

NAVER (035420)

시로 효율성 증대

2Q24 Review

영업수익 2조 6,105억원(YoY +8.4%), 영업이익 4,727억원(YoY +26.8%), 지배순이익 3,384억원 (YoY +26.4%). 영업이익 기준 시장 기대치 상회

플레이스 광고 비딩 도입 확대, 타게팅 고도화 등으로 검색광고 7,314억원(YoY +6.1%), 홈 피드트래픽 & 광고 증가로 DA 2,350억원(YoY +8.1%), 도착보장 서비스 거래액 증가 등으로 커머스 7,190억원(YoY +13.6%), 외부 및 오프 결제 증가 등으로 핀테크 3,685억원 (YoY +8.5%), 일본 역대 최대 월간 유료 이용자수 달성했으나 엔화 약세로 콘텐츠 4,200억원(YoY -0.1%), 하이퍼클로바X 탑재된 유료 클라우드 증가로 클라우드 1,246억원(YoY +19.2%). 마진율 높은 광고, 커머스 매출 증가 및 비용 효율화 지속으로 영업이익률 18.1%, 5개 분기 연속 개선 (Q-Q +0.7%pt, Y-Y +2.6%pt)

하반기 전망

그동안 동사가 취약했던 10-30세대 중심으로 플랫폼 트래픽(체류시간)이 홈피드, 클럽 등 급증하고 있고, 이 트래픽은 광고 효율성(광고클릭률, 구매전환율 등)이 높아 하반기에도 한 자릿수 후반대 광고 매출 성장을 이어갈 것으로 전망. 커머스도 검색 기반의 AI기술을 활용한 개인 맞춤형 쇼핑으로 C커머스 증가에도 핀테크 매출과 함께 두자릿수 성장세를 이어갈 것으로 예상됨. 콘텐츠 사업부문은 웹툰엔터(WBTN)의 나스닥 상장으로 보다 적극적인 IP 확보, 마케팅 등 성장성 회복 기대

투자의견 BUY, 목표주가 24만원 하향 조정

동사는 2024년 상반기 영업이익이 YoY +30% 증가하였으나, AI 경쟁력 약화 우려로 지속적인 멀티플 하락을 경험하고 있음. 24년 예상 PER 16배는 LY까지 포함하여 이러한 우려가 충분히 반영되었다는 판단임. 오히려 동사의 AI는 광고, 커머스, 콘텐츠 매출 효율성 증대에 보이지 않게 반영되고 있다는 의견임. LY 관련 우려 및 자회사 가치 하락을 반영하여 목표주는 24만원으로 하향 조정하나, 투자의견 BUY는 유지함



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 240,000원 (D)

현재주가 (8/9) 163,700원

상승여력 47%

시가총액	265,863억원
총발행주식수	160,784,508주
60일 평균 거래대금	1,297억원
60일 평균 거래량	759,436주
52주 고/저	231,500원 / 156,100원
외인지분율	43.52%
배당수익률	0.54%
주요주주	국민연금공단

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.1)	(13.1)	(28.0)
상대	6.2	(8.9)	(27.6)
절대 (달러환산)	(2.9)	(12.7)	(30.6)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	26,105	8.4	3.3	26,420	-1.2
영업이익	4,727	26.8	7.6	4,320	9.4
세전계속사업이익	4,674	11.0	-29.2	4,855	-3.7
지배순이익	3,384	26.4	-33.7	3,173	6.7
영업이익률 (%)	18.1	+2.6 %pt	+0.7 %pt	16.4	+1.7 %pt
지배순이익률 (%)	13.0	+1.9 %pt	-7.2 %pt	12.0	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	82,201	96,706	105,334	111,829
영업이익	13,047	14,888	19,070	21,747
지배순이익	7,603	10,123	16,647	17,681
PER	55.2	33.1	15.9	14.9
PBR	1.7	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	23.0	16.6	9.6	6.1
ROE	3.3	4.4	6.9	6.9

자료: 유안타증권

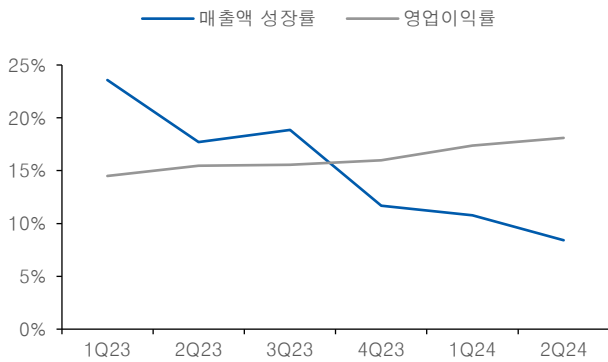
NAVER 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
영업수익	22,804	24,079	24,453	25,369	25,260	26,105	26,240	27,728	82,201	96,706	105,334	111,829
YoY	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	8.4%	7.3%	9.3%	20.6%	17.6%	8.9%	6.2%
서치플랫폼	8,518	9,104	8,985	9,283	9,053	9,784	9,592	10,061	35,680	35,890	38,490	40,419
YoY	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	6.3%	7.5%	6.8%	8.4%	7.9%	0.6%	7.2%	5.0%
검색	6,557	6,892	6,882	6,922	6,964	7,314	7,295	7,479	26,086	27,253	29,052	30,504
YoY	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	6.2%	6.1%	6.0%	8.0%	8.7%	4.8%	6.6%	5%
디스플레이	1,923	2,174	2,067	2,297	2,024	2,350	2,204	2,559	9,405	8,461	9,138	9,640
YoY	-13.0%	-9.8%	-9.5%	-8.0%	5.3%	8.1%	6.6%	11.4%	6.2%	-11%	8%	6%
커머스	6,059	6,329	6,475	6,605	7,034	7,190	7,155	7,676	18,011	25,468	29,054	31,089
YoY	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	16.1%	13.6%	10.5%	16.2%	21.0%	41.4%	14.1%	7.0%
커머스 광고	2,642	2,805	2,824	2,799	2,649	2,802	2,757	2,918	10,784	11,070	11,126	11,170
YoY	1.4%	2.5%	5.5%	1.2%	0.2%	-0.1%	-2.4%	4.3%	14%	4%	1%	0%
중개 및 판매	3,029	3,103	3,211	3,344	3,905	3,915	3,878	4,137	6,040	12,687	15,834	17,611
YoY	129.0%	118.3%	105.0%	93.4%	28.9%	26.2%	20.8%	23.7%	26.8%	110.1%	24.8%	11.2%
POSHMARK	1,181	1,207	1,195	1,125	1,321	1,217	1,175	1,184	5,180	4,709	4,897	5,142
핀테크	3,182	3,397	3,408	3,560	3,539	3,685	3,746	3,957	11,866	13,547	14,926	16,270
YoY	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	11.2%	8.5%	9.9%	11.1%	21.2%	14.2%	10.2%	9.0%
콘텐츠	4,113	4,204	4,349	4,663	4,463	4,200	4,407	4,606	12,615	17,329	17,676	18,178
YoY	94.0%	40.1%	39.5%	6.6%	8.5%	-0.1%	1.3%	-1.2%	91.3%	37.4%	2.0%	2.8%
웹툰	3,531	3,696	3,798	4,006	3,946	3,829	3,993	4,116	10,663	15,031	15,884	16,515
YoY	115%	47%	41%	5%	12%	4%	5%	3%	116.9%	41.0%	5.7%	4.0%
스노우	448	358	395	494	355	223	257	332	1,279	1,695	1,167	840
기타(뮤직 등)	134	150	156	163	162	148	157	158	673	603	625	824
클라우드	932	1,045	1,236	1,258	1,170	1,246	1,341	1,429	4,029	4,471	5,186	5,873
YoY	1.2%	-0.4%	30.3%	13.2%	25.5%	19.2%	8.5%	13.6%	5.3%	11.0%	16.0%	13.2%
NCP/웍스	913	992	1,105	1,141	1,113	1,182	1,249	1,347	3,700	4,151	4,891	5,518
클로바/랩스	20	53	131	117	57	64	92	83	329	321	296	355
영업비용	19,499	20,352	20,651	21,314	20,868	21,378	21,511	22,507	69,154	81,816	86,264	90,082
개발/운영	6,355	6,443	6,315	6,615	6,360	6,827	6,863	7,173	20,703	25,728	27,223	28,416
인건비	5,360	5,460	5,339	5,600	5,292	5,732	5,617	5,846	17,367	21,759	22,487	23,395
YoY	33.9%	25.9%	23.2%	19.3%	-1.3%	5.0%	5.2%	4.4%	12.4%	25.3%	3.3%	4.0%
파트너	8,319	8,655	8,864	9,498	9,135	9,166	9,242	9,683	29,639	35,336	37,225	38,851
YoY	33.4%	20.2%	22.7%	5.8%	9.8%	5.9%	4.3%	2.0%	36.5%	19.2%	5.3%	4.4%
인프라	1,326	1,420	1,573	1,637	1,699	1,717	1,809	1,849	5,806	5,956	7,074	7,498
YoY	0%	0%	3%	6%	28%	21%	15%	13%	17%	3%	8%	6%
마케팅	3,499	3,834	3,899	3,565	3,675	3,668	3,597	3,801	13,006	14,797	14,741	15,317
영업이익	3,305	3,727	3,802	4,055	4,392	4,727	4,730	5,221	13,047	14,889	19,070	21,747
영업이익률	14.5%	15.48%	15.55%	16.0%	17.4%	18.1%	18.0%	18.8%	15.9%	15.4%	18.1%	19.4%
YoY	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	26.8%	24.4%	28.7%	-1.6%	14.1%	28.1%	14.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

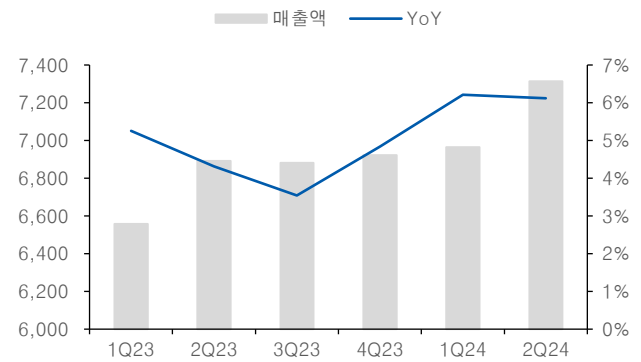
NAVER 매출액 성장률 & 영업이익률



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

검색광고 매출액 & YoY 성장률

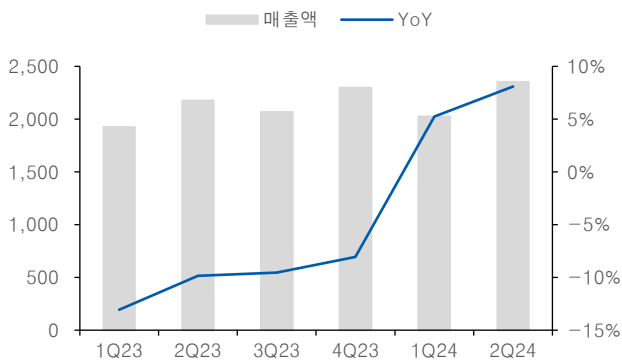
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

디스플레이 광고 매출액 & YoY 성장률

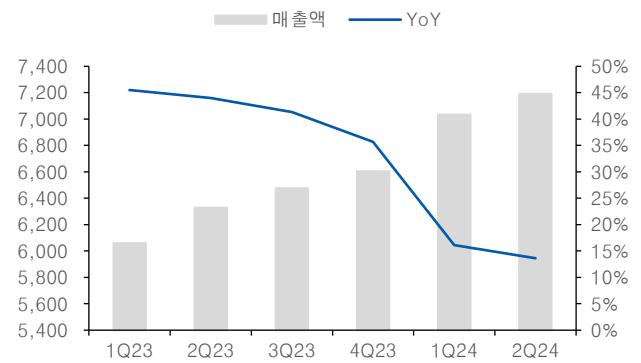
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

커머스 매출액 & YoY 성장률

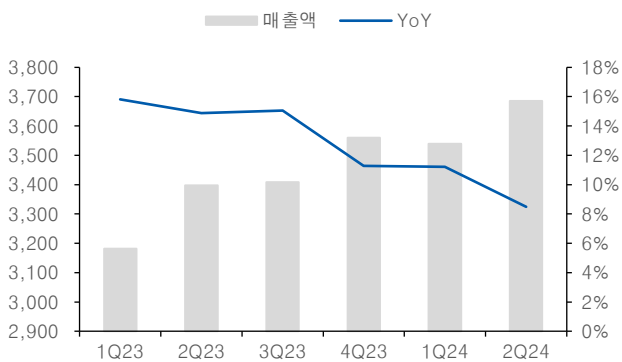
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

핀테크 매출액 & YoY 성장률

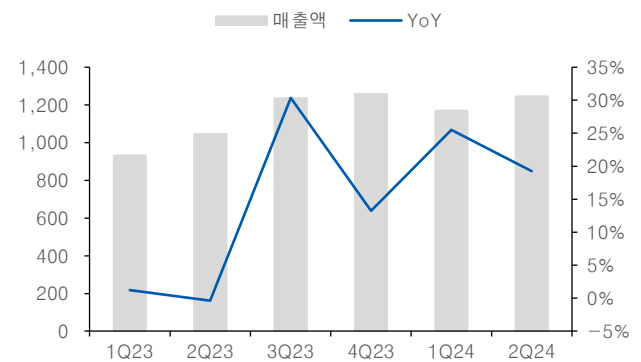
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

클라우드 매출액 & YoY 성장률

(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

국내외 Peer 밸류에이션 비교

	PER		ROE	
	2023	2024E	2023	2024E
Alphabet	22.8	20.1	27.4	29.8
Meta	20.7	22.7	28.0	32.2
Tencent	21.9	16.3	15.1	19.4
Line Yahoo	25.7	22.2	3.8	4.2
카카오	N/A	42.5	-10.2	3.8
네이버	33.6	16.6	4.4	6.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

NAVER 목표주가 산정 내역

(단위: 억원)

밸류에이션 항목	가치산정내역
국내 NAVER 검색 & 커머스 플랫폼 가치 (A) = (a) * (b)	289,787
2024년 NAVER 검색 플랫폼 + 커머스 예상 매출액 (a)	67,392
Target 멀티플: 글로벌 플랫폼 기업 평균 PSR) (b)	4.3
일본 A 홀딩스 지분 가치 (B) = (c) * (d) * (1 - 할인율 (30%))	60,863
LY 지분율 (c) = 50% x 65%	32.4%
LY 가치 (d) (8/9시총)	268,481
네이버 파이낸셜 지분가치 (C) = (e) * (f)	16,422
네이버 파이낸셜 지분율 (e)	69.0%
네이버 파이낸셜 가치 (f) (카카오페이 시가총액 3.4조원) * (1 - 30%)	23,800
네이버 웹툰(WEBTOON Entertainment) 지분 가치 (D) = (g) * 63.4%	22,947
네이버 웹툰 가치 (g) = (h) * (i)	36,194
총가치 = A + B + C + D + E + F	390,019
발행주식수 (주)	162,408,594
NAVER 총 주당가치 (원)	240,147

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	82,201	96,706	105,334	111,829	117,094
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	82,201	96,706	105,334	111,829	117,094
판매비	69,154	81,818	86,264	90,082	93,547
영업이익	13,047	14,888	19,070	21,747	23,548
EBITDA	18,656	20,712	25,705	37,415	32,917
영업외손익	-2,209	-74	3,393	2,282	3,238
외환관련 손익	-791	-427	0	-811	-974
이자손익	-125	-260	222	561	880
관계기업관련손익	968	2,665	1,574	3,375	3,814
기타	-2,261	-2,053	1,597	-842	-482
법인세비용차감전순손익	10,837	14,814	22,463	24,029	26,786
법인세비용	4,105	4,964	5,579	6,678	7,232
계속사업순손익	6,732	9,850	16,884	17,352	19,554
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,732	9,850	16,884	17,352	19,554
지배자분순이익	7,603	10,123	16,647	17,681	19,925
포괄순이익	-7,148	7,244	23,679	14,054	14,757
지배자분포괄이익	-6,813	7,488	20,231	12,007	12,608

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	14,534	20,022	24,090	36,716	32,383	
당기순이익	6,732	9,850	16,884	17,352	19,554	
감가상각비	5,186	5,280	6,634	15,668	9,369	
외환손익	886	-464	0	811	974	
중속, 관계기업관련손익	-968	-2,665	-2,426	-3,375	-3,814	
자산부채의 증감	3,075	3,597	2,322	5,870	5,903	
기타현금흐름	-377	4,424	675	391	397	
투자활동 현금흐름	-12,159	-9,498	-13,747	-5,516	-10,409	
투자자산	1,007	6,022	-9,830	-10,546	-13,545	
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,007	-6,406	-6,698	0	-5,000	
유형자산 감소	122	73	6	0	0	
기타현금흐름	-6,281	-9,187	2,775	5,031	8,136	
재무활동 현금흐름	-3,395	-1,100	-10,849	-2,783	-2,831	
단기차입금	-1,121	1,130	-561	217	176	
사채 및 장기차입금	3,473	-1,307	-1,656	0	0	
자본	662	-3,138	488	0	0	
현금배당	-2,134	-624	-626	-1,802	-1,802	
기타현금흐름	-4,275	2,839	-8,494	-1,198	-1,204	
연결범위변동 등 기타	447	-901	18,272	-10,084	-9,482	
현금의 증감	-572	8,523	17,766	18,332	9,661	
기초 현금	27,814	27,242	35,765	53,531	71,863	
기말 현금	27,242	35,765	53,531	71,863	81,525	
NOPLAT	13,047	14,888	19,070	21,747	23,548	
FCF	7,527	13,616	17,392	36,716	27,383	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

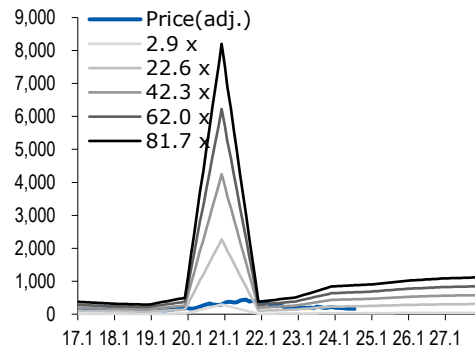
재무상태표				(단위: 억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	64,396	70,281	86,168	106,047	116,987
현금및현금성자산	27,242	35,765	53,531	71,863	81,525
매출채권 및 기타채권	15,154	17,059	13,627	14,468	14,796
재고자산	87	148	162	172	180
비유동자산	274,595	287,098	291,899	286,778	292,775
유형자산	24,578	27,416	26,537	10,870	6,500
관계기업등 지분관련자산	185,413	175,889	170,612	181,134	189,662
기타투자자산	38,028	36,423	45,826	45,851	50,868
자산총계	338,990	357,378	378,067	392,825	409,762
유동부채	54,806	63,056	64,504	65,861	68,866
매입채무 및 기타채무	29,354	38,727	18,485	19,625	20,549
단기차입금	2,614	3,330	1,596	1,596	1,596
유동성장기부채	11,200	4,429	456	456	456
비유동부채	49,681	51,943	53,628	54,778	55,756
장기차입금	3,280	9,936	9,397	9,397	9,397
사채	17,045	16,557	17,470	17,470	17,470
부채총계	104,487	114,998	118,132	120,639	124,622
지배지분	227,441	232,060	249,051	261,631	274,957
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,565	12,426	12,914	12,914	12,914
이익잉여금	236,457	245,444	260,276	276,154	294,276
비지배지분	7,062	10,320	10,883	10,554	10,183
자본총계	234,503	242,380	259,934	272,186	285,140
순차입금	2,419	-2,178	-30,548	-49,220	-59,535
총차입금	49,531	48,830	39,572	39,789	39,965

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	10,291	10,997	12,392
BPS	151,646	154,077	166,503	174,913	183,822
EBITDAPS	11,372	12,644	15,891	23,270	20,473
SPS	50,107	59,039	65,118	69,552	72,827
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205
PER	55.2	33.1	15.9	14.9	13.2
PBR	1.7	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	23.0	16.6	9.6	6.1	6.6
PSR	5.1	3.5	2.5	2.4	2.2

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	20.6	17.6	8.9	6.2	4.7	
영업이익 증가율 (%)	-1.6	14.1	28.1	14.0	8.3	
지배순이익 증가율 (%)	-95.4	33.2	64.4	6.2	12.7	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	15.9	15.4	18.1	19.4	20.1	
지배순이익률 (%)	9.2	10.5	15.8	15.8	17.0	
EBITDA 마진 (%)	22.7	21.4	24.4	33.5	28.1	
ROIC	54.4	38.8	59.0	174.6	-518.7	
ROA	2.2	2.9	4.5	4.6	5.0	
ROE	3.3	4.4	6.9	6.9	7.4	
부채비율 (%)	44.6	47.4	45.4	44.3	43.7	
순차입금/자기자본 (%)	1.1	-0.9	-12.3	-18.8	-21.7	
영업이익/금융비용 (배)	18.2	11.7	15.9	18.2	19.6	

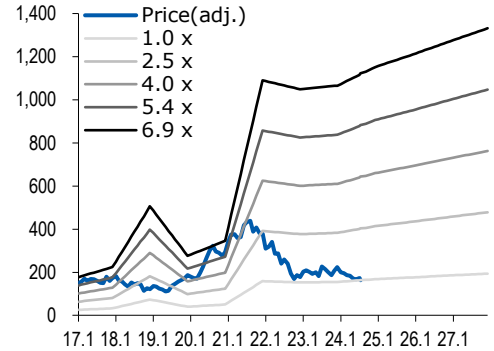
P/E band chart

(천원)



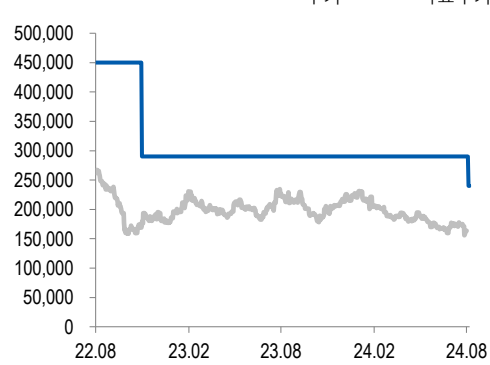
P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-12	BUY	240,000	1년		
2023-11-08	1년 경과 이후		1년	-33.73	-20.17
2022-11-08	BUY	290,000	1년	-30.78	-19.14
2022-08-08	BUY	450,000	1년	-54.16	-40.56

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.7
Hold(중립)	15.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.