집행 솔루션 제공 플레이스 광고 비당시스템 도입 본격화로 수익화 기여 내년 상반기 시 기반 검색서비스 'AI브리핑' 출시
커머스	'25년 커머스 매출 YoY +10.7% 전망 '25년 상반기 별도 모바일 앱 '네이버플러스 스토어' 출시 개인화된 혜택과 상품 추천으로 차별화된 쇼핑 경험 제공 약세를 보이고 있는 취향형의 롱테일 상품은 경기 회복시 반등 플레이스의 지도, 예약 등 수익화 시작으로 로컬 커머스 진출

출처: NAVER, RFS Team 1

단4 이후 NAVER와 코스피 추이

(24년 11월11일=100)



출처: KRX정보시스템, RFS Team 1

II. Company Overview

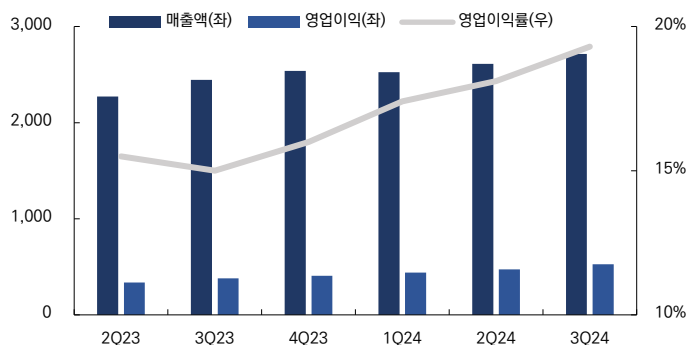
동사는 서치플랫폼 및 커머스 부문의 호조와 함께 매출 및 영업이익의 안정적인 성장세를 지속하고 있다. 허나, 안정적인 실적 성장에도 불구하고 글로벌 빅테크와의 경쟁 심화, AI 서비스에 대한 의구심과 중국 e커머스 공세로 인해 디레이팅 받아왔다. 본 리서치팀은 '25년 해당 의구심 해소와 함께 동사의 멀티플 향상 구간에 들어설 것을 전망한다.

기업개요

동사는 서치플랫폼 및 커머스 사업호조와 OPM 개선으로 **3Q24 매출액 27,156억원(YoY+11%, QoQ +4.0%), 영업이익 5,253억원(YoY+38.2%, QoQ+11%)**의 사상 최대 실적을 이어가고 있으며, 6분기 연속 영업이익 증가라는 **견조한 성장세**를 보여주고 있다. 안정적인 성장에 AI, 콘텐츠, 핀테크, 클라우드 부문의 확장이 향후 추가적인 상승 동력으로 작용할 것으로 전망된다.

네이버 매출액, 영업이익, OPM 추이

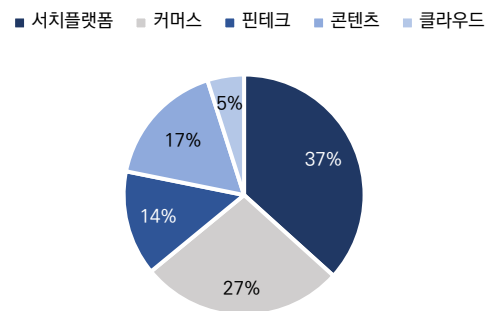
(단위: 십억원, %)



출처: NAVER, RFS Team 1

3Q24 네이버 매출액 비중

(단위: %)



출처: Dart, RFS Team 1

사업부문별 매출인식구조

서치플랫폼은 1)검색(SA), 2)디스플레이(DA) 그리고 기타 연관 서비스로 구성되어 있다

3Q24 검색부문은 매출액 7,533억원(YoY+9.5%), 디스플레이 부문은 매출액 2,296억원(YoY+11.0%)을 기록하였으며, 이는 1)플레이스 광고 성장과 상품 개선 및 외부 매체 상품 확대 영향(SA), 2)피드 지면 확대 및 타게팅 고도화(DA)로부터 비롯된다. DA는 홈페이지와 클립의 지표 성장이 지속되는 가운데, 스포츠, 연예 등에서 이용자에게 초개인화된 콘텐츠 제공이 전체 체류시간 증가에 기여했다.

SA는 사용자가 특정 키워드를 검색할 때 관련 광고가 노출되는 방식이다. 이는 동사의 핵심 수익원 중 하나로, 광고주로부터 PPC(클릭당 비용)를 수취하게 된다. DA는 동사의 제휴 사이트, 네이버 메인 등의 배너, 영상 등의 형태로 광고를 노출하는 방식으로, 보장형, 성과형, 패밀리 광고로 나뉜다.

커머스는 1)커머스 광고, 2)중개 및 판매(수수료), 3)멤버십 매출로 구성되어 있다.

3Q24 커머스는 매출액 7,254억원(YoY+12.0%), OnPlatform거래액 12.5조원(YoY+10.0%, QoQ+3.8%)을 기록하였다. 이는 브랜드 협업 및 이용자 혜택 강화, 배송 품질 개선으로부터 비롯된다. 또한 브랜드솔루션패키지, 도착보장 사용률 증가가 기여했다. 멤버십 매출은 큰 도약은 없으나, 전체 누적 가입자 수 및 액티브 이용자 수 성장이 지속됨에 따라 안정적 수익을 유지할 것으로 판단된다.

SA: Search Ads

DA: Display Ads

서치플랫폼 분기별 매출

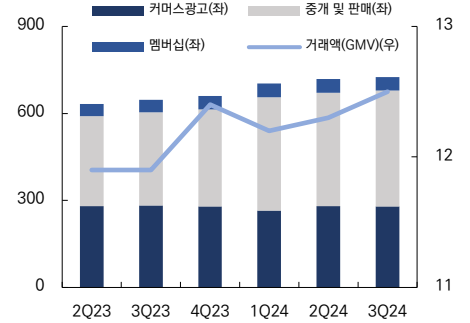
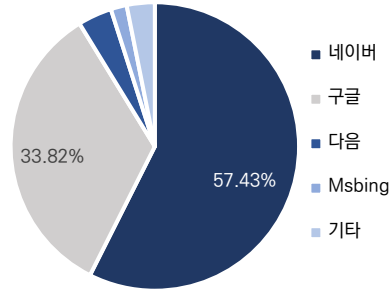
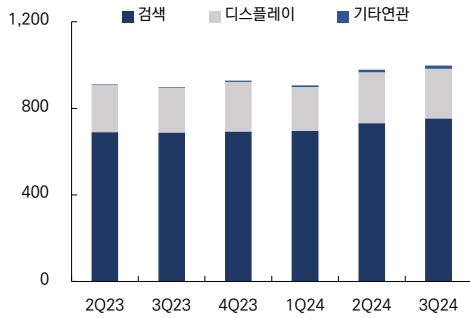
(단위: 십억원)

24년 검색엔진 국내 점유율 평균

(단위: %)

커머스 분기별 매출

(단위: 십억원, 조원)



출처: NAVER, RFS Team 1

출처: Internet Trend, RFS Team 1

출처: NAVER, RFS Team 1

핀테크는 크게 **네이버페이**(수수료)와 **디지털금융 서비스**로 구성되어 있다.

3Q24 핀테크 매출은 3Q24 3,951억원(YoY+13%)을 기록했다. 내부커머스의 성장과 외부 가맹점 확대로 **결제액은 18.6조원(YoY+22.1%)**, 그 중 **외부 결제액이 9.6조원(YoY+37.3%)**, **오프라인 결제액이 9.4조원(YoY+78%)**으로 증가하며 매출 성장에 기여했다.

결제사업 생태계는 내부 커머스, 외부 가맹점으로 나뉘며 오프라인 결제 서비스, 후불 결제 서비스, 포인트 등이 포함된다. 네이버페이 수수료는 매출 등급에 따라 1.98~3.63%로 나뉜다. 네이버 쇼핑의 경우 유입 수수료 2%가 추가되어 총 약 6% 수수료를 수취하는데, 약 8~11%를 수취하는 쿠팡에 비해 가맹점의 부담이 적다는 특징이 있다.

콘텐츠는 **웹툰, 스노우, 뮤직** 서비스가 해당된다.

3Q24 콘텐츠 매출은 4,628억원(YoY+6.4%)을 기록했다. 해당 부문은 플랫폼 내 **유료 콘텐츠, 광고, IP 라이선싱** 등의 방식으로 수익을 창출한다. 그 중 웹툰은 국내에서의 독보적인 지위를 바탕으로 '24년 6월 나스닥에 상장하며 글로벌 리더십을 강화하고 있다.

클라우드는 **네이버클라우드**플랫폼의 각종 **소프트웨어와 하드웨어 매출**이 포함된다.

3Q24 클라우드 매출은 1,446억원(YoY+17%)을 기록했다. 이는 **뉴로클라우드, 라인웍스 유료 ID수 확대**에서 기인한다. 동사는 '23년부터 AI 기술 조직과 B2B 사업 조직을 통합해 기존의 워크스, 클로바 등 기업형 서비스와 LABS, 쇼핑, 웨일 등 네이버의 다양한 서비스들을 B2B로 제공하고 있다.

핀테크 부문 분기별 매출

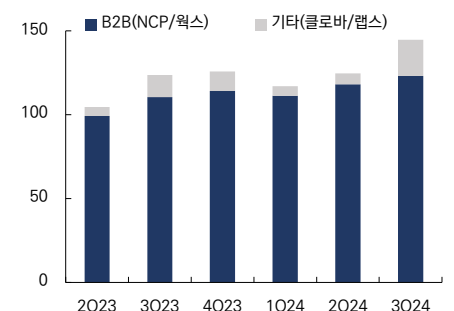
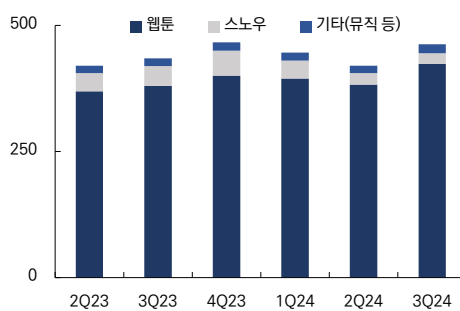
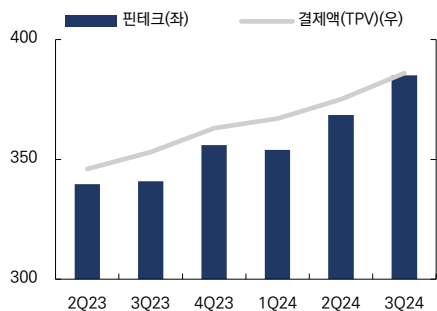
(단위: 십억원, 조원)

콘텐츠 부문 분기별 매출

(단위: 십억원)

클라우드 부문 분기별 매출

(단위: 십억원)



출처: NAVER, RFS Team 1

출처: NAVER, RFS Team 1

출처: NAVER, RFS Team 1

III . Investment Point

Investment Point 1. 이젠 검색도, 광고도 'NAVER'

동사의 '25년 서치플랫폼 매출액은 4조 3,966억원(YoY +13.2%)으로 전망한다. 동사는 1)AI 브리핑을 통한 검색의 정확도 상승과 매출액 증가의 선순환 구조 구축 2)확장 검색 기능을 통한 사용자 맞춤형 광고의 노출 확대 3) ADVoost를 통한 광고주의 광고비 부담을 절감 및 운영의 효율성을 높인다는 점에서 차별화를 보일 전망이다.

1-(1) 사용자 맞춤형 'AI 브리핑'

AI 검색의 차별화

LLM (Large
Language Model)

: 거대 언어 모델

할루시네이션
(Hallucination)

: 잘못된 정보 제공 및 허위
사실 생성

롱테일 키워드

: 잘 정리되지 않거나
논리적이지 않은 질문

동사는 기존과는 차별화된 AI 검색을 통해 검색의 정확도와 효율성을 높일 것이다. LLM을 기준으로 검색 결과를 제공하는 기존의 AI 검색은 **할루시네이션**이 빈번하게 발생했다. 반면 동사의 AI 검색은 1)질문의 이해 2)답변의 출처 수집 3)답변과 출처의 사실성 일치 확인의 **단계별 추론 과정**을 통해 내부 테스트 결과 추론 과정 탑재 후 **할루시네이션이 72% 감소**했다. 또한 동사의 LLM은 한국어, 사회, 역사, 상식 등 **국내 사용환경에 있어 타사 대비 우위**를 보였다. 국내 데이터에 대한 검색 정확도에 있어 차별화를 보여줄 것으로 기대된다.

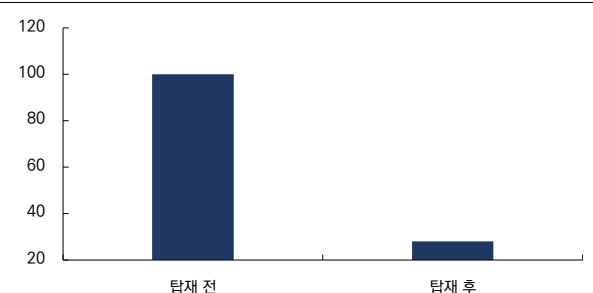
동사는 **롱테일 키워드에 대해서도 정확도**를 높인다. 롱테일 키워드는 필요한 질문이 흩어져 있기 때문에 LLM을 통한 요약 과정에서 오류가 발생한다. 반면 동사는 단계별 추론 과정을 통해 **롱테일 질문의 의도를 명확히 이해하고 스스로 체계적인 검색을 할 수 있기 때문에 오류 가능성이 낮다**. 향후 외국어 키워드 서비스도 함께 제공함으로써 정보의 정확성과 함께 사용자의 범위를 확대할 수 있을 것으로 기대된다.

LLM KorNAT(한국어 데이터셋) 테스트 결과 (1에 가까울수록 정확도가 높다)

	Korean	Society	History	Knowledge
HyperClovaX	0.783±0.0005	0.791±0.0005	0.761±0.0004	0.765±0.0007
GPT-4	0.370±0.0028	0.461±0.0028	0.335±0.0048	0.348±0.0065
LaMDA-2	0.323±0.0008	0.346±0.0023	0.314±0.0017	0.316±0.008
Gemini Pro	0.625±0.0015	0.752±0.0021	0.491±0.009	0.707±0.0010

출처: 셀렉트스타-KAIST, RFS Team 1

단계별 추론 과정 탑재 전후 할루시네이션 추이 (탑재 전 = 100)



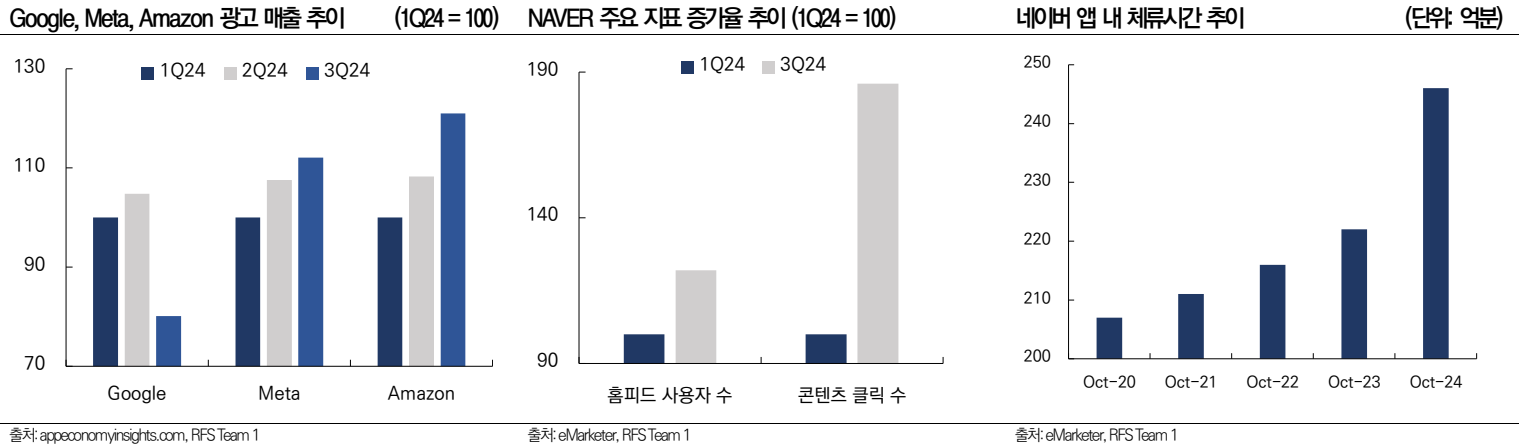
출처: NAVER, RFS Team 1

Not only AI, 이제는 '확장성'

AI 검색과 커머스 및
타서비스의 시너지 효과

동사는 다양한 콘텐츠와 서비스를 기반으로 AI 검색 기능을 넘어 **독보적인 확장성을 보여줄 것으로 전망**한다. AI 검색 광고의 확장성에 있어 글로벌 빅테크 기업별(Google, Amazon, Meta) 차별화가 부각되고 있다. AI 기반 검색 기능만을 보유한 Google과 달리 **Amazon**은 AI 검색 광고를 아마존닷컴 내 제품 검색과 접목하여 **AI 검색 광고와 e커머스의 시너지 효과**를 냈다. 또한 **Meta**는 광고 소재를 AI를 통해 피드, 릴스 등 자체 콘텐츠로 재가공한 후 적합한 사용자에게 제공했다. 이를 반영하듯 1Q24와 비교해 3Q24 Google의 광고 매출은 -19.9% 감소한 반면 Amazon은 20.9%, Meta는 12% 증가했다.

동사는 방대한 자체 콘텐츠와 커머스 서비스를 보유한 만큼 **AI 검색과 콘텐츠, 커머스 서비스의 시너지 효과**를 얻을 것이다. 동사는 사용자의 취향과 관심사를 분석한 후 검색 결과에 쇼핑, 클립, 블로그, 플레이스 등 **다양한 사용자 맞춤형 콘텐츠를 함께 제시**하여 **사용자의 검색 만족도를 높일** 예정이다. 여기에 **홈피드의 추천 기능을 사용자에 맞게 정교화**함으로써 **앱 내 체류시간 증가와 함께 커머스 결재 증가로 이어지는 선순환 구조**를 구축할 것이다. 홈피드의 개인화 맞춤 추천 기능 도입 후 '24년 8월 기준 홈피드를 통해 클립을 시청하는 사용자는 연초 대비 7배, 게시글을 추가 탐색하는 사용자는 연초 대비 76% 증가했다.



1-(2) 키워드에서 연관성, '확장 검색'

광고주 사이트와의 연관성을 기반으로 한 **확장 검색**은 **광고주의 편의성과 사용자의 접근성**을 높일 것으로 전망한다. 기존의 '키워드 확장(Beta)'은 광고주가 등록된 키워드와 사용자 검색어간 연관성을 기반으로 한다. 반면에 '확장 검색'은 **광고주 사이트의 내용과 사용자 검색어간 연관성**을 기반으로 한다. 향후 1)광고 운영 편의성 향상 2)광고 노출 확대 및 향상된 검색 정확도 측면에서 차별화된 광고 서비스를 제공할 것으로 기대된다.

광고 운영의 경우, 광고주는 검색어와 일치하는 키워드를 사전에 등록하지 않더라도 더 많은 연관 검색어에 광고를 노출할 수 있다. 또한 자동 입찰을 통해 입찰가를 매번 조정하지 않더라도 연관도 높은 검색어에 적절한 입찰가로 광고가 노출될 수 있도록 하여 **광고 운영의 편의성**을 높일 수 있다.

광고 노출 및 검색 정확도의 경우, AI 기반의 웹검색엔진 기술을 사용하여 검색어와 광고 페이지 내 콘텐츠 간의 연관성을 분석한 후 적합한 사용자에게 노출한다. 기존의 구글애즈 확장검색은 광고주가 설정한 키워드와의 연관성을 기반으로 한다. 그렇기 때문에 **동사의 확장 검색은 사용자의 검색 목적에 적합한 광고를 제공한다는 점에서 차별화**를 보여줄 것으로 전망한다. 또한 사전에 광고 키워드를 등록하지 않아 놓칠 수 있는 잠재 고객에게도 광고를 노출할 수 있기 때문에 광고 노출 확대를 통한 매출 증가가 기대된다.

1-(3) AI 광고 도우미 ADVoost

AI 광고 솔루션은 '필요'가 아닌 '필수'

급변하는 광고 시장에서 AI를 활용한 자동화 솔루션은 필요가 아닌 필수로 자리잡고 있다. Google과 Meta를 필두로 광고 소재 생성, 예산 및 성과 최적화, 결과 측정 등 여러 단계에서 AI 자동화 솔루션을 고도화하고 있다. AI를 광고에 적용함으로써 3Q24 기준 **Google의 광고 매출은 YoY +10%, Meta는 YoY +18.7%** 증가했다. 향후 전체 광고 매출에서 **AI 자동화 솔루션이 차지하는 비율이 '24년 69.5%에서 '29년 94%까지 확대**할 것으로 전망한다.

확장 검색:

- 1)광고주에게 광고 운영의 편의성
- 2)사용자에게 적합한 광고 제공

네이버의 도전장 ADVoost

동사는 자체 AI 자동화 솔루션 ADVoost를 통해 급변하는 광고 시장에서 더 많은 광고주를 유인할 수 있을 것이다. ADVoost는 1)입찰 최적화 2)타겟팅 자동화 3)광고 소재 자동 생성 4)키워드 자동 매칭의 4가지 측면에서 광고주의 광고 소재 관리와 운영을 돕는다.

CTR (Click-Through Rate)

: 클릭 수/노출 수 * 100

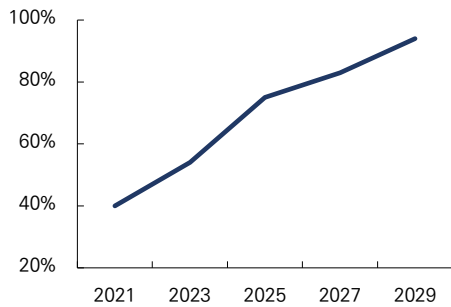
CPC (Cost Per Click)

: 클릭 당 비용

입찰 최적화는 자동입찰 솔루션을 통해 키워드별 입찰가 설정을 자동으로 진행함으로써 광고 운영의 편의성을 높였다. **타겟팅 자동화**는 시가 사용자의 연령, 관심사, 구매 패턴을 분석해 자동으로 최적의 광고를 매칭하여 광고 효율을 30% 이상 향상시켰다. **광고 소재 자동 생성**은 AI를 통해 사용자의 반응에 맞춰 광고 소재를 실시간으로 생성함으로써 광고주의 소재 제작에 대한 부담을 줄였다. **키워드 자동 매칭**은 광고주가 직접 키워드를 발굴할 필요 없이 시가 자동으로 광고 키워드를 매칭함으로써 광고 관리의 효율성을 높였다. ADVoost를 시범 도입한 결과 도입 전과 비교해 CTR은 40% 증가했고, CPC는 28% 감소했다.

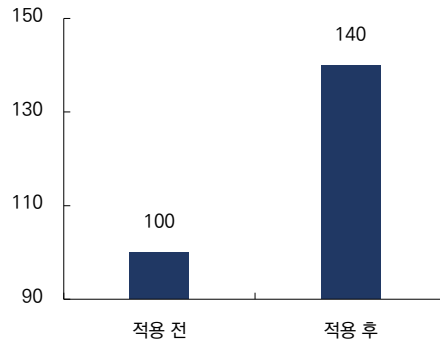
동사는 '25년 1월 ADVoost 크리에이티브 1차 버전을 출시할 예정이며 네이버스마트스토어에 ADVoost 쇼핑 광고 캠페인을 도입할 계획이다. 또한 서비스 수수료 인상 계획이 없다는 점에서 기존 광고주의 서비스 이용 증가와 함께 ADVoost로의 신규 유입세가 이어질 것으로 전망한다. 향후 ADVoost를 통해 광고주의 디지털 마케팅 장벽을 낮추고 동사의 광고 수요 증가를 이끌 것으로 전망한다.

AI 자동화 솔루션 비율 (전체 광고 매출 = 100%)



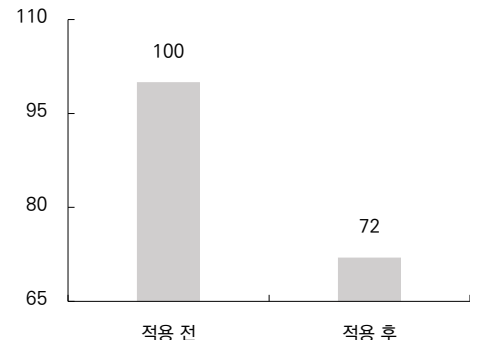
출처: GroupM, RFS Team 1

ADVoost 적용 전후 CTR 추이 (적용 전 CTR = 100)



출처: 단24, RFS Team 1

ADVoost 적용 전후 CPC 추이 (적용 전 CPC = 100)



출처: 단24, RFS Team 1

Investment Point 2. 이젠 쇼핑도 'NAVER'

동사의 커머스 부문 '25년 매출액은 3조 1,935억원(YoY +10.7%)으로 전망한다. 1)네이버플러스 스토어 앱 2)네이버 멤버십 혜택 강화 3)네이버배송을 통해 쇼핑앱 이용자 증가와 타 OTT 이용자의 전환을 일으킬 것이다. 여기에 AI를 활용한 초개인화된 쇼핑 콘텐츠를 제공하고, 신속하게 적합한 정보를 제공함으로써 e커머스 시장의 경쟁력을 높일 것으로 예상한다.

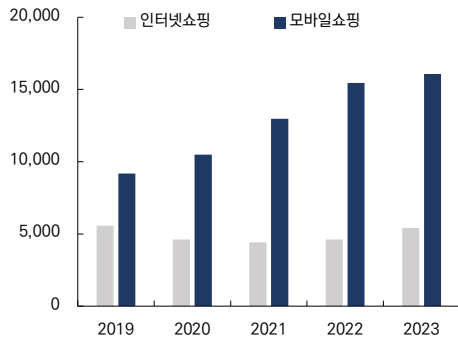
2-(1) 대세가 될 네이버플러스 스토어

주춤하는 인터넷쇼핑
성장하는 모바일쇼핑

동사의 '25년 멤버십 이용자 수 1,098만명'을 전망한다. 이는 1)온라인쇼핑 대비 모바일쇼핑 성장세와 2)네이버스토어 앱 자체의 차별점에서 기인한다. 빠르고 간편한 구매 프로세스를 선호하는 현대 사회는 인터넷 쇼핑보다 사용자 인터페이스(UI)가 간소화되고 원터치 결제가 가능한 앱 기반 모바일 쇼핑 시장이 성장세에 있다. 특히, 모바일 쇼핑 시장에서 주류를 차지하는 의류, 식품, 생활용품 분야 모두에서 모바일쇼핑이 인터넷쇼핑에 우세한 모습을 보였다. 이에 동사는 '25년 상반기 AI 쇼핑 앱 "네이버플러스 스토어"를 출시하여 인터넷 쇼핑을 벗어난 쇼핑검색, 개인화추천 기술 및 할인 쿠폰 자동 검색을 한 번에 해결해 사용자의 합리적인 소비를 신속하게 충족시켜줄 것으로 판단한다.

온라인쇼핑몰 매출별 거래액(의류)

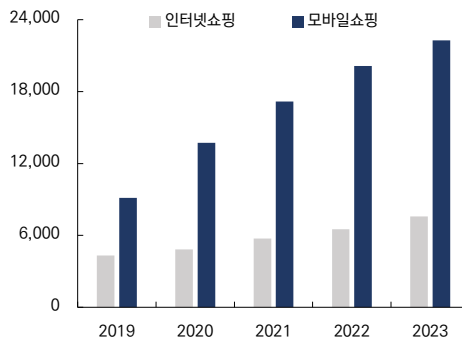
(단위: 십억원)



출처: KOSIS, RFS Team 1

온라인쇼핑몰 매출별 거래액(식료품)

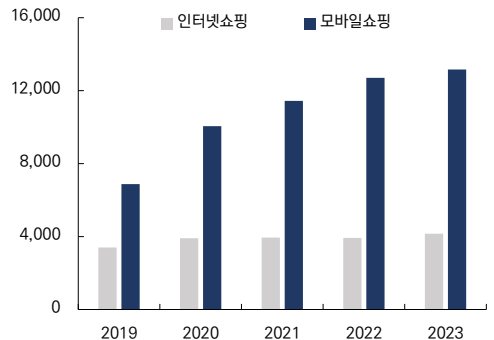
(단위: 십억원)



출처: KOSIS, RFS Team 1

온라인쇼핑몰 매출별 거래액(생활용품)

(단위: 십억원)



출처: KOSIS, RFS Team 1

AI를 활용한 쇼핑 앱

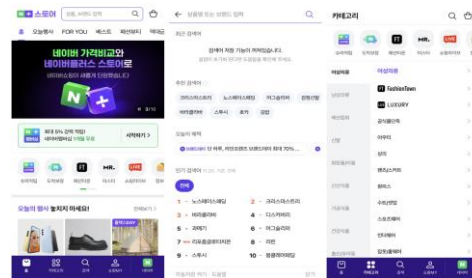
네이버플러스 스토어 앱에서는 **AI 쇼핑추천**, **UGC 콘텐츠** 및 **생애주기 혜택 서비스**를 제공한다. AI 쇼핑추천은 구체적 상품 정보 입력 없이 탐색 의도와 쇼핑 이력 등을 종합적으로 분석해 원하는 상품을 발견할 수 있도록 한다. 여기에 **AI 넷지**를 활용한 **UGC 콘텐츠** 서비스를 합해 소비자의 구매 욕구를 불러일으킬 것이다. 또한, 사용자의 연령대, 라이프스타일별 필요한 혜택을 적시에 사용할 수 있는 **개인 맞춤형 서비스**를 멤버십 회원 대상으로 제공할 예정이다.

네이버플러스 스토어 검색 알고리즘 체계



출처: Dian24, RFS Team 1

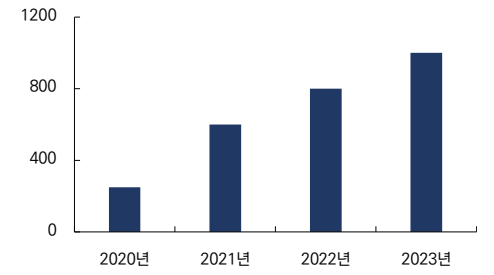
네이버플러스 스토어 UI



출처: NAVER, RFS Team 1

네이버멤버십 플러스 가입자 추이

(단위: 백만명)



출처: NAVER, RFS Team 1

동사의 멤버십 혜택 확대는 **쇼핑앱 이용자 증가**와 **타 OTT 이용자의 전환**으로 매출 증대가 전망된다. 생필품의 경우 10% 추가 적립 혜택이 주어지며, 패션 및 가구는 멤버십 전용 특가로 제공된다. 여기에 더해 편의점, 영화관 등 다양한 **온/오프라인 가맹점과 제휴해** 혜택이 확대될 예정이다. 특히, 신규 도입되는 넷플릭스의 경우, 넷플릭스 멤버십 기준 월 5,500원에 형성되어 있기에 가격 대비 이점 유입 동기는 충분하다. 또한, '25년에는 **쏘카와**의 신규 제휴도 예정되어 있어 유료 구독자 수 확대가 기대한다.

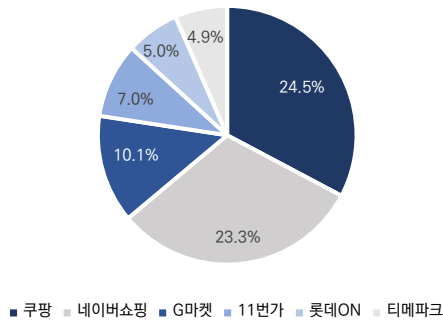
2-(2) NAVER배송? NOW.

로켓배송을 뛰어넘는 N배송

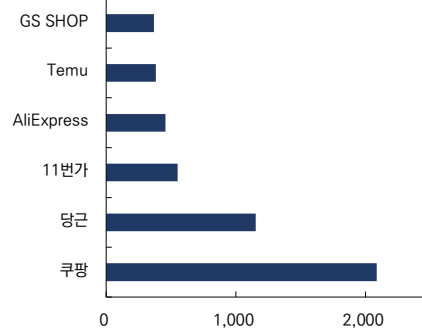
동사의 '25년 **GMV +10.6%**를 전망한다. 이는 1)쿠팡 배송 속도 대비 경쟁력 확보와 2)타 물류업체와의 적극적인 투자 및 협업에서 기인한다. **배송 속도는** 온라인 쇼핑 구매 결정에서 중요한 요소로 작용한다. 쿠팡의 경우, '14년 **로켓배송**을 도입해 동년도 시장점유율 12%를 차지하며, 위메프와 티몬보다 2배 높은 점유율을 보여주었다. 이는 전통 오픈마켓에 뒤이어 **종합커머스 플랫폼에서 1위**를 차지하는, 물류 배송 시장의 혁명을 일으켰다. 여전히 국내 온라인쇼핑물 점유율 상위권을 쥘하고 있으며, 저렴한 가격을 무기로 한 중국 e커머스의 공세에도 쇼핑 앱 전체 사용자 수 1위를 굳건히 지키고 있다.

현대 사회는 가격보다도 빠름을 더 우선시한다. '24년 4월, 쿠팡 와우 회원 멤버십 가격을 58.12% 인상함에도 불구하고 멤버십 가입자 수는 오히려 더 증가하는 모습을 보이면서 소비자들의 선호 체계가 가격보다는 배송 속도가 우세하다는 것을 알 수 있다. 이는 쿠팡의 매출액이 10년 연속 증가하는 이유와 직결된다.

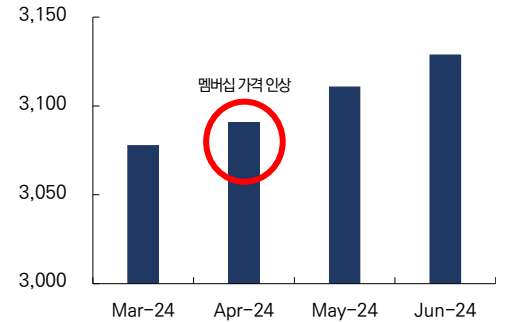
22년 국내 온라인쇼핑몰 점유율



(단위: %) 24년 10월 쇼핑앱 전체 사용자 수



(단위: 만명) 쿠팡 MAU 추이



출처: 공정거래위원회, RFS Team 1

출처: 모바일 인덱스, RFS Team 1

출처: 언론 종합, RFS Team 1

물류사 협력 기반 6가지 배송 방식

'네이버배송'은 소비자에게 다양한 시간 단위의 배송 서비스를 제공하여 배송의 선호 체계를 충족시켜줄 것으로 예상된다. '25년부터 시행되는 서비스로, 주문 이후 1시간 내외 배송 가능한 '지금배송' 등 6가지 배송 서비스를 도입한다. 자체 물류 센터가 없는 동사는 이를 성공적으로 수행하기 위해 CJ대한통운과 같은 기존 협력사와 더불어 아르고와 같은 물류 스타트업 회사에 125억 원을 투자하여 협업 체계를 고도화하고 있다. 이 과정에서 동사가 보유한 AI 기술력을 이용해 기술 및 데이터 연동력을 강화함으로써 물류사에 재고관리 및 수요예측을 가능하게 한다.

네이버 멤버십 혜택 & 배송 종류

네이버 vs 쿠팡 비교

네이버멤버십 무제한 무료배송	무료 교환 반품	배송 지연시 포인트 보상
주문 이후 1시간 내외 배송 가능	다음 날 아침 도착 새벽 배송	가구 설치일도 지정하는 희망일 배송
오전 11시까지 구매 시 오늘 주문 오늘 도착	토요일 구매 시 일요일 도착보장	특정 배송 시간대 설정이 가능한 N배송

	네이버	쿠팡
구독료	4,900원	7,890원
물류 배송 방식	택배 업체와 협업하는 얼라이언스 모델	자체 물류 센터가 있는 리테일러 모델
배송 혜택	당일배송, 일요배송, 무료배송	무료배송, 새벽배송, 무료반품, 무료배달
대표 할인	멤버십 데이 상품 할인, 롯데시네마 할인 제휴, 네이버페이 최대 5% 적립	쿠팡 와우카드 결제금액 최대 5% 적립, 롯데시네마 할인권
대표 서비스	달마다 티빙 무제한, 네이버 웹툰 및 시리즈 쿠키 49개, SPOTV NOW 스포츠 무제한, 시리즈온 영화 무제한 중 택 1	쿠팡플레이, 쿠팡이츠

출처: 네이버, RFS Team 1

출처: 네이버, 쿠팡, RFS Team 1

1P 모델

직접 상품을 매입
해 판매하는 방식

3P 모델

판매자가 구매자에
게 배송하는 중개방
식

동사는 AI 기술력, 온-오프라인 기업과의 협업, 그리고 자체 콘텐츠를 바탕으로 e커머스 앱 매출 확대를 도모하고 있다. 쿠팡과 같이 혁신적인 변화를 추구하기보다는, 새로운 수익 경로를 창출하여 커머스 실적을 개선하는 전략이 주목된다. 특히, 동사의 물류 체계는 생태계 속 상생을 가능케 하며, 네이버 쇼핑은 1P 중심의 쿠팡과 달리 D2C와 3P가 결합된 구조를 통해 외부 참여자들의 수익성도 함께 성장시키는 강점을 지닌다. 더 나아가, 판매자에게 단순히 물류사를 추천하던 기존 방식에서 벗어나 동사가 직접 물류 기업과 계약을 맺어 운영함으로써 판매자와 물류사 모두에게 최적의 환경을 제공하고 있다. 이러한 차별화된 전략을 통해 동사는 모두의 성장을 지원하는 플랫폼으로 자리 잡으며 시장 점유율을 꾸준히 확대해 나갈 것으로 전망한다.

IV. Check Point

온서비스 AI 도입으로 서치플랫폼 및 커머스 사업부문의 외형적 성장이 기대되는 국면이다. 하나, 동사의 콘텐츠 및 클라우드 사업부문의 적자는 OPM의 상방을 제한하고 있다. 본 리서치팀은 동사의 지속적인 연구개발투자로 '25년 콘텐츠 및 클라우드 사업부문의 흑자전환을 예상하며, 시장의 우려를 잠식시킬 것으로 전망한다. 이후 수익성의 향상은 AI부문의 추가 투자로 이어지는 선순환의 구조를 형성할 것이다.

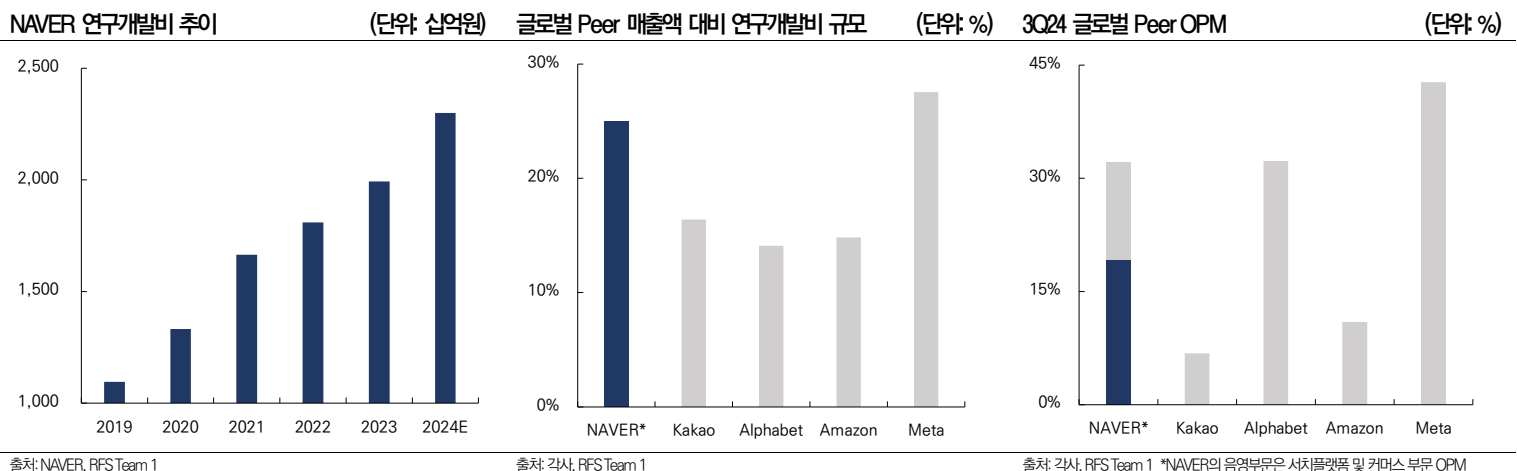
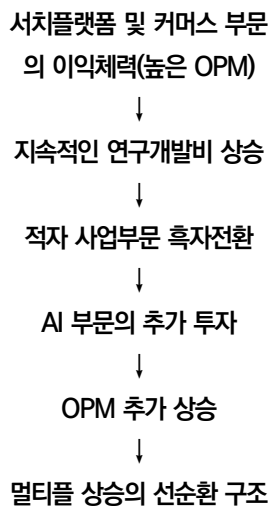
NAVER 연구개발효율도 Good

동사의 '25년 연구개발비는 3조 130억원, 매출액 대비 25%를 전망한다. 이는 동사의 1)지속적인 연구개발비의 상승과 2)단24에서 확인한 동사의 경쟁력 강화를 위한 연구개발투자(R&D)에 대한 확고한 의지에서 기인한다. 동사의 가이드는 **매출의 20~25% 규모의 연구개발 투자 유지**이며, 과거 추이를 확인하면 해당 규모는 무리가 없다고 판단한다.

동사와 글로벌 Peer(카카오, 알파벳, 아마존, 메타)의 5개년 직전연도 연구개발비 지출과 당해연도 매출액 상승분의 상관계수를 구해본 결과, 네이버는 0.69, 카카오 -0.62, 알파벳 -0.34, 아마존 -0.76 그리고 메타는 -0.26의 값을 가진다. 해당 분석 결과, 동사가 유일하게 직전연도 연구개발비 지출과 당해연도 매출액 상승분이 양(+)의 상관계수를 가지고 있다. 이는 동사의 **지속적인 연구개발투자 규모의 상승이 안정적인 매출 성장으로 이어질 것**이라는 전망의 계기가 된다.

동사의 지속적인 연구개발투자규모 상승의 배경은 **서치플랫폼 및 커머스 사업부문의 이익체력**이라고 판단한다. 동사와 글로벌 Peer간의 OPM을 확인해보면 동사는 19.3%로 글로벌 Peer 대비 낮지만 카카오(6.8%)에 비해서는 매우 높은 수치를 가지는 것을 확인할 수 있다. 주목할만한 점은 동사의 **서치플랫폼 및 커머스 부문의 OPM이 32.9%로 알파벳과 유사한 수치**라는 점이다. 본 리서치팀은 알파벳(32.3%)과 메타(42.7%)의 OPM은 AI의 적극적인 도입의 결과가 반영된 수치라고 판단하고 있으며 동사 또한 적극적인 AI 도입으로 **OPM의 추가적인 상승이 가능할 것**이라 전망한다.

온서비스 AI 도입으로 서치플랫폼 및 커머스 사업부문의 수익성은 더욱 향상될 것이고 이는 **동사의 적자 사업부문의 수익성 개선**과 AI 부문의 추가 투자로 이어지는 **선순환의 구조**를 형성할 것이다. 해당 선순환 구조와 AI 성장동력의 가시화는 '25년 동사를 멀티플 상승의 원년으로 이끌 전망이다.



V. Risk

자회사의 분할상장

동사는 다수의 핵심 자회사를 보유하여, **분할상장**으로 인해 주가에 타격을 입을 가능성이 존재한다. 국내 상장사가 핵심 사업을 따로 상장하는 경우, 소액주주의 주주가치가 훼손됨에 따라 모회사의 기업가치에 부정적으로 작용한다. 동사는 '24 6월, **자회사였던 네이버 웹툰의 분할 상장**(WBTN, NASDAQ) 소식에 **상장 전후로 주가의 지속적인 하락세를 보였다**. 이외에도 **네이버파이낸셜은 '19년 11월 네이버페이 서비스 사업 부문을 물적분할**을, **스노우는 '16년 자회사였던 캠프모바일에서 카메라 앱 사업 부문을 인적분할**을 진행했다. 이처럼 향후 동사 타 사업부의 분할상장 가능성이 존재함에 따라, **모회사인 네이버의 리스크가 잠재되었다**.

그러나 **실제 IPO 가능성은 희박할 것으로 판단된다**. 주주가치 훼손 문제와 더불어, **모회사에 대한 자회사의 의존도가 아직 과중하기** 때문이다. 네이버클라우드는 '23년 매출의 79.6%가 특수관계자향 매출로, 내부 의존 규모가 상당하다. 따라서 주력 회사의 분할상장은 단기간 내 진행되지 않을 것으로 전망된다.

네이버웹툰(WBTN) 나스닥 상장 전후 네이버 주가 추이



출처: Investing.com, RFS Team 1

라인사태

동사는 일본 정부의 압박으로 라인야후 지분을 매각할 가능성이 있으며, 매각할 경우 경영권이 넘어가 **라인을 비롯한 해외 사업에 손실이 발생**한다. 동사가 개발한 **라인**은 '21년 야후재팬과 통합되어 현재 **네이버와 소프트뱅크(일본)가 50:50으로 64.4%의 라인야후 지분을 양분**하고 있다. 라인은 아시아에서 강력한 사용자 기반을 갖추어 동사의 글로벌 사업 기반으로서 주요하며, 특히 일본에서 **라인 사용자는 인구의 80%에 달한다**. 더불어 **라인은 우리나라의 카카오톡과 같은 메신저**로서 사용되며 라인워크 등 행정업무에도 활용된다. 그러나 '23년 네이버 클라우드가 사이버 공격을 받게 되어, **일본 정부는 데이터 유출 문제로 네이버에 지분 매각을 종용**하고 있다.

지분이 축소될 경우, 동사는 무엇보다 **글로벌 사업확장에 있어 악영향**을 받게 된다. '23년 동사의 지분법손익은 2,665억원으로, 지분 매각 시 얻게 되는 차익이 더 크기 때문에 **이익 훼손은 발생하지 않는다**. 그러나 일본 시장의 입지가 악화되고 글로벌 확장 루트 역할이 사라져 미래 성장에 악영향을 미친다. 대표적으로 일본, 동남아 등으로 확장 중인 제페토(SNS)와 같은 사업에 제약을 받게 된다.

국가 간의 문제로 발발될 수 있는 라인사태는 현재 보류 상태에 있다. 라인야후는 동사와의 관계에서 독립을 추진할 것이라 주장했으나, 네트워크 완전 분리는 최소 2년 이상을 소요할 것으로 전망된다. 또한 동사는 향후 발생할 라인 리스크에 대비하여 AI 등 성장 가능성이 높은 사업에 집중하며 라인에 대한 의존을 줄이는 전략을 채택했다.

VI. Valuation

Peer Historical PER Valuation

‘24년 동사는 1)글로벌 빅테크와의 기술력 격차 우려, 2)외부 시장의 성장 둔화로 인해 향후 **성장동력에 대한 의구심과 함께 디레이팅**을 받아왔다. 하나, 본 리서치팀은 동사의 서치플랫폼과 커머스 부문의 적극적인 AI 서비스 도입을 통해 향후 지속적인 매출 성장이 가능하며 추가적인 수익성 향상도 가능하다고 판단한다. 단24를 통한 성장동력에 대한 의구심 해소와 AI를 활용한 검색 및 광고 서비스, 네이버 플러스스토어 출시 등 멀티플 향상의 근거는 충분하다. 해당 이유로 본 팀은 **‘25년을 동사의 디레이팅 해소의 원년으로 전망하며** 이로 인해 **동사의 수익성에 대한 멀티플이 향상될 것이다.**

이에 동사의 가치평가 방식으로 **Peer Historical PER Valuation**을 채택하였으며, Target PER은 23.41로 구글(알파벳)의 4Q23 PER이다. 4Q23 구글은 생성형 AI인 Gemini를 출시하였으며, 이를 통한 AI 광고 서비스 Google Ads 공개 등 현 동사가 가지는 AI 관련 모멘텀과 유사한 시기라고 판단된다.

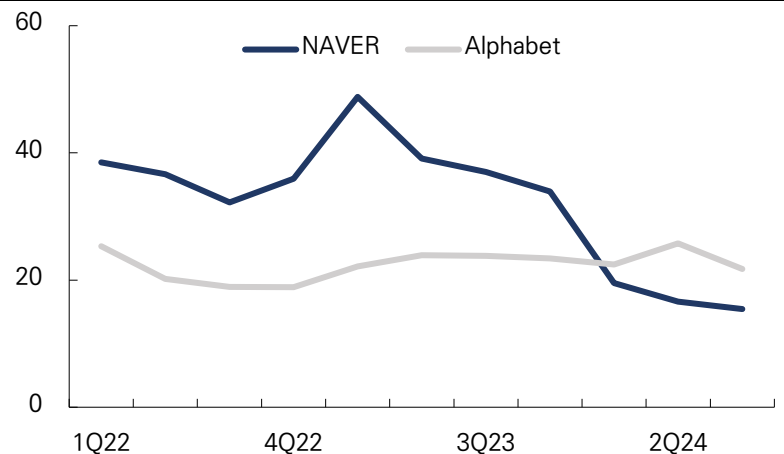
‘25년 EPS 12,566원, Target PER 23.41배, **목표주가 294,100원**, **상승여력 50.4%**, 투자 의견 **BUY**를 제시한다.

Peer Historical Valuation Table

항목	내용	단위	비고
25년 당기순이익	1,900	(십 억원)	(A) 추정
유통주식수	151,244,944	(주)	(B)
25년 EPS	12,566	(원)	(C)=(A)/(B)
Target PER	23.41	(배)	Peer Historical
적정주가	294,161	(원)	(E)=(C)X(D)
목표주가	294,100	(원)	
현재주가	195,600	(원)	
상승여력	50.4%	(%)	

출처: RFS Team 1

NAVER, Alphabet PER 추이



출처: RFS Team 1

VII. Estimation Logic

7-(1) 매출액 추정논리

매출액 추정 Table

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2765.2	2857.4	2992.4	3051.5	3150.9
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,001.1	1,035.6	1,109.2	1,106.0	1,145.8
검색	696.4	731.4	753.3	770.0	796.4	852.9	849.9	880.5
디스플레이	202.4	235.0	229.5	223.8	231.4	247.9	247.0	255.9
기타 연관 서비스	6.5	12.1	14.8	7.3	7.8	8.4	9.0	9.4
커머스	703.5	719.0	725.4	737.7	761.9	786.2	810.5	834.9
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	283.7	293.0	302.4	311.7	321.1
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	406.4	419.8	433.2	446.6	460.0
멤버십	48.0	47.4	46.2	47.6	49.1	50.6	52.2	53.8
핀테크	353.9	368.5	385.1	410.3	431.0	452.8	475.6	499.6
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	479.9	487.4	497.9	509.1	516.0
웹툰	394.6	382.9	424.0	428.8	437.4	448.0	459.9	469.2
스노우	35.5	22.3	21.1	35.5	34.2	33.9	33.1	30.8
기타(뮤직 등)	16.2	14.8	17.6	15.6	15.9	16.0	16.1	16.0
클라우드	117.0	124.6	144.6	136.3	141.4	146.3	150.2	154.5
B2B(NCP/웍스)	111.3	118.2	123.1	126.9	130.9	135.1	139.3	143.7
기타(클로바/랩스 등)	5.7	6.4	21.5	9.4	10.4	11.2	10.9	10.8

출처: RFSTeam 1

서치플랫폼

동사의 서치플랫폼 매출에는 **SA(검색광고)**, **DA(디스플레이 광고)** 그리고 **기타 연관 서비스**가 포함된다. 국내 광고시장의 경우 통상 2Q와 4Q의 매출액이 더 높은 계절성을 지닌다. 이에 과거 3개년('21~'23) 분기별 매출 비중의 평균을 구하였고, 이를 이용하여 4Q24 SA 및 DA 매출액을 추정하였다.

동사의 **ADVoost가 '25년 1월 출시 예정**이며, 구글과 메타는 유사 서비스 도입 시 각각 YoY +10%/+18.7%의 광고매출을 기록하였다. 이를 이용하여 동사의 SA와 DA의 광고매출이 1Q25 YoY +14.35%(구글과 메타 평균 값) 상승할 것이라 전망하였다. 이후 1Q25 추정치와 분기별 매출 비중을 이용하여 4Q25까지 광고 매출을 추정하였다.

기타 연관 서비스의 경우, 금액적 유의성이 작고 경향성 파악이 어렵기에 직전 7개 분기 이동평균 값을 사용하였다.

서치플랫폼 매출 추정 Table

서치플랫폼 매출 추정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
서치플랫폼(십억원)	851.8	910.4	898.5	928.3	905.4	978.4	997.7	1,001.1	1,035.6	1,109.2	1,106.0	1,145.8
검색	655.7	689.2	688.2	692.2	696.4	731.4	753.3	770.0	796.4	852.9	849.9	880.5
YoY	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	6.2%	6.1%	9.5%	11.2%	14.4%	16.6%	12.8%	14.4%
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	202.4	235.0	229.5	223.8	231.4	247.9	247.0	255.9
YoY	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-8.1%	5.3%	8.1%	11.0%	-2.6%	14.4%	5.5%	7.6%	14.4%
기타 연관 서비스	3.8	3.8	3.6	6.4	6.5	12.1	14.8	7.3	7.8	8.4	9.0	9.4

출처: RFS Team 1

커머스

동사의 커머스 매출에는 **커머스 광고, 중개 및 판매** 그리고 **멤버십 매출**이 포함된다. 커머스 부문에서 가장 중요한 지표는 **총 거래액인 GMV**이다. 동사의 **4Q24 GMV**는 **전분기와 유사한 성장률**을 보일 것으로 예상하였고, **'25년 GMV는 쿠팡의 '22년 성장률을 적용**하였다. 당시 쿠팡은 로켓배송에 무료배송을 적용하였으며, 이는 동사가 **'25년에 도입할 네이버 플러스스토어의 N배송과 멤버십 회원 대상 무료배송과 유사**하다고 판단하였기 때문이다. 이를 활용한 커머스 광고와 중개 및 판매 매출액 추정 논리는 다음과 같다.

1) **커머스 광고**의 경우, **분기별 GMV 성장률**을 커머스 광고 부문 매출액 성장률로 적용하였다. GMV는 해당 커머스 서비스 이용과 직결된 지표이며 지난 4개년 분기별 **커머스 광고 매출액과 해당 분기 GMV의 상관계수는 0.84로 유의미**하기에 해당 성장률 적용에 무리가 없다고 판단한다.

2) **중개 및 판매**의 경우, **과거 4개년 GMV 대비 중개 및 판매 매출액 비율**을 확인하였고, 점차 증가하여 **'24년 3.2%로 Flat하게 유지** 중인 것을 알 수 있었다. 이에 **향후 GMV 대비 중개 및 판매 매출액 비율을 3.2%로 예상**하였고, **각 분기별 GMV와 해당 비율의 곱(3.2%)**을 분기별 중개 및 판매 매출액으로 추정하였다.

3) **멤버십 매출**의 경우, **멤버십 가입자 수가 네이버 플러스스토어 출시와 함께 증가**할 것으로 예상하였다. 이에 **과거 7개 분기 평균 성장률 3.1%를 적용**하여 **향후 지속적으로 상승**할 것으로 추정하였다. 분기별 멤버십 매출 상승률 3.1%는 분기별 GMV 성장률과 유사한 규모이기에 충분히 가능한 성장률이라 판단한다.

커머스 매출 추정 Table

커머스 매출 추정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
커머스(십억원)	605.9	632.9	647.4	660.5	703.5	719.0	725.4	737.7	761.9	786.2	810.5	834.9
커머스 광고	264.2	280.5	282.4	279.9	264.9	280.2	279.2	283.7	293.0	302.4	311.7	321.1
중개 및 판매	302.9	310.3	321.1	334.4	390.5	391.5	400.0	406.4	419.8	433.2	446.6	460.0
GMV(총 거래액, 조원)	11.6	11.9	11.9	12.4	12.2	12.3	12.5	12.7	13.1	13.5	14.0	14.4
GMV(QoQ)	3.6%	2.6%	0.0%	4.2%	-1.6%	0.8%	1.6%	1.6%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
중개 및 판매/GMV(%)	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
멤버십	38.7	42.1	44.0	46.2	48.0	47.4	46.2	47.6	49.1	50.6	52.2	53.8
멤버십 가입자 수(십만명)	79.1	86.0	89.7	94.4	98.0	96.8	94.2	97.2	100.2	103.3	106.5	109.8
멤버십 가입자 수(QoQ)	3.5%	8.8%	4.3%	5.2%	3.9%	-1.3%	-2.6%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%

출처: RFS Team 1

핀테크

동사의 핀테크 매출의 경우, 네이버페이와 플랫폼 서비스 등이 포함된다. 주요 지표는 TPV(총 결제액)이며 과거 매출액/TPV(%)은 2%대로 Flat한 경향을 보여주었고, '24년은 2.1%로 유지되었다. 이에 향후 5개 분기 매출액/TPV(%)를 2.1%로 예상하였다. TPV의 경우 네이버 멤버십 가입자 수 확대와 네이버 스마트스토어 출시와 함께 지속적인 증가가 가능하다고 판단하였으며, 이에 과거 7개 분기 TPV 성장률의 평균을 향후 분기별 성장률로 적용하였다. 핀테크 분기별 매출액은 TPV와 매출액/TPV 비율(2.1%)의 곱으로 추정하였다.

핀테크 매출 추정 Table

핀테크 매출 추정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
결제액(TPV,십억원)	13,400	14,600	15,300	16,300	16,700	17,500	18,600	19,539	20,525	21,561	22,649	23,792
결제액 QoQ	1.5%	9.0%	4.8%	6.5%	2.5%	4.8%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
매출액(십억원)	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	368.5	385.1	410.3	431.0	452.8	475.6	499.6
매출액/결제액(%)	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%

출처: RFS Team 1

콘텐츠

동사의 콘텐츠 매출의 경우, 웹툰과 스노우, 기타(뮤직 등)의 매출이 포함된다. 이 중 주요 매출인 웹툰은 콘텐츠 수익, 광고 수익, IP 수익으로 나뉜다. 웹툰의 콘텐츠 수익은 국내, 일본, 타국가(미국, 유럽, 동남아)에서 발생하며 각 시장의 ARPPU와 MPU의 곱으로 매출액이 인식된다. 콘텐츠 부문 매출액 추정 논리는 다음과 같다,

웹툰

- 1) 국내: 국내 ARPPU와 MPU는 경향성이 없기에 직전 7개 분기의 이동평균 값으로 향후 추정.
- 2) 일본: 일본의 경우 ARPPU는 경향성이 없는 반면 MPU는 지속적으로 상승하는 시장으로 판단하였다. 이를 반영하여 일본의 ARPPU는 7개 분기 이동평균 값을 사용하였고, MPU는 직전 5개 분기 성장률을 향후 5개 분기 성장률로 가정한 후 그 사이트값은 선형보간법을 이용하여 추정하였다.
- 3) 타국가: 미국, 유럽, 동남아 시장의 경우 일본과 다르게 MPU는 경향성이 없지만 ARPPU가 지속적으로 상승하는 시장으로 판단하였다. 이에 MPU는 7개 분기 이동평균 값을 사용하였고, ARPPU는 직전 5개 분기 성장률을 향후 5개 분기 성장률로 가정한 후 그 사이트값은 선형보간법을 이용하여 추정하였다.
- 4) 웹툰 광고 수익은 웹툰 콘텐츠 수익의 상승분을 적용하여 추정하였다. 이는 웹툰 콘텐츠 수익은 웹툰 앱 활성화 정도와 연관이 높다 판단하였고 웹툰 광고 수익 또한 웹툰 앱 활성화 정도와 비례한다는 판단에서 기인한다.
- 5) 웹툰 IP 수익의 경우, 웹툰 IP가 드라마화 혹은 영화화되는 것의 수익을 말하고 향후 계획을 정확히 알 수 없기에 이동평균 사용.

스노우 및 기타(뮤직 등)

금액적 유의성과 경향성이 없는 것을 고려하여 직전 7개 분기 이동평균 사용

콘텐츠 매출 추정 Table

콘텐츠 매출 추정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
콘텐츠(십억원)	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	420.0	462.8	479.9	487.4	497.9	509.1	516.0
웹툰	353.1	369.6	379.8	400.6	394.6	382.9	424.0	428.8	437.4	448.0	459.9	469.2
콘텐츠 수익	364.0	358.2	368.0	375.0	378.5	363.0	400.9	413.3	422.6	433.4	445.5	455.1
국내 ARPPU(천원)	11.7	11.7	10.7	10.9	11.1	10.5	11.1	11.1	11.0	10.9	10.9	11.0
국내 MPU(백만명)	4.1	4.0	4.2	4.1	3.9	3.7	3.9	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9
국내 콘텐츠 수익	144.6	140.0	135.9	132.5	128.8	117.0	128.5	132.4	130.7	129.4	128.4	127.8
일본 ARPPU(천원)	32.6	31.6	31.0	31.1	31.2	29.8	32.4	31.4	31.2	31.2	31.2	31.2
일본 MPU(백만명)	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
일본 콘텐츠 수익	187.6	180.3	188.4	197.1	203.2	196.7	224.8	227.1	235.2	244.2	253.7	260.5
타국가 ARPPU	5.6	7.0	8.4	8.6	8.7	9.1	9.4	10.0	10.7	11.3	11.9	12.6
타국가 MPU	1.9	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
타국가 콘텐츠 수익	31.8	37.9	43.7	45.4	46.5	49.3	47.6	53.7	56.6	59.9	63.4	66.7
광고 수익	42.9	58.9	50.5	51.3	52.0	56.8	61.0	62.9	64.3	65.9	67.8	69.2
IP 수익	33.8	29.0	28.1	30.2	32.2	27.8	27.1	29.8	29.2	29.2	29.4	29.2
조정	(87.6)	(76.4)	(66.8)	(55.8)	(68.2)	(64.7)	(65.0)	(77.1)	(78.7)	(80.6)	(82.7)	(84.4)
조정비율	19.87%	17.14%	14.96%	12.23%	14.74%	14.46%	13.29%	15.24%	15.24%	15.24%	15.24%	15.24%
스노우	44.8	35.8	39.5	49.4	35.5	22.3	21.1	35.5	34.2	33.9	33.1	30.8
기타(뮤직 등)	13.4	15.0	15.6	16.3	16.2	14.8	17.6	15.6	15.9	16.0	16.1	16.0

출처: RFS Team 1

클라우드

동사의 클라우드 매출은 B2B(NCP, 웨스)와 기타(클로바/랩스 등)가 포함된다. B2B사업은 뉴로클라우드와 라인웍스 유료 ID 확대 등으로 지속적인 상승세가 전망되기에 직전 7개 분기의 성장률 평균 3.2%를 향후 5개 분기의 성장률로 가정한다. 기타 사업의 경우, 금액적 유의성이 적고 경향성이 없기에 7개 분기 이동 평균을 사용한다.

클라우드 매출 추정 Table

클라우드 매출 추정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
클라우드(십억원)	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	124.6	144.6	136.3	141.4	146.3	150.2	154.5
QoQ	-16.1%	12.1%	18.3%	1.8%	-7.0%	6.5%	16.1%	-5.7%	3.7%	3.4%	2.7%	2.8%
B2B(NCP/웨스)	91.3	99.2	110.5	114.1	111.3	118.2	123.1	126.9	130.9	135.1	139.3	143.7
QoQ	-9.1%	8.7%	11.4%	3.3%	-2.4%	6.1%	4.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
기타(클로바/랩스 등)	2.0	5.3	13.1	11.7	5.7	6.4	21.5	9.4	10.4	11.2	10.9	10.8
QoQ	-81.5%	166.9%	148.9%	-10.6%	-51.6%	13.3%	235.2%	-56.4%	11.3%	7.1%	-2.5%	-1.1%

출처: RFS Team 1

7-(2) 비용 추정논리

영업비용

개발/운영비용

동사의 개발/운영비용은 인건비와 기타로 분류되며 인건비에는 종업원급여, 주식보상비용 그리고 복리후생비가 포함되며 기타에는 여비교통비, 통신비, 보험료, 소모품비, 교육훈련비 그리고 기타 영업비용이 포함된다.

1) 인건비는 '24년 10월 국회예산정책처(NABO)에서 발표한 '25년 NABO 경제전망에 따라 **명목임금상승률 +3.6% 전망치를 적용**하였다. '24년 인건비에서 명목임금상승률을 곱하여 '25년 총 인건비를 추정하였으며 4개 분기 동일하게 나누어 주었다.

2) 다수의 계정이 포함되어 있는 기타 비용의 경우, 2Q23와 3Q23 미세한 감소세를 제외하고는 지속적으로 증가하는 경향을 보였다. 따라서 **직전 4개 분기 이동평균을 이용하여 향후 증가세를 추정**하였다.

파트너

동사의 파트너 비용은 무형자산상각비, 지급임차료, 지급수수료와 운반비가 포함되며 콘텐츠 사업에서 필요한 IP 제작과 커머스 사업의 각종 결제 관련 비용이 포함되어 있으며 변동비적 성격을 지니고 있기에 매출액 상승분과 연계하여 추정하였다.

인프라

동사의 인프라 비용은 감가상각비, 사용권자산상각비, 수도광열비 그리고 세금과공과가 포함되어 있으며 최근 4개 분기 5% 아래 지속적 상승 추세를 보이고 있어 **4개 분기 평균 상승률을 Flat하게 적용하여 향후 추정**하였다.

마케팅

동사의 마케팅 비용은 광고선전비를 의미하며 향후 시서비스 도입과 네이버 플러스스토어 런칭과 함께 지속적으로 증가할 것으로 판단된다. 이에 매출액 상승분과 연계하여 추정하였다.

영업외손익

영업외손익에는 기타손익, 금융손익 그리고 관계기업투자손익이 포함되어 있다. 기타손익의 경우, 향후 추정이 불가하기에 **0(Zero) Flat**으로 추정하였다. 금융손익과 관계기업투자손익의 경우에는 **직전 4개분기 이동평균 값을 사용하여 추정**하였다.

법인세율

동사의 법인세율은 국세청 공시 과세표준 법인세율을 적용하여 추정하였다.

추정 손익계산서

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2765.2	2857.4	2992.4	3051.5	3150.9
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,001.1	1,035.6	1,109.2	1,106.0	1,145.8
커머스	703.5	719.0	725.4	737.7	761.9	786.2	810.5	834.9
핀테크	353.9	368.5	385.1	410.3	431.0	452.8	475.6	499.6
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	479.9	487.4	497.9	509.1	516.0
클라우드	117.0	124.6	144.6	136.3	141.4	146.3	150.2	154.5
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,228.9	2,313.0	2,393.9	2,438.7	2,503.3
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	665.1	697.4	704.9	714.0	722.6
인건비	529.2	573.2	537.1	539.0	564.2	564.2	564.2	564.2
기타	106.8	109.5	119.7	126.0	133.1	140.7	149.8	158.4
파트너	913.5	916.6	938.0	955.1	987.0	1033.6	1054.0	1088.3
인프라	169.9	171.7	178.1	183.8	189.6	195.6	201.7	208.1
마케팅	367.5	366.8	417.3	425.0	439.1	459.9	469.0	484.2
영업이익	439.3	472.7	525.3	536.3	544.4	598.5	612.8	647.5
영업이익률(%)	17.4%	18.1%	19.3%	19.4%	19.1%	20.0%	20.1%	20.6%
영업외수익	612.3	222.6	171.0	197.8	167.2	175.0	173.3	178.3
기타이익	476.0	41.1	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융수익	124.8	126.2	67.7	140.7	114.8	112.4	108.9	119.2
관계기업투자이익	11.5	55.4	85.6	57.0	52.4	62.6	64.4	59.1
영업외비용	391.4	227.9	43.0	199.2	173.6	149.3	154.1	169.0
기타손실	120.5	98.1	-51.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융비용	174.2	163.5	82.4	174.3	148.6	142.2	136.9	150.5
관계기업투자손실	96.7	-33.7	12.0	24.9	25.0	7.1	17.3	18.6
법인세차감전순이익	660.2	467.4	653.3	534.9	538.0	624.2	632.0	656.8
법인세비용	104.4	135.3	123.2	119.0	119.7	140.4	142.3	148.2
계속영업당기순이익	555.8	332.1	530.1	415.9	418.3	483.8	489.7	508.6
중단영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	555.8	332.1	530.1	415.9	418.3	483.8	489.7	508.6
당기순이익률(%)	22.0%	12.7%	19.5%	15.0%	14.6%	16.2%	16.0%	16.1%

예상 포괄손익계산서 (요약)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	8,220	9,671	10,617	12,052
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,617	12,052
판매비와관리비	6,915	8,182	8,644	9,649
조정영업이익	1,305	1,489	1,974	2,403
영업이익	1,305	1,489	1,974	2,403
비영업손익	(6)	(94)	368	0
금융손익	(312)	(181)	(135)	(123)
관계기업등 투자손익	97	267	110	171
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,316	2,451
계속사업법인세비용	(411)	(496)	(482)	(551)
계속사업이익	673	985	1,834	1,900
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,834	1,900
지배주주	760	1,012	N/A	N/A
비지배주주	(87)	(27)	N/A	N/A
총포괄이익	(715)	724	N/A	N/A
지배주주	(681)	749	N/A	N/A
비지배주주	(34)	(24)	N/A	N/A
EBITDA	1,803	2,134	2,381	2,865
FCF	310	383	724	881
EBITDA 마진율 (%)	21.9%	22.1%	22.4%	23.8%
영업이익률 (%)	15.9%	15.4%	18.6%	19.9%
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2%	10.5%	N/A	N/A

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	1,453	2,002	2,533	2,786
당기순이익	673	985	1,834	1,900
감가상각비	360	318	407	462
외화환산손실(이익)	88	(47)	0	0
자산처분손실(이익)	(199)	3	0	0
지분법, 관계기업손실(이익)	97	267	110	171
운전자본변동	307	(281)	(549)	(523)
법인세납부	(860)	(682)	(482)	(551)
기타	988	1,440	1,214	1,327
투자활동으로 인한 현금흐름	(1,215)	(949)	(1,229)	(1,352)
유형자산처분(취득)	(688)	(733)	(847)	(961)
무형자산감소(증가)	(54)	(51)	(63)	(71)
장단기금융자산의 감소(증가)	(574)	411	(82)	(82)
기타투자활동	101	(576)	(237)	(237)
재무활동으로 인한 현금흐름	(339)	(110)	(149)	(130)
장단기금융부채의 증가(감소)	(392)	(180)	(286)	(233)
자본의 증가(감소)	(152)	(34)	(93)	(64)
배당금의 지급	(213)	(62)	(62)	(62)
기타재무활동	418	166	292	229
현금의 증가	(57)	852	1,155	1,305
기초현금	2,781	2,724	3,576	4,731
기말현금	2,724	3,576	4,731	6,036

예상 재무상태표 (요약)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	6,440	7,028	9,014	11,172
현금 및 현금성자산	3,941	4,385	4,731	6,036
매출채권	1,540	1,724	1,770	2,009
기타유동자산	959	910	2,513	3,127
비유동자산	27,459	28,710	29,151	29,722
투자자산	22,337	21,262	21,262	21,262
유무형자산	3,939	6,188	6,691	7,261
사용권자산	739	692	692	692
기타비유동자산	444	569	507	507
자산총계	33,899	35,738	38,165	40,894
유동부채	5,480	6,306	6,901	7,663
매입채무 및 기타채무	1,662	2,127	2,722	3,484
단기금융부채	193	485	485	485
기타유동부채	3,625	3,694	3,694	3,694
비유동부채	4,968	5,194	5,194	5,194
장기금융부채	2,871	2,782	2,782	2,782
기타비유동부채	2,097	2,412	2,412	2,412
부채총계	10,448	11,500	12,095	12,857
지배주주지분	22,724	23,206	24,978	26,816
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	23,646	24,544	26,316	28,154
비지배주주지분	706	1,032	1,092	1,221
자본총계	23,450	24,238	26,070	28,037

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2022	2023	2024E	2025E
P/E (x)	38.3	32.8	16.6	23.4
P/B (x)	1.3	1.6	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	16.1	17.8	10.2	8.3
EPS (원)	4,634	6,824	12,125	12,566
BPS (원)	138,642	142,887	172,369	185,377
DPS (원)	914	1,205	1,205	1,205
배당성향 (%)	18	18	18	18
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	198	17.6	9.8	13.5
EBITDA증가율 (%)	106.8	11	12	20
조정영업이익증가율 (%)	72.1	14.1	33	22
EPS증가율 (%)	-95.4	47.3	77.7	3.6
매출채권 회전일수	62.9	60.8	60.8	60.8
재고자산 회전일수	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무 회전일수	N/A	N/A	N/A	N/A
ROA (%)	2.0	2.8	4.8	4.6
ROE (%)	2.9	4.1	7.0	6.8
ROIC (%)	66.7	35.1	36.2	38.2
부채비율 (%)	44.6	47.4	46.4	45.9
유동비율 (%)	117.5	111.5	130.6	145.8
당좌비율 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
자기자본비율 (%)	69.2	67.8	68.3	68.6

편집 상 여백입니다.