

NAVER035420

Apr 16, 2024

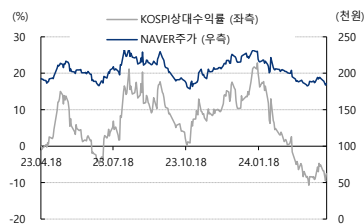
본격적인 클라우드 성과를 기다리며

Buy 유지
TP 280,000 원 하향

Company Data

현재가(04/15)	182,800 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	234,500 원
52 주 최저가(보통주)	178,300 원
KOSPI (04/15)	2,670.43p
KOSDAQ (04/15)	852.42p
자본금	165 억원
시가총액	296,883 억원
발행주식수(보통주)	16,241 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	83.5 만주
평균거래대금(60 일)	1,573 억원
외국인지분(보통주)	45.49%
주요주주	
국민연금공단	8.23%
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.10%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	-4.0	-6.1
상대주가	-2.4	-11.2	-10.7



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

1Q24 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

1Q24 매출 2.49조원(YoY +9.2%), 영업이익 3,907억원(YoY +18.2%)을 기록, 시장 예상치(매출 2.50조원, 영업이익 3,898억원)에 부합했을 것으로 추정. 서치 플랫폼(YoY +4.0%, SA +4.8%, DA +3.2%) 매출은 SA 수요 견조하게 유지되는 가운데, 홈페이지 및 클립 도입에 따른 체류시간 확대 및 지면 확대 효과로 DA 매출이 YoY 역성장 기조 탈피했을 것으로 예상. 한편 커머스 매출은 쇼핑 광고는 저조하나, 1) 브랜드스토어 거래액의 성장과 2) 브랜드솔루션(2%) & 도착보장(1.5%) 수수료 부과 효과 영향으로 YoY +8.3% 증가 예상. 클라우드 매출은 전년 동기 낮은 기저와 뉴로클라우드 매출의 반영으로 YoY +26.1% 예상. 콘텐츠 매출은 웹툰 수익화 확대에 +14.9% 성장 추정. 클

1Q24 영업비용은 2.1조원(YoY +7.7%), OPM은 15.7% 기록 예상. 개발/운영비는 효율적 인력 운용에 따라 YoY +4.7% 증가에 그쳤을 것으로 전망, 마케팅비는 웹툰 및 페이, 커머스 마케팅의 효율적 집행기조(매출 대비 14.6% 추정) 유지했을 것으로 추정. 한편 인프라비는 AI 투자 지속으로 YoY +21.5% 예상.

투자의견 Buy, 목표주가 280,000원으로 하향

투자의견 매수 유지, 목표주가는 280,000원으로 하향. 목표주가 하향은 일본 사업 축소 가능성을 반영하여 LY Coporation 지분에 대한 할인율을 50%로 상향하고, 클라우드 사업의 재무적 성과 가시화 속도와 웹툰 거래액 성장 둔화 추이를 반영해 클라우드 및 웹툰 부문에 적용되는 target multiple에 대한 global peer 대비 할인율을 50%로 상향함에 따름. 도입 속도에 대해서는 기대와 격차가 있으나, 1Q24 처음 온기로 반영되는 '뉴로클라우드'가 공공기관 및 금융권을 중심으로 적용처를 확대해나가며 클라우드 부문 B2B 사업자로서의 입지를 강화될 것으로 기대. 또한, 한국은행 및 금융감독원과 AI 관련 협업 체계를 준비하고 있어 B2B 클라우드 서비스의 신뢰도 역시 향상될 것으로 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	8,220	9,671	10,754	11,899	13,103
YoY(%)	20.6	17.6	11.2	10.6	10.1
영업이익(십억원)	1,305	1,489	1,708	1,993	2,349
OP마진(%)	15.9	15.4	15.9	16.7	17.9
순이익(십억원)	673	985	1,300	1,490	1,726
EPS(원)	4,634	6,180	8,228	9,427	10,925
YoY(%)	-95.4	33.4	33.1	14.6	15.9
PER(배)	38.3	36.2	22.6	19.7	17.0
PCR(배)	14.0	15.7	11.4	10.3	9.2
PBR(배)	1.3	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	16.0	17.8	13.1	11.0	9.2
ROE(%)	3.3	4.4	5.6	6.1	6.7

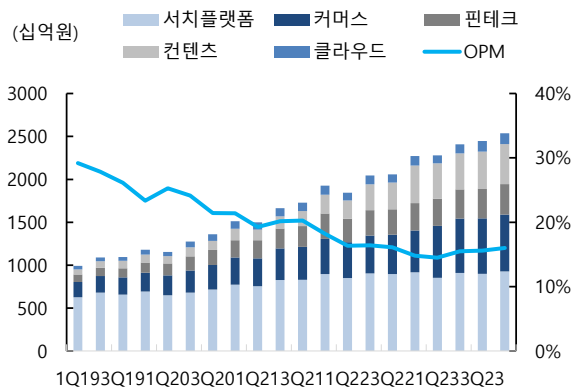
[도표 73] NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	1,845	2,046	2,057	2,272	2,280	2,408	2,445	2,537	2,491	2,654	2,729	2,881	6,818	8,220	9,671	10,754
성장률(YoY%)	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	9.2%	10.2%	11.6%	13.6%	28.5%	20.6%	17.6%	11.2%
서치플랫폼	850	906	896	916	852	910	899	928	886	953	952	996	3,308	3,568	3,589	3,787
검색	623	661	665	660	656	689	688	692	687	723	724	741	2,400	2,609	2,725	2,874
디스플레이	221	241	229	250	192	217	207	230	199	231	228	256	885	941	846	913
커머스	417	440	458	487	606	633	647	661	656	698	713	771	1,488	1,801	2,547	2,839
핀테크	275	296	296	320	318	340	341	356	358	375	387	409	979	1,187	1,355	1,528
콘텐츠	212	300	312	438	411	420	435	466	472	489	528	535	660	1,262	1,733	2,025
클라우드	92	105	95	111	93	105	124	126	118	139	148	170	383	403	447	575
영업비용	1,543	1,710	1,727	1,935	1,950	2,035	2,065	2,132	2,100	2,242	2,283	2,422	5,492	6,915	8,182	9,046
개발&운영	472	515	522	562	636	644	631	662	665	691	673	705	1,753	2,070	2,573	2,734
파트너	624	720	722	898	832	866	886	950	910	970	1,001	1,060	2,172	2,964	3,534	3,941
인프라	133	141	152	154	133	142	157	164	161	175	186	202	496	581	596	724
마케팅	315	333	331	322	350	383	390	357	364	406	423	455	1,072	1,301	1,480	1,648
영업이익	302	336	330	337	331	373	380	406	391	412	446	459	1,325	1,305	1,489	1,708
성장률(YoY%)	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	18.2%	10.7%	17.3%	13.2%	9.1%	-1.6%	14.1%	14.7%
OPM(%)	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	15.7%	15.5%	16.3%	15.9%	19.4%	15.9%	15.4%	15.9%
당기순이익	152	159	232	132	44	287	356	302	254	306	379	360	16,478	673	988	1,300
NPM(%)	8.2%	7.7%	11.3%	5.8%	1.9%	11.9%	14.6%	11.9%	10.2%	11.5%	13.9%	12.5%	241.7%	8.2%	10.2%	12.1%

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 74] NAVER 사업부별 매출 & 영업이익률 추이



[도표 76] NAVER SOTP Valuation

부문	단위	2024F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		43,562	
서치플랫폼	십억원	부문 가치	9,639	
	십억원	2024F 예상 매출액	3,787	
	%	영업이익률	35%	
	%	세율	35%	
	십억원	2024F 예상 순이익	862	
	배	target P/E	11.19	Amazon, Alphabet, Baidu, Meta, LY Corporation 가중평균 P/E 50% 할인
커머스	십억원	부문 가치	18,551	
	십억원	2024F 예상 거래액	49,206	Poshmark 제외
	배	target EV/GMV	0.38	쿠팡 12MF EV/GMV 50% 할인
파이낸셜	십억원	부문 가치	5,048	
	십억원	2024F 예상 거래대금	71,410	
	배	target EV/TPV	0.10	Paypal, Block, Affirm Holdings 평균 EV/TPV 50% 할인
	%	지분율	69%	
웹툰	십억원	부문 가치	2,456	
	십억원	2024F 예상 매출	1,756	
	배	target P/S	2.00	Netflix, Disney, Spotify, Tencent 평균 P/S 50%할인
	%	할인율	30%	상장 계획 고려, 30% 할인
클라우드	십억원	부문 가치	1,648	
	십억원	2024F 예상 매출액	575	
	배	target P/S	2.87	Amazon, Microsoft, Alphabet, Alibaba P/S 50% 할인
LY Corporation	십억원	부문 가치	4,096	
	십억원	시가총액	25,054	
	%	지분율	32.7%	
	%	할인율	50%	
자사주	십억원		2,124	
지분법 회사/자회사 가치			2,508	
CJ 대한통운	십억원	지분 가치	148	할인율 30% 적용
		시가총액	2,696	
		지분율	7.9%	
CJ ENM	십억원	지분 가치	57	할인율 30% 적용
		시가총액	1,616	
		지분율	5.0%	
스튜디오드래곤	십억원	지분 가치	55	할인율 30% 적용
		시가총액	1,263	
		지분율	6.3%	
이마트	십억원	지분 가치	35	할인율 30% 적용
		시가총액	1,698	
		지분율	3.0%	
신세계인터내셔널	십억원	지분 가치	29	할인율 30% 적용
		시가총액	611	
		지분율	6.9%	
미래에셋증권	십억원	지분 가치	241	할인율 30% 적용
		시가총액	4,524	
		지분율	7.6%	
비엔엑스(위버스)	십억원	지분 가치	288	2021년 1월 4,118억원 투자로 지분 49% 획득, 할인율 30% 적용
		지분율	49.0%	
포쉬마크	십억원	지분 가치	1,167	2023년 1월 5일 지분 100% 취득, 할인율 30% 적용
		지분율	100.0%	
왓패드	십억원	지분 가치	488	할인율 30% 적용
		기업 가치	697	
		지분율	100.0%	
총기업가치	십억원		46,071	
발행주식수	천 주		162,409	
적정 주가	원		283,673	
목표 주가	원		280,000	
현재 주가	원		182,800	
상승 여력	%		53.2%	

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[NAVER 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,754	11,899	13,103
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,754	11,899	13,103
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	6,915	8,182	9,046	9,906	10,753
영업이익	1,305	1,489	1,708	1,993	2,349
영업이익률 (%)	15.9	15.4	15.9	16.8	17.9
EBITDA	1,866	2,071	2,301	2,612	2,989
EBITDA Margin (%)	22.7	21.4	21.4	21.9	22.8
영업외손익	-221	-7	247	247	247
관계기업손익	97	267	397	397	397
금융수익	679	603	589	589	589
금융비용	-932	-683	-672	-672	-672
기타	-65	-195	-67	-67	-67
법인세비용차감전순이익	1,084	1,481	1,955	2,240	2,596
법인세비용	411	496	655	751	870
계속사업순이익	673	985	1,300	1,490	1,726
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,300	1,490	1,726
당기순이익률 (%)	8.2	10.2	12.1	12.5	13.2
비지배자분순이익	-87	-27	-36	-41	-48
지배자분순이익	760	1,012	1,336	1,531	1,774
지배자이익률 (%)	9.2	10.5	12.4	12.9	13.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1,388	-261	-292	-292	-292
포괄순이익	-715	724	1,008	1,198	1,434
비지배자분포괄이익	-34	-24	-34	-40	-48
지배자분포괄이익	-681	749	1,042	1,238	1,483

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453	2,002	1,904	2,117	2,371
당기순이익	673	985	1,300	1,490	1,726
비현금항목의 가감	1,318	1,327	1,314	1,404	1,508
감가상각비	519	528	541	570	594
외환손익	80	-30	-62	-62	-62
지분법평가손익	-97	-267	-397	-397	-397
기타	816	1,096	1,231	1,292	1,373
자산부채의 증감	307	360	-84	-88	-91
기타현금흐름	-845	-670	-625	-689	-773
투자활동 현금흐름	-1,216	-950	-1,173	-1,366	-1,428
투자자산	101	602	534	534	534
유형자산	-701	-641	-600	-700	-700
기타	-616	-911	-1,107	-1,200	-1,262
재무활동 현금흐름	-339	-110	-55	-230	-230
단기차입금	-219	-371	-371	-371	-371
사채	0	177	177	177	177
장기차입금	6	218	218	218	218
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-213	-62	-181	-182	-182
기타	87	-71	102	-71	-71
현금의 증감	-57	852	1,161	1,429	1,579
기초 현금	2,781	2,724	3,576	4,738	6,167
기말 현금	2,724	3,576	4,738	6,167	7,746
NOPLAT	810	990	1,136	1,325	1,562
FCF	978	1,291	1,044	1,156	1,411

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,440	7,028	8,251	9,903	11,850
현금및현금성자산	2,724	3,576	4,738	6,167	7,746
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	2,043	2,448	2,936
재고자산	9	15	16	18	20
기타유동자산	2,191	1,731	1,454	1,270	1,147
비유동자산	27,459	28,710	28,456	28,278	28,080
유형자산	2,458	2,742	2,800	2,930	3,036
관계기업투자금	18,541	17,589	17,322	17,054	16,787
기타금융자산	3,803	3,642	3,642	3,642	3,642
기타비유동자산	2,658	4,737	4,692	4,651	4,614
자산총계	33,899	35,738	36,707	38,181	39,929
유동부채	5,481	6,306	5,704	5,394	5,097
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
기타금융부채	1,164	1,657	1,252	1,313	1,387
비유동부채	4,968	5,194	5,559	5,933	6,315
차입금	328	994	1,212	1,430	1,648
사채	1,705	1,656	1,832	2,009	2,185
기타비유동부채	2,936	2,545	2,515	2,494	2,482
부채총계	10,449	11,500	11,263	11,327	11,413
지배자분	22,744	23,206	24,361	25,710	27,302
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	23,646	24,544	25,699	27,048	28,641
기타자본변동	-840	-607	-607	-607	-607
비지배자분	706	1,032	1,083	1,143	1,214
자본총계	23,450	24,238	25,444	26,853	28,517
총차입금	4,760	4,648	4,784	4,753	4,729

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	8,228	9,427	10,925
PER	38.3	36.2	22.6	19.7	17.0
BPS	138,642	142,887	149,998	158,305	168,110
PBR	1.3	1.6	1.2	1.2	1.1
EBITDAPS	11,372	12,644	14,166	16,081	18,402
EV/EBITDA	16.0	17.8	13.1	11.0	9.2
SPS	50,107	59,039	66,218	73,268	80,678
PSR	3.5	3.8	2.8	2.5	2.3
CFPS	5,962	7,884	6,427	7,119	8,686
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	20.6	17.6	11.2	10.6	10.1
영업이익 증가율	-1.6	14.1	14.7	16.7	17.9
순이익 증가율	-95.9	46.3	32.0	14.6	15.9
수익성					
ROIC	54.4	38.8	32.9	34.3	35.6
ROA	2.2	2.9	3.7	4.1	4.5
ROE	3.3	4.4	5.6	6.1	6.7
안정성					
부채비율	44.6	47.4	44.3	42.2	40.0
순차입금비용	14.0	13.0	13.0	12.4	11.8
이자보상배율	18.2	11.7	12.8	14.9	17.4