

NAVER (035420/KS)

지금 필요한 것은 강력한 한 방

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 240,000 원(하향)

현재주가: 159,800 원

상승여력: 50.2%



Analyst
남효지

hynam@sk.com.kr
3773-9288

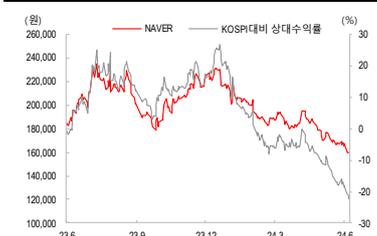
Company Data

발행주식수	16,241 만주
시가총액	25,953 십억원
주요주주	
국민연금공단	8.23%
자사주	7.05%

Stock Data

주가(24/07/04)	159,800 원
KOSPI	2,824.94 pt
52주 최고가	234,500 원
52주 최저가	159,800 원
60일 평균 거래대금	129 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 웹툰 관련 비용 반영으로 시장 기대치 하회 전망

매출액 2.68 조원(+11.2% YoY, 이하 동일), 영업이익 4,150 억원(+11.4%), 순이익 2,980 억원(+3.9%)으로 영업이익은 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 서치 플랫폼 +4.8%, 커머스 +16.1%, 핀테크 +11.1%, 콘텐츠 +10.2%, 클라우드 +16.6%로 전 사업부 고른 매출 성장을 보일 것으로 예상되나, 웹툰 관련 마케팅비, 인센티브, 상장 관련 비용 등이 반영된다. 영업이익률은 15.5%로 추정한다. 하반기는 적극적인 비용 통제가 지속되며 3Q24, 4Q24 영업이익은 각각 +21.2%, +18.8% 성장할 것으로 전망한다.

목표주가 24 만원으로 하향

동사에 대한 목표주가를 기존 26 만원에서 24 만원으로 하향한다. 목표주가는 기존과 같은 SoTP 방식으로 산정, 웹툰엔터테인먼트 상장에 따라 상장 이후 시가총액 평균에 할인율 40%를 적용해 지분가치 1.5조원(기존 4.1조원)으로 조정하고, LY Corp.의 주가 하락을 반영해 지분가치 4.8조원(기존 5.9조원)으로 조정한 결과이다. 경기 부진이 장기화되며 동사의 핵심 사업인 광고 사업의 회복이 지연되고 있고, 커머스도 중국 및 숏폼 플랫폼들의 국내 이커머스 시장 진출, 프로모션 경쟁 심화 등으로 높은 거래액 성장을 기대하기 쉽지 않은 상황이다. 다만 어려운 상황에도 불구하고 광고는 소재 및 가시성 개선, 타겟팅 고도화로 꾸준한 성장을 보이고 있고, 커머스도 도착보장과 브랜드 패키지 솔루션 유료화를 통해 take rate 을 올리며 견조한 매출 성장을 보이고 있다.

주가 방향성 반전을 위한 조건

금번 분기의 웹툰 관련 일회성 비용을 제외하면 1Q23 부터 QoQ 이익 개선세는 지속되고 있다. 현 주가는 12mf P/E 17.3 배로 최근 5년 중 최저 수준이다. 커머스 사업에 대한 우려, 라인 지분 매각 이슈, 웹툰엔터 상장 등에 따른 영향은 현 수준의 주가에 모두 반영되었다고 판단되고, 추가적인 하방 리스크는 제한적이다. 다만 주가의 흐름이 바뀌기 위해서는 미래 매출 성장에 확신을 가질 수 있는 강력한 한 방이 필요하다.

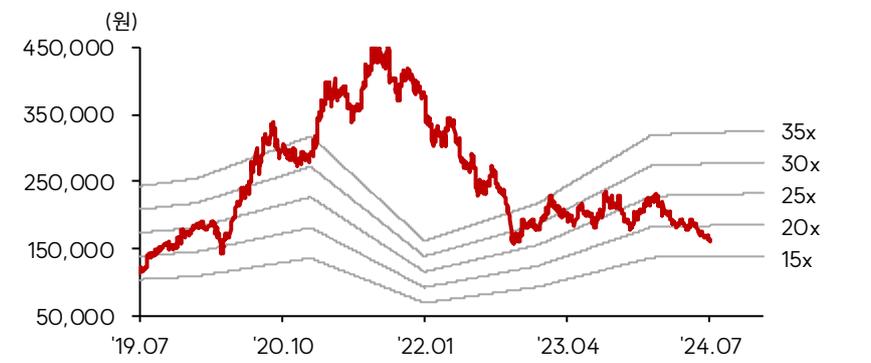
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	6,818	8,220	9,671	10,737	11,586	12,604
영업이익	십억원	1,325	1,305	1,489	1,797	2,011	2,206
순이익(지배주주)	십억원	16,490	760	1,012	1,485	1,514	1,608
EPS	원	9,082	4,634	6,233	9,145	9,321	9,901
PER	배	41.7	38.3	35.9	17.5	17.1	16.1
PBR	배	2.5	1.2	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	35.8	16.1	18.0	10.9	9.7	5.9
ROE	%	106.7	3.3	4.4	6.2	6.1	6.1

목표주가 산출		(단위: 십억원, 원, 배)
항목		비고
서치플랫폼		
NOPLAT	908.8	OPM 32% 가정
Target Multiple	17.0	GOOGL 24E P/E 평균 30% 할인 적용
적정 가치	15,488.8	
커머스		
NOPLAT	636.7	OPM 28% 가정
Target Multiple	17.5	CPNG, AMZN 24E P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	11,153.1	
웹툰		
시가총액	3,865.8	Webtoon Entertainment 시가총액 평균
지분율	63.4%	
할인율	40%	
지분 가치	1,470.6	
핀테크		
24E 거래액	72,052.1	
Target Multiple	0.1	paypal EV/TPV 에 50% 할인 적용
지분율	69.0%	
적정 가치	5,378.1	
클라우드		
24E 매출액	521.0	
Target Multiple	4.1	MSFT, AMZN, GOOGL 24E P/S 평균 50% 할인 적용
지분율	100%	
적정 가치	2,143	
LY		
시가총액	24,949.4	과거 3개월 평균 시가총액
지분율	32.4%	
할인율	40%	
지분가치	4,850.2	
순차입금	1,115.0	
합산 가치	39,368.9	
주식 수(천 주)	162,408.6	
적정 주가(원)	242,406	
목표 주가(원)	240,000	
현재 주가(원)	159,800	7/4 종가 기준
상승 여력	50.2%	

자료: SK 증권

NAVER 12MF P/E bandchart



자료: SK 증권

NAVER 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
영업수익	2,280.4	2,407.9	2,445.3	2,537.0	2,526.1	2,677.9	2,725.9	2,807.6	9,670.7	10,737.5	11,585.9
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	905.4	954.4	945.8	981.0	3,589.1	3,786.6	3,997.2
검색광고	655.7	689.2	688.2	692.2	696.4	723.5	721.9	732.3	2,725.3	2,874.1	3,011.4
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	202.4	223.6	215.9	238.2	846.1	880.2	939.2
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	703.4	761.1	777.0	790.5	2,546.7	3,032.0	3,262.4
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	377.4	396.3	417.3	1,354.8	1,544.9	1,822.6
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	463.2	473.6	469.9	1,733.0	1,853.0	1,900.6
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	121.9	133.2	148.9	447.2	521.0	603.1
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,131.5	2,086.8	2,263.0	2,265.2	2,325.8	8,181.8	8,940.7	9,574.8
개발/운영	635.5	644.3	631.4	661.5	636.0	662.7	660.9	683.5	2,572.7	2,643.0	2,724.3
파트너	831.9	865.5	886.4	949.8	913.5	981.2	1,001.7	1,026.4	3,533.6	3,922.8	4,391.7
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	169.9	175.0	179.1	180.3	595.7	704.2	750.3
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	367.5	444.1	423.5	435.6	1,479.8	1,670.7	1,708.5
영업이익	330.5	372.7	380.2	405.5	439.3	415.0	460.7	481.8	1,488.8	1,796.8	2,011.1
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	15.5%	16.9%	17.2%	15.4%	16.7%	17.4%
순이익	43.7	286.7	356.2	301.8	555.8	298.0	362.9	400.2	988.4	1,616.8	1,647.8
지배주주순이익	55.1	267.7	375.8	314.1	510.6	273.7	333.3	367.6	1,012.6	1,485.2	1,513.7
<i>YoY growth rate</i>											
영업수익	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	11.2%	11.5%	10.7%	17.6%	11.0%	7.9%
서치플랫폼	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	6.3%	4.8%	5.3%	5.7%	0.6%	5.5%	5.6%
검색광고	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	6.2%	5.0%	4.9%	5.8%	4.5%	5.5%	4.8%
디스플레이	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-8.1%	5.3%	2.8%	4.5%	3.7%	-10.0%	4.0%	6.7%
커머스	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	16.1%	20.3%	20.0%	19.7%	41.4%	19.1%	7.6%
핀테크	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	11.2%	11.1%	16.3%	17.2%	14.2%	14.0%	18.0%
콘텐츠	94.0%	40.1%	39.5%	6.6%	8.5%	10.2%	8.9%	0.8%	37.4%	6.9%	2.6%
클라우드	1.2%	-0.4%	30.3%	13.3%	25.5%	16.6%	7.8%	18.3%	11.0%	16.5%	15.8%
영업비용	26.3%	19.0%	19.6%	10.1%	7.0%	11.2%	9.7%	9.1%	18.3%	9.3%	7.1%
개발/운영	34.6%	25.1%	21.0%	17.8%	0.1%	2.9%	4.7%	3.3%	24.3%	2.7%	3.1%
파트너	33.4%	20.2%	22.7%	5.8%	9.8%	13.4%	13.0%	8.1%	19.2%	11.0%	12.0%
인프라	0.0%	0.4%	3.3%	6.2%	28.1%	23.2%	13.8%	10.1%	2.6%	18.2%	6.5%
마케팅	11.1%	15.1%	17.8%	10.9%	5.0%	15.8%	8.6%	22.2%	13.8%	12.9%	2.3%
영업이익	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	11.4%	21.2%	18.8%	14.1%	20.7%	11.9%
순이익	-71.2%	80.9%	53.8%	129.1%	1172.9%	3.9%	1.9%	32.6%	46.8%	63.6%	1.9%

자료: NAVER, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E
매출액	2,673.8	2,716.9	2,809.8	2,726.7	2,677.9	2,725.9	2,807.6	2,732.7	0.2%	0.3%	-0.1%	0.2%
영업이익	469.0	474.7	479.4	471.5	415.0	460.7	481.8	462.2	-11.5%	-3.0%	0.5%	-2.0%
지배주주순이익	301.8	342.6	318.7	266.6	273.7	333.3	367.6	278.1	-9.3%	-2.7%	15.3%	4.3%

자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전		변경 후		% chg.	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,726.6	11,477.1	10,737.5	11,585.9	0.1%	0.9%
영업이익	1,862.3	2,028.2	1,796.8	2,011.1	-3.5%	-0.8%
지배주주순이익	1,473.7	1,548.6	1,485.2	1,513.7	0.8%	-2.2%

자료: SK 증권

SA, DA 성장률 추이



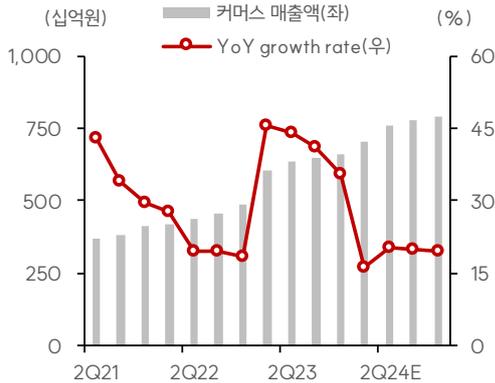
자료: NAVER, SK 증권

서치플랫폼 매출 추이 및 전망



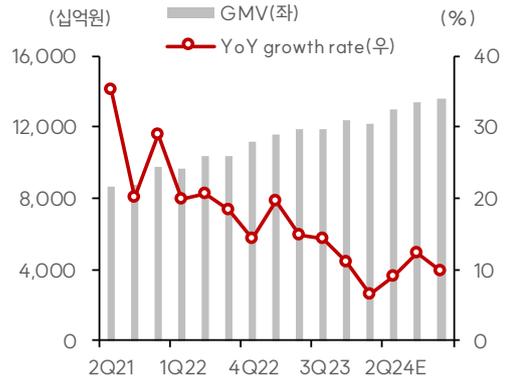
자료: NAVER, SK 증권

커머스 매출 추이 및 전망



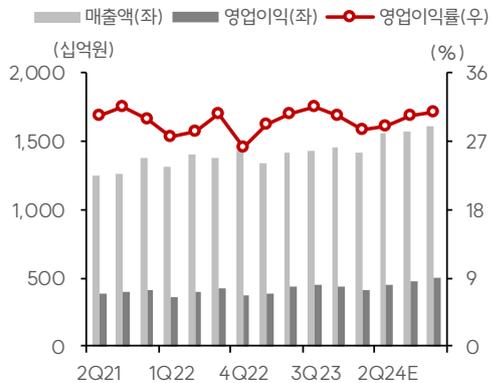
자료: NAVER, SK 증권

커머스 GMV 추이



자료: NAVER, SK 증권

별도 분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

연결 분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	8,072	8,990	11,569
현금및현금성자산	2,724	3,576	2,379	2,920	5,048
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	2,215	2,388	2,596
재고자산	9	15	19	20	22
비유동자산	27,459	28,710	29,269	30,022	29,658
장기금융자산	3,803	3,642	3,330	3,334	3,337
유형자산	2,458	2,742	2,997	2,980	1,328
무형자산	1,481	3,446	3,648	3,713	3,373
자산총계	33,899	35,738	37,341	39,011	41,227
유동부채	5,481	6,306	6,518	6,995	7,568
단기금융부채	1,575	1,011	1,118	1,206	1,311
매입채무 및 기타채무	899	1,313	4,286	4,621	5,022
단기충당부채	5	6	7	7	8
비유동부채	4,968	5,194	5,296	5,107	5,280
장기금융부채	2,622	3,168	3,345	3,011	3,011
장기매입채무 및 기타채무	80	103	98	98	98
장기충당부채	18	15	16	18	19
부채총계	10,449	11,500	11,814	12,102	12,848
지배주주지분	22,744	23,206	24,330	25,579	26,907
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,291	1,291	1,291
기타자본구성요소	-840	-607	-617	-617	-617
자기주식	-1,017	-853	-853	-853	-853
이익잉여금	23,646	24,544	25,833	27,083	28,410
비지배주주지분	706	1,032	1,196	1,330	1,473
자본총계	23,450	24,238	25,526	26,910	28,380
부채외자본총계	33,899	35,738	37,341	39,011	41,227

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,453	2,002	2,684	2,763	4,177
당기순이익(손실)	673	985	1,617	1,648	1,750
비현금성항목등	1,318	1,327	1,145	1,265	2,517
유형자산감가상각비	519	528	671	667	1,651
무형자산상각비	42	54	68	85	340
기타	757	745	407	513	526
운전자본감소(증가)	307	360	260	360	432
매출채권및기타채권의감소(증가)	-56	43	-422	-173	-208
재고자산의감소(증가)	17	-2	0	-1	-2
매입채무및기타채무의증가(감소)	133	347	2,730	335	402
기타	-1,706	-1,352	-766	-1,127	-1,178
법인세납부	-861	-682	-427	-618	-657
투자활동현금흐름	-1,216	-950	-1,961	-1,581	-1,717
금융자산의감소(증가)	-920	482	-106	-71	-86
유형자산의감소(증가)	-689	-633	-1,019	-650	0
무형자산의감소(증가)	-55	-51	-270	-150	0
기타	447	-748	-566	-709	-1,631
재무활동현금흐름	-339	-110	-473	-511	-176
단기금융부채의증가(감소)	-219	-371	31	87	105
장기금융부채의증가(감소)	-173	191	-292	-335	0
자본의증가(감소)	66	-314	49	0	0
배당금지급	-213	-62	-78	-264	-281
기타	199	446	-184	0	0
현금의 증가(감소)	-57	852	-1,198	541	2,128
기초현금	2,781	2,724	3,576	2,379	2,920
기말현금	2,724	3,576	2,379	2,920	5,048
FCF	765	1,369	1,664	2,113	4,177

자료 : NAVER, SK증권 추정

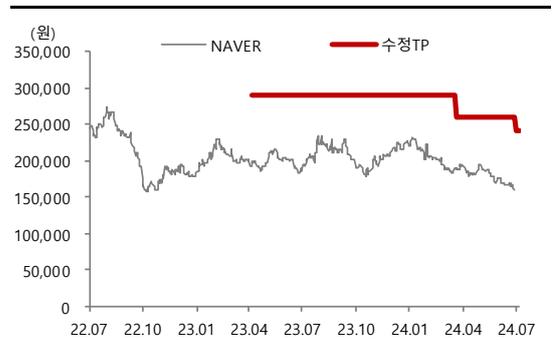
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,737	11,586	12,604
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,737	11,586	12,604
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	6,915	8,182	8,941	9,575	10,398
영업이익	1,305	1,489	1,797	2,011	2,206
영업이익률(%)	15.9	15.4	16.7	17.4	17.5
비영업손익	-221	-7	322	255	201
순금융손익	-13	-26	115	109	135
외환관련손익	-79	-43	0	0	0
관계기업등 투자손익	97	267	83	182	69
세전계속사업이익	1,084	1,481	2,119	2,266	2,407
세전계속사업이익률(%)	13.2	15.3	19.7	19.6	19.1
계속사업법인세	411	496	502	618	657
계속사업이익	673	985	1,617	1,648	1,750
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,617	1,648	1,750
순이익률(%)	8.2	10.2	15.1	14.2	13.9
지배주주	760	1,012	1,485	1,514	1,608
지배주주귀속 순이익률(%)	9.2	10.5	13.8	13.1	12.8
비지배주주	-87	-27	132	134	142
총포괄이익	-715	724	1,420	1,648	1,750
지배주주	-681	749	1,213	1,408	1,496
비지배주주	-34	-24	207	240	255
EBITDA	1,866	2,071	2,535	2,763	4,197

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	20.6	17.6	11.0	7.9	8.8
영업이익	-1.6	14.1	20.7	11.9	9.7
세전계속사업이익	-49.0	36.7	43.1	6.9	6.2
EBITDA	6.1	11.0	22.4	9.0	51.9
EPS	-49.0	34.5	46.7	1.9	6.2
수익성 (%)					
ROA	2.0	2.8	4.4	4.3	4.4
ROE	3.3	4.4	6.2	6.1	6.1
EBITDA마진	22.7	21.4	23.6	23.8	33.3
안정성 (%)					
유동비율	117.5	111.5	123.8	128.5	152.9
부채비율	44.6	47.4	46.3	45.0	45.3
순차입금/자기자본	1.0	-0.9	1.9	-1.4	-8.8
EBITDA/이자비용(배)	26.0	16.3	0.0	0.0	0.0
배당성향	18.0	17.9	17.3	18.0	18.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,634	6,233	9,145	9,321	9,901
BPS	144,841	148,137	155,057	162,751	170,923
CFPS	8,054	9,819	13,692	13,949	22,159
주당 현금배당금	914	1,205	1,700	1,809	1,921
Valuation지표 (배)					
PER	38.3	35.9	17.5	17.1	16.1
PBR	1.2	1.5	1.0	1.0	0.9
PCR	22.0	22.8	11.7	11.5	7.2
EV/EBITDA	16.1	18.0	10.9	9.7	5.9
배당수익률	0.5	0.5	1.1	1.1	1.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.05	매수	240,000원	6개월		
2024.03.25	매수	260,000원	6개월	-31.05%	-25.08%
2023.04.10	매수	290,000원	6개월	-29.27%	-19.14%
2022.10.13	매수	260,000원	6개월	-25.80%	-11.35%
2022.07.07	매수	350,000원	6개월	-33.63%	-21.86%
2022.01.19	매수	480,000원	6개월	-38.10%	-28.02%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 05일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------