

# NAVER (035420/KS)

## 벼랑 끝에서 찾은 기회

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 260,000 원(하향)

현재주가: 188,900 원

상승여력: 37.6%



Analyst  
남효지

hjinam@sk.com.kr  
3773-9288

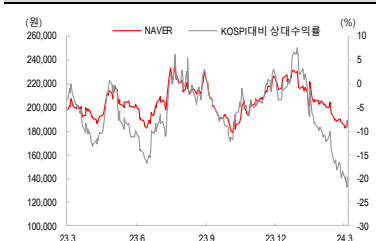
#### Company Data

발행주식수	16,241 만주
시가총액	30,679 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.34%
자사주	7.17%

#### Stock Data

주가(24/03/22)	188,900 원
KOSPI	2,748.56 pt
52주 최고가	234,500 원
52주 최저가	178,300 원
60일 평균 거래대금	166 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 커머스: 아슬아슬

커머스 사업에 대한 우려가 짙어지며 동사 주가는 연초이후 15.7% 하락했다. 4Q23 포시마크 제외 거래액 성장률은 4.9%로 시장 성장률 10.6%를 하회했다. 중국 플랫폼들의 직접적인 영향을 받는 곳은 해외 직구 쇼핑몰로 전체 스마트스토어 거래액의 5% 수준으로 파악된다. 이들의 거래액 규모도 작아 네이버가 수취하는 수수료 규모도 크지 않을 것이다. 다만 무시하기엔 중국 플랫폼들의 성장세가 거세다. 특히 알리익스프레스는 국내 업체들의 수수료를 받지 않는 조건을 내걸며 브랜드들을 입점시키고 있는데 이는 동사가 공들이고 있는 브랜드스토어와 일부 겹친다. 알리에 입점하는 브랜드가 늘어날수록 동사의 브랜드스토어 거래액은 영향을 받을 수 있다. 하지만 네이버가 대형 브랜드들의 마케팅, 고객 데이터까지 통합적으로 관리해준다는 점에서 차별화된다. 작년 브랜드 스토어의 거래액 비중은 13%로 추정되고 그 비중은 상승하고 있다. 작년 10 월부터 도착보장과 브랜드 솔루션 패키지 유료화가 시작되었고, 올해 상반기 내 실적으로 증명해야 시장의 우려를 떨쳐낼 수 있을 것이다.

### 광고: 好好?

커머스 사업에는 위협이지만 광고 사업에는 기회일 수 있다. 본격적으로 중국 플랫폼들이 국내 시장에 진출하며 광고비 집행이 늘어날 수 있다. 알리는 19 년 8 월부터 광고 최적화를 위한 DB 를 연동했다. 아직까지 알리와 테무는 온라인/모바일 채널에 공격적으로 광고를 집행하고 있지만 이용자 인지도가 충분히 쌓인 후에는 구매 전환을 위해 디지털 광고 집행은 필수적이다. 동사의 웹+모바일에서 압도적인 점유율을 고려했을 때 광고 집행 비중은 상당히 높을 것으로 예상된다.

### 비용통제에만 기대긴 쉽지않아

올해 기대했던 본업 마진 개선에 따른 실적 성장 가능성이 열어짐에 따라 목표주가를 기존 29 만원에서 26 만원으로 하향한다. 현 주가는 12MF P/E 19 배로 역사적 밴드 하단 수준이지만 성장성이 이토록 둔화되었던 구간 또한 없었다. 전사 매출액 성장을 타개할 새로운 사업 전략이 필요한 시점이다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	6,818	8,220	9,671	10,490	11,267	12,101
영업이익	십억원	1,325	1,305	1,489	1,706	1,876	2,098
순이익(지배주주)	십억원	16,490	760	1,012	1,511	1,782	1,539
EPS	원	9,082	4,634	6,233	9,305	10,970	9,477
PER	배	41.7	38.3	35.9	19.8	16.8	19.5
PBR	배	2.5	1.2	1.5	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	35.8	16.1	18.0	13.2	11.8	11.8
ROE	%	106.7	3.3	4.4	6.3	7.0	5.7

NAVER 목표주가 산출		(단위: 십억원)
항목	비고	
1) 사업가치	26,975.8	
서치플랫폼		
NOPLAT	904.2	OPM 32% 가정
Target Multiple	14.8	알파벳 24E P/E 평균 30% 할인 적용
적정 가치	13,347.9	
커머스		
NOPLAT	590.2	OPM 28% 가정
Target Multiple	23.1	쿠팡, 아마존 24E P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	13,627.8	
2) 종속기업 가치	10,870.3	
네이버웹툰		
24E 매출액	1,841.1	
Target Multiple	3.1	글로벌 경쟁사 24E P/S 적용
지분율	71.2%	
지분 가치	4,082.2	
네이버파이낸셜		
24E 거래액	68,960.2	
Target Multiple	0.1	paypal EV/TPV에 50% 할인 적용
지분율	69.0%	
적정 가치	5,147.3	
네이버클라우드		
24E 매출액	491.7	
Target Multiple	3.3	MSFT, AMZN, GOOGL 24E P/S 평균 50% 할인 적용
지분율	100%	
적정 가치	1,641	
3) 투자지분 가치	6,582.9	
LY 주식회사		
시가총액	31,172.2	과거 3개월 평균 시가총액
지분율	25%	25% ???
할인율	40%	
지분가치	4,675.8	
위버스컴퍼니		
지분율	45%	
지분가치	1,907.0	MAU 1,000 만명, 유료전환율 10%, ARPPU \$60 가정. Target P/S 4.9x, 지분율 49% 적용
4) 순차입금	1,115.0	
합산 가치 1)+2)+3)-4)	43,313.9	
주식 수(전 주)	164,049.1	
적정 주가(원)	264,030	
목표 주가(원)	260,000	
현재 주가(원)	188,900	
상승 여력	37.6%	

자료: SK 증권

수익 추정 표											
(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
영업수익	2,280.4	2,407.9	2,445.3	2,537.0	2,430.7	2,599.9	2,679.3	2,780.2	9,670.7	10,490.1	11,266.9
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	894.8	953.4	938.3	981.0	3,589.1	3,767.5	3,971.4
검색광고	655.7	689.2	688.2	692.2	689.4	723.5	715.2	732.3	2,725.3	2,860.3	3,000.8
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	200.5	223.6	215.9	238.2	846.1	878.3	924.8
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	647.2	695.5	721.3	746.5	2,546.7	2,810.6	3,063.9
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	359.9	384.0	412.1	423.3	1,354.8	1,579.2	1,805.0
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	425.6	447.0	488.0	480.5	1,733.0	1,841.1	1,888.3
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	103.2	119.9	119.7	148.9	447.2	491.7	538.3
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,131.5	2,058.1	2,174.4	2,233.9	2,317.9	8,181.8	8,784.2	9,391.4
개발/운영	635.5	644.3	631.4	661.5	648.6	667.7	676.9	707.0	2,572.7	2,700.2	2,830.9
파트너	831.9	865.5	886.4	949.8	871.2	934.1	970.3	1,016.4	3,533.6	3,791.9	4,198.2
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	158.1	166.5	170.5	174.9	595.7	670.0	695.1
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	380.2	406.0	416.3	419.6	1,479.8	1,622.1	1,667.2
영업이익	330.5	372.7	380.2	405.5	372.6	425.5	445.4	462.3	1,488.8	1,705.9	1,875.5
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	15.3%	16.4%	16.6%	16.6%	15.4%	16.3%	16.6%
순이익	43.7	286.7	356.2	301.8	267.2	350.9	443.2	390.8	988.4	1,452.1	1,711.9
지배주주순이익	55.1	267.7	375.8	314.1	278.1	365.2	461.2	406.7	1,012.6	1,511.2	1,781.6
YoY growth rate											
영업수익	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	6.6%	8.0%	9.6%	9.6%	17.6%	8.5%	7.4%
서치플랫폼	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	5.1%	4.7%	4.4%	5.7%	0.6%	5.0%	5.4%
검색광고	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	5.1%	5.0%	3.9%	5.8%	4.5%	5.0%	4.9%
디스플레이	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-8.1%	4.3%	2.8%	4.5%	3.7%	-10.0%	3.8%	5.3%
커머스	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	6.8%	9.9%	11.4%	13.0%	41.4%	10.4%	9.0%
핀테크	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	13.1%	13.1%	20.9%	18.9%	14.2%	16.6%	14.3%
콘텐츠	94.0%	40.1%	39.5%	6.6%	3.5%	6.3%	12.2%	3.0%	37.4%	6.2%	2.6%
클라우드	1.2%	-0.4%	30.3%	13.3%	10.6%	14.8%	-3.2%	18.3%	11.0%	10.0%	9.5%
영업비용	26.3%	19.0%	19.6%	10.1%	5.5%	6.8%	8.2%	8.7%	18.3%	7.4%	6.9%
개발/운영	34.6%	25.1%	21.0%	17.8%	2.1%	3.6%	7.2%	6.9%	24.3%	5.0%	4.8%
파트너	33.4%	20.2%	22.7%	5.8%	4.7%	7.9%	9.5%	7.0%	19.2%	7.3%	10.7%
인프라	0.0%	0.4%	3.3%	6.2%	19.2%	17.3%	8.4%	6.8%	2.6%	12.5%	3.7%
마케팅	11.1%	15.1%	17.8%	10.9%	8.6%	5.9%	6.8%	17.7%	13.8%	9.6%	2.8%
영업이익	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	12.7%	14.2%	17.2%	14.0%	14.1%	14.6%	9.9%
순이익	-71.2%	80.9%	53.8%	129.1%	512.0%	22.4%	24.4%	29.5%	46.8%	46.9%	17.9%

자료: NAVER, SK 증권

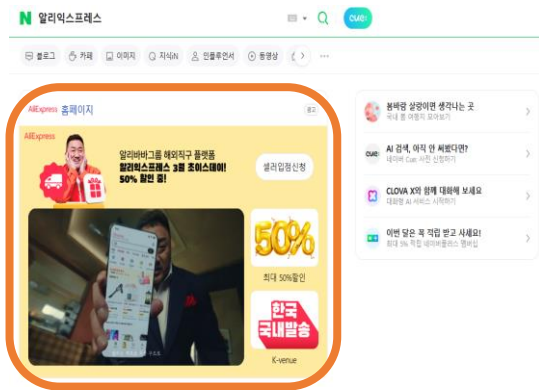
분기 실적 변동 표												
(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	2,471.5	2,676.4	2,698.5	2,830.4	2,430.7	2,599.9	2,679.3	2,780.2	-1.7%	-2.9%	-0.7%	-1.8%
영업이익	385.1	437.9	448.5	466.6	372.6	425.5	445.4	462.3	-3.2%	-2.8%	-0.7%	-0.9%
지배주주순이익	289.9	366.1	442.3	411.2	278.1	365.2	461.2	406.7	-4.1%	-0.3%	4.3%	-1.1%

자료: NAVER, SK 증권

연간 실적 변동 표					
(단위: 십억원)	변경 전		변경 후		% chg.
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E 2025E
매출총이익	10,676.8	11,778.4	10,490.1	11,266.9	-1.7% -4.3%
영업이익	1,738.1	1,943.0	1,705.9	1,875.5	-1.9% -3.5%
지배주주순이익	1,509.5	1,779.2	1,511.2	1,781.6	0.1% 0.1%

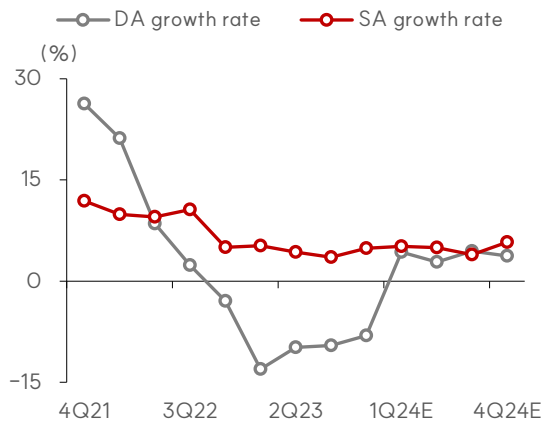
자료: NAVER, SK 증권

### 네이버 PC 버전 내 알리익스프레스 광고



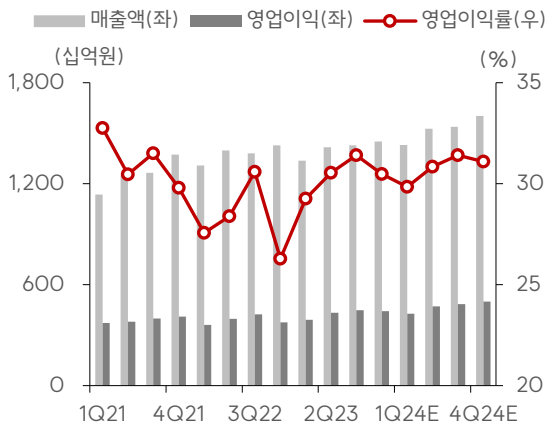
자료: NAVER, SK 증권

### DA도 서서히 회복 중



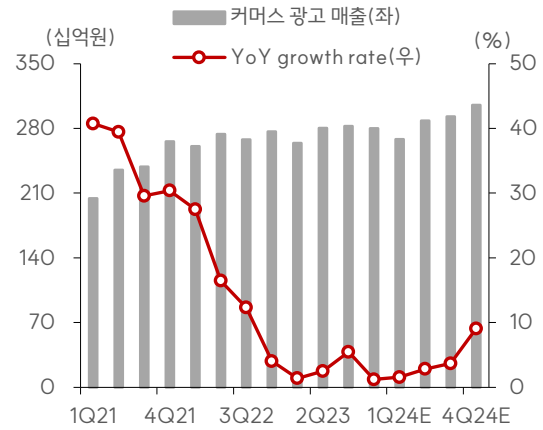
자료: NAVER, SK 증권

### 분기 실적 추이(별도)



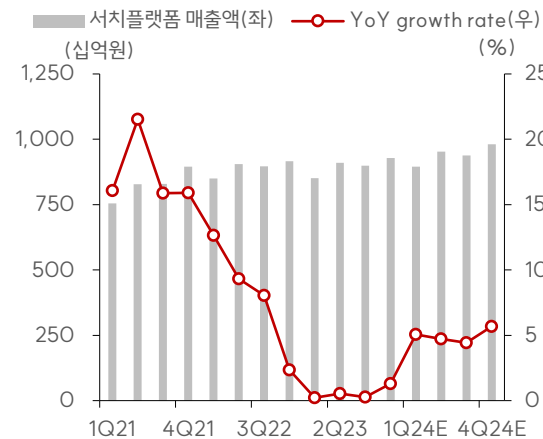
자료: NAVER, SK 증권

### 네이버 커머스 광고 매출 및 성장률 추이



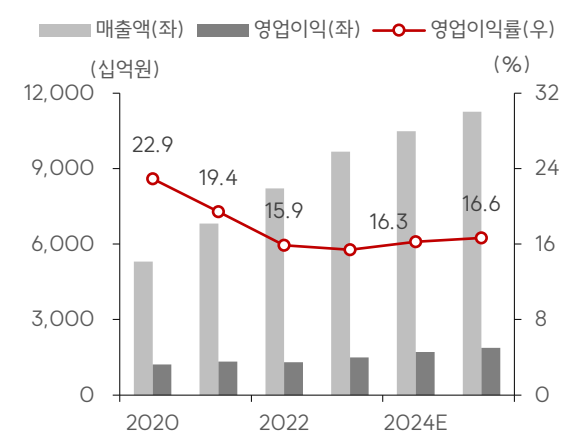
자료: NAVER, SK 증권

### 서치플랫폼 실적 추이



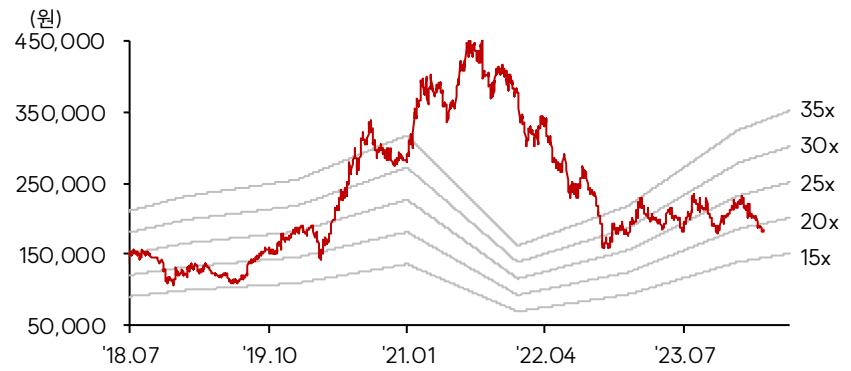
자료: NAVER, SK 증권

### 연간 실적 추이(연결)



자료: NAVER, SK 증권

NAVER 12MF P/E bandchart



자료: Dataguide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	5,528	6,440	7,028	7,849	8,891
현금및현금성자산	2,781	2,724	3,576	2,556	3,270
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,706	2,094	2,244
재고자산	6	9	15	15	16
<b>비유동자산</b>	28,163	27,459	28,710	29,527	30,276
장기금융자산	4,522	3,803	3,642	3,646	3,649
유형자산	2,111	2,458	2,742	3,086	3,123
무형자산	932	1,481	3,446	3,578	3,643
<b>자산총계</b>	33,691	33,899	35,738	37,376	39,167
<b>유동부채</b>	3,923	5,481	6,306	6,834	7,269
단기금융부채	567	1,575	1,011	1,108	1,187
매입채무 및 기타채무	631	899	1,313	4,244	4,549
단기충당부채	7	5	6	7	7
<b>비유동부채</b>	5,740	4,968	5,194	5,038	4,885
장기금융부채	3,395	2,622	3,168	2,851	2,566
장기매입채무 및 기타채무	118	80	103	103	103
장기충당부채	9	18	15	16	17
<b>부채총계</b>	9,664	10,449	11,500	11,872	12,153
<b>지배주주지분</b>	23,536	22,744	23,206	24,531	26,110
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,243	1,243	1,243
기타자본구성요소	-880	-840	-607	-607	-607
자기주식	-1,066	-1,017	-853	-853	-853
이익잉여금	23,080	23,646	24,544	25,870	27,449
비지배주주지분	492	706	1,032	973	903
<b>자본총계</b>	24,027	23,450	24,238	25,504	27,013
<b>부채와자본총계</b>	33,691	33,899	35,738	37,376	39,167

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,357	1,438	1,990	2,333	2,749
당기순이익(손실)	16,478	673	985	1,452	1,712
비현금성항목등	-14,398	1,318	1,327	1,659	1,785
유형자산감가상각비	412	519	528	605	613
무형자산상각비	21	42	54	68	85
기타	-14,831	757	745	986	1,087
운전자본감소(증가)	-10	307	360	205	335
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-56	43	-388	-150
재고자산의감소(증가)	0	17	-2	0	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	76	133	347	371	305
기타	-46	213	-28	222	181
법인세납부	-713	-861	-682	-683	-805
<b>투자활동현금흐름</b>	-13,918	-1,160	-808	-1,573	-1,516
금융자산의감소(증가)	-687	-920	482	-79	-65
유형자산의감소(증가)	-747	-689	-633	-950	-650
무형자산의감소(증가)	-52	-55	-51	-200	-150
기타	-12,432	504	-606	-344	-651
<b>재무활동현금흐름</b>	10,265	-472	251	-406	-408
단기금융부채의증가(감소)	-269	-219	-371	97	80
장기금융부채의증가(감소)	10,888	-72	808	-317	-285
자본의증가(감소)	-303	66	-314	0	0
배당금지급	-60	-213	-62	-186	-203
기타	9	-34	190	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,064	-57	852	-1,020	713
기초현금	3,846	2,781	2,724	3,576	2,556
기말현금	2,781	2,724	3,576	2,556	3,270
FCF	610	750	1,356	1,383	2,099

자료 : NAVER, SK증권 추정

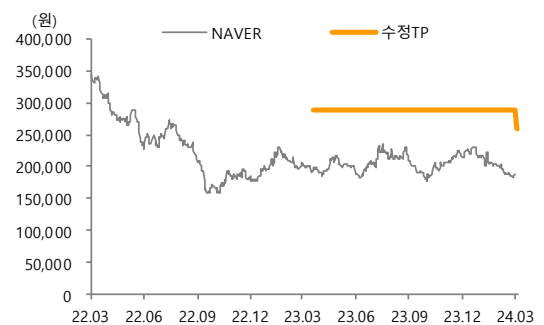
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	6,818	8,220	9,671	10,490	11,267
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	6,818	8,220	9,671	10,490	11,267
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	5,492	6,915	8,182	8,784	9,391
<b>영업이익</b>	1,325	1,305	1,489	1,706	1,876
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	16.3	16.6
<b>비영업손익</b>	801	-221	-7	429	641
순금융손익	-25	-13	-26	-443	-420
외환관련손익	-26	-79	-43	0	0
관계기업등 투자손익	545	97	267	212	241
<b>세전계속사업이익</b>	2,126	1,084	1,481	2,135	2,517
세전계속사업이익률(%)	31.2	13.2	15.3	20.4	22.3
<b>계속사업법인세</b>	649	411	496	683	805
<b>계속사업이익</b>	1,478	673	985	1,452	1,712
<b>중단사업이익</b>	15,000	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	1,231	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	16,478	673	985	1,452	1,712
순이익률(%)	241.7	8.2	10.2	13.8	15.2
지배주주	16,490	760	1,012	1,511	1,782
지배주주귀속 순이익률(%)	241.9	9.2	10.5	14.4	15.8
비지배주주	-12	-87	-27	-59	-70
총포괄이익	16,225	-715	724	1,452	1,712
지배주주	16,233	-681	749	1,550	1,828
비지배주주	-8	-34	-24	-98	-116
<b>EBITDA</b>	1,759	1,866	2,071	2,379	2,574

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	28.5	20.6	17.6	8.5	7.4
영업이익	9.1	-1.6	14.1	14.6	9.9
세전계속사업이익	30.2	-49.0	36.7	44.1	17.9
EBITDA	2.8	6.1	11.0	14.9	8.2
EPS	14.9	-49.0	34.5	49.3	17.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	65.0	2.0	2.8	4.0	4.5
ROE	106.7	3.3	4.4	6.3	7.0
EBITDA마진	25.8	22.7	21.4	22.7	22.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	140.9	117.5	111.5	114.8	122.3
부채비율	40.2	44.6	47.4	46.6	45.0
순차입금/자기자본	1.7	1.0	-0.9	2.0	-1.8
EBITDA/이자비용(배)	38.9	26.0	16.3	4.4	4.9
배당성향	0.5	18.0	17.9	13.1	12.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	9,082	4,634	6,233	9,305	10,970
BPS	149,967	144,841	148,137	156,296	166,018
CFPS	103,160	8,054	9,819	13,450	15,269
주당 현금배당금	511	914	1,205	1,314	1,431
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	41.7	38.3	35.9	19.8	16.8
PBR	2.5	1.2	1.5	1.2	1.1
PCR	3.7	22.0	22.8	13.7	12.1
EV/EBITDA	35.8	16.1	18.0	13.2	11.8
배당수익률	0.1	0.5	0.5	0.7	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.03.25	매수	260,000원	6개월		
2023.04.10	매수	290,000원	6개월	-29.27%	-19.14%
2022.10.13	매수	260,000원	6개월	-25.80%	-11.35%
2022.07.07	매수	350,000원	6개월	-33.63%	-21.86%
2022.01.19	매수	480,000원	6개월	-38.10%	-28.02%



### Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 25일 기준)

매수	94.74%	중립	5.26%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------