

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com



035420 · 인터넷

NAVER

컨텐츠 맑음, 커머스 흐름

(유지)

매수

목표주가

310,000원 ▲

상승여력

40.0%

현재주가(24/2/2)

221,500원

KOSPI	2,615.31	시가총액(십억원)	35,974	발행주식수(백만주)	162	외국인 보유비중(%)	48.4
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

Report summary

컨텐츠 전망 상향, 커머스 전망 하향

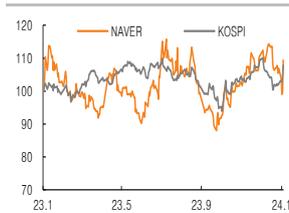
24F 컨텐츠 거래액 추정치를 1조 8,930억원(+9% YoY)으로 4% 상향한다. 24F 웹툰 거래액은 2조원을 기록하며 10%대 성장세를 회복할 전망이다. 24년 커머스 매출 전망은 2조 7,320억원(+7% YoY)으로 10% 하향한다. 쿠팡의 견고한 성장과, 중국 직구 플랫폼의 약진으로 인해 동사의 24F 국내 GMV YoY 성장률은 6%에 그칠 것으로 예상된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 7% 상향

24F 실적 조정 및 실적 기준연도를 24년으로 변경(기존 3Q23~2Q24)함에 따라 목표주가를 310,000원으로 상향한다. 24F P/E 26배 수준에서 거래 중이다. 이번 실적에서 네이버웹툰 거래액이 유의미한 반등을 성공한 점은 굉장히 긍정적이나 커머스 부문에서의 고전은 우려되는 부분이다. 신규 AI 광고 상품의 상용화가 연내 예상되는 만큼 하반기 이후 모멘텀이 발생할 가능성이 높다고 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.6	-2.6	4.7
상대주가	-0.6	-2.6	-1.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,818	8,220	9,671	10,553	11,764
영업이익 (십억원)	1,325	1,305	1,489	1,662	1,955
영업이익률 (%)	19.4	15.9	15.4	15.7	16.6
순이익 (십억원)	16,490	760	1,013	1,285	1,558
EPS (원)	100,400	4,634	6,182	7,910	9,592
ROE (%)	106.7	3.3	4.4	5.3	6.1
P/E (배)	3.8	38.3	36.2	28.0	23.1
P/B (배)	2.5	1.2	1.5	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 컨센 부합하는 무난한 실적

4분기 매출액 2조 5,370억원(+12% YoY), 영업이익 4,050억원(+21% YoY)으로 컨센서스 부합하는 실적을 기록했다. 서치플랫폼은 기대치를 부합했고 커머스 부문은 부진했으나 콘텐츠 부문 호조가 이를 상쇄했다. 서치플랫폼 매출액은 YoY 1% 증가한 9,280억원을 기록했다. 검색광고가 6,920억원(+5% YoY)을 기록하며 선방했으나 디스플레이 광고가 2,300억원(-8% YoY)을 기록하며 부진이 지속되었다.

커머스 부문은 6,600억원(+36% YoY)을 기록하며 예상치를 6% 하회했다. 중개 및 판매 수수료는 기대치 수준이었으나 커머스 광고 매출이 2,800억원(+1% YoY)로 예상치를 9% 하회했다. 콘텐츠 매출은 4,660억원(+7% YoY)로 예상치를 3% 상회했는데 이는 웹툰 거래액이 4,400억원을 기록하며 성장세를 9%대로 회복한(3분기: 5%) 데 따른 영향이다. 영업비용은 2조 1,320억원(+10% YoY)로 예상치에 부합했다.

콘텐츠 전망 상향, 커머스 전망 하향

24F 콘텐츠 거래액 추정치를 1조 8,930억원(+9% YoY)으로 4% 상향한다. 웹툰 거래액 YoY 성장률이 반등을 시작했고 연간 EBITDA는 흑자 전환에 성공했다. AI 개인화 추천 및 CRM 등 플랫폼 고도화에 따른 ARPPU 상승 효과가 본격적으로 나타나고 있다. 24F 웹툰 거래액은 2조원을 기록하며 10%대 성장세를 회복할 전망이다.

24년 커머스 매출 전망은 2조 7,320억원(+7% YoY)으로 10% 하향한다. 4분기 포쉬마크를 제외한 전자상거래 GMV는 11조 중후반 수준으로 추정되며, YoY 성장률은 4.9%에 불과(전체 시장은 10.6% 성장)했다. 쿠팡의 견고한 성장과, 중국 직구 플랫폼의 약진으로 인해 동사의 24F 국내 GMV YoY 성장률은 6%에 그칠 것으로 예상된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 7% 상향

24F 실적 조정 및 실적 기준연도를 24년으로 변경(기존 3Q23~2Q24)함에 따라 목표주가를 310,000원(타겟P/E 39배 유지)으로 상향한다. 24F P/E 26배 수준에서 거래중이다. 올해 연간으로 긍정적인 주가 흐름 예상되나 상반기 특별한 모멘텀이 보이는 상황은 아니다. 이번 실적에서 네이버웹툰 거래액이 유의미한 반등을 성공한 점은 굉장히 긍정적이나 커머스 부문에서의 고전은 우려되는 부분이기 때문이다. 동사에 대한 리레이팅은 결국 AI 부문에서 25년 이후 매출이 유의미하게 나올 것이라는 기대가 작용해야 이루어질 수 있다. 신규 AI 광고 상품의 상용화가 연내 예상되는 만큼 하반기 이후 모멘텀이 발생할 가능성이 높아 보인다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,458	2,620	2,695	2,780	6,818	8,220	9,671	10,553
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	7.8%	8.8%	10.2%	9.6%	28.5%	20.6%	17.6%	9.1%
서치플랫폼	852	910	899	928	886	964	971	1,003	3,308	3,568	3,589	3,824
검색	656	689	688	692	695	744	757	761	2,400	2,609	2,725	2,958
디스플레이	192	217	207	230	185	213	207	234	885	941	846	839
기타	4	4	4	6	7	7	7	7	23	19	18	27
커머스	606	633	647	660	638	666	686	741	1,488	1,801	2,547	2,732
커머스 광고	264	280	282	280	268	279	286	309	944	1,078	1,107	1,141
중개 및 판매	303	310	321	334	322	337	347	376	476	604	1,269	1,381
멤버십	39	42	44	46	49	51	53	56	69	119	171	209
핀테크	318	340	341	356	366	386	395	418	979	1,187	1,355	1,565
콘텐츠	411	420	435	466	438	471	506	477	660	1,262	1,733	1,893
웹툰	353	370	380	401	377	408	441	409	492	1,066	1,503	1,635
스노우	45	36	39	49	44	46	49	51	84	128	169	190
기타	13	15	16	16	17	17	17	18	84	67	60	69
클라우드	93	104	124	126	129	133	137	141	383	403	447	540
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	116	119	121	124	329	370	415	480
클로바/랩스	2	5	13	12	13	14	16	17	53	33	32	60
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,086	2,211	2,266	2,327	5,492	6,915	8,182	8,891
개발/운영비용	635	644	631	661	643	655	664	673	1,753	2,070	2,573	2,635
파트너	832	866	886	950	914	977	1,005	1,037	2,172	2,964	3,534	3,934
인프라	133	142	157	164	160	173	179	187	496	581	596	699
마케팅	350	383	390	357	369	406	418	431	1,072	1,301	1,480	1,623
영업이익	330	373	380	405	371	409	429	453	1,325	1,305	1,489	1,662
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	12.3%	9.8%	12.9%	11.6%	9.1%	-1.6%	14.1%	11.6%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	15.1%	15.6%	15.9%	16.3%	19.4%	15.9%	15.4%	15.8%
지배주주순이익	55	268	376	314	287	316	332	350	16,490	760	1,013	1,285
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	11.7%	12.0%	12.3%	12.6%	241.9%	9.2%	10.5%	12.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	
매출액	9,691	10,835	9,671	10,553	0%	-3%	9,702	10,827	0%	-3%	커머스 추정치 하향, 콘텐츠 추정치 상향
영업이익	1,470	1,699	1,489	1,662	1%	-2%	1,480	1,715	1%	-3%	
지배주주순이익	994	1,310	1,013	1,285	2%	-2%	1,052	1,410	-4%	-9%	
영업이익률	15.2%	15.7%	15.4%	15.8%	-	-	15.2%	15.8%	-	-	
순이익률	10.3%	12.1%	10.5%	12.2%	-	-	10.8%	13.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q23 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,537	2,558	-1%	2,568	-1%
영업이익	405	387	5%	396	2%
지배주주순이익	314	295	6%	348	-10%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2024년 지배주주순이익 (십억원)	1,285	
Target P/E (배)	39.2	2019년 평균 P/E. LINE 비용 증대로 영업이익 급감한 이후 수익성 점진적으로 회복하던 시기
목표 시가총액 (십억원)	50,358	
주식 수 (천주)	162,409	
목표주가 (원)	310,000	
현재주가 (원)	221,500	
상승여력	40.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



주1: 19년 영업이익은 LINE 연결 제거에 따른 소급 적용 이전 수치
 주2: 21년 P/E는 1회성 라인 지분법 처분이익 제거한 순이익으로 재추정
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	8,220	9,671	10,553	11,764
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,553	11,764
판매비와관리비	6,915	8,182	8,891	9,809
조정영업이익	1,305	1,489	1,662	1,955
영업이익	1,305	1,489	1,662	1,955
비영업손익	-221	-3	155	185
금융손익	-13	-7	7	26
관계기업등 투자손익	97	267	321	353
세전계속사업손익	1,084	1,486	1,817	2,140
계속사업법인세비용	411	498	581	642
계속사업이익	673	988	1,235	1,498
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	673	988	1,235	1,498
지배주주	760	1,013	1,285	1,558
비지배주주	-87	-24	-49	-60
총포괄이익	-715	988	1,235	1,498
지배주주	-681	942	1,177	1,428
비지배주주	-34	46	58	70
EBITDA	1,866	1,996	2,138	2,416
FCF	753	2,005	1,459	1,657
EBITDA 마진율 (%)	22.7	20.6	20.3	20.5
영업이익률 (%)	15.9	15.4	15.7	16.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2	10.5	12.2	13.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,440	7,143	8,356	10,090
현금 및 현금성자산	2,724	3,767	4,929	6,612
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	9	10	11	12
기타유동자산	3,707	3,366	3,416	3,466
비유동자산	27,459	28,536	28,415	28,305
관계기업투자등	18,541	17,614	17,614	17,614
유형자산	2,458	2,615	2,493	2,435
무형자산	1,481	3,327	3,328	3,275
자산총계	33,899	35,679	36,771	38,395
유동부채	5,481	6,303	6,272	6,509
매입채무 및 기타채무	899	917	936	954
단기금융부채	1,575	1,601	1,532	1,730
기타유동부채	3,007	3,785	3,804	3,825
비유동부채	4,968	5,198	5,224	5,251
장기금융부채	2,622	3,456	3,456	3,456
기타비유동부채	2,346	1,742	1,768	1,795
부채총계	10,449	11,502	11,496	11,760
지배주주지분	22,744	23,496	24,642	26,062
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,433	1,433	1,433
이익잉여금	23,646	24,521	25,668	27,088
비지배주주지분	706	682	633	573
자본총계	23,450	24,178	25,275	26,635

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,453	2,615	1,759	2,007
당기순이익	673	988	1,235	1,498
비현금수익비용가감	1,318	976	1,016	1,042
유형자산감가상각비	519	453	422	408
무형자산상각비	42	54	54	53
기타	757	469	540	581
영업활동으로인한자산및부채의변동	307	1,119	47	48
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-2	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	133	0	0	0
법인세납부	-861	-498	-581	-642
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,216	-2,386	-389	-385
유형자산처분(취득)	-689	-610	-300	-350
무형자산감소(증가)	-55	-1,900	-55	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-444	124	-34	-35
기타투자활동	-28	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-339	-157	-207	61
장단기금융부채의 증가(감소)	235	104	-69	198
자본의 증가(감소)	66	-124	0	0
배당금의 지급	-213	-138	-138	-138
기타재무활동	-427	1	0	1
현금의 증가	-57	1,043	1,163	1,683
기초현금	2,781	2,724	3,767	4,929
기말현금	2,724	3,767	4,929	6,612

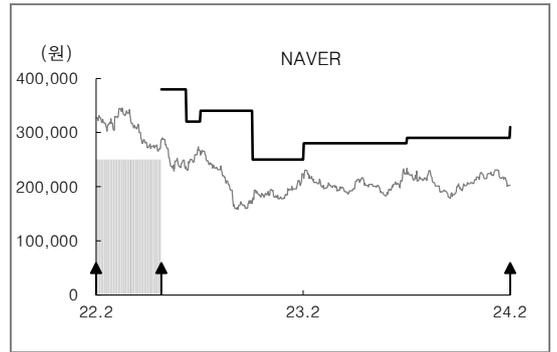
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	38.3	36.2	28.0	23.1
P/CF (x)	14.6	18.7	16.0	14.2
P/B (x)	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	16.1	18.3	16.3	13.8
EPS (원)	4,634	6,182	7,910	9,592
CFPS (원)	12,138	11,995	13,861	15,641
BPS (원)	144,841	150,931	157,992	166,736
DPS (원)	914	914	914	914
배당성향 (%)	20.4	13.9	11.2	9.2
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	20.6	17.6	9.1	11.5
EBITDA증가율 (%)	6.1	7.0	7.2	13.0
조정영업이익증가율 (%)	-1.6	14.1	11.6	17.6
EPS증가율 (%)	-95.4	33.4	28.0	21.3
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	1,111.4	1,027.1	991.5	1,001.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.0	2.8	3.4	4.0
ROE (%)	3.3	4.4	5.3	6.1
ROIC (%)	37.6	31.2	31.6	39.6
부채비율 (%)	44.6	47.6	45.5	44.2
유동비율 (%)	117.5	113.3	133.2	155.0
순차입금/자기자본 (%)	1.0	-2.2	-7.1	-12.4
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	19.6	21.8	25.3

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2024.02.02	매수	310,000	-	-
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79
2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60
2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32
2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.