

# NAVER (035420)

꿈과 희망이 있어야

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 240,000원

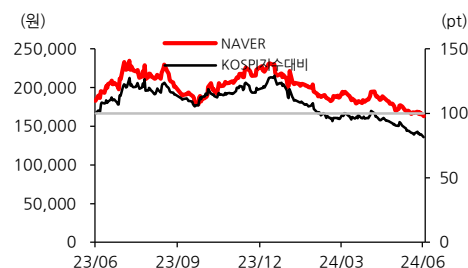
현재 주가(7/2)	159,900 원
상승여력	▲50.1%
시가총액	259,691 억원
발행주식수	162,409 천주
52 주 최고가 / 최저가	234,500 / 159,900 원
90 일 일평균 거래대금	1,328.3 억원
외국인 지분율	43.7%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%
자사주 (외 1 인)	7.1%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.1	-16.7	-29.7	-12.5
상대수익률(KOSPI)	-11.5	-17.7	-33.9	-21.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	8,220	9,671	10,725	11,819
영업이익	1,305	1,489	1,768	1,948
EBITDA	1,866	2,071	2,256	2,625
지배주주순이익	760	1,012	1,364	1,385
EPS	4,634	6,233	9,055	9,197
순차입금	986	480	-2,531	-3,833
PER	38.3	35.9	17.7	17.4
PBR	1.3	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.1	17.8	10.4	8.4
배당수익률	0.5	0.5	0.8	0.8
ROE	3.3	4.4	5.7	5.5

## 주가 추이



동사의 2Q24 실적은 웹툰 엔터 상장 관련 비용 반영으로 인해 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다. 웹툰 상장 이후 시총과 할인율을 반영해 목표주가를 24만 원으로 낮춰 제시합니다.

## 2Q24 실적은 영업이익 컨센서스 소폭 하회 추정

동사의 2Q24 실적은 매출액 2.65조 원, 영업이익 4219억 원으로 영업이익 컨센서스를 5% 하회한 것으로 추정한다. SA와 DA 매출액은 YoY 각각 5.2%, 2.9% 증가를 예상한다. 성수기 효과가 크지 않았음에도 불구하고 홈페이지 광고 인벤토리 확대와 타겟팅 고도화로 업황 부진을 방어한 것으로 파악된다. 커머스 매출액은 YoY 16.2% 증가한 것으로 추정한다. 브랜드스토어 및 도착보장 수익화 동의율이 늘어나고 있으며 제휴몰을 제외한 거래액은 시장 성장을 상회한 것으로 파악된다. 영업비용은 QoQ 7% 늘어난 것으로 추정한다. 강도높은 비용 통제 기조에도 불구하고 웹툰 엔터 상장으로 인한 일회성 비용이 반영됨에 따라 영업이익률은 QoQ 1.5%p 낮아진 15.9%를 예상한다.

## 안정적인 서치플랫폼, 비용 통제로 수익성 방어

광고 업황의 개선 시그널이 없음에도 불구하고 앱개편 및 인벤토리 다각화를 통한 서치플랫폼 사업의 안정적인 성장세는 긍정적이다. 타겟팅 데이터 범위 확장과 소재 노출 확대에 의한 중소형 광고주 유입 효과는 하반기에 드러날 것으로 예상한다. 웹툰 마케팅 효율화로 콘텐츠 부문 손실이 개선되고, 커머스 사업의 take rate도 소폭 증가를 예상하며, 본업의 견조한 이익 성장도 가시성 높다. 문제는 '안정적인 광고사업과 수익성 방어'를 동사의 투자 포인트로 꼽기에는 매력도가 부족하다는 판단이다. 정체된 매출 성장 곡선을 조금이라도 상향시킬 수 있는 카테고리가 단기적으로는 나타나기 어렵다고 본다.

## 목표주가 24만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 24만 원으로 하향한다. 나스닥에 상장된 웹툰 시가총액과 지분율, 자회사 상장에 따른 할인율을 반영했다. 크게 하락한 주가는 LY 지분을 포함한 글로벌 사업 방향성과 AI 수익화 가능성에 대한 우려가 대부분 반영되었다고 판단하고, 단기적으로 추가 악재 발생 가능성도 제한적이다. 다만 꿈과 희망을 그려볼 수 있는 무엇인가가 나타날 때 투자 매력도가 생길 것으로 예상한다.



[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,650	2,707	2,842	8,220	9,671	10,725	11,819
YoY(%)	23.6	17.7	18.9	11.7	10.8	10.0	10.7	12.0	20.5	17.6	10.9	10.2
서치플랫폼	851.8	910.5	898.5	928.3	905.4	948.5	941.1	978.6	3,568	3,589	3,774	4,056
검색	655.7	689.2	688.2	692.2	696.4	724.8	727.0	741.4	2,609	2,725	2,890	3,132
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	202.4	223.7	214.1	237.2	941	846	877	924
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	703.4	735.6	756.1	776.9	1,801	2,547	2,972	3,360
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	380.8	389.1	421.6	1,187	1,355	1,545	1,744
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	459.1	475.4	507.8	1,262	1,733	1,889	2,016
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	125.9	145.3	156.7	402.9	447.2	544.9	643.3
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	0.2	0.5	0.3	1.3	6.3	4.2	4.7	5.4	7.9	0.6	5.1	7.5
검색	5.3	4.3	3.5	4.8	6.2	5.2	5.6	7.1	8.6	4.5	6.0	8.4
디스플레이	(13.0)	(9.8)	(9.5)	(8.1)	5.3	2.9	3.6	3.3	6.0	(10.0)	3.7	5.3
커머스	45.5	44.0	41.3	35.7	16.1	16.2	16.8	17.6	21.0	41.4	16.7	13.1
핀테크	15.8	14.9	15.1	11.3	11.2	12.1	14.2	18.4	21.2	14.2	14.1	12.8
콘텐츠	94.0	40.0	39.4	6.6	8.5	9.2	9.3	8.9	89.5	37.4	9.0	6.8
클라우드	1.2	(0.4)	30.4	13.3	25.5	20.5	17.6	24.5	5.3	11.0	21.9	18.1
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,228	2,261	2,381	6,915	8,182	8,956	9,871
YoY(%)	26.3	19.0	19.6	10.1	7.0	9.5	9.5	11.7	25.9	18.3	9.5	10.2
개발/운영비용	635.5	644.3	631.5	661.5	636.0	689.2	669.1	704.5	2,070	2,573	2,699	2,957
파트너	831.9	865.6	886.5	949.8	913.5	968.3	987.7	1,037.1	2,964	3,534	3,907	4,360
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	169.9	178.4	187.3	196.7	581	596	732	807
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	367.5	392.1	416.6	442.7	1,301	1,480	1,619	1,748
영업이익	330.5	372.6	380.2	405.5	439.3	421.9	446.3	460.8	1,305	1,489	1,768	1,948
YoY(%)	9.5	10.8	15.1	20.5	32.9	13.2	17.4	13.6	(2.0)	14.1	18.8	10.2
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	16.0	17.4	15.9	16.5	16.2	15.9	15.4	16.5	16.5
당기순이익	43.7	286.7	356.2	298.4	555.8	273.9	349.3	230.1	673	981	1,409	1,385
당기순이익률(%)	1.9	11.9	14.6	11.8	22.0	10.3	12.9	8.1	8.2	10.1	13.1	11.7

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
네이버 포털	17,335	
24E 순이익	991	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	17.5	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER
커머스	10,031	
24E 순이익	557	OPM 25%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	18.0	
웹툰	2,159	시가총액에 10% 할인 적용
시가총액	3,790	
지분율	63%	
파이낸셜	2,772	
24E 네이버페이 거래대금	66,000	23년 59.6조 원
배수(기업가치/거래대금)	0.06	페이팔 12MF 거래액 대비 시가총액 승수 30% 할인
파이낸셜 적정가치	3,960	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
클라우드	2,452	
24E 매출액	545	
Target PSR(배)	4.5	아마존, 구글, MS 평균 PSR 30% 할인
LY Corp	4,881	현 시가총액에 40% 할인 적용
시가총액	24,652	
지분율	33%	
적정 기업가치	39,630	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 추가(원)	240,455	
목표 추가(원)	240,000	
현재 추가(원)	159,900	
상승 여력	50.1%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,671	10,725	11,819
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	1,325	1,305	1,489	1,768	1,948
EBITDA	1,759	1,866	2,071	2,256	2,625
순이자손익	44	35	10	21	19
외화관련손익	19	63	62	0	0
지분법손익	532	10	244	39	0
세전계속사업손익	2,126	1,084	1,481	1,943	2,083
당기순이익	16,478	673	985	1,409	1,385
지배주주순이익	16,490	760	1,012	1,364	1,385
증가율(%)					
매출액	194.9	20.6	17.6	10.9	10.2
영업이익	152.9	-1.6	14.1	18.8	10.2
EBITDA	168.2	6.1	11.0	8.9	16.4
순이익	769.4	-95.9	46.3	43.1	-1.7
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	19.4	15.9	15.4	16.5	16.5
EBITDA 이익률	25.8	22.7	21.4	21.0	22.2
세전이익률	31.2	13.2	15.3	18.1	17.6
순이익률	241.7	8.2	10.2	13.1	11.7

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,380	1,453	2,002	3,486	2,339
당기순이익	16,478	673	985	1,409	1,385
자산상각비	433	561	582	487	677
운전자본증감	-10	307	360	1,392	207
매출채권 감소(증가)	-40	-56	43	-175	-205
재고자산 감소(증가)	0	17	-2	0	-2
매입채무 증가(감소)	76	133	347	1,498	318
투자현금흐름	-13,999	-1,216	-950	-1,243	-917
유형자산처분(취득)	-747	-689	-633	-612	-783
무형자산 감소(증가)	-52	-55	-51	-16	-16
투자자산 감소(증가)	-687	-920	482	-725	-62
재무현금흐름	11,642	-339	-110	-272	-181
차입금의 증가(감소)	10,619	-392	-180	-137	0
자본의 증가(감소)	156	-152	-34	-177	-181
배당금의 지급	-60	-213	-62	-181	-181
총현금흐름	2,080	1,991	2,312	2,117	2,132
(-)운전자본증가(감소)	-2,800	52	-854	-1,212	-207
(-)설비투자	754	701	641	613	783
(+)자산매각	-45	-42	-44	-15	-16
Free Cash Flow	4,081	1,196	2,482	2,702	1,540
(-)기타투자	15,323	-807	1,241	-290	56
잉여현금	-11,242	2,003	1,241	2,992	1,483
NOPLAT	921	810	990	1,282	1,295
(+) Dep	433	561	582	487	677
(-)운전자본투자	-2,800	52	-854	-1,212	-207
(-)Capex	754	701	641	613	783
OpFCF	3,400	619	1,785	2,369	1,396

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	7,028	10,198	11,751
현금성자산	3,585	3,967	4,403	7,119	8,421
매출채권	1,325	1,515	1,706	1,968	2,173
재고자산	6	9	15	19	21
비유동자산	28,163	27,459	28,710	28,309	28,487
투자자산	25,120	23,520	22,523	22,008	22,065
유형자산	2,111	2,458	2,742	2,814	2,975
무형자산	932	1,481	3,446	3,486	3,447
자산총계	33,691	33,899	35,738	38,507	40,238
유동부채	3,923	5,481	6,306	7,378	7,835
매입채무	2,383	2,935	3,873	3,053	3,371
유동성이자부채	567	1,647	1,465	871	871
비유동부채	5,740	4,968	5,194	5,529	5,598
비유동이자부채	3,903	3,306	3,417	3,717	3,717
부채총계	9,664	10,449	11,500	12,906	13,434
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,243	1,291	1,291
이익잉여금	23,080	23,646	24,544	25,789	26,993
자본조정	-1,051	-2,475	-2,597	-2,607	-2,607
자기주식	-1,066	-1,017	-853	-853	-853
자본총계	24,027	23,450	24,238	25,600	26,804

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	100,518	4,634	6,233	9,055	9,197
BPS	143,467	138,642	142,887	150,796	158,208
DPS	511	914	1,205	1,210	1,210
CFPS	12,680	12,138	14,239	13,037	13,127
ROA(%)	65.0	2.2	2.9	3.7	3.5
ROE(%)	106.7	3.3	4.4	5.7	5.5
ROIC(%)	56.8	66.7	35.1	43.0	54.0
Multiples(x, %)					
PER	3.8	38.3	35.9	17.7	17.4
PBR	2.6	1.3	1.6	1.1	1.0
PSR	9.1	3.5	3.8	2.4	2.2
PCR	29.9	14.6	15.7	12.3	12.2
EV/EBITDA	35.8	16.1	17.8	10.4	8.4
배당수익률	0.1	0.5	0.5	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	40.2	44.6	47.4	50.4	50.1
Net debt/Equity	3.7	4.2	2.0	-9.9	-14.3
Net debt/EBITDA	50.3	52.9	23.2	-112.2	-146.0
유동비율	140.9	117.5	111.5	138.2	150.0
이자보상배율(배)	29.3	18.2	11.7	13.4	13.2
자산구조(%)					
투하자본	1.1	7.1	11.6	7.7	7.1
현금+투자자산	98.9	92.9	88.4	92.3	92.9
자본구조(%)					
차입금	15.7	17.4	16.8	15.2	14.6
자기자본	84.3	82.6	83.2	84.8	85.4

[ Compliance Notice ]

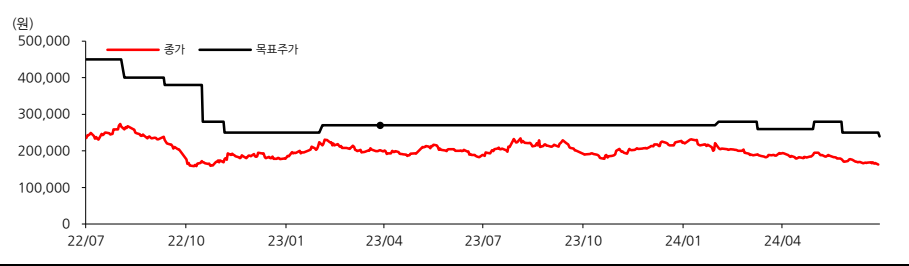
(공표일: 2024년 7월 3일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ NAVER의 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2022.07.20	2022.08.08	2022.09.14	2022.10.05	2022.10.19
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		450,000	400,000	380,000	380,000	280,000
일시	2022.11.08	2022.11.17	2022.11.25	2022.12.05	2023.01.05	2023.02.06
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	270,000
일시	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000
일시	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03	2024.05.29	2024.07.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	260,000	260,000	280,000	250,000	240,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.08	Buy	400,000	-38.51	-33.13
2022.09.14	Buy	380,000	-49.74	-39.47
2022.10.19	Buy	280,000	-40.33	-37.86
2022.11.08	Buy	250,000	-24.25	-10.60
2023.02.06	Buy	270,000	-23.42	-13.15
2024.02.06	Buy	280,000	-28.91	-26.43
2024.03.12	Buy	260,000	-28.39	-25.27
2024.05.03	Buy	280,000	-33.73	-30.43
2024.05.29	Buy	250,000	-32.15	-29.16
2024.07.03	Buy	240,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%