



NAVER (035420)

올해 P/E 27배에 반영된 것과 안된 것

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

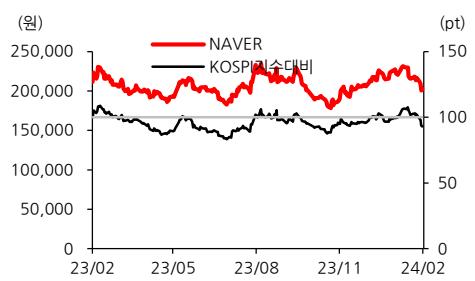
Buy (유지)

목표주가(상향): 280,000원

현재 주가(2/2)	221,500 원
상승여력	▲26.4%
시가총액	359,735 억원
발행주식수	162,409 천주
52 주 최고가 / 최저가	234,500 / 178,300 원
90 일 일평균 거래대금	1,435.77 억원
외국인 지분율	48.4%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1인)	9.3%
자사주 (외 1인)	7.2%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.6	16.1	-2.6	4.7
상대수익률(KOSPI)	-0.6	4.5	-2.6	-1.2
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	8,220	9,671	10,664	11,842
영업이익	1,305	1,489	1,729	1,959
EBITDA	1,866	2,166	2,539	2,874
지배주주순이익	760	1,000	1,222	1,406
EPS	5,092	6,695	8,183	9,418
순차입금	986	-902	-1,738	-2,734
PER	34.9	28.9	27.1	23.5
PBR	1.3	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.1	14.2	13.5	11.6
배당수익률	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE	3.3	4.2	4.8	5.2

주가 추이



동사의 4Q23 실적은 시장기대치에 부합했습니다. 1) AI 기반의 광고/커머스 성과가 조금이라도 실적으로 나타나거나 2) 웹툰엔터의 상장 모멘텀이 부각된다면 추가적인 기업가치 상향이 나타날 것으로 예상합니다.

4Q23 실적은 시장 기대치 부합

동사의 4Q23 실적은 매출액 2.54조 원, 영업이익 4055억 원을 기록했다. SA 매출액은 YoY 4.8% 증가, DA는 -8.1% 감소했다. 커머스 매출액은 견조한 거래액 성장과 함께 도착보장/브랜드스토어솔루션 수익화 전환으로 YoY 35.7% 성장했다. 콘텐츠 매출액은 4663억 원을 기록했다. 일본 웹툰 거래액 고성장과 스노우 신규 상품 매출이 기여했다. 개발운영비는 성과급 인식으로 QoQ 4.8% 증가, 마케팅비는 비용통제 기조가 지속되며 QoQ 8.6% 감소했다.

광고 경기 회복세 더딘데도 수익성 개선 전망

광고 경기의 반등 속도는 예상보다 느린 상황이며, 1H24에도 서치플랫폼 매출 성장은 YoY 3% 수준에 그칠 것으로 전망한다. 다만 수익성 높은 광고 사업 부진을 감안해도 1) 24년 웹툰 영업이익 흑전 예상, 2) 커머스 수수료 전환 본격화, 3) B2B AI 매출 기여 등으로 24E 당사 추정치 1.73조 원(YoY 16.1%)의 가시성은 높다고 판단한다. 한편, 동사는 자체 AI기술을 기준 광고와 커머스, 콘텐츠 사업에 적용해 유저 인케이지먼트 상승을 위한 노력에 집중하고 있는데, 신규 매출 기여나 기존 매출 성장률을 높여 추가 멀티플을 부여하는 것은 중장기적인 관점으로 지켜봐야 한다고 판단한다.

목표주가 28만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 28만 원으로 상향한다. 웹툰 지분가치를 상향, 광고/커머스 수익성 개선세를 반영해 올해 영업이익 전망치를 기준 대비 4% 상향했다. 우리가 투자포인트로 꼽아왔던 비용통제로 인한 이익 개선세는 숫자로 확인되고 있다. 다만 현재 밸류에이션은 24E P/E 27배인데, 지난해부터 분기마다 보여준 이익 성장 모멘텀은 어느정도 반영됐다고 판단한다. 1) AI 기반의 광고/커머스 성과가 조금이라도 실적으로 나타나거나 2) 웹툰엔터의 상장 모멘텀이 부각된다면 추가적인 기업가치 상향이 나타날 것으로 예상한다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,496	2,645	2,710	2,855	8,220	9,671	10,664	11,842
YoY(%)	23.6	17.7	18.9	11.7	9.5	9.8	10.8	12.5	20.5	17.6	10.3	11.0
서치플랫폼	851.8	910.5	898.5	928.3	877.1	940.2	938.9	977.7	3,568	3,589	3,734	4,020
검색	655.7	689.2	688.2	692.2	686.1	719.8	727.0	741.4	2,609	2,725	2,874	3,115
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	191.0	220.5	211.8	236.3	941	846	860	905
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	674.7	721.3	755.2	788.5	1,801	2,547	2,940	3,438
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	366.1	380.8	389.1	424.3	1,187	1,355	1,560	1,730
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	461.5	476.7	481.9	507.8	1,262	1,733	1,928	2,058
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	125.9	145.3	156.7	402.9	447.2	544.9	643.3
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	0.2	0.5	0.3	1.3	3.0	3.3	4.5	5.3	7.9	0.6	4.0	7.7
검색	5.3	4.3	3.5	4.8	4.6	4.4	5.6	7.1	8.6	4.5	5.5	8.4
디스플레이	(13.0)	(9.8)	(9.5)	(8.1)	(0.7)	1.4	2.5	2.9	6.0	(10.0)	1.6	5.3
커머스	45.5	44.0	41.3	35.7	11.4	14.0	16.6	19.4	21.0	41.4	15.4	17.0
핀테크	15.8	14.9	15.1	11.3	15.0	12.1	14.2	19.2	21.2	14.2	15.2	10.9
콘텐츠	94.0	40.0	39.4	6.6	12.2	13.4	10.8	8.9	89.5	37.4	11.3	6.8
클라우드	1.2	(0.4)	30.4	13.3	25.5	20.5	17.6	24.5	5.3	11.0	21.9	18.1
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,120	2,220	2,280	2,359	6,915	8,182	8,978	9,931
YoY(%)	26.3	19.0	19.6	10.1	8.7	9.1	10.4	10.7	25.9	18.3	9.7	10.6
개발/운영비용	635.5	644.3	631.5	661.5	660.0	691.8	711.8	739.2	2,070	2,573	2,803	3,103
파트너	831.9	865.6	886.5	949.8	916.5	962.4	991.2	1,030.9	2,964	3,534	3,901	4,334
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	170.3	182.3	189.6	197.2	581	596	739	850
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	372.7	383.2	387.5	391.7	1,301	1,317	1,305	1,399
영업이익	330.5	372.6	380.2	405.5	376.9	425.3	430.3	496.1	1,305	1,489	1,729	1,959
YoY(%)	9.5	10.8	15.1	20.5	14.0	14.1	13.2	22.3	(2.0)	14.1	16.1	13.3
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	16.0	15.1	16.1	15.9	17.4	15.9	15.4	16.1	16.5
당기순이익	43.7	286.7	356.2	301.8	167.3	280.8	341.9	431.7	673	988	1,222	1,406
당기순이익률(%)	1.9	11.9	14.6	11.9	6.7	10.6	12.6	15.1	8.2	10.2	11.4	11.8

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
네이버 포털	17,642	
24E 순이익	980	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	18.0	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER 대비 10% 할인
커머스	11,024	
24E 순이익	551	OPM 25%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	20.0	
웹툰	5,440	20% 할인
24E 웹툰 거래액	2,000	
Target PSR(배)	3.4	넷플릭스 가입자 고성장 시기 PSR에 50% 할인
지분율	100%	
파이낸셜	2,772	
24E 네이버페이 거래대금	66,000	23년 59.6조 원
배수(기업가치/거래대금)	0.06	페이팔 12MF 거래액 대비 시가총액 승수 30% 할인
파이낸셜 적정가치	3,960	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
클라우드	2,452	
24E 매출액	545	
Target PSR(배)	4.5	아마존, 구글, MS 평균 PSR 30% 할인
위버스	491	
지분율	45%	
Z홀딩스	6,318	시가총액에 40% 할인 적용
Z홀딩스 시가총액	31,908	
지분율	33%	
적정 기업가치	46,139	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 주가(원)	279,947	
목표 주가(원)	280,000	
현재 주가(원)	221,500	
상승 여력	26.4%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E	12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,671	10,664	11,842	유동자산	5,528	6,440	8,861	9,917	11,143
매출총이익	-	-	-	-	-	현금성자산	3,585	3,967	6,308	7,144	8,140
영업이익	1,325	1,305	1,489	1,729	1,959	매출채권	1,325	1,515	1,614	1,797	1,986
EBITDA	1,759	1,866	2,166	2,539	2,874	재고자산	6	9	11	13	14
순이자손익	44	35	110	154	161	비유동자산	28,163	27,459	28,821	29,253	29,713
외화관련손익	19	63	0	0	0	투자자산	25,120	23,520	22,538	22,591	22,645
지분법손익	532	21	216	320	370	유형자산	2,111	2,458	2,925	3,370	3,839
세전계속사업손익	2,126	1,084	1,475	1,879	2,163	무형자산	932	1,481	3,358	3,292	3,228
당기순이익	16,478	673	988	1,222	1,406	자산총계	33,691	33,899	37,682	39,170	40,856
지배주주순이익	16,490	760	1,000	1,222	1,406	유동부채	3,923	5,481	5,893	6,165	6,448
증가율(%)						매입채무	2,383	2,935	1,290	1,436	1,586
매출액	28.5	20.6	17.6	10.3	11.1	유동성자자부채	567	1,647	1,495	1,495	1,495
영업이익	9.1	-1.6	14.1	16.1	13.3	비유동부채	5,740	4,968	5,752	5,823	5,897
EBITDA	2.8	6.1	16.1	17.2	13.2	비유동자자부채	3,903	3,306	3,911	3,911	3,911
순이익	1,850.0	-95.9	46.7	23.7	15.1	부채총계	9,664	10,449	11,645	11,988	12,344
이익률(%)						자본금	16	16	16	16	16
매출총이익률	-	-	-	-	-	자본잉여금	1,490	1,556	1,439	1,439	1,439
영업이익률	19.4	15.9	15.4	16.2	16.5	이익잉여금	23,080	23,646	24,591	25,737	27,067
EBITDA 이익률	25.8	22.7	22.4	23.8	24.3	자본조정	-1,051	-2,475	-963	-963	-963
세전이익률	31.2	13.2	15.3	17.6	18.3	자기주식	-1,066	-1,017	-1,017	-1,017	-1,017
순이익률	241.7	8.2	10.2	11.5	11.9	자본총계	24,027	23,450	26,036	27,182	28,512
현금흐름표						주요지표					
12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E	12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	1,380	1,453	2,750	1,833	2,077	주당지표					
당기순이익	16,478	673	988	1,222	1,406	EPS	100,518	5,092	6,695	8,183	9,418
자산상각비	433	561	677	810	914	BPS	143,467	138,642	152,902	159,884	167,991
운전자본증감	-10	307	-99	51	53	DPS	511	510	510	510	510
매출채권 감소(증가)	-40	-56	10	-183	-189	CFPS	12,680	12,138	17,370	10,865	12,338
재고자산 감소(증가)	0	0	1	-1	-1	ROA(%)	65.0	2.2	2.8	3.2	3.5
매입채무 증가(감소)	76	133	-131	146	151	ROE(%)	106.7	3.3	4.2	4.8	5.2
투자현금흐름	-13,999	-1,216	-423	-968	-1,052	ROIC(%)	56.8	66.7	33.2	27.8	29.2
유형자산처분(취득)	-747	-689	-832	-1,179	-1,310	Multiples(x,%)					
무형자산 감소(증가)	-52	-55	-23	-10	-10	PER	3.8	34.9	28.9	27.1	23.5
투자자산 감소(증가)	-687	-920	150	-46	-48	PBR	2.6	1.3	1.3	1.4	1.3
재무현금흐름	11,642	-339	120	-76	-76	PSR	9.1	3.5	3.3	3.4	3.1
차입금의 증가(감소)	10,619	-392	266	0	0	PCR	29.9	14.6	11.1	20.4	18.0
자본의 증가(감소)	156	-15	-145	-76	-76	EV/EBITDA	35.8	16.1	14.2	13.5	11.6
배당금의 지급	-60	-76	-76	-76	-76	배당수익률	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
총현금흐름	2,080	1,991	2,850	1,782	2,024	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	-2,800	52	-484	-51	-53	부채비율	40.2	44.6	44.7	44.1	43.3
(-)설비투자	754	701	842	1,179	1,310	Net debt/Equity	3.7	4.2	-3.5	-6.4	-9.6
(+)자산매각	-45	-42	-12	-10	-10	Net debt/EBITDA	50.3	52.9	-41.7	-68.4	-95.2
Free Cash Flow	4,081	1,196	2,480	643	757	유동비율	140.9	117.5	150.4	160.9	172.8
(-)기타투자	15,323	-807	302	-268	-316	이자보상배율(배)	29.3	18.2	n/a	n/a	n/a
잉여현금	-11,242	2,003	2,178	911	1,073	자산구조(%)					
NOPLAT	921	810	997	1,124	1,274	투하자본	1.1	7.1	11.9	12.4	12.8
(+) Dep	433	561	677	810	914	현금+투자자산	98.9	92.9	88.1	87.6	87.2
(-)운전자본투자	-2,800	52	-484	-51	-53	자본구조(%)					
(-)Capex	754	701	842	1,179	1,310	차입금	15.7	17.4	17.2	16.6	15.9
OpFCF	3,400	619	1,316	805	931	자기자본	84.3	82.6	82.8	83.4	84.1

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

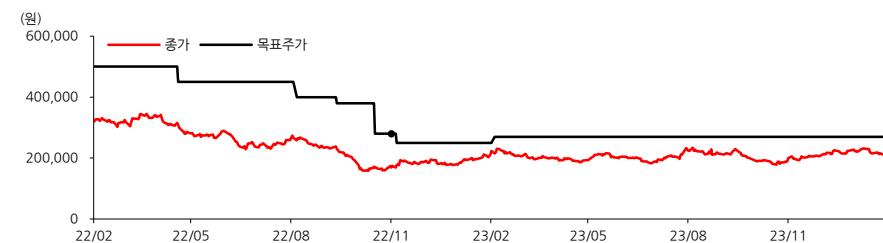
(공표일: 2024년 2월 5일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.03.04	2022.04.07	2022.04.21	2022.05.24	2022.06.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		500,000	500,000	450,000	450,000	450,000
일 시	2022.07.20	2022.08.08	2022.09.14	2022.10.05	2022.10.19	2022.11.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	450,000	400,000	380,000	380,000	280,000	250,000
일 시	2022.11.17	2022.11.25	2022.12.05	2023.01.05	2023.02.06	2023.03.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	250,000	250,000	270,000	270,000
일 시	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.08	2024.02.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000	280,000

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율 산정: 수령주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.04.21	Buy	450,000	-41.97	-31.22
2022.08.08	Buy	400,000	-38.51	-33.13
2022.09.14	Buy	380,000	-49.74	-39.47
2022.10.19	Buy	280,000	-40.33	-37.86
2022.11.08	Buy	250,000	-24.25	-10.60
2023.02.06	Buy	270,000	-23.44	-13.15
2024.02.05	Buy	280,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 벨류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%