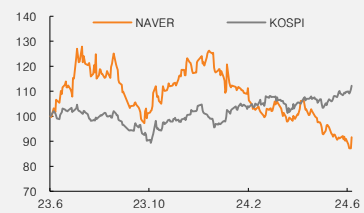


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 240,000원
현재주가(24/7/5)	168,100원
상승여력	42.8%

영업이익(24F, 십억원)	1,749
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,811
EPS 성장률(24F, %)	34.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	80.7
P/E(24F, x)	20.3
MKT P/E(24F, x)	11.4
KOSPI	2,862.23
시가총액(십억원)	27,301
발행주식수(백만주)	162
유동주식비율(%)	84.7
외국인 보유비중(%)	43.7
베타(12M) 일간수익률	0.94
52주 최저가(원)	159,800
52주 최고가(원)	234,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.1	-23.8	-9.9
상대주가	-10.8	-31.3	-18.8



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

## 믿을 부분은 광고뿐

## 2Q24 Preview: 컨센서스 하회 전망

2분기 매출액 2조 6,290억원(+9% YoY), 영업이익 4,160억원(+12% YoY)으로 컨센서스(매출액 2조 6,500억원, 영업이익 4,400억원)를 하회할 전망이다. 사업부문별로는 서치플랫폼 9,700억원(+7% YoY), 커머스 7,170억원(+13% YoY), 핀테크 3,740억원(+10% YoY), 콘텐츠 4,480억원(+7% YoY)을 기록할 전망이다. 전분기까지 개선세를 이어오던 영업이익률은 15.8%까지 하락(1Q: 17.4%)할 것으로 예상된다. 이는 웹툰엔터테인먼트 상장 관련 일회성비용(성과급 관련 인건비, 상장 관련 영업외비용) 발생에 따른 영향이다.

## 광고는 견조하나 커머스와 콘텐츠는 부진

광고는 전분기에 이어 견조한 성장을 이어나간 것으로 추정된다. 검색 광고 매출액 7,340억원(+6.5% YoY), 디스플레이 광고 매출액 2,290억원(+5.5% YoY)을 기록할 전망이다. 광고주 데이터까지 결합해 타겟팅을 하기 시작하면서 타겟팅 효율이 지속적으로 높아지고 있다. 중국 직구 플랫폼에서의 DA 수요도 여전하다.

커머스 부문은 외부 제휴물들의 부진으로 매출액 성장세 둔화(YoY 성장률: 1분기 16%, 2분기 13%)가 지속될 전망이다. 경쟁 강도가 심화되고 있기에 단기에 성장을 반등을 이루기는 어려워 보인다. 웹툰 매출액 성장세도 둔화가 예상된다. 웹툰 거래액의 가장 큰 비중을 차지하고 있는 일본 지역에서의 부진이 깊어지고 있다. 아마존, 애플, 라쿠텐 등 빅테크와 기존 출판사들의 공세가 강화되는 데 따른 영향이다.

## 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 6% 하향

24F 실적 조정으로 목표주가를 기존 255,000원에서 240,000원(24F 타겟 P/E 29배 유지)으로 6% 하향한다. 24F P/E 20배로 16년 이후 밸류에이션 최하단에서 거래 중이나 단기적인 모멘텀을 기대하기는 어려워 보인다. 광고, 커머스, 핀테크, 콘텐츠 등 주요 사업부들의 매출액 YoY 성장률은 10% 전후까지 하락했으며 글로벌 플랫폼들과의 경쟁이 심화됨에 따라 마진 개선세를 유지하기도 녹록치 않은 상황이다. 최소한의 성장률을 지키기 위해서라도 마케팅비 증가가 불가피한 구간이다. 중국 직구 플랫폼(알리익스프레스, 테무, 쉬인 등)의 커머스 위협은 여전하며 일본 불확실성은 하반기 내내 지속될 가능성이 높다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,598	11,574	12,772
영업이익 (십억원)	1,305	1,489	1,749	1,900	2,143
영업이익률 (%)	15.9	15.4	16.5	16.4	16.8
순이익 (십억원)	760	1,012	1,348	1,509	1,796
EPS (원)	4,634	6,180	8,298	9,292	11,059
ROE (%)	3.3	4.4	5.7	6.0	6.8
P/E (배)	38.3	36.2	20.3	18.1	15.2
P/B (배)	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7

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	2,629	2,684	2,759	8,220	9,671	10,598	11,574
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	9.2%	9.8%	8.7%	20.6%	17.6%	9.6%	9.2%
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	717	729	777	1,801	2,547	2,927	3,218
커머스 광고	264	280	282	280	265	269	271	289	1,078	1,107	1,093	1,176
중개 및 판매	303	310	321	334	391	398	405	433	604	1,269	1,626	1,793
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	448	490	458	1,262	1,733	1,842	1,967
웹툰	353	370	380	401	395	399	439	407	1,066	1,503	1,640	1,754
스노우	45	36	39	49	36	33	34	34	128	169	137	144
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	2,213	2,236	2,314	6,915	8,182	8,849	9,674
개발/운영비용	635	644	631	661	636	678	665	696	2,070	2,573	2,676	2,866
파트너	832	866	886	950	913	957	977	1,004	2,964	3,534	3,852	4,201
인프라	133	142	157	164	170	180	188	197	581	596	735	847
마케팅	350	383	390	357	367	397	406	417	1,301	1,480	1,587	1,759
영업이익	330	373	380	405	439	416	448	445	1,305	1,489	1,749	1,900
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	11.8%	17.9%	9.7%	-1.6%	14.1%	17.5%	8.7%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	15.8%	16.7%	16.1%	15.9%	15.4%	16.5%	16.4%
지배주주순이익	55	268	376	314	511	252	293	292	760	1,012	1,348	1,509
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	20.2%	9.6%	10.9%	10.6%	9.2%	10.5%	12.7%	13.0%

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	10,671	11,730	10,598	11,574	-1%	-1%	10,699	11,730	-1%	-1%	웹툰 상장 관련 비용 반영
영업이익	1,809	1,997	1,749	1,900	-3%	-5%	1,811	2,038	-3%	-7%	
지배주주순이익	1,432	1,577	1,348	1,509	-6%	-4%	1,551	1,652	-13%	-9%	
영업이익률	16.9%	17.0%	16.5%	16.4%	-	-	16.9%	17.4%	-	-	
순이익률	13.4%	13.4%	12.7%	13.0%	-	-	14.5%	14.1%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q24 실적 추정치 변경

(십억원)

	신규	기존	변경률	컨센서스	괴리율
매출액	2,629	2,652	-1%	2,650	-1%
영업이익	416	437	-5%	440	-5%
지배주주순이익	252	310	-19%	321	-22%

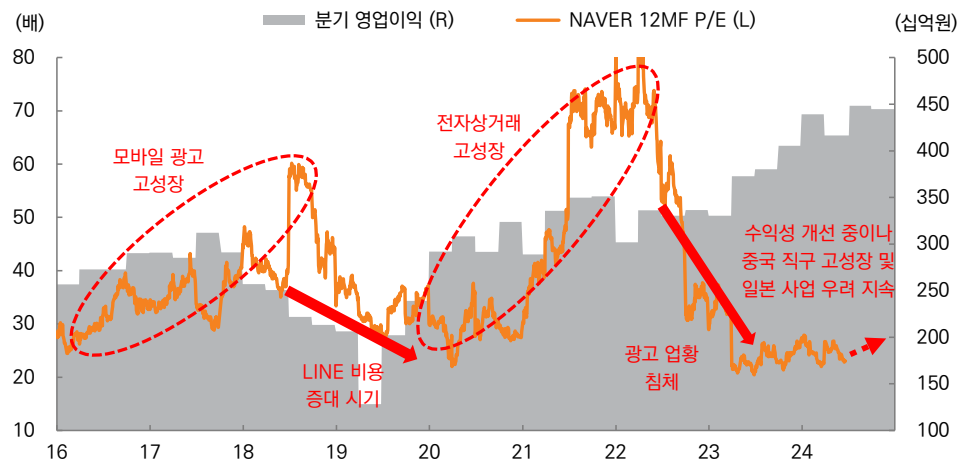
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2024년 지배주주순이익 (십억원)	1,348	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E. 라인 상장 본격화에 따른 외인 수급 이탈 우려 발생 시기 (2014년 이후 밸류에이션 최하단 구간)
목표 시가총액 (십억원)	38,987	
주식 수 (천주)	162,409	
목표주가 (원)	240,000	
현재주가 (원)	168,100	
상승여력	42.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



주1: 19년 영업이익은 LINE 연결 제거에 따른 소급 적용 이전 수치

주2: 21년 P/E는 1회성 라인 지분법 처분이익 제거한 순이익으로 재추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## NAVER (035420)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,598	11,574	12,772
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,598	11,574	12,772
판매비와관리비	8,182	8,849	9,674	10,629
조정영업이익	1,489	1,749	1,900	2,143
영업이익	1,489	1,749	1,900	2,143
비영업손익	-8	190	235	352
금융손익	-26	-6	25	57
관계기업등 투자손익	267	160	175	259
세전계속사업손익	1,481	1,939	2,135	2,495
계속사업법인세비용	496	488	555	624
계속사업이익	985	1,451	1,580	1,871
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,451	1,580	1,871
지배주주	1,012	1,348	1,509	1,796
비지배주주	-27	103	71	75
총포괄이익	724	1,451	1,580	1,871
지배주주	749	1,500	1,633	1,934
비지배주주	-24	-49	-53	-63
EBITDA	2,071	2,246	2,383	2,618
FCF	1,362	1,738	1,686	1,920
EBITDA 마진율 (%)	21.4	21.2	20.6	20.5
영업이익률 (%)	15.4	16.5	16.4	16.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	12.7	13.0	14.1

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	8,532	10,096	11,914
현금 및 현금성자산	3,576	5,057	6,479	8,130
매출채권 및 기타채권	1,683	1,679	1,793	1,932
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	1,781	1,809	1,837
비유동자산	28,710	28,568	28,496	28,467
관계기업투자등	17,589	17,589	17,589	17,589
유형자산	2,742	2,598	2,521	2,481
무형자산	3,446	3,446	3,452	3,461
자산총계	35,738	37,100	38,593	40,381
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	24,372	25,700	27,314
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	24,544	25,710	27,037	28,652
비지배주주지분	1,032	1,135	1,206	1,281
자본총계	24,238	25,507	26,906	28,595

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,002	2,038	2,036	2,300
당기순이익	985	1,451	1,580	1,871
비현금수익비용가감	1,327	948	969	998
유형자산감가상각비	528	443	428	420
무형자산상각비	54	54	55	55
기타	745	451	486	523
영업활동으로인한자산및부채의변동	360	89	-27	-46
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	-488	-555	-624
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	1,480	1,422	1,651
기초현금	2,724	3,576	5,057	6,479
기말현금	3,576	5,057	6,479	8,130

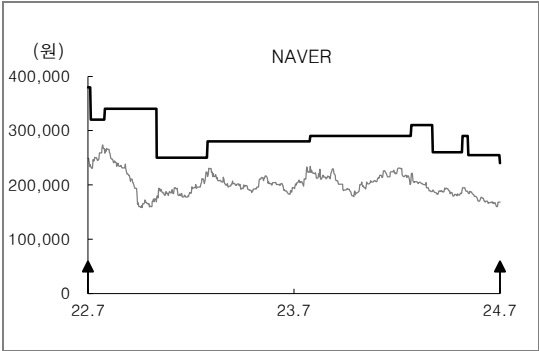
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	20.3	18.1	15.2
P/CF (x)	15.9	11.4	10.7	9.5
P/B (x)	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	18.0	11.9	10.6	9.1
EPS (원)	6,180	8,298	9,292	11,059
CFPS (원)	14,117	14,769	15,697	17,667
BPS (원)	148,137	155,316	163,488	173,427
DPS (원)	1,205	1,205	1,205	1,205
배당성향 (%)	18.4	12.5	11.5	9.7
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	17.6	9.6	9.2	10.3
EBITDA증가율 (%)	11.0	8.5	6.1	9.9
조정영업이익증가율 (%)	14.1	17.5	8.7	12.8
EPS증가율 (%)	33.4	34.3	12.0	19.0
매출채권 회전율 (회)	18.9	21.5	23.2	25.4
재고자산 회전율 (회)	824.3	712.0	769.9	841.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	4.0	4.2	4.7
ROE (%)	4.4	5.7	6.0	6.8
ROIC (%)	28.8	33.0	36.4	41.4
부채비율 (%)	47.4	45.4	43.4	41.2
유동비율 (%)	111.5	133.9	156.8	183.0
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-6.7	-11.7	-16.9
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	13.9	15.0	16.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2024.07.08	매수	240,000	-	-
2024.05.13	매수	255,000	-32.42	-26.08
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83
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



\* 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.