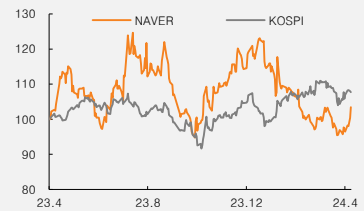


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 290,000원
현재주가(24/5/3)	194,600원
상승여력	49.0%

영업이익(24F, 십억원)	1,809
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,708
EPS 성장률(24F, %)	42.6
MKT EPS 성장률(24F, %)	-
P/E(24F, x)	22.1
MKT P/E(24F, x)	-
KOSPI	2,676.63
시가총액(십억원)	31,605
발행주식수(백만주)	162
유동주식비율(%)	84.7
외국인 보유비중(%)	45.3
베타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최저가(원)	178,300
52주 최고가(원)	234,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.6	-2.9	1.0
상대주가	1.8	-14.1	-5.6



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

NAVER

DA 성장세 회복이 이끈 호실적

1Q24 Review: DA 성장세 회복으로 호실적 시현

1분기 매출액 2조 5,260억원(+11% YoY), 영업이익 4,390억원(+33% YoY)으로 컨센서스를 각 1%, 13% 상회하는 실적을 기록했다. 이번 실적 서프라이즈는 서치 플랫폼 매출 호조와 기대 이상의 인건비 절감 효과에 기인한다. 서치플랫폼 매출액은 9,050억원을 기록하며 YoY 성장률이 6%대로 회복(4Q 성장률: +1.3% YoY)했다. 검색 광고 YoY 성장률이 6.2%로 가속화(4Q: +4.8% YoY)되었고 -10% 수준의 역성장을 이어가던 디스플레이 광고 YoY 성장률이 5.3%를 기록하며 성장 전환에 성공했다. SODA 연결 편입이 반영된 커머스 매출은 7,030억원을 기록하며 YoY 16% 성장했으나 전체 GMV 성장률은 6% 수준에 그쳤다. 인건비는 5,290억원(-1% YoY)을 기록하며 예상치를 160억원 하회했다.

광고 정상화와 비용 효율화가 이끌 24년 수익성 개선

24F 매출액 10조 6,710억원(+10% YoY), 영업이익 1조 8,090억원(+22% YoY)으로 매출액은 컨센서스 부합, 영업이익은 6% 상회할 전망이다. 서치플랫폼 매출액은 3조 8,290억원으로 YoY 성장률이 6.7%로 가속화(23년: +0.6% YoY)될 것이다. 중국 직구 플랫폼 약진으로 동사의 국내 GMV YoY 성장률은 6% 수준으로 지속 부진할 것으로 보이나 디스플레이 광고 수혜가 지속될 전망이다. 24F 디스플레이 광고 YoY 성장률은 23년 -10.0%에서 5.7%로 반전에 성공할 것으로 보인다. 1) 광고 부문 성장성 회복, 2) 제한적인 마케팅비 및 인건비 집행 등 비용 효율화 기조 지속에 따라 24F 영업이익률은 16.9%까지 회복(23년: 15.4%)할 전망이다.

목표주가 290,000원으로 12% 상향

24F 실적 조정으로 목표주가를 기존 260,000원에서 290,000원(24F 타겟 P/E 33배 유지)으로 12% 상향한다. 24F P/E 22배로 16년 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중이다. 낮아진 멀티플과 높아진 24년 실적 가시성을 고려 시 매수에 부담스럽지 않은 구간으로 판단한다. 이번 실적 발표로 광고 성장세 회복과 효율적 비용 집행을 통한 수익성 개선 본격화를 확인한 점이 긍정적이다. 다만 본격적인 리레이팅을 위해서는 1) 광고 업황 회복에 따른 광고 성장세 가속화 확인, 2) 커머스 부문의 중국 플랫폼 우려 해소, 3) 일본 사업 불확실성 해소 등이 필요한 시점이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,671	11,730	12,945
영업이익 (십억원)	1,305	1,489	1,809	1,997	2,250
영업이익률 (%)	15.9	15.4	16.9	17.0	17.4
순이익 (십억원)	760	1,012	1,432	1,577	1,873
EPS (원)	4,634	6,180	8,815	9,711	11,532
ROE (%)	3.3	4.4	6.0	6.3	7.0
P/E (배)	38.3	36.2	22.1	20.0	16.9
P/B (배)	1.2	1.5	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,652	2,708	2,785	8,220	9,671	10,671	11,730
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	10.2%	10.7%	9.8%	20.6%	17.6%	10.3%	9.9%
서치플랫폼	852	910	899	928	905	970	961	992	3,568	3,589	3,829	4,155
검색	656	689	688	692	696	734	735	742	2,609	2,725	2,908	3,145
디스플레이	192	217	207	230	202	229	219	243	941	846	894	981
기타	4	4	4	6	7	7	7	7	19	18	27	29
커머스	606	633	647	660	703	721	736	788	1,801	2,547	2,949	3,264
커머스 광고	264	280	282	280	265	270	274	293	1,078	1,107	1,102	1,194
중개 및 판매	303	310	321	334	391	401	409	440	604	1,269	1,640	1,820
멤버십	39	42	44	46	48	50	53	56	119	171	207	249
핀테크	318	340	341	356	354	374	382	405	1,187	1,355	1,515	1,699
콘텐츠	411	420	435	466	446	468	505	473	1,262	1,733	1,893	2,078
웹툰	353	370	380	401	395	415	452	419	1,066	1,503	1,680	1,851
스노우	45	36	39	49	36	36	37	38	128	169	147	159
기타	13	15	16	16	16	16	17	17	67	60	66	69
클라우드	93	104	124	126	117	120	123	126	403	447	485	535
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	111	114	116	118	370	415	459	497
클로바/랩스	2	5	13	12	6	6	7	8	33	32	26	39
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,216	2,241	2,319	6,915	8,182	8,862	9,734
개발/운영비용	635	644	631	661	636	672	663	694	2,070	2,573	2,665	2,859
파트너	832	866	886	950	913	963	983	1,011	2,964	3,534	3,870	4,258
인프라	133	142	157	164	170	180	186	193	581	596	729	834
마케팅	350	383	390	357	367	401	409	421	1,301	1,480	1,598	1,783
영업이익	330	373	380	405	439	437	467	466	1,305	1,489	1,809	1,997
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	17.2%	22.7%	15.0%	-1.6%	14.1%	21.5%	10.4%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	16.5%	17.2%	16.7%	15.9%	15.4%	16.9%	17.0%
지배주주순이익	55	268	376	314	511	310	305	306	760	1,012	1,432	1,577
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	20.2%	11.7%	11.3%	11.0%	9.2%	10.5%	13.4%	13.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	10,553	11,764	10,671	11,730	1%	0%	10,635	11,667	0%	1%	디스플레이 광고 매출 상향 커머스 광고 매출 하향
영업이익	1,662	1,955	1,809	1,997	9%	2%	1,708	1,934	6%	3%	
지배주주순이익	1,285	1,558	1,432	1,577	11%	1%	1,366	1,603	5%	-2%	
영업이익률	15.8%	16.6%	16.9%	17.0%	-	-	16.1%	16.6%	-	-	
순이익률	12.2%	13.2%	13.4%	13.4%	-	-	12.8%	13.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,526	2,558	-1%	2,496	1%
영업이익	439	387	14%	390	13%
지배주주순이익	511	295	73%	283	81%

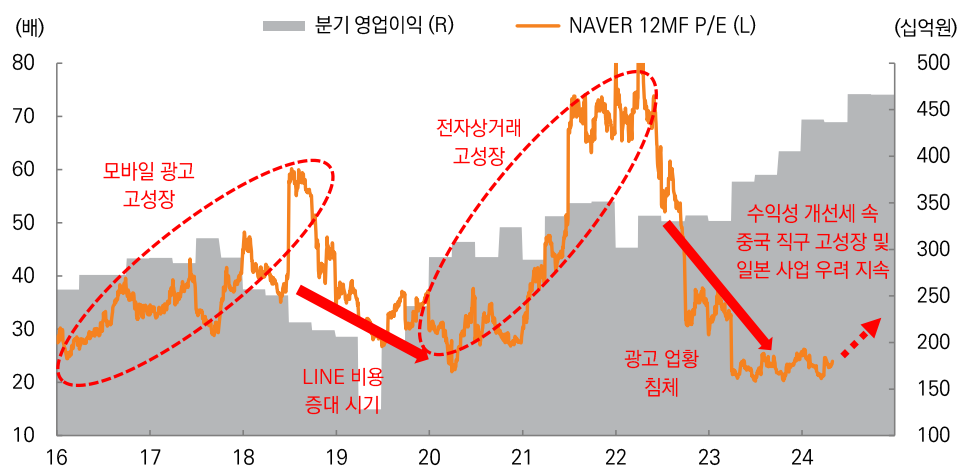
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2024년 지배주주순이익 (십억원)	1,432	
Target P/E (배)	33	2023년 평균 P/E. 답라인 성장세 둔화 속 수익성 점진적 개선기
목표 시가총액 (십억원)	47,099	
주식 수 (천주)	162,409	
목표주가 (원)	290,000	
현재주가 (원)	194,600	
상승여력	49.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익의 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,671	11,730	12,945
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,671	11,730	12,945
판매비와관리비	8,182	8,862	9,734	10,695
조정영업이익	1,489	1,809	1,997	2,250
영업이익	1,489	1,809	1,997	2,250
비영업손익	-8	258	235	351
금융손익	-26	-4	28	62
관계기업등 투자손익	267	227	171	253
세전계속사업손익	1,481	2,067	2,232	2,601
계속사업법인세비용	496	527	580	650
계속사업이익	985	1,541	1,651	1,951
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,541	1,651	1,951
지배주주	1,012	1,432	1,577	1,873
비지배주주	-27	109	74	78
총포괄이익	724	1,541	1,651	1,951
지배주주	749	1,593	1,707	2,017
비지배주주	-24	-52	-56	-66
EBITDA	2,071	2,347	2,511	2,750
FCF	1,362	1,860	1,779	2,023
EBITDA 마진율 (%)	21.4	22.0	21.4	21.2
영업이익률 (%)	15.4	17.0	17.0	17.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	13.4	13.4	14.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	8,662	10,330	12,253
현금 및 현금성자산	3,576	5,179	6,695	8,449
매출채권 및 기타채권	1,683	1,687	1,811	1,951
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	1,781	1,809	1,838
비유동자산	28,710	28,528	28,424	28,370
관계기업투자등	17,589	17,589	17,589	17,589
유형자산	2,742	2,558	2,449	2,384
무형자산	3,446	3,446	3,452	3,461
자산총계	35,738	37,190	38,754	40,623
유동부채	6,306	6,372	6,440	6,509
매입채무 및 기타채무	1,313	1,340	1,366	1,394
단기금융부채	1,011	1,470	1,475	1,480
기타유동부채	3,982	3,562	3,599	3,635
비유동부채	5,194	5,220	5,247	5,278
장기금융부채	3,168	3,417	3,417	3,417
기타비유동부채	2,026	1,803	1,830	1,861
부채총계	11,500	11,593	11,687	11,787
지배주주지분	23,206	24,456	25,851	27,542
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	24,544	25,794	27,190	28,881
비지배주주지분	1,032	1,141	1,216	1,294
자본총계	24,238	25,597	27,067	28,836

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,002	2,160	2,129	2,403
당기순이익	985	1,541	1,651	1,951
비현금수익비용가감	1,327	1,025	1,022	1,044
유형자산감가상각비	528	484	459	445
무형자산상각비	54	54	55	55
기타	745	487	508	544
영업활동으로인한자산및부채의변동	360	81	-36	-48
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	43	-5	-5	-5
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	347	0	0	0
법인세납부	-682	-527	-580	-650
투자활동으로 인한 현금흐름	-950	-381	-436	-472
유형자산처분(취득)	-633	-300	-350	-380
무형자산감소(증가)	-51	-55	-60	-65
장단기금융자산의 감소(증가)	402	-26	-26	-27
기타투자활동	-668	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-110	-177	-177	-177
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	5	5	5
자본의 증가(감소)	-314	0	0	0
배당금의 지급	-62	-182	-182	-182
기타재무활동	284	0	0	0
현금의 증가	852	1,602	1,516	1,754
기초현금	2,724	3,576	5,179	6,695
기말현금	3,576	5,179	6,695	8,449

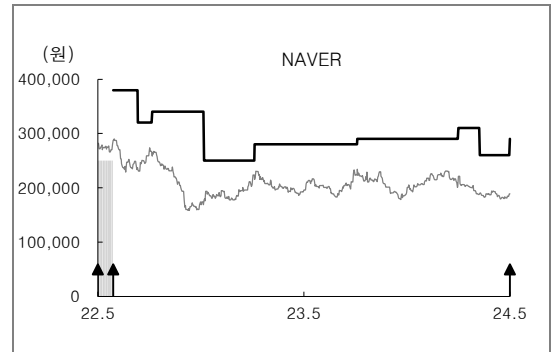
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	22.1	20.0	16.9
P/CF (x)	15.9	12.3	11.8	10.6
P/B (x)	1.5	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	18.0	13.2	11.7	10.1
EPS (원)	6,180	8,815	9,711	11,532
CFPS (원)	14,117	15,799	16,463	18,443
BPS (원)	148,137	155,833	164,424	174,836
DPS (원)	1,205	1,205	1,205	1,205
배당성향 (%)	18.4	11.8	11.0	9.3
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	17.6	10.3	9.9	10.4
EBITDA증가율 (%)	11.0	13.3	7.0	9.5
조정영업이익증가율 (%)	14.1	21.5	10.4	12.7
EPS증가율 (%)	33.4	42.6	10.2	18.8
매출채권 회전율 (회)	18.9	21.6	23.5	25.7
재고자산 회전율 (회)	824.3	716.9	780.2	852.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	4.2	4.3	4.9
ROE (%)	4.4	6.0	6.3	7.0
ROIC (%)	28.8	34.1	38.6	44.1
부채비율 (%)	47.4	45.3	43.2	40.9
유동비율 (%)	111.5	135.9	160.4	188.2
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-7.2	-12.5	-17.9
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	14.3	15.8	17.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2024.05.03	매수	290,000	-	-
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90
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
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 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.