



NAVER (035420)

4천억 원 영업이익이 한발앞으로

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 270,000원

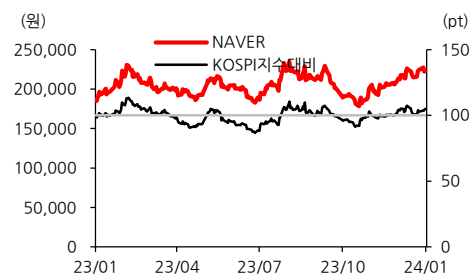
현재 주가(1/5)	220,500 원
상승여력	▲22.4%
시가총액	358,111 억원
발행주식수	162,409 천주
52 주 최고가 / 최저가	234,500 / 178,300 원
90 일 일평균 거래대금	1,260.05 억원
외국인 지분율	48.4%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	9.3%
자사주 (외 1 인)	7.3%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.5	16.4	18.2	18.5
상대수익률(KOSPI)	0.2	9.2	18.3	4.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,220	9,662	10,607	11,717
영업이익	1,305	1,463	1,662	1,902
EBITDA	1,866	2,140	2,471	2,813
지배주주순이익	760	1,023	1,179	1,370
EPS	5,092	6,855	7,900	9,175
순차입금	986	-929	-1,729	-2,703
PER	34.9	28.2	27.9	24.0
PBR	1.3	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.1	14.4	13.8	11.8
배당수익률	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE	3.3	4.3	4.6	5.1

주가 추이



동사의 4Q23 실적은 시장기대치에 부합한 것으로 추정합니다. 1) AI 기반의 광고/커머스 성과가 조금이라도 실적으로 나타나거나 2) 웹툰엔터의 상장 모멘텀이 부각된다면 추가적인 기업가치 향상이 나타날 것으로 예상합니다.

4Q23 실적은 시장 기대치 부합 추정

동사의 4Q23 실적으로 매출액 2,53조 원, 영업이익 3980억 원을 추정한다. 경기침체 장기화로 인해 광고 성수기 효과를 크게 누리지는 못한 것으로 파악된다. SA 매출액은 YoY 4.7% 증가, DA는 -6% 감소한 것으로 추정한다. 앱 개편과 신규 인벤토리 탑재에 따라 트래픽 증가는 있었던 것으로 파악되지만, 매출 효과는 1분기에 기여될 것으로 예상한다. 커머스 매출액은 YoY 38.6% 증가한 것으로 추정한다. 동절기 패션 품목의 호조와 브랜드스토어/도착보장 등 10월 과금을 시작한 서비스의 수익 기여가 예상된다. 개발운영비와 마케팅비는 QoQ 각각 2%, 5% 늘어난 것으로 추정한다.

광고 경기 회복세 더딘데도 수익성 개선 전망

기대했던 광고 경기의 반등 속도는 예상보다 느린 상황이다. 서치플랫폼 매출은 지난해 성장이 없었음에도 불구하고 1H24에도 YoY 3% 수준에 그칠 것으로 전망한다. 다만 우리의 예상보다 회복세가 빠르거나 강하게 나타날 경우 오히려 이익 증가에 미치는 영향은 더 긍정적이라는 점에 초점을 둔다. 광고 사업 부진을 감안하고 봐도 전사 마진율은 분기마다 개선될 전망이다. 1) 마케팅 효율화 및 스노우 신규 매출 기여로 콘텐츠(웹툰/스노우) 적자 규모는 축소되고, 2) 커머스 사업도 수수료 도입(브랜드스토어 2%/도착보장 1.5%) 본격화로 인해 안정적인 성장 추이를 이어갈 전망이다. 이를 반영하면 24E 당사 추정치인 1.66조 원(YoY 12.2%)의 가시성은 높다고 판단한다.

투자의견 BUY와 목표주가 27만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 우리가 투자포인트로 꼽아왔던 비용 효율화 전략으로 인한 이익 개선세는 숫자로 확인되고 있다. 여기에 1) AI 기반의 광고/커머스 성과가 조금이라도 실적으로 나타나거나 2) 웹툰엔터의 상장 모멘텀이 부각된다면 추가적인 기업가치 향상이 나타날 것으로 예상된다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,280	2,408	2,445	2,528	2,480	2,627	2,700	2,800	8,220	9,662	10,607	11,717
YoY(%)	23.6	17.7	18.9	11.3	8.8	9.1	10.4	10.7	20.5	17.5	9.8	10.5
서치플랫폼	851.8	910.5	898.5	925.9	877.1	938.3	938.9	977.2	3,568	3,587	3,731	4,017
검색	655.7	689.2	688.2	691.1	686.1	717.8	727.0	735.6	2,609	2,724	2,867	3,106
디스플레이	192.3	217.4	206.7	234.8	191.0	220.5	211.8	241.5	941	851	865	911
커머스	605.9	632.9	647.4	674.8	674.7	721.3	755.2	800.6	1,801	2,561	2,952	3,451
핀테크	318.2	339.7	340.8	357.3	349.8	364.8	379.2	381.5	1,187	1,356	1,475	1,576
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	447.9	461.5	476.7	481.9	487.8	1,262	1,715	1,908	2,037
클라우드	93.2	104.5	123.6	122.5	117.0	125.9	145.3	152.5	402.9	443.8	540.7	636.0
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	0.2	0.5	0.3	1.0	3.0	3.1	4.5	5.5	7.9	0.5	4.0	7.7
검색	5.3	4.3	3.5	4.7	4.6	4.2	5.6	6.4	8.6	4.4	5.2	8.4
디스플레이	(13.0)	(9.8)	(9.5)	(6.0)	(0.7)	1.4	2.5	2.9	6.0	(9.5)	1.6	5.3
커머스	45.5	44.0	41.3	38.6	11.4	14.0	16.6	18.7	21.0	42.2	15.3	16.9
핀테크	15.8	14.9	15.1	11.7	9.9	7.4	11.2	6.8	21.2	14.3	8.8	6.8
콘텐츠	94.0	40.0	39.4	2.4	12.2	13.4	10.8	8.9	89.5	35.9	11.3	6.8
클라우드	1.2	(0.4)	30.4	10.2	25.5	20.5	17.6	24.5	5.3	10.2	21.8	17.6
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,130	2,105	2,211	2,274	2,355	6,915	8,181	8,945	9,815
YoY(%)	26.3	19.0	19.6	10.1	8.0	8.6	10.1	10.5	25.9	18.3	9.3	9.7
개발/운영비용	635.5	644.3	631.5	645.1	650.1	681.4	701.1	728.1	2,070	2,556	2,761	3,056
파트너	831.9	865.6	886.5	904.2	859.0	901.9	929.0	966.1	2,964	3,488	3,656	3,962
인프라	132.6	142.0	157.3	171.5	178.3	190.9	198.6	206.5	581	603	774	890
마케팅	349.9	383.4	389.9	409.6	417.6	436.7	445.3	454.1	1,301	1,355	1,524	1,661
영업이익	330.5	372.6	380.2	398.0	389.0	416.0	426.5	444.8	1,305	1,481	1,662	1,902
YoY(%)	9.5	10.8	15.1	18.3	17.7	11.6	12.2	11.8	(2.0)	13.5	12.2	14.4
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	15.7	15.7	15.8	15.8	15.9	15.9	15.3	15.7	16.2
당기순이익	43.7	286.7	356.2	325.0	166.0	274.7	339.4	399.4	664	1,012	1,179	1,370
당기순이익률(%)	1.9	11.9	14.6	12.9	6.7	10.5	12.6	14.3	8.1	10.5	11.1	11.7

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,662	10,607	11,717
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	1,325	1,305	1,463	1,662	1,902
EBITDA	1,759	1,866	2,140	2,471	2,813
순이자손익	44	35	110	154	161
외화관련손익	19	63	0	0	0
지분법손익	532	21	216	320	370
세전계속사업손익	2,126	1,084	1,510	1,815	2,107
당기순이익	16,478	673	1,012	1,179	1,370
지배주주순이익	16,490	760	1,023	1,179	1,370
증가율(%)					
매출액	28.5	20.6	17.5	9.8	10.5
영업이익	9.1	-1.6	12.2	13.6	14.4
EBITDA	2.8	6.1	14.7	15.5	13.8
순이익	1,850.0	-95.9	50.3	16.6	16.1
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	19.4	15.9	15.1	15.7	16.2
EBITDA 이익률	25.8	22.7	22.2	23.3	24.0
세전이익률	31.2	13.2	15.6	17.1	18.0
순이익률	241.7	8.2	10.5	11.1	11.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	1,380	1,453	2,775	1,792	2,040
당기순이익	16,478	673	1,012	1,179	1,370
자산상각비	433	561	677	809	911
운전자본증감	-10	307	-98	53	56
매출채권 감소(증가)	-40	-56	15	-173	-176
재고자산 감소(증가)	0	0	1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	76	133	-136	138	141
투자현금흐름	-13,999	-1,216	-422	-962	-1,038
유형자산처분(취득)	-747	-689	-831	-1,173	-1,296
무형자산 감소(증가)	-52	-55	-23	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-687	-920	150	-46	-48
재무현금흐름	11,642	-339	120	-76	-76
차입금의 증가(감소)	10,619	-392	266	0	0
자본의 증가(감소)	156	-15	-145	-76	-76
배당금의 지급	-60	-76	-76	-76	-76
총현금흐름	2,080	1,991	2,874	1,739	1,985
(-)운전자본증가(감소)	-2,800	52	-486	-53	-56
(-)설비투자	754	701	841	1,173	1,296
(+)자산매각	-45	-42	-12	-10	-10
Free Cash Flow	4,081	1,196	2,506	609	734
(-)기타투자	15,323	-807	302	-268	-316
잉여현금	-11,242	2,003	2,204	877	1,050
NOPLAT	921	810	980	1,080	1,236
(+) Dep	433	561	677	809	911
(-)운전자본투자	-2,800	52	-486	-53	-56
(-)Capex	754	701	841	1,173	1,296
OpFCF	3,400	619	1,302	769	907

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	8,881	9,893	11,083
현금성자산	3,585	3,967	6,334	7,135	8,109
매출채권	1,325	1,515	1,609	1,781	1,957
재고자산	6	9	11	13	14
비유동자산	28,163	27,459	28,820	29,246	29,695
투자자산	25,120	23,520	22,538	22,591	22,645
유형자산	2,111	2,458	2,924	3,363	3,822
무형자산	932	1,481	3,358	3,292	3,228
자산총계	33,691	33,899	37,701	39,139	40,779
유동부채	3,923	5,481	5,889	6,153	6,425
매입채무	2,383	2,935	1,285	1,423	1,564
유동성이자부채	567	1,647	1,495	1,495	1,495
비유동부채	5,740	4,968	5,752	5,823	5,897
비유동이자부채	3,903	3,306	3,911	3,911	3,911
부채총계	9,664	10,449	11,641	11,976	12,321
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,439	1,439	1,439
이익잉여금	23,080	23,646	24,615	25,719	27,012
자본조정	-1,051	-2,475	-963	-963	-963
자기주식	-1,066	-1,017	-1,017	-1,017	-1,017
자본총계	24,027	23,450	26,060	27,164	28,457

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	100,518	5,092	6,855	7,900	9,175
BPS	143,467	138,642	153,048	159,773	167,659
DPS	511	510	510	510	510
CFPS	12,680	12,138	17,516	10,603	12,099
ROA(%)	65.0	2.2	2.9	3.1	3.4
ROE(%)	106.7	3.3	4.3	4.6	5.1
ROIC(%)	56.8	66.7	32.7	26.8	28.5
Multiples(x, %)					
PER	3.8	34.9	28.2	27.9	24.0
PBR	2.6	1.3	1.3	1.4	1.3
PSR	9.1	3.5	3.3	3.4	3.1
PCR	29.9	14.6	11.0	20.8	18.2
EV/EBITDA	35.8	16.1	14.4	13.8	11.8
배당수익률	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	40.2	44.6	44.7	44.1	43.3
Net debt/Equity	3.7	4.2	-3.6	-6.4	-9.5
Net debt/EBITDA	50.3	52.9	-43.4	-70.0	-96.1
유동비율	140.9	117.5	150.8	160.8	172.5
이자보상배율(배)	29.3	18.2	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	1.1	7.1	11.8	12.3	12.8
현금+투자자산	98.9	92.9	88.2	87.7	87.2
자본구조(%)					
차입금	15.7	17.4	17.2	16.6	16.0
자기자본	84.3	82.6	82.8	83.4	84.0

[Compliance Notice]

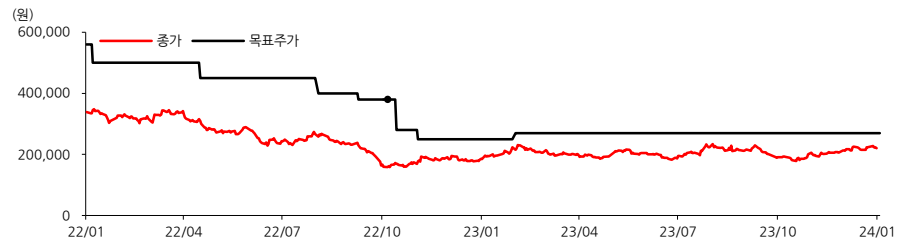
(공표일: 2024년 1월 8일)

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]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.01.12	2022.01.28	2022.03.04	2022.04.07	2022.04.21
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		500,000	500,000	500,000	500,000	450,000
일 시	2022.05.24	2022.06.02	2022.07.20	2022.08.08	2022.09.14	2022.10.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	450,000	450,000	450,000	400,000	380,000	380,000
일 시	2022.10.19	2022.11.08	2022.11.17	2022.11.25	2022.12.05	2023.01.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2023.02.06	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000
일 시	2024.01.08					
투자의견	Buy					
목표가격	270,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.01.12	Buy	500,000	-34.91	-30.40
2022.04.21	Buy	450,000	-41.97	-31.22
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		

[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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%