

NAVER

(035420)

이진은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

260,000

유지

현재주가

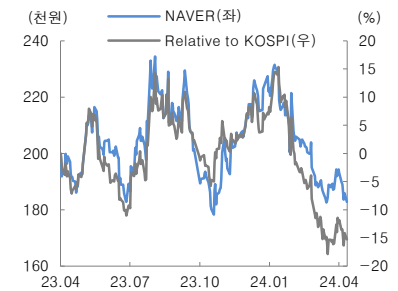
(24.04.15)

182,800

인터넷업종

KOSPI	2670.43
시가총액	29,688십억원
시가총액비중	1.38%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	234,500원 / 178,300원
120일 평균거래대금	1,503억원
외국인지분율	45.40%
주요주주	국민연금공단 8.23% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.10%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12I
절대수익률	-1.8	-20.3	-4.7	-8.
상대수익률	-1.9	-24.7	-12.3	-11.



Company Report

# 중국 영향 감안해도 현주가는 우려 과도 반영

- 1Q24 본업(광고/커머스)의 양호한 실적 전망
- 중국 커머스의 공격적 사업 확장 행보의 지속성 모니터링 필요
- 중국 커머스 영향 감안해도 현 주가는 우려를 과도하게 반영 판단

## 투자의견 매수, 목표주가 260,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 18.5조원, 2) 커머스 9.6조원, 3) 파이낸셜 2.9조원, 4) 웹툰 3.9조원, 5) 클라우즈 2.8조원, 6) LY 지분가치 5.2조원 등

## 1분기 Preview: 본업의 양호한 실적 전망

1Q24 매출액 2조 4,855억원(YoY 9.0%), 영업이익 3,996억원(YoY 21.0%) 예상. 1) 서치플랫폼 1Q24 매출 8,959억원(YoY 5.2%, QoQ -3.5%) 추정. 홈페이지, 상품의 광고 인벤토리 등의 증가로 DA 순성장 전환 가능 기대. 2) 커머스 1Q24 매출 6,559억원(YoY 8.3%, QoQ flat) 추정. 네이버쇼핑의 GMV 성장률은 국내 시장 성장률 하회해 예상되나, 브랜드스토어 수와 포쉬마크 광고 매출 증가 등 커머스 전체 실적은 QoQ 유사한 수준 전망. 중국 커머스 플랫폼에 대응하여 단기적으로 동사의 점진적 수수료를 인상 정책 고수는 어려울 것으로 판단, 커머스향 마케팅비 또한 증가 예상

## 중국 커머스 영향 감안해도 동사의 현주가 수준은 우려를 과하게 반영

중국 커머스 플랫폼들의 공격적인 국내 사업 확장 행보 지속 중. 단기적으로 동사를 포함한 국내 이커머스 시장 플랫폼에 영향을 줄 수 있다고 판단. 다만, 플랫폼은 유저의 확보보다 lock in이 중요. 중국 커머스 플랫폼의 공격적인 행보가 장기간 지속될 지는 지켜볼 필요 있음. 알리익스프레스의 판매 수수료 면제 프로모션은 6월 종료인 것으로 파악

최근 광고, 이커머스 업황의 성장 둔화에도 동사의 10% 이상의 꾸준한 이익 성장성을 고려하면, 현재 주가 수준은 경쟁 플랫폼 등장에 점유율 하락과 실적 역성장까지 감안한 우려가 다소 과하게 반영된 수준으로 판단

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,579	11,392	12,143
영업이익	1,305	1,489	1,692	1,949	1,990
세전순이익	1,084	1,481	2,063	2,336	2,376
총당기순이익	673	985	1,404	1,589	1,616
지배지분순이익	760	1,012	1,461	1,654	1,683
EPS	4,634	6,180	8,996	10,183	10,360
PER	38.3	36.2	20.3	18.0	17.6
BPS	138,642	141,671	150,766	159,830	169,072
PBR	1.3	1.6	1.2	1.1	1.1
ROE	3.3	4.4	6.1	6.6	6.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 12. NAVER 목표주가 산출 (단위: 십억원)

(2024 기준)	내용		주요 가정
(1) 서치 플랫폼	2024 매출액	3,789.4	
	2024 영업이익	1,326.3	영업이익률 35% 가정
	2024 세후 영업이익	1,008.0	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	18.4x	글로벌 peer 2024 PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	18,547.1	
(2) 커머스	2024 매출액	2,785.8	
	2024 영업이익	835.7	영업이익률 30% 가정
	2024 세후 영업이익	635.2	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	15.1x	글로벌 peer 2024 PER대비 20% 할인 적용
	커머스 적정가치 (b)	9,598.6	
(3) 파이낸셜	2024 네이버 페이 거래대금 (조원)	71,037	
	Target EV/거래대금	0.06x	카카오페이 2023년 EV/거래대금 적용
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버 페이) 지분 가치 (c)	2,941.0	
(4) 웹툰	2024 매출액	1,645.3	
	Target PSR	3.3x	China Literature 2024 PSR 적용
	지분율	71.2%	
	할인율	0.0%	
	웹툰 지분 가치 (d)	3,865.7	
(5) 클라우드	2024 매출액	537.4	
	Target PSR	5.3x	글로벌 peer 2024 PSR 적용
	클라우드 적정 가치 (e)	2,848.0	
(6) LY	LY 시총(십억엔)	2,986.0	
	LY 시총(십억원)	26,904.2	
	A홀딩스의 LY 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	40.0%	
	LY 지분가치 (f)	5,222.1	
(7) 기타	순차입금 (g)	1,162.0	4Q23 별도 기준
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) + (g)		41,860.4	
주식 수(천주)		164,049.0	
적정 주가(원)		257,748	
목표 주가(원)		260,000	반올림 적용
현재 주가(원)		182,800	
상승 여력		42.2%	

자료: 대신증권 Research Center

표 13. NAVER 연결 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	2,280.3	2,407.9	2,445.2	2,537.0	2,485.5	2,594.3	2,672.5	2,826.8	8,220.1	9,670.4	10,579.0
서치 플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	895.9	953.2	947.5	992.9	3,568.0	3,589.0	3,789.4
검색	655.7	689.2	688.2	692.2	690.1	718.8	722.6	733.7	2,608.6	2,725.3	2,865.3
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	201.9	230.4	221.2	252.7	940.5	846.1	906.2
기타	3.8	3.8	3.6	6.4	3.9	3.9	3.7	6.5	18.9	16.9	16.9
커머스	605.8	632.9	647.4	660.5	659.9	671.2	690.8	763.9	1,801.0	2,546.6	2,785.8
커머스 광고	264.2	280.5	282.4	279.9	277.1	281.6	292.3	330.6	1,078.4	1,107.0	1,181.6
중개 및 판매	302.9	310.3	321.1	334.4	335.8	341.8	349.8	383.8	603.9	1,268.7	1,411.2
멤버십	38.7	42.1	44.0	46.2	47.0	47.8	48.7	49.5	118.7	171.0	193.0
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	355.3	371.0	386.2	439.0	1,186.6	1,354.7	1,551.5
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	456.9	466.2	505.8	486.0	1,261.6	1,732.9	1,914.9
웹툰	353.1	369.6	379.8	400.6	387.3	407.0	441.8	409.2	1,066.4	1,503.1	1,537.3
스노우	44.8	35.8	39.5	49.4	56.0	44.0	48.2	60.3	127.9	169.5	180.7
기타	13.4	15.0	15.6	16.3	13.6	15.2	15.8	16.6	67.2	60.3	61.1
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.5	132.7	142.2	145.0	402.9	447.2	537.4
YoY Growth rate	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	9.0%	7.7%	9.3%	11.4%	20.6%	17.6%	9.4%
서치 플랫폼	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	5.2%	4.7%	5.4%	7.0%	7.9%	0.6%	5.6%
검색	5.2%	4.3%	3.5%	4.8%	5.2%	4.3%	5.0%	6.0%	8.7%	4.5%	5.1%
디스플레이	-13.0%	-9.8%	-9.5%	-8.0%	5.0%	6.0%	7.0%	10.0%	6.2%	-10.0%	7.1%
기타	-34.5%	2.7%	20.0%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-17.1%	-10.5%	0.1%
커머스	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	8.9%	6.1%	6.7%	15.7%	21.1%	41.4%	9.4%
커머스 광고	1.4%	2.5%	5.5%	1.2%	4.9%	0.4%	3.5%	18.1%	14.3%	2.7%	6.7%
중개 및 판매	128.9%	118.4%	105.0%	93.4%	10.9%	10.2%	8.9%	14.8%	27.2%	110.1%	11.2%
멤버십	64.0%	76.9%	29.8%	23.5%	21.5%	13.6%	10.6%	7.1%	72.5%	44.1%	12.9%
핀테크	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	11.6%	9.2%	13.3%	23.3%	21.2%	14.2%	14.5%
콘텐츠	94.0%	40.0%	39.4%	6.6%	11.1%	10.9%	16.3%	4.2%	91.2%	37.4%	10.5%
웹툰	115.4%	47.2%	41.5%	4.6%	9.7%	10.1%	16.3%	2.1%	116.9%	41.0%	2.3%
스노우	35.3%	30.7%	36.2%	28.6%	25.0%	23.0%	22.0%	22.0%	51.5%	32.5%	6.6%
기타	-10.7%	-30.9%	8.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	-19.6%	-10.3%	1.4%
클라우드	1.2%	-0.4%	30.4%	13.3%	26.1%	27.0%	15.0%	15.1%	5.3%	11.0%	20.2%
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,131.5	2,085.8	2,155.8	2,258.2	2,387.1	6,915.5	8,181.8	8,887.0
개발/운영	635.5	644.3	631.5	661.5	649.2	638.1	685.5	685.4	2,070.4	2,572.8	2,658.3
파트너	831.9	865.5	886.4	949.8	892.3	933.9	968.8	1,057.2	2,963.9	3,533.6	3,852.2
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	166.5	179.0	187.1	203.5	580.6	595.6	736.1
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	377.8	404.7	416.9	441.0	1,300.6	1,479.7	1,640.4
영업이익	330.4	372.7	380.1	405.5	399.6	438.5	414.2	439.6	1,304.6	1,488.7	1,692.0
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	16.1%	16.9%	15.5%	15.6%	15.9%	15.4%	16.0%
지배주주 순이익	55.1	267.7	375.8	314.1	347.7	375.8	359.3	378.0	760.3	1,012.7	1,460.7
순이익률	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	14.0%	14.5%	13.4%	13.4%	9.2%	10.5%	13.8%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,579	11,392	12,143
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,579	11,392	12,143
판매비와관리비	6,915	8,182	8,887	9,443	10,154
영업이익	1,305	1,489	1,692	1,949	1,990
영업이익률	15.9	15.4	16.0	17.1	16.4
EBITDA	1,866	2,071	2,242	2,518	2,575
영업외손익	-221	-7	371	387	387
관계기업손익	97	267	209	218	218
금융수익	679	603	607	631	631
외환관련이익	63	62	62	62	62
금융비용	-932	-683	-540	-562	-562
외환관련손실	77	53	53	53	53
기타	-65	-195	96	99	99
법인세비용차감전순이익	1,084	1,481	2,063	2,336	2,376
법인세비용	-411	-496	-660	-747	-760
계속사업순이익	673	985	1,404	1,589	1,616
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,404	1,589	1,616
당기순이익률	8.2	10.2	13.3	13.9	13.3
비지배지분순이익	-87	-27	-58	-65	-66
지배지분순이익	760	1,012	1,461	1,654	1,683
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-139	-26	-26	-26	-26
포괄손익이익	-715	724	1,143	1,328	1,356
비지배지분포괄이익	-34	-24	-47	-54	-56
지배지분포괄이익	-681	749	1,190	1,382	1,411

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	8,996	10,183	10,360
PER	38.3	36.2	20.8	18.4	18.1
BPS	138,642	141,671	150,766	159,830	169,072
PBR	1.3	1.6	1.2	1.1	1.1
EBITDAPS	11,372	12,644	13,803	15,505	15,853
EV/EBITDA	16.1	18.0	12.9	10.7	9.8
SPS	50,107	59,039	65,138	70,142	74,771
PSR	3.5	3.8	2.8	2.6	2.4
CFPS	12,138	14,117	18,262	20,005	20,353
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	20.6	17.6	9.4	7.7	6.6
영업이익 증가율	-1.6	14.1	13.6	15.2	2.1
순이익 증가율	-95.9	46.3	42.5	13.2	1.7
수익성					
ROIC	27.1	20.4	19.3	22.1	22.5
ROA	3.9	4.3	4.6	5.1	5.0
ROE	3.3	4.4	6.1	6.6	6.3
안정성					
부채비율	44.6	47.4	46.5	44.7	43.2
순차입금비율	1.0	-0.9	-7.5	-14.2	-20.2
이자보상배율	18.2	11.7	0.0	0.0	0.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,440	7,028	8,977	10,962	12,983
현금및현금성자산	2,724	3,576	5,478	7,421	9,402
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	1,752	1,793	1,832
재고자산	9	15	16	17	19
기타유동자산	2,191	1,731	1,731	1,731	1,731
비유동자산	27,459	28,710	28,493	28,280	28,077
유형자산	2,458	2,742	2,876	2,988	3,082
관계기업투자금	18,541	17,589	17,264	16,948	16,632
기타비유동자산	6,460	8,379	8,352	8,343	8,363
자산총계	33,899	35,738	37,470	39,242	41,060
유동부채	5,481	6,306	6,183	5,892	5,607
매입채무 및 기타채무	2,935	3,873	3,873	3,873	3,873
차입금	261	333	-38	-409	-780
유동성채무	1,120	443	617	617	617
기타유동부채	1,164	1,657	1,731	1,811	1,897
비유동부채	4,968	5,194	5,712	6,238	6,774
차입금	2,033	2,649	3,044	3,439	3,833
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,936	2,545	2,668	2,800	2,940
부채총계	10,449	11,500	11,895	12,130	12,381
자본지분	22,744	23,206	24,486	25,958	27,459
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	23,646	24,544	25,824	27,296	28,797
기타지분변동	-2,475	-2,597	-2,597	-2,597	-2,597
비지배지분	706	1,032	1,089	1,154	1,221
자본총계	23,450	24,238	25,575	27,112	28,680
순차입금	242	-218	-1,921	-3,840	-5,798

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453	2,002	2,267	2,468	2,514
당기순이익	673	985	1,404	1,589	1,616
비현금항목의 가감	1,318	1,327	1,562	1,660	1,689
감가상각비	561	582	550	569	585
외환손익	80	-30	43	43	43
지분법평가손익	-97	-267	-209	-218	-218
기타	774	1,042	1,179	1,266	1,279
자산부채의 증감	307	360	-75	-70	-67
기타현금흐름	-845	-670	-624	-711	-724
투자활동 현금흐름	-1,216	-950	-1,614	-1,638	-1,664
투자자산	101	603	301	277	251
유형자산	-689	-633	-633	-633	-633
기타	-628	-919	-1,282	-1,282	-1,282
재무활동 현금흐름	-339	-110	-55	-229	-229
단기차입금	-219	-371	-371	-371	-371
사채	0	177	177	177	177
장기차입금	6	218	218	218	218
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-213	-62	-181	-182	-182
기타	87	-71	102	-71	-71
현금의 증감	-57	852	1,901	1,943	1,982
기초 현금	2,781	2,724	3,576	5,478	7,421
기말 현금	2,724	3,576	5,478	7,421	9,402
NOPLAT	810	990	1,151	1,326	1,353
FCF	616	881	1,080	1,254	1,298

[Compliance Notice]

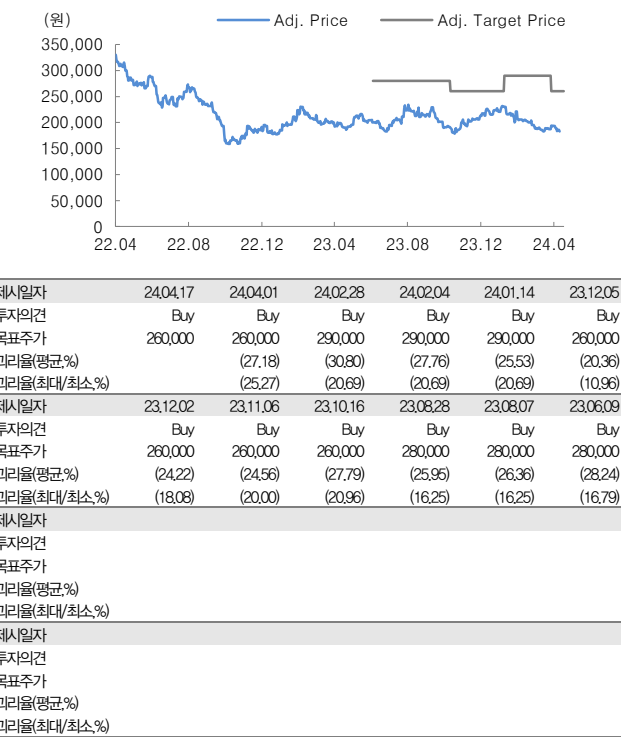
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240414)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.2%	7.8%	0.0%

- 산업 투자의견**
- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상