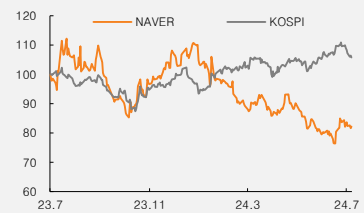


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 245,000원
현재주가(24/7/24)	171,700원
상승여력	42.7%

영업이익(24F, 십억원)	1,791
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,804
EPS 성장률(24F, %)	37.0
MKT EPS 성장률(24F, %)	84.0
P/E(24F, x)	20.3
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSPI	2,758.71
시가총액(십억원)	27,886
발행주식수(백만주)	162
유동주식비율(%)	84.9
외국인 보유비중(%)	43.7
베타(12M) 일간수익률	0.89
52주 최저가(원)	159,800
52주 최고가(원)	234,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.7	-21.2	-15.4
상대주가	1.9	-29.5	-19.4



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

티몬, 위메프 등 쿠팡 사태 반사이익 전망

쿠팡 그룹 셀러 정산 지연 사태 발생

쿠팡 그룹 산하 이커머스 플랫폼 티몬과 위메프에서 셀러 정산 지연 사태가 발생했다. 티몬, 위메프에 입점한 여행사와 유통사 등 대형 셀러들은 상품 판매를 중단했다. 현재 티몬, 위메프에서는 신용카드 거래가 불가능한 상태이며 결제 승인 및 취소를 대행하는 PG사도 기존 결제 건에 대한 취소와 신규 결제를 막은 상태다. 티몬과 위메프는 국내 10위권 오픈마켓에 해당하는 만큼 현 사태에 따른 커머스 업종 지각 변동이 불가피해 보인다. 쿠팡 산하 티몬, 위메프, 인터파크 등의 연 거래액은 7조원을 넘는 것으로 추정된다. MAU는 티몬이 830만명, 위메프가 770만명에 달한다.

티몬, 위메프 유저 이탈 수혜 예상

금번 사태의 가장 큰 수혜는 NAVER가 볼 것이다. 국내 최대 오픈마켓은 NAVER이며 전체 오픈마켓 시장의 40% 이상을 점유하고 있는 것으로 추정된다. 이번 사태가 쿠팡의 부도까지 이어지지 않더라도 셀러 및 소비자의 신뢰를 잃은 이상 이용자 이탈은 불가피하다. 연 7조원 수준의 GMV는 경쟁 오픈마켓들로 유입될 것이다.

국내 최대 오픈마켓 사업자 NAVER로 2.5조원 이상의 GMV 유입효과가 발생할 것으로 예상된다. 24F, 25F GMV 추정치를 각 1%, 5% 상향한다. 쿠팡 그룹이 갖고 있는 국내 이커머스 시장 내 점유율은 3% 수준으로 추정되며 NAVER가 1% 수준의 시장 점유율을 가져올 것으로 예상된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 245,000원으로 상향

쿠팡 그룹 사태를 반영한 커머스 GMV 상향에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 기존 240,000원에서 245,000원(24F 타겟 P/E 29배 유지)으로 2% 상향한다. 24F P/E 20배 수준으로 밸류에이션 부담이 높은 구간은 아니다.

쿠팡 사태 발생에 따른 신규 이용자 유입은 중국 직구 플랫폼 고성장 영향으로 역성장 중이던 동사의 이커머스 시장 점유율을 일시적으로 반등시켜줄 것이다. 4~5% 수준까지 떨어진 NAVER 국내 GMV YoY 성장률은 4분기 이후 10%대를 회복할 수 있을 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,634	11,733	12,950
영업이익 (십억원)	1,305	1,489	1,791	1,975	2,227
영업이익률 (%)	15.9	15.4	16.8	16.8	17.2
순이익 (십억원)	760	1,012	1,376	1,562	1,856
EPS (원)	4,634	6,180	8,469	9,617	11,430
ROE (%)	3.3	4.4	5.8	6.2	7.0
P/E (배)	38.3	36.2	20.3	17.9	15.0
P/B (배)	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9

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	2,695	2,784	8,220	9,671	10,634	11,733
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	9.2%	10.2%	9.7%	20.6%	17.6%	10.0%	10.3%
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	740	802	1,801	2,547	2,962	3,377
커머스 광고	264	280	282	280	265	269	276	300	1,078	1,107	1,110	1,252
중개 및 판매	303	310	321	334	391	398	410	446	604	1,269	1,646	1,877
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	2,192	2,244	2,320	6,915	8,182	8,842	9,758
개발/운영비용	635	644	631	661	636	665	678	699	2,070	2,573	2,678	2,880
파트너	832	866	886	950	913	952	976	1,008	2,964	3,534	3,849	4,259
인프라	133	142	157	164	170	180	189	199	581	596	737	859
마케팅	350	383	390	357	367	394	402	415	1,301	1,480	1,578	1,760
영업이익	330	373	380	405	439	437	451	464	1,305	1,489	1,791	1,975
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	17.4%	18.7%	14.3%	-1.6%	14.1%	20.3%	10.3%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	16.6%	16.7%	16.7%	15.9%	15.4%	16.8%	16.8%
지배주주순이익	55	268	376	314	511	266	295	304	760	1,012	1,376	1,562
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	20.2%	10.1%	11.0%	10.9%	9.2%	10.5%	12.9%	13.3%

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	10,598	11,574	10,634	11,733	0%	1%	10,680	11,699	0%	0%	커머스 GMV 상향
영업이익	1,749	1,900	1,791	1,975	2%	4%	1,804	2,037	-1%	-3%	
지배주주순이익	1,348	1,509	1,376	1,562	2%	4%	1,524	1,597	-10%	-2%	
영업이익률	16.5%	16.4%	16.8%	16.8%	-	-	16.9%	17.4%	-	-	
순이익률	12.7%	13.0%	12.9%	13.3%	-	-	14.3%	13.6%	-	-	

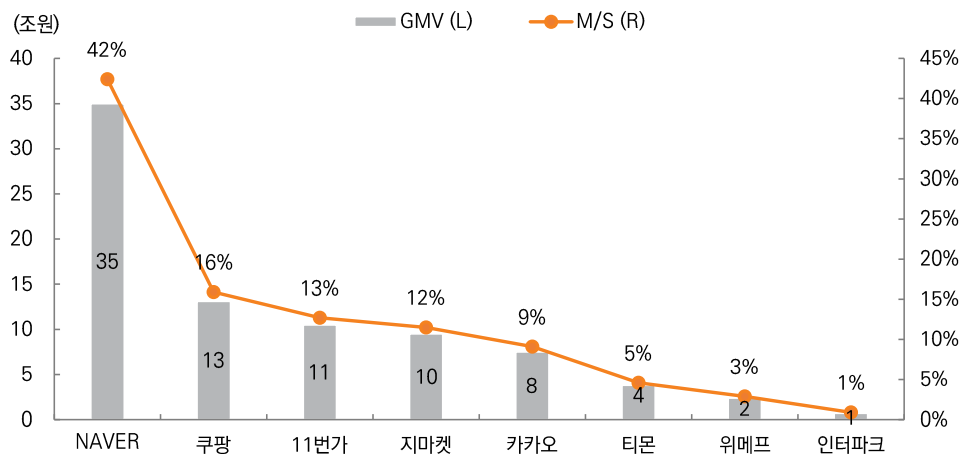
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션

구분	내용	비고
2024년 지배주주순이익 (십억원)	1,376	
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)	39,794	
주식 수 (천주)	162,409	
목표주가 (원)	245,000	
현재주가 (원)	171,700	
상승여력	42.7%	

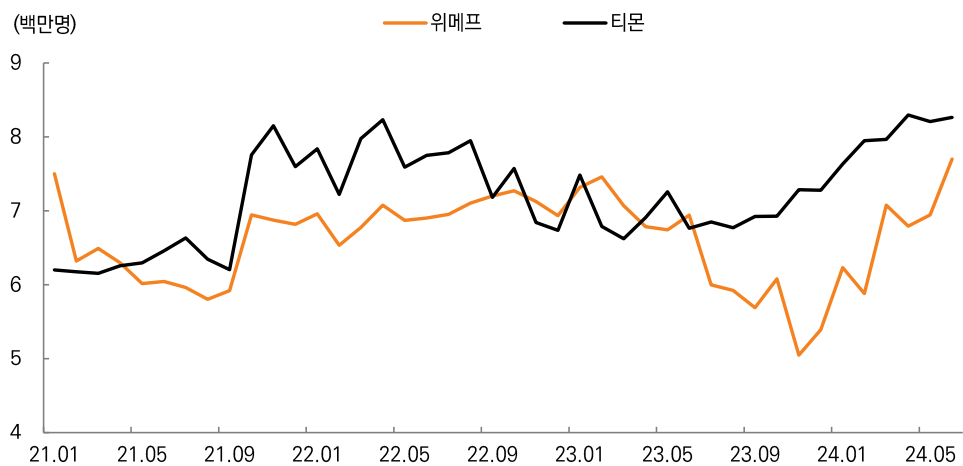
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 2022년 국내 오픈마켓 시장 점유율



자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 티몬, 위메프 MAU 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,634	11,733	12,950
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,634	11,733	12,950
판매비와관리비	8,182	8,842	9,758	10,723
조정영업이익	1,489	1,791	1,975	2,227
영업이익	1,489	1,791	1,975	2,227
비영업손익	-8	191	235	351
금융손익	-26	-5	27	60
관계기업등 투자손익	267	159	172	256
세전계속사업손익	1,481	1,982	2,210	2,578
계속사업법인세비용	496	501	575	645
계속사업이익	985	1,481	1,636	1,934
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,481	1,636	1,934
지배주주	1,012	1,376	1,562	1,856
비지배주주	-27	105	74	77
총포괄이익	724	1,481	1,636	1,934
지배주주	749	1,531	1,691	1,999
비지배주주	-24	-50	-55	-65
EBITDA	2,071	2,289	2,458	2,702
FCF	1,362	1,764	1,728	1,980
EBITDA 마진율 (%)	21.4	21.5	20.9	20.9
영업이익률 (%)	15.4	16.8	16.8	17.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	12.9	13.3	14.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	8,625	10,235	12,087
현금 및 현금성자산	3,576	5,145	6,599	8,282
매출채권 및 기타채권	1,683	1,683	1,811	1,952
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	1,782	1,810	1,838
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	37,193	38,731	40,553
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	24,463	25,833	27,478
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	24,544	25,801	27,171	28,817
비지배주주지분	1,032	1,137	1,211	1,288
자본총계	24,238	25,600	27,044	28,766

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,002	2,064	2,078	2,360
당기순이익	985	1,481	1,636	1,934
비현금손익비용가감	1,327	959	986	1,016
유형자산감가상각비	528	443	428	420
무형자산상각비	54	54	55	55
기타	745	462	503	541
영업활동으로인한자산및부채의변동	360	85	-40	-48
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	-501	-575	-645
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	-114	-187	-206
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	5	5	5
자본의 증가(감소)	-314	0	0	0
배당금의 지급	-62	-119	-192	-211
기타재무활동	284	0	0	0
현금의 증가	852	1,569	1,454	1,682
기초현금	2,724	3,576	5,145	6,599
기말현금	3,576	5,145	6,599	8,282

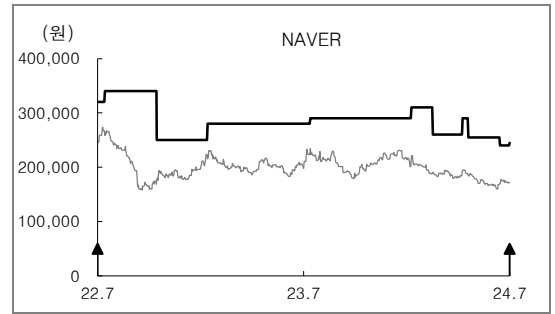
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	20.3	17.9	15.0
P/CF (x)	15.9	11.4	10.6	9.5
P/B (x)	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	18.0	11.9	10.5	9.0
EPS (원)	6,180	8,469	9,617	11,430
CFPS (원)	14,117	15,026	16,144	18,164
BPS (원)	148,137	155,873	164,310	174,442
DPS (원)	1,205	1,270	1,397	1,537
배당성향 (%)	18.4	12.9	12.9	12.0
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.8	0.9
매출액증가율 (%)	17.6	10.0	10.3	10.4
EBITDA증가율 (%)	11.0	10.5	7.4	9.9
조정영업이익증가율 (%)	14.1	20.3	10.3	12.7
EPS증가율 (%)	33.4	37.0	13.6	18.8
매출채권 회전율 (회)	18.9	21.5	23.5	25.7
재고자산 회전율 (회)	824.3	714.4	780.4	852.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	4.1	4.3	4.9
ROE (%)	4.4	5.8	6.2	7.0
ROIC (%)	28.8	33.7	37.7	42.8
부채비율 (%)	47.4	45.3	43.2	41.0
유동비율 (%)	111.5	135.3	158.9	185.7
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-7.1	-12.1	-17.3
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	14.2	15.6	17.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2024.07.25	매수	245,000	-	-
2024.07.08	매수	240,000	-27.69	-26.04
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



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 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.