



## BUY (유지)

목표주가(12M) 260,000원  
현재주가(5.31) 170,200원

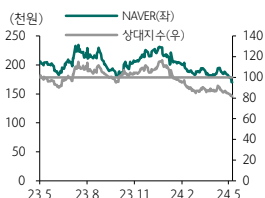
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,636.52
52주 최고/최저(원)	234,500/170,200
시가총액(십억원)	27,641.9
시가총액비중(%)	1.29
발행주식수(천주)	162,408.6
60일 평균 거래량(천주)	779.2
60일 평균 거래대금(십억원)	145.3
외국인지분율(%)	44.75
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	8.23
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.10

### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	10,699.1	11,727.3
영업이익(십억원)	1,816.8	2,035.9
순이익(십억원)	1,608.3	1,688.4
EPS(원)	9,559	10,180
BPS(원)	163,653	173,308

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,220.1	9,670.6	10,706.6	11,569.7
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,795.2	1,930.0
세전이익	1,083.7	1,481.4	1,996.0	2,417.0
순이익	760.3	1,012.3	1,547.5	1,914.3
EPS	4,634	6,180	9,529	11,787
증감율	(95.38)	33.36	54.19	23.70
PER	38.30	36.25	17.86	14.44
PBR	1.23	1.51	1.09	1.02
EV/EBITDA	16.12	17.96	12.04	11.05
ROE	3.29	4.41	6.50	7.57
BPS	144,841	148,137	155,634	166,302
DPS	914	1,205	1,205	1,205



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 6월 3일 | 기업분석\_Update

## NAVER (035420)

### 웹툰 엔터 나스닥 증권신고서(S-1) 제출 완료

#### 나스닥 상장 초읽기, 이르면 7월 내 상장 예상

네이버의 자회사 웹툰 엔터테인먼트(이하 웹툰 엔터)가 5월 31일 미국 나스닥 IPO를 목표로 증권신고서(S-1)을 제출했다. 남은 단계는 미국 증권거래위원회(SEC) 검토, S-1/A 제출, 로드쇼, 그리고 상장이다. 이 과정에서 통상적으로는 6개월~12개월의 시간이 소요되나 편차가 크다. 2021년 뉴욕증권거래소에 상장한 쿠팡의 경우 1달(21년 2/12 S-1 제출, 3/1 S-1/A 제출, 3/11 상장)이 걸렸고 올해 5월 나스닥에 상장한 Proficient Auto Logistics는 28일(4/11 S-1 제출, 4/23 F-1/A 제출, 5/9 상장)이 소요됐다. 현재 글로벌 시장에서는 30~40억 달러로 기업 가치를 예상하고 있으며, 이는 기존 평가 범위 내 적절한 수준으로 보인다. 나스닥 상장 자체로 1) 북미 시장 마케팅 효과, 2) 투자를 위한 자금을 얻을 수 있다.

#### 트래픽, 탑라인 성장 둔화, IP 콘텐츠가 더욱 중요해진 시점

이번 증권신고서에서 웹툰 엔터의 트래픽, 탑라인 성장이 둔화를 수치로 확인할 수 있다. 트래픽을 보면 왓패드, 이북재팬 인수 이후부터 2년간 글로벌 MAU, ARPPU, MPU 모두 유지되고 있다. 2022년 대비 2023, 2024년 글로벌 ARPPU 증가는 일본 내 회계처리 변경(순액법>총액법)의 영향이다. 오히려 캐시카우인 국내는 팬더믹 이후 MPU, ARPPU 모두 소폭 하락 안정화되는 추세다. 실적은 2024년 1분기 흑자전환을 했지만 매출 증가(+5%YoY)가 아닌 비용 감소(마케팅비 -33%YoY, 판관비 -14%YoY)에 기인한다. 2024년 1분기 웹툰 엔터의 매출 구성은 유료콘텐츠(쿠키 등) 81.7%, 광고 11.3%, IP 7.0%다. 유료콘텐츠, 광고 매출은 트래픽과 비례하는 경향이 있기 때문에 비용 효율화로 수익성은 개선될 수 있으나 올해도 탑라인의 고성장을 기대하기는 어렵다. 2023년 기준 Top 10개 작품의 GMV 비중은 20% 미만으로 고른 분포를 보인다는 점은 긍정적이지만, 결국 현재 구조에서 트래픽과 실적의 지속 성장을 위해서는 글로벌로 흥행한 국내 웹툰 IP인 '나혼자만 레벨업'과 같은 작품이 매년 끊이지 않고 나와야 한다. IP 매출 비중 확대가 필수적인 시점이다. 웹툰 엔터는 잠재 시장 규모를 유료 콘텐츠 1,300억달러(한국 10억, 일본 70억, 북미 70억, 그 외 기타), 광고 6,800억달러, IP 9,000억달러로 보고 있다. 웹툰/웹소설로 검증된 IP를 활용한 2차 콘텐츠가 웹툰 엔터의 주요 동력이 될 전망이다.

#### 웹툰 엔터 상장은 목적지가 아닌 시작점

웹툰 엔터의 비전은 글로벌 스토리텔링 기술 플랫폼으로의 성장이다. 상장으로 확보한 자금을 바탕으로 북미 침투, IP 콘텐츠 비중 확대를 위한 추가 M&A, 협업과 같은 구체적인 계획과 함께 매출의 증가세가 확인된다면 네이버의 기업 가치에 기여할 수 있다. 상장 절차와 상장 직후 주가 움직임에 따라 국내 웹툰 테마의 변동성은 확대될 수 있으나 상장만으로 네이버에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 현재 호실적에도 12MF P/E 18배 이하로 거래되는 중으로 1) C커머스에 대한 우려 해소, 2) AI 경쟁력 증명, 3) LY 행정지도가 촉발한 중장기 사업 전략 검토가 가시화되어야 본격적인 리레이팅이 이뤄질 것으로 판단한다.

## 웹툰 엔터테인먼트의 미국 상장. 30억~40억달러 수준에서 하방은 제한적

### 웹툰 엔터테인먼트의 미국 상장

웹툰 엔터의 Peer 기업으로는 중국 텐센트의 자회사 웨웬(Yuwen, China Literature)이 있다. 웹툰, 웹소설, IP 기반 제작사까지 모두 보유하고 있다. 웨웬은 2017년 11월 8일 시가총액 64억원 규모로 상장했는데, 당일 +86.2%가 오르며 119억달러까지 가치가 치솟았다. 당해 웨웬의 매출액은 6.1억달러로 PSR 10~20배에서 계속 거래되었다. 2021년 이후 웨웬은 매출과 영업이익 모두 역성장하고 있으며 현재 시가총액은 34억달러, 매출액 9.9억달러, PSR 3.4배 수준이다. 웹툰 엔터의 2023년 매출은 1조 5,031억원으로 예상 기업 가치에 대한 PSR은 2.6~3.4배다. 웹툰 엔터의 최근 실적은 가파르진 않지만 팬데믹 기저를 잘 방어하며 성장하고 있다. 예상 시가총액으로 상장 시 하방 압력은 제한적이라 판단한다.

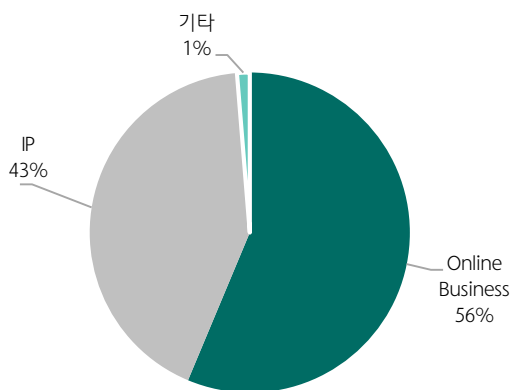
### 웨웬과의 매출 구조 차이

웨웬과 웹툰 엔터는 매출 구조에서 일부 차이가 확인된다. 웨웬은 2018년 현지 콘텐츠 제작 기업 NCM(New Classics Media)를 인수하며 외형 확장과 동시에 IP 매출 비중이 2018년 24%에서 2019년 56%로 급격히 늘었다. 2023년 기준 43%까지 감소하긴 했지만 자체 스튜디오 N을 통해 레퍼런스를 쌓아가고 있는 웹툰 엔터 대비 높은 비중이다. 웹툰 엔터는 2022년 2분기 IP 매출 비중을 발표했는데 당시 12%였으며 2023년 기준 8.4%, 2024년 1분기 기준 7.0%다.

### 상장 이후 성과가 중요

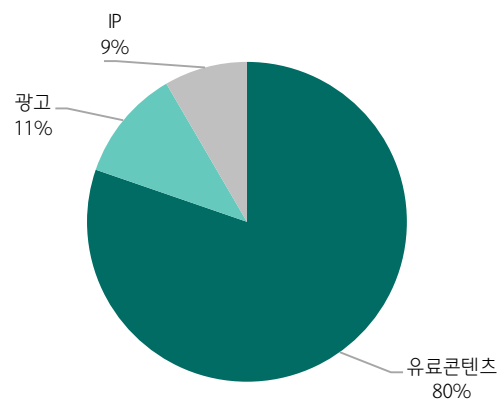
네이버웹툰 IP 기반으로 영상화된 작품의 수는 2022년 25개, 2023년 29개였으며 올해는 30개 이상으로 예상된다. 북미 시장에서는 핵심 IP를 중심으로 관리, 제작을 위한 투자를 집행할 예정으로 상장 이후 IP 매출에 대한 가시적인 성과가 기대된다. 또한 웹툰 엔터의 상장 이후 확보한 자금을 바탕으로 북미 침투를 위한 추가 M&A, 협업과 같은 구체적인 계획과 함께 주춤했던 매출 성장이 확인된다면 네이버의 기업 가치에도 기여할 것으로 판단한다.

도표 1. China Literature 매출액 비중(2023년)



자료: Bloomberg, 하나증권

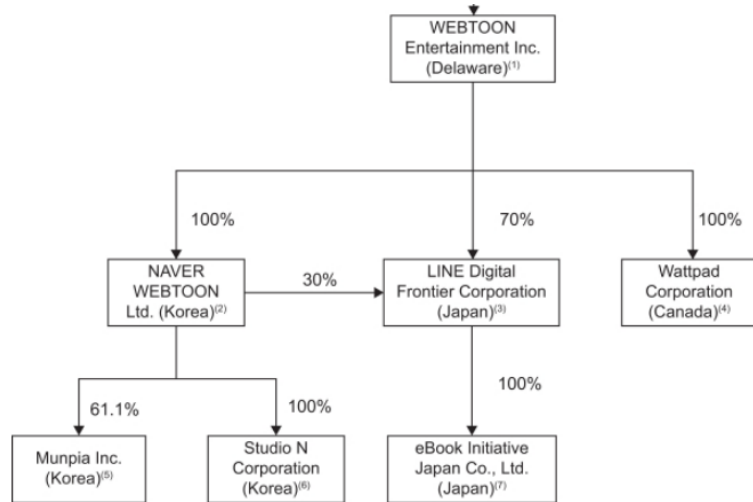
도표 2. 웹툰 엔터테인먼트 매출액 비중(2023년)



자료: DART, 하나증권

도표 3. 웹툰 엔터테인먼트 지배구조

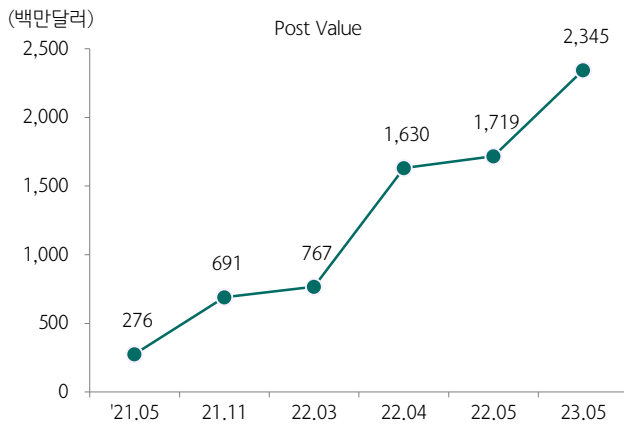
## 웹툰 엔터테인먼트 지배구조



주: 현재 웹툰 엔터테인먼트는 네이버가 71.2%, LY Holdings가 28.7% 보유

자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

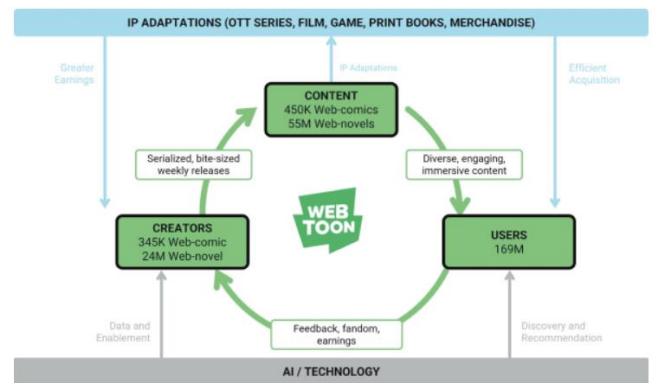
도표 4. 웹툰 엔터테인먼트 포스트밸류



주: 보통주 발행 기준, NAVER와 LINE에만 발행

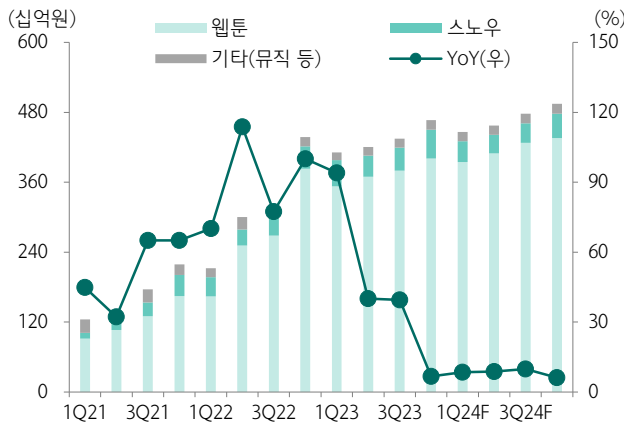
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 5. 웹툰 엔터테인먼트 플랫폼



자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

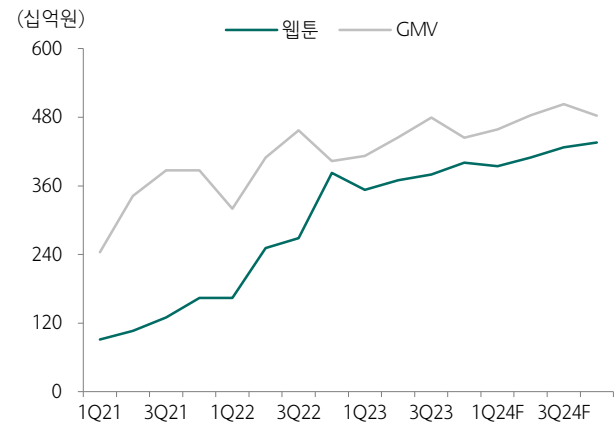
도표 6. 네이버 콘텐츠 매출액 추이



주: 2Q21 왓패드 인수, 4Q21 이북재팬 인수, 4Q22 순매출>총매출 회계처리 변경 영향

자료: 네이버, 하나증권

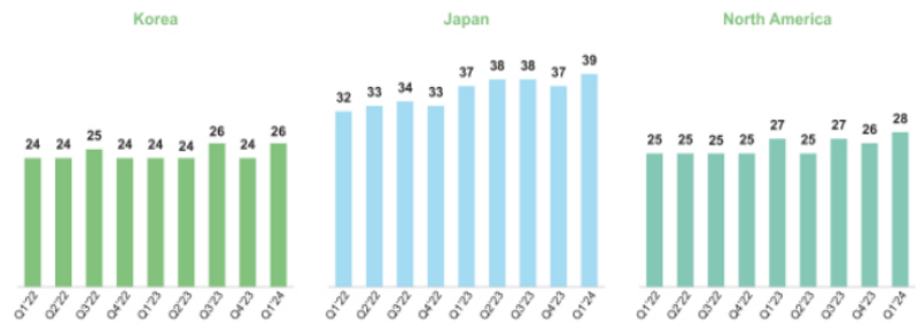
도표 7. 네이버 웹툰 매출액, GMV 추이



자료: 네이버, 하나증권

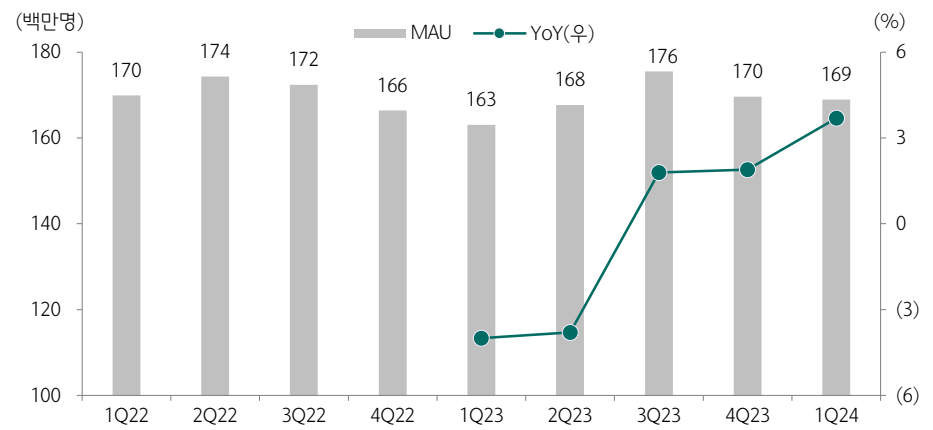
도표 8. 지역별 일평균 체류 시간

지역별 일평균 체류 시간



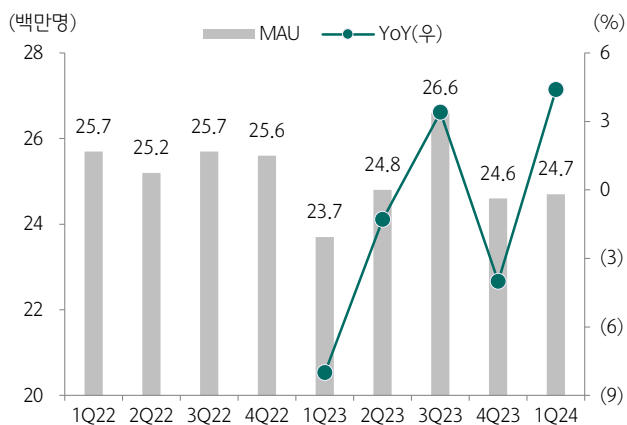
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 9. 글로벌 MAU(Monthly Active User)

글로벌 MAU  
(Monthly Active User)

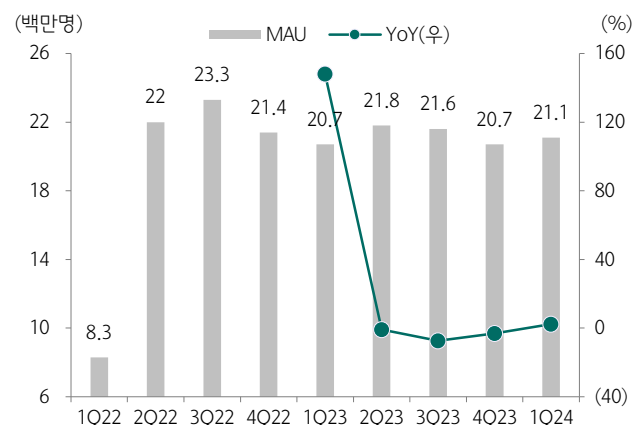
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 10. 한국 MAU(Monthly Active User)



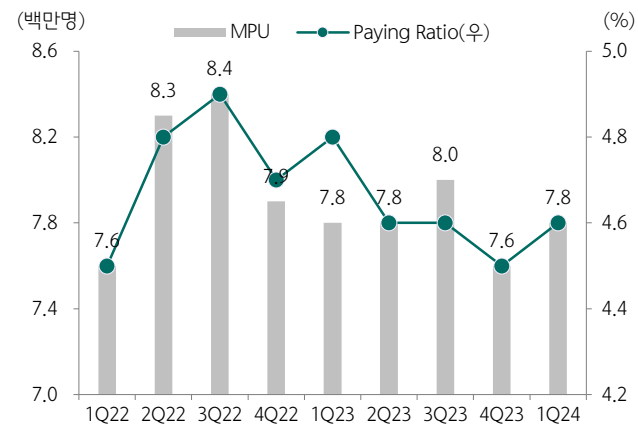
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 11. 일본 MAU(Monthly Active User)



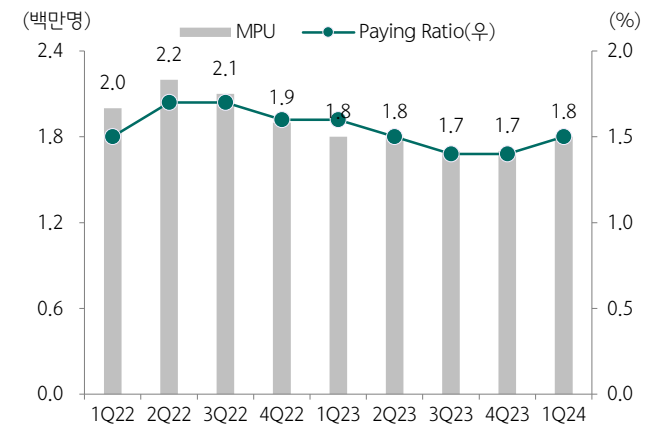
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 12. 글로벌 MPU(Monthly Paying User)



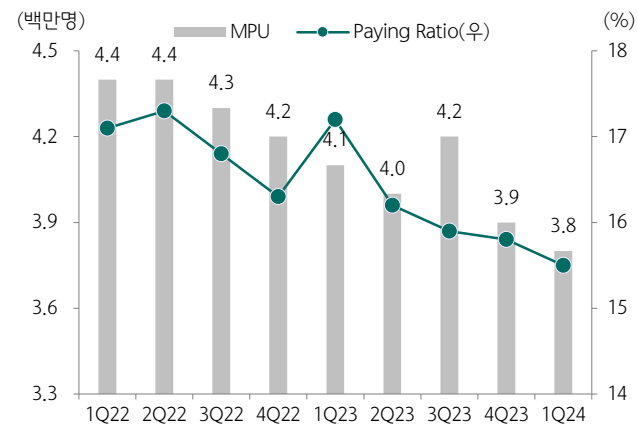
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 13. ROW MPU(Monthly Paying User)



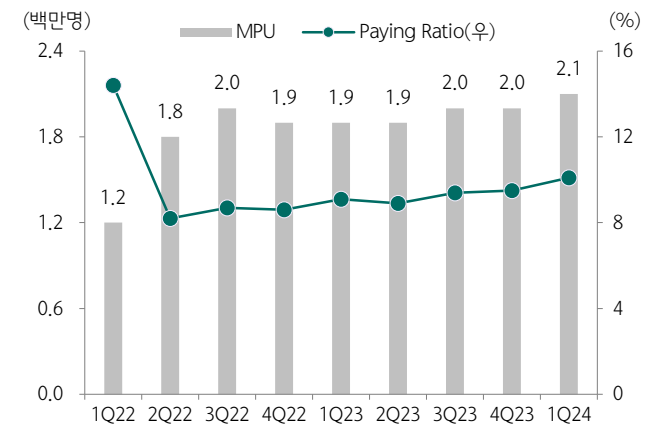
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 14. 한국 MPU(Monthly Paying User)



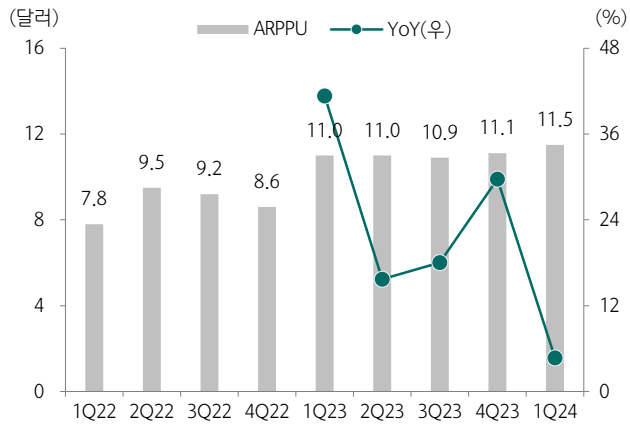
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 15. 일본 MPU(Monthly Paying User)



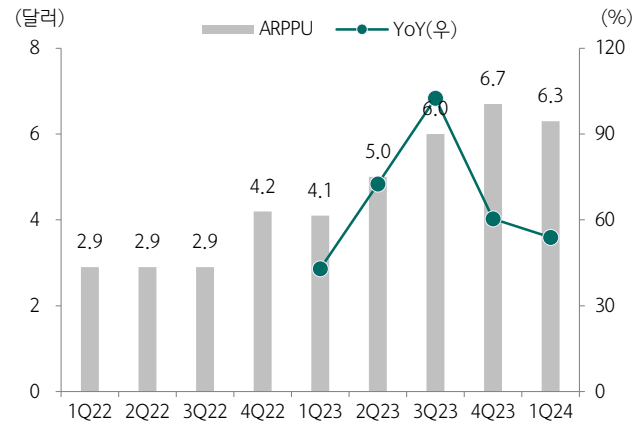
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 16. 글로벌 ARPPU(Average Revenue Per Paying User)



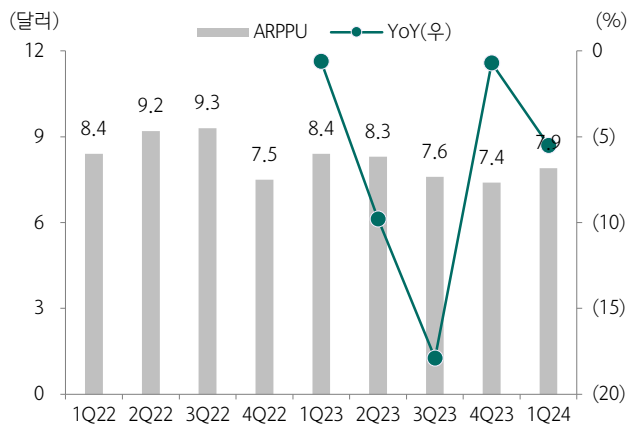
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 17. ROW ARPPU(Average Revenue Per Paying User)



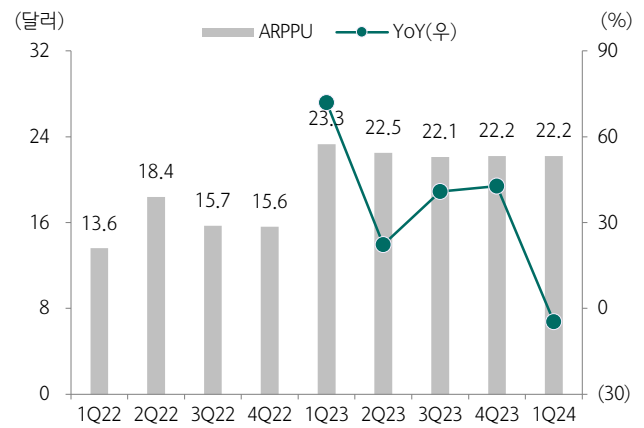
자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 18. 한국 ARPPU(Average Revenue Per Paying User)



주: 1Q23부터 회계기준 총액법 인식 전환 영향  
 자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 19. 일본 ARPPU(Average Revenue Per Paying User)



주: 1Q23부터 회계기준 총액법 인식 전환 영향  
 자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220.1	9,670.6	10,706.6	11,569.7	12,537.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,706.6	11,569.7	12,537.3
판매비	6,915.4	8,181.8	8,911.4	9,639.7	10,346.9
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,795.2	1,930.0	2,190.4
금융손익	(252.6)	(79.5)	(58.8)	(30.7)	(14.5)
종속/관계기업손익	96.8	266.5	(34.9)	87.6	96.3
기타영업외손익	(65.1)	(194.5)	294.5	430.2	430.2
세전이익	1,083.7	1,481.4	1,996.0	2,417.0	2,702.4
법인세	410.5	496.4	454.1	596.6	674.8
계속사업이익	673.2	985.0	1,541.9	1,820.4	2,027.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	673.2	985.0	1,541.9	1,820.4	2,027.6
비지배주주지분 순이익	(87.1)	(27.3)	(5.6)	(93.9)	(104.6)
지배주주순이익	760.3	1,012.3	1,547.5	1,914.3	2,132.2
지배주주지분포괄이익	(681.3)	748.8	1,435.7	1,943.7	2,164.8
NOPAT	810.4	990.0	1,386.7	1,453.6	1,643.4
EBITDA	1,865.6	2,071.2	2,487.1	2,641.8	2,923.6
성장성(%)					
매출액증가율	20.57	17.65	10.71	8.06	8.36
NOPAT증가율	(12.02)	22.16	40.07	4.82	13.06
EBITDA증가율	6.07	11.02	20.08	6.22	10.67
영업이익증가율	(1.57)	14.11	20.58	7.51	13.49
(지배주주)순이익증가율	(95.39)	33.14	52.87	23.70	11.38
EPS증가율	(95.38)	33.36	54.19	23.70	11.38
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	22.70	21.42	23.23	22.83	23.32
영업이익률	15.87	15.40	16.77	16.68	17.47
계속사업이익률	8.19	10.19	14.40	15.73	16.17

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,634	6,180	9,529	11,787	13,128
BPS	144,841	148,137	155,634	166,302	178,312
CFPS	12,138	14,117	17,959	19,747	21,482
EBITDAPS	11,372	12,644	15,314	16,266	18,001
SPS	50,107	59,039	65,924	71,238	77,196
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205
주기지표(배)					
PER	38.30	36.25	17.86	14.44	12.96
PBR	1.23	1.51	1.09	1.02	0.95
PCFR	14.62	15.87	9.48	8.62	7.92
EV/EBITDA	16.12	17.96	12.04	11.05	9.69
PSR	3.54	3.79	2.58	2.39	2.20
재무비율(%)					
ROE	3.29	4.41	6.50	7.57	7.86
ROA	2.25	2.91	4.24	5.00	5.25
ROIC	34.99	30.40	34.27	36.46	44.85
부채비율	44.56	47.45	46.17	45.18	44.21
순부채비율	1.03	(0.90)	(5.85)	(7.98)	(10.06)
이자보상배율(배)	18.20	11.72	14.29	15.31	17.30

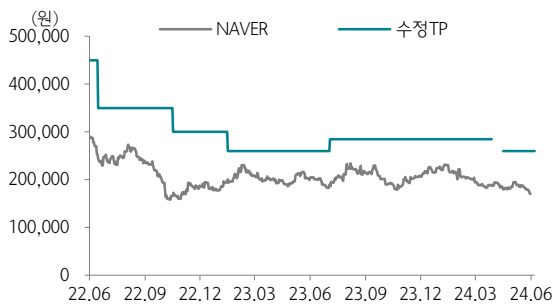
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,439.6	7,028.1	8,718.6	9,580.3	10,542.3
금융자산	4,711.2	5,100.7	6,587.0	7,282.8	8,055.6
현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,973.9	5,597.7	6,288.3
매출채권	529.6	491.4	544.2	587.0	635.9
재고자산	8.7	14.8	16.4	17.7	19.2
기타유동자산	1,190.1	1,421.2	1,571.0	1,692.8	1,831.6
비유동자산	27,459.5	28,709.8	28,530.1	29,794.8	31,231.5
투자자산	22,344.1	21,231.1	21,083.6	22,460.1	24,030.0
금융자산	3,802.8	3,642.3	3,646.2	3,649.4	3,653.0
유형자산	2,457.8	2,741.6	2,687.7	2,646.3	2,593.3
무형자산	1,481.4	3,445.6	3,467.4	3,396.9	3,316.8
기타비유동자산	1,176.2	1,291.5	1,291.4	1,291.5	1,291.4
자산총계	33,899.0	35,737.8	37,248.7	39,375.1	41,773.8
유동부채	5,480.6	6,305.6	6,192.5	6,525.2	6,901.2
금융부채	1,646.7	1,465.5	1,490.7	1,511.2	1,534.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	3,833.9	4,840.1	4,701.8	5,014.0	5,366.7
비유동부채	4,968.1	5,194.3	5,573.7	5,728.6	5,905.4
금융부채	3,306.4	3,417.5	3,606.1	3,606.1	3,606.1
기타비유동부채	1,661.7	1,776.8	1,967.6	2,122.5	2,299.3
부채총계	10,448.7	11,499.8	11,766.2	12,253.8	12,806.6
지배주주지분	22,744.1	23,206.0	24,423.7	26,156.3	28,106.8
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,556.5	1,242.6	1,291.4	1,291.4	1,291.4
자본조정	(839.7)	(607.3)	(607.3)	(607.3)	(607.3)
기타포괄이익누계액	(1,634.8)	(1,990.2)	(2,187.4)	(2,187.4)	(2,187.4)
이익잉여금	23,645.7	24,544.4	25,910.3	27,643.0	29,593.5
비지배주주지분	706.2	1,032.0	1,058.9	965.0	860.4
자본총계	23,450.3	24,238.0	25,482.6	27,121.3	28,967.2
순금융부채	241.9	(217.8)	(1,490.2)	(2,165.6)	(2,915.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453.4	2,002.2	2,502.5	3,122.2	3,387.5
당기순이익	673.2	985.0	1,541.9	1,820.4	2,027.6
조정	472.7	657.5	1,059.6	957.7	970.8
감가상각비	560.9	582.3	691.9	711.8	733.2
외환거래손익	80.4	(30.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(10.1)	(244.3)	34.9	(87.6)	(96.3)
기타	(158.5)	350.0	332.8	333.5	333.9
영업활동 자산부채변동	307.5	359.7	(99.0)	344.1	389.1
투자활동 현금흐름	(1,215.9)	(949.8)	(1,010.8)	(2,171.4)	(2,366.1)
투자자산감소(증가)	2,364.7	1,920.2	112.6	(1,288.9)	(1,473.5)
자본증가(감소)	(688.5)	(640.6)	(576.1)	(600.0)	(600.0)
기타	(2,892.1)	(2,229.4)	(547.3)	(282.5)	(292.6)
재무활동 현금흐름	(339.5)	(161.4)	(44.5)	(287.3)	(285.0)
금융부채증가(감소)	235.1	(17.7)	213.8	20.5	23.3
자본증가(감소)	66.2	(313.8)	48.8	0.0	0.0
기타재무활동	(427.4)	232.5	(125.5)	(126.1)	(126.6)
배당지급	(213.4)	(62.4)	(181.6)	(181.7)	(181.7)
현금의 증감	(57.2)	891.0	1,116.5	623.8	690.6
Unlevered CFO	1,991.2	2,312.5	2,916.7	3,207.1	3,488.9
Free Cash Flow	752.7	1,361.6	1,926.4	2,522.2	2,787.5

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## NAVER



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.16	BUY 담당자 변경	260,000		

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 6월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2024년 6월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

## • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.69%	5.86%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 31일