NAVER (035420)

하반기로 갈수록 DA 개선 모멘텀 부각 전망

더 많은 리포트 보기

2024년 5월 3일

인터넷/게임/엔터/레저 Analyst 이선화
02-6114-2939 leesunhwa@kbfg.com

연구원 류은애
02-6114-2979 eunae.ryu@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 270,000원 유지

NAVER에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 270,000원을 유지한다. 역성장 기조가 이어지던 디스플레이 광고가 인벤토리 확장 및 기저효과로 인해 플러스 성장으로 전환하고, 적자를 이어오던 네이버제트 (2023년 기준 -853억원)가 연결 실적에서 제외되며 영업이익률이 개선되는 효과가 나타났다. 주가는 C-커머스의 공격적인 한국 진출로 인한 커머스 부문의 경쟁 심화 우려로 연초 이후 -13.1% 수익률을 기록하고 있으나, 하반기로 갈수록 광고 업황의 회복과 함께 해외 커머스 외형 확장, 수익성 중심 경영을 통한 이익률 개선으로 이익 모멘텀이 부각될 것이다.

1Q24 Review: 영업이익 4,393억원 (+32.9% YoY)으로 컨센서스 상회

NAVER의 1분기 연결기준 매출액은 2조 5,261억원 (+10.8% YoY, -0.4% QoQ), 영업이익은 4,393억원 (+32.9% YoY, +8.3% QoQ, 영업이익률 17.4%)을 기록해 영업이익 기준 컨센서스 3,895억원을 상회했다. 별도기준 영업이익은 4.0% YoY 성장하는 데 그쳐, 어닝 서프라이즈의 배경이 적자 기업인 네이버제트의 연결 제외 및 웹툰 수익성 확대 효과인 것으로 파악된다.

홈피드 개편으로 DA 부문 반등, 포쉬마크 이익 개선 가속화

광고 업황 침체로 2023년 역성장을 이어가던 DA부문이 네이버 홈피드 개편으로 인벤토리가 확대되면서 플러스 성장으로 전환한 점은 고무적이다 (SA +6.2% YoY, DA +5.3% YoY). 커머스 부문은 솔루션 고도화 및 일본 이커머스 플랫폼 SODA의 연결 편입으로 매출액이 16.1% YoY 증가하고 포쉬마크의 흑자전환으로 인해 수익성 또한 개선되었다. 콘텐츠 부문에서는 적자를 기록하던 네이버제트가 연결 제외되고 웹툰 이익이 증가하면서 영업이익률이 -1.9% (1Q23 -15.6%, 4Q23 -5.8%)로 개선됐다.

LY Corp. 관련 행정지도 영향은 미미, 하반기로 갈수록 실적 모멘텀 부각 전망

최근 일본 총무성은 라인야후의 개인정보 유출 사건을 계기로 LY Corp.에 NAVER와 자본 관계를 재검토하라는 행정지도를 두 차례 내린 바 있다. NAVER는 총무성의 행정지도 이행 여부보다는 중장기 사업 전략과 관련하여 일본 사업에 대한 재정비를 검토 중이다. 한편 라인야후에 기술적 파트너로서 제공하던 인프라 (클라우드 NCP 매출로 인식)는 라인야후가 자체적으로 구축하게 되면서 일부 감소가 예상되나, 그 비중이 작기 때문에 실적에 유의미한 영향은 없을 것으로 판단한다. 하반기로 갈수록 광고 업황 회복과 함께 초개인화/타기팅을 통한 광고 서비스 고도화로 실적 모멘텀이 부각될 것으로 전망한다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	270,000
Dividend yield* (%)	0.9
Total return (%)	39.6
현재가 (5/3, 원)	194,600
Consensus target price (원)	272,680
시가총액 (조원)	31.6

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

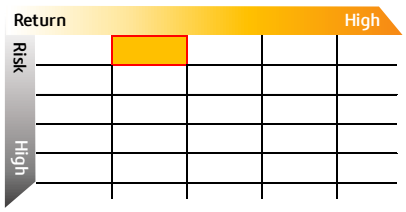
Trading Data

Free float (%)	84.7
거래대금 (3m, 십억원)	159.2
외국인 지분율 (%)	45.3
주요주주 지분율 (%)	국민연금공단 8.2
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.1

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	-12.1	-2.6	1.6
시장대비 상대수익률	1.7	-14.8	-15.2	-7.0

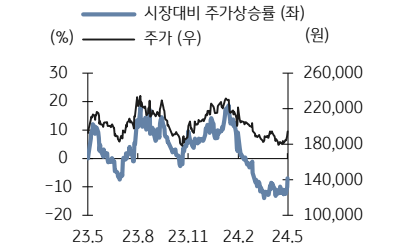
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	9,671	10,797	11,943	13,057
영업이익 (십억원)	1,489	1,759	1,974	2,260
지배주주순이익 (십억원)	1,012	1,549	1,597	1,867
EPS (원)	6,180	9,536	9,832	11,498
증감률 (%)	33.4	54.3	3.1	16.9
P/E (x)	36.2	20.4	19.8	16.9
EV/EBITDA (x)	17.5	12.0	10.5	9.3
P/B (x)	1.6	1.3	1.2	1.2
ROE (%)	4.4	6.5	6.3	7.1
배당수익률 (%)	0.5	0.9	1.0	1.2

Stock Price & Relative Performance



자료: NAVER, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	340,000원 (Implied P/E 35.2배)
Base-case Scenario (목표주가)	270,000원 (Implied P/E 28.0배)
현재주가	194,600원
Bear-case Scenario	100,000원 (Implied P/E 10.4배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2024E-26E 연결 매출액성장률 +5%~+30%
2) 2024E-26E 연결 영업이익성장률 +10%~+50%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2024E-26E 연결 매출액성장률 +30%를 상회
2) 2024E-26E 연결 영업이익성장률 +50%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2024E-26E 연결 매출액성장률 +5%를 하회
2) 2024E-26E 연결 영업이익성장률 +10%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,707	11,748	10,797	11,943	0.8	1.7
영업이익	1,679	1,890	1,759	1,974	4.8	4.5
지배주주순이익	1,395	1,552	1,549	1,597	11.0	2.9

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,797	11,943	10,635	11,667	1.5	2.4
영업이익	1,759	1,974	1,708	1,934	2.9	2.1
지배주주순이익	1,549	1,597	1,366	1,603	13.4	-0.4

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

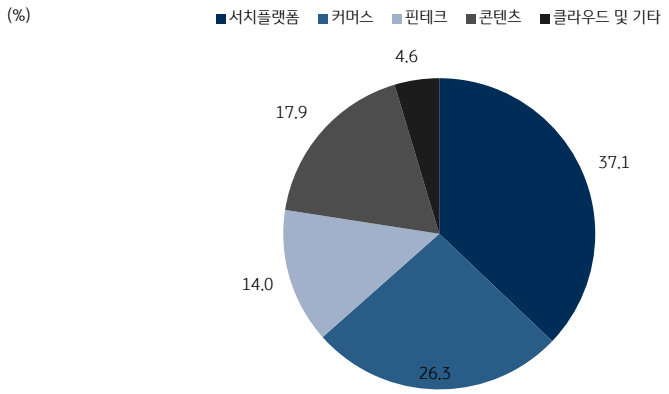
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF Valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 9.61%, 영구성장률 3.73% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
340,000원 ~ 100,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd. Implied P/E 28.0배, P/B 1.8배

매출액 구성 (2023년 기준)



자료: NAVER, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	-1.3	-1.1
금리 1%p 상승 시	0.5	0.4

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
NAVER	31,605	22.4	19.4	1.3	1.2	12.9	11.7	5.6	6.1	0.6	0.6
카카오	21,906	48.1	38.3	2.1	2.0	15.9	14.4	4.3	5.3	0.1	0.1
Alphabet	2,820,741	22.0	18.9	6.2	4.8	13.8	12.2	28.0	25.5	0.2	0.3
Meta Platforms	1,526,675	21.0	18.3	6.0	4.6	12.1	10.5	28.7	25.3	0.4	0.4

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

표 1. NAVER DCF Valuation

(십억원)		2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
현금흐름추정													
영업이익	a	1,489	1,759	1,974	2,260	2,557	2,858	3,157	3,444	3,711	3,949	4,150	4,305
한계법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	c=a*(1-b)	1,117	1,319	1,481	1,695	1,917	2,144	2,367	2,583	2,783	2,962	3,112	3,228
감가상각비	d	528	705	690	684	657	644	612	581	552	524	498	473
총 현금흐름	e=c+d	1,645	2,023	2,171	2,379	2,574	2,787	2,979	3,164	3,335	3,486	3,610	3,702
운전자본 증감	f	360	397	-222	-297	-445	-570	-638	-734	-822	-863	-906	-952
설비투자 (Capex)	g	-684	-820	-807	-784	-823	-865	-863	-859	-854	-850	-846	-842
총투자	h=f+g	-325	-423	-1,029	-1,081	-1,269	-1,434	-1,501	-1,592	-1,676	-1,713	-1,752	-1,793
FCFF	i=e+h	1,320	1,601	1,142	1,298	1,306	1,353	1,478	1,571	1,659	1,773	1,858	1,909
Adjusted FCF				1,444	1,195	1,301	1,322	1,395	1,510	1,601	1,698	1,802	1,875
현금흐름의 현재 가치													
WACC				9.61%									
Discount Factor				1.00	0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.58	0.53	0.48	0.44
PV of Adjusted FCF				1,444	1,090	1,083	1,004	967	954	923	893	865	821
영구성장률				3.73%									
영구가치				33,102									
PV of Terminal Value				14,494									
Valuation													
현금흐름 합산	j			24,539									
순현금	k			3,693									
비연결 관계기업투자	l			17,589									
비지배주주지분	m			1,032									
스탁옵션	n			935									
적정 기업가치	o=j+k+l-m-n			43,854									
유통주식수 (천 주)	p			162,409									
목표주가 (원)	q=o/p			270,000									
현재주가 (5/3, 원)				194,600									
상승여력 (%)				38.7									
12m Fwd. EPS				9,660									
12m Fwd. BVPS				153,971									
목표주가의 12m Fwd. P/E (X)				28.0									
목표주가의 12m Fwd. P/B (X)				1.8									

자료: NAVER, KB증권 추정

표 2. NAVER WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(%)	Terminal Growth →										
WACC →	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%	4.7%
9.0%	269,160	272,206	275,459	278,942	282,679	286,699	291,035	295,728	300,821	306,370	312,437
9.2%	264,604	267,420	270,421	273,627	277,059	280,741	284,703	288,976	293,600	298,620	304,088
9.4%	260,322	262,931	265,706	268,664	271,823	275,205	278,834	282,738	286,949	291,506	296,452
9.6%	256,290	258,712	261,283	264,018	266,933	270,000	273,380	276,956	280,803	284,953	289,444
9.8%	252,489	254,741	257,127	259,661	262,357	265,229	268,298	271,582	275,107	278,898	282,989
10.0%	248,898	250,995	253,214	255,566	258,064	260,720	263,552	266,576	269,813	273,286	277,023
10.2%	245,501	247,457	249,524	251,711	254,029	256,491	259,109	261,899	264,880	268,070	271,493

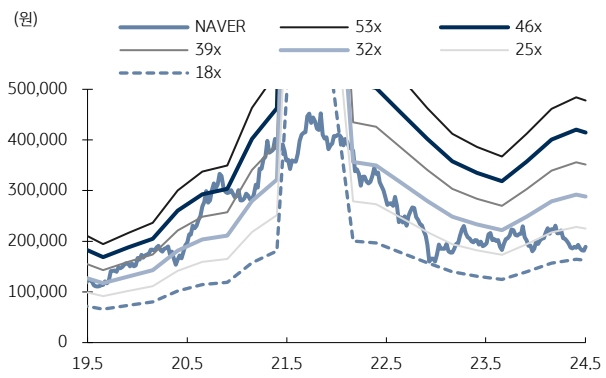
자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 3. NAVER WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 상승 여력 변화

(%)	Terminal Growth →										
WACC →	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%	4.7%
9.0%	31.4	32.9	34.5	36.2	38.0	40.0	42.1	44.4	46.9	49.7	52.7
9.2%	29.1	30.5	32.0	33.6	35.3	37.1	39.0	41.1	43.4	45.9	48.6
9.4%	27.0	28.3	29.7	31.1	32.7	34.3	36.1	38.1	40.1	42.4	44.8
9.6%	25.0	26.2	27.5	28.8	30.3	38.7	33.5	35.2	37.1	39.1	41.4
9.8%	23.2	24.3	25.5	26.7	28.0	29.4	31.0	32.6	34.3	36.2	38.2
10.0%	21.4	22.4	23.5	24.7	25.9	27.2	28.6	30.1	31.7	33.4	35.2
10.2%	19.7	20.7	21.7	22.8	23.9	25.1	26.4	27.8	29.3	30.8	32.5

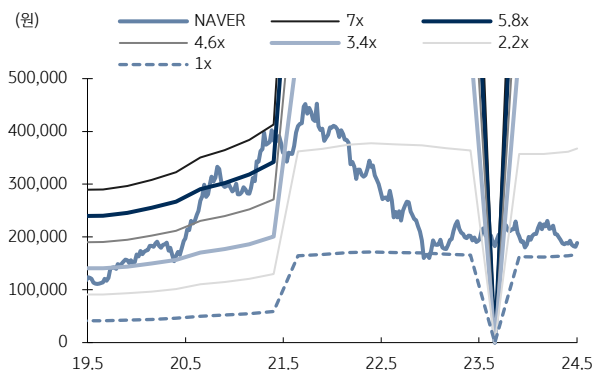
자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

그림 1. NAVER 12M Fwd. P/E Band



자료: Quantiwise, KB증권
주: 컨센서스 기준

그림 2. NAVER 12M Fwd. P/B Band



자료: Quantiwise, KB증권
주: 컨센서스 기준

표 4. 글로벌 Peer Valuation Table

Peer	시가총액 (십억원)	P/E		
		2024E	2025E	12M Fwd. P/E
Microsoft	4,028,822	33.7	29.8	31.2
Alphabet	2,820,741	22.0	18.9	20.3
Amazon	2,619,208	34.5	28.4	32.5
Alibaba	269,833	9.4	9.4	10.0
Pinduoduo	260,259	16.3	12.3	16.3
Softbank	101,951	N/A	29.8	23.7
Jingdong	68,054	10.9	9.6	10.4
Baidu	53,391	10.6	9.9	10.8
LY Corp	25,413	21.8	21.5	21.8
평균		19.9	18.8	19.6

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권
주: 5/2 기준

표 5. NAVER 1Q24P Review

(십억원, %, %p)	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	KB 추정치	diff.	컨센서스	diff.
매출액	2,526	2,280	10.8	2,537	-0.4	2,488	1.5	2,496	1.2
영업이익	439	330	32.9	405	8.3	386	13.9	389	12.8
세전이익	660	117	466.3	439	50.3	391	68.9	412	60.1
지배주주순이익	511	55	827.4	314	62.7	288	77.4	283	80.5
영업이익률	17.4	14.5	2.9	16.0	1.4	15.5	1.9	15.6	1.8
세전이익률	26.1	5.1	21.0	17.3	8.8	15.7	10.4	16.5	9.6
지배주주순이익률	20.2	2.4	17.8	12.4	7.8	11.6	8.6	11.3	8.9

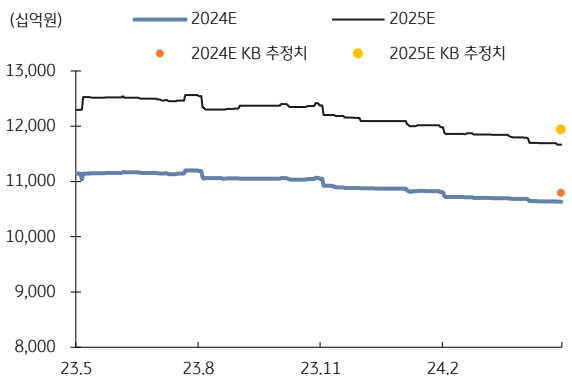
자료: NAVER, FnGuide, KB증권 추정

표 6. NAVER 실적 추정 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (2024/4/8)			변경 후			diff.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	10,707	11,748	12,724	10,797	11,943	13,057	0.8	1.7	2.6
영업이익	1,679	1,890	2,196	1,759	1,974	2,260	4.8	4.5	2.9
세전이익	1,936	2,188	2,565	2,085	2,210	2,588	7.7	1.0	0.9
지배주주순이익	1,395	1,552	1,816	1,549	1,597	1,867	11.0	2.9	2.8
% YoY									
매출액	10.7	9.7	8.3	11.6	10.6	9.3			
영업이익	12.7	12.6	16.2	18.1	12.3	14.5			
세전이익	30.3	13.0	17.2	40.8	6.0	17.1			
지배주주순이익	37.8	11.3	17.0	53.0	3.1	16.9			
% margin									
영업이익률	15.7	16.1	17.3	16.3	16.5	17.3			
세전이익률	18.1	18.6	20.2	19.3	18.5	19.8			
지배주주순이익률	13.0	13.2	14.3	14.3	13.4	14.3			

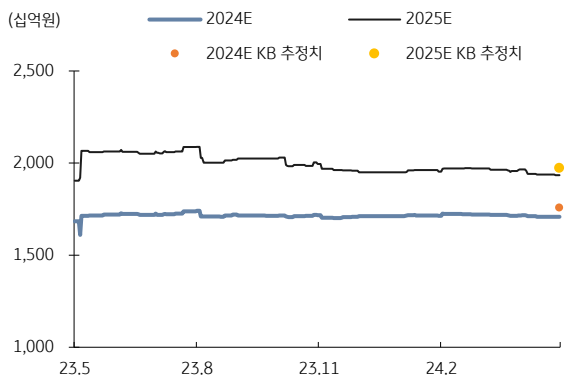
자료: KB증권 추정

그림 3. 매출액 컨센서스 추이 및 KB 전망



자료: FnGuide, KB증권 추정

그림 4. 영업이익 컨센서스 추이 및 KB 전망



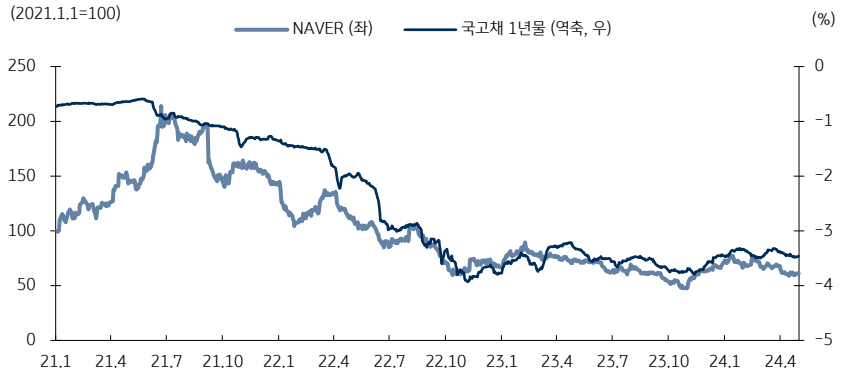
자료: FnGuide, KB증권 추정

표 7. NAVER 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,845	2,046	2,057	2,272	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,683	2,739	2,849	8,220	9,671	10,797	11,943
서치플랫폼	850	906	896	916	852	910	899	928	905	960	955	1,021	3,568	3,589	3,841	4,147
검색	623	661	665	660	656	689	688	692	696	729	733	760	2,609	2,725	2,919	3,122
디스플레이	221	241	228	250	192	217	207	230	202	227	217	252	941	846	899	995
기타 연관 서비스	6	4	3	6	4	4	4	6	7	4	4	8	19	18	23	30
커머스	416	439	458	487	606	633	647	660	703	713	738	744	1,801	2,547	2,897	3,266
커머스 광고	261	274	268	276	264	280	282	280	265	286	288	283	1,078	1,107	1,122	1,127
중개 및 판매	132	142	157	173	303	310	321	334	391	377	399	408	604	1,269	1,574	1,911
멤버십	24	24	34	37	39	42	44	46	48	50	51	53	119	171	202	228
핀테크	275	296	296	320	318	340	341	356	354	382	381	396	1,187	1,355	1,513	1,652
콘텐츠	212	300	312	437	411	420	435	466	446	501	506	519	1,262	1,733	1,972	2,162
웹툰	164	251	268	383	353	370	380	401	395	447	447	450	1,066	1,503	1,739	1,925
스노우	33	27	29	38	45	36	39	49	36	39	42	51	128	169	168	172
기타(뮤직 등)	15	22	14	16	13	15	16	16	16	15	17	17	67	60	65	65
클라우드	92	105	95	111	93	104	124	126	117	127	159	171	403	447	574	716
NCP/웍스	86	92	92	100	91	99	110	114	111	116	145	157	370	415	529	664
클로바/랩스	7	13	3	11	2	5	13	12	6	11	14	14	33	32	44	53
매출비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
서치플랫폼	46.1	44.3	43.6	40.3	37.4	37.8	36.7	36.6	35.8	35.8	34.9	35.8	43.4	37.1	35.6	34.7
커머스	22.6	21.5	22.3	21.4	26.6	26.3	26.5	26.0	27.8	26.6	26.9	26.1	21.9	26.3	26.8	27.3
핀테크	14.9	14.5	14.4	14.1	14.0	14.1	13.9	14.0	14.0	14.2	13.9	13.9	14.4	14.0	14.0	13.8
콘텐츠	11.5	14.7	15.2	19.3	18.0	17.5	17.8	18.4	17.7	18.7	18.5	18.2	15.3	17.9	18.3	18.1
클라우드	5.0	5.1	4.6	4.9	4.1	4.3	5.1	5.0	4.6	4.7	5.8	6.0	4.9	4.6	5.3	6.0
매출성장률 (% YoY)	23.1	23.0	19.1	17.8	23.6	17.7	18.9	11.7	10.8	11.4	12.0	12.3	20.6	17.6	11.6	10.6
서치플랫폼	12.6	9.3	8.0	2.3	0.2	0.5	0.3	1.3	6.3	5.4	6.3	9.9	7.9	0.6	7.0	8.0
커머스	27.8	19.7	19.4	18.3	45.5	44.0	41.3	35.7	16.1	12.6	14.0	12.6	21.0	41.4	13.8	12.7
핀테크	31.1	27.1	22.5	8.4	15.8	14.9	15.1	11.3	11.2	12.4	11.9	11.1	21.2	14.2	11.7	9.2
콘텐츠	70.1	113.8	77.3	100.1	94.0	40.1	39.5	6.6	8.5	19.3	16.3	11.2	91.3	37.4	13.8	9.6
클라우드	8.9	10.5	-1.5	3.9	1.2	-0.4	30.3	13.3	25.5	21.6	28.6	35.7	5.3	11.0	28.3	24.8
영업비용	1,543	1,710	1,727	1,935	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,256	2,300	2,397	6,915	8,182	9,039	9,969
개발/운영비	472	515	522	562	635	644	631	661	636	668	679	692	2,070	2,573	2,674	2,888
인건비	400	434	433	469	536	546	534	560	529	558	566	575	1,737	2,176	2,228	2,410
파트너	624	720	722	898	832	866	886	950	913	997	1,027	1,077	2,964	3,534	4,015	4,464
인프라	133	141	152	154	133	142	157	164	170	185	188	199	581	596	742	840
마케팅	315	333	331	322	350	383	390	357	367	406	406	428	1,301	1,480	1,607	1,777
영업이익	302	336	330	336	330	373	380	405	439	427	439	452	1,305	1,489	1,759	1,974
영업이익률 (%)	16.4	16.4	16.1	14.8	14.5	15.5	15.5	16.0	17.4	15.9	16.0	15.9	15.9	15.4	16.3	16.5
% YoY	4.5	0.2	-5.6	-4.2	9.5	10.9	15.1	20.5	32.9	14.7	15.6	11.6	-1.6	14.1	18.1	12.3
세전이익	257	263	375	189	117	421	505	439	660	482	537	406	1,084	1,481	2,085	2,210
세전이익률 (%)	13.9	12.9	18.2	8.3	5.1	17.5	20.6	17.3	26.1	18.0	19.6	14.3	13.2	15.3	19.3	18.5
% YoY	-39.6	-59.3	-24.3	-66.2	-54.6	60.0	34.6	132.2	466.3	14.5	6.4	-7.5	-49.0	36.7	40.8	6.0
지배주주순이익	171	183	257	149	55	268	376	314	511	359	389	291	760	1,012	1,549	1,597
지배주주순이익률 (%)	9.3	9.0	12.5	6.5	2.4	11.1	15.4	12.4	20.2	13.4	14.2	10.2	9.2	10.5	14.3	13.4
% YoY	-98.9	-65.3	-22.6	-53.5	-67.8	46.0	46.2	110.9	827.4	34.0	3.5	-7.4	-95.4	33.2	53.0	3.1

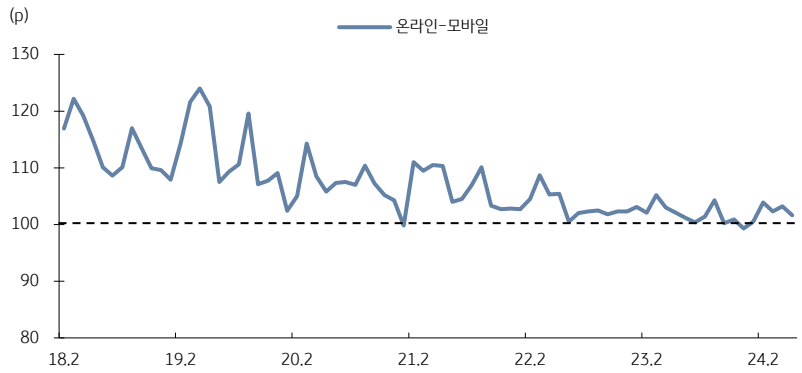
자료: NAVER, KB증권 추정

그림 5. NAVER 주가와 시중금리 추이



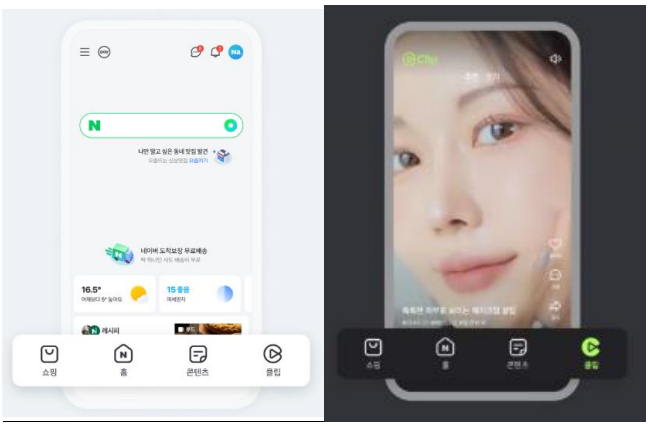
자료: Quantiwise, 한국은행경제통계시스템, KB증권

그림 6. 당월 대비 익월 온라인-모바일 광고경기전망지수: 5월 101.6



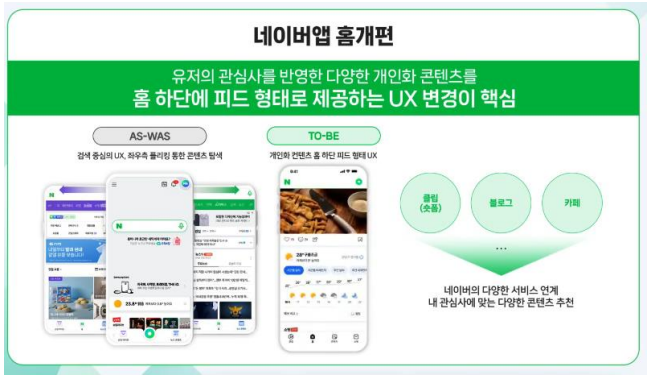
자료: 한국방송광고진흥공사, KB증권

그림 7. 11/2 네이버 앱 개편: 쇼핑/홈/콘텐츠/클립 탭



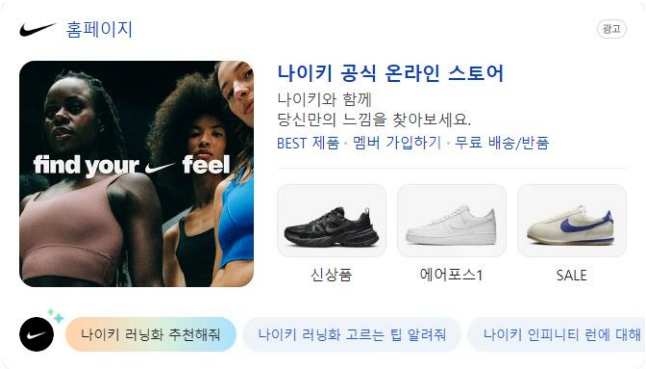
자료: NAVER, KB증권

그림 8. 홈피드로 개인화된 콘텐츠 제공



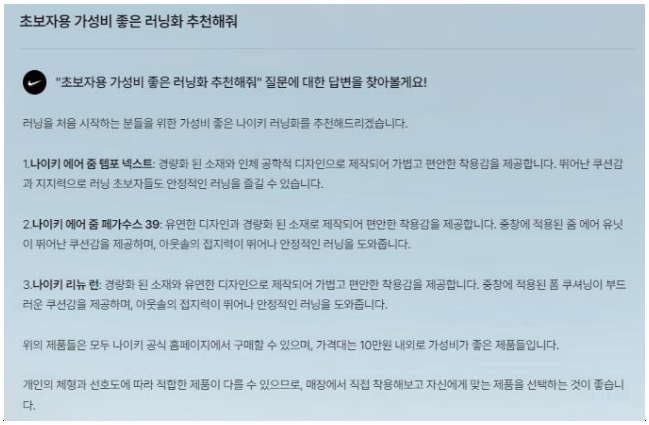
자료: NAVER, KB증권

그림 9. CLOVA for AD를 도입한 NIKE 광고



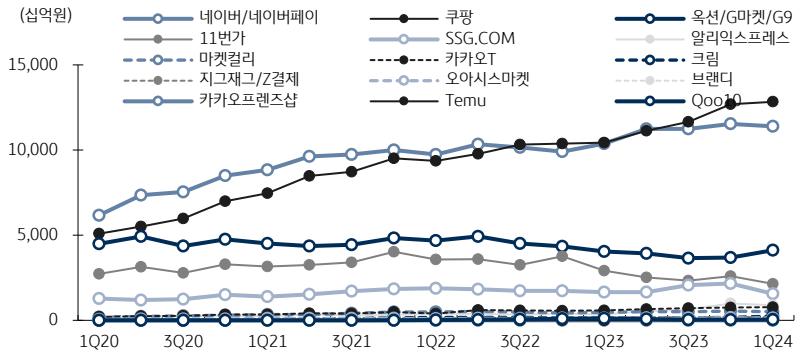
자료: NIKE, NAVER, KB증권

그림 10. 챗봇이 추천해주는 가성비 좋은 러닝화



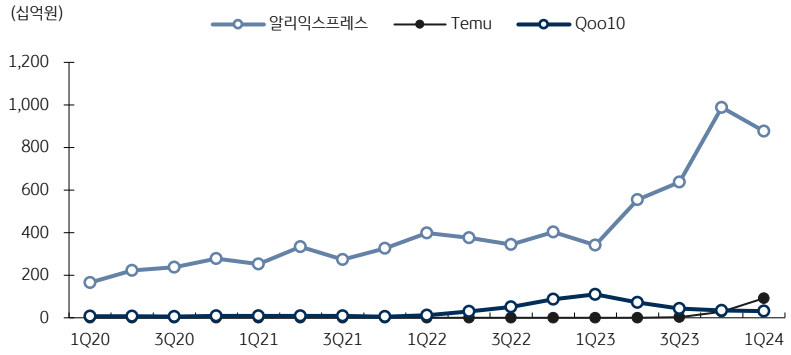
자료: NIKE, NAVER, KB증권

그림 11. 주요 이커머스 GMV 추이



자료: 와이즈리테일, KB증권

그림 12. 주요 C-커머스 GMV 추이



자료: 와이즈리테일, KB증권

표 8. SODA 실적

(백만원, % YoY, %)	FY19/20	FY20/21	FY21/22
매출액	654	8,455	32,370
당기순이익	-195	-25,558	-54,244
매출액증가율		1,192.8	282.9
당기순이익증가율		적지	적지
당기순이익률	-29.8	-302.3	-167.6

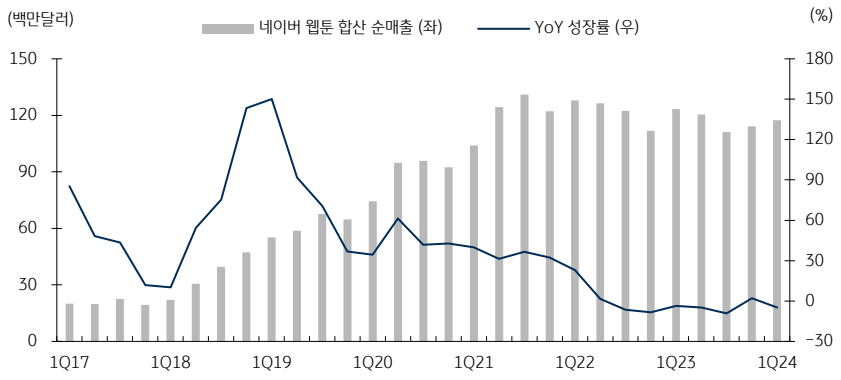
자료: DART, KB증권
주1: 2024년 3월 28일 크림이 SODA 지분 9,752주 취득 (취득 후 지분율 43.1%)
주2: 적용환율은 2023년 9월 26일 (화) 서울외국환중개 고시환율인 JPY=8.9621원 기준

표 9. Poshmark 실적

(백만원, % YoY, %)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	294,110	375,345	467,785		473,849
당기순이익	-68,474	27,040	-141,082		-19,063
매출액증가율		27.6	24.6		
당기순이익증가율		흑전	적전		
당기순이익률	-23.3	7.2	-30.2		-4.0

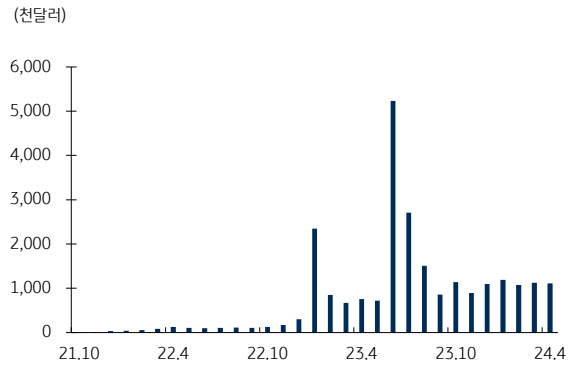
자료: DART, KB증권
주1: 2023년은 취득일인 1월 5일 이후 연결손익계산서에 반영된 수치 기준
주2: 2022년 9월 30일 기준 KEB하나은행 고시 최초 매매기준율(미화 1달러=1,434.80원)을 적용하여 환산한 금액

그림 13. 네이버 웹툰 매출액 추이



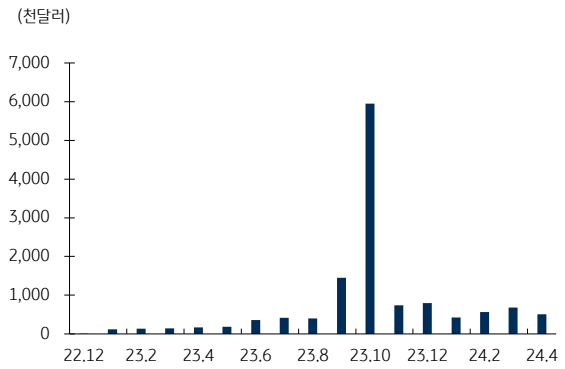
자료: Sensor Tower, KB증권
주: 네이버웹툰, 시리즈, 시리즈온, 문피아, 라인망가, 이북재팬, Wattpad 포함

그림 14. 스노우 매출액 추이



자료: Sensor Tower, KB증권
주: 2015년 9월 출시

그림 15. 에픽 매출액 추이



자료: Sensor Tower, KB증권
주: 2021년 8월 출시

표 10. 스노우 실적

(백만원, % YoY, %)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	11,133	6,697	8,624	19,295	68,539
영업이익	-86,697	-107,565	-57,372	-61,932	-41,452
세전이익	-93,365	-74,372	-57,454	-73,496	-67,410
당기순이익	-93,365	-58,898	-61,075	-85,350	-66,693
매출액증가율		-39.8	28.8	123.7	255.2
영업이익증가율		적지	적지	적지	적지
세전이익증가율		적지	적지	적지	적지
당기순이익증가율		적지	적지	적지	적지
영업이익률	-778.8	-1,606.1	-665.3	-321.0	-60.5
세전이익률	-838.7	-1,110.5	-666.2	-380.9	-98.4
당기순이익률	-838.7	-879.4	-708.2	-442.3	-97.3

자료: DART, KB증권

표 11. 네이버제트 실적

(백만원, % YoY, %)	2020	2021	2022	2023
매출액	8,646	37,951	52,110	57,598
영업이익	-18,897	-29,513	-72,645	-85,293
세전이익	-19,240	-112,925	-12,895	23,270
당기순이익	-19,240	-112,925	-12,895	23,267
매출액증가율		338.9	37.3	10.5
영업이익증가율		적지	적지	적지
세전이익증가율		적지	적지	흑전
당기순이익증가율		적지	적지	흑전
영업이익률	-218.6	-77.8	-139.4	-148.1
세전이익률	-222.5	-297.6	-24.7	40.4
당기순이익률	-222.5	-297.6	-24.7	40.4

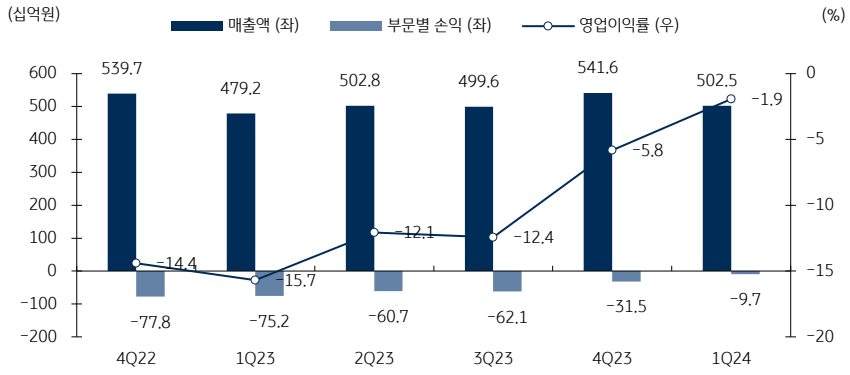
자료: DART, KB증권
주: 2020년 5월 설립

표 12. 네이버제트 주주 구성 변화

	24/3/13 이전	24/3/14 이후
스노우	100.00%	69.44%
라인플러스	0.00%	2.71%
Z Intermediate Global Corporation	0.00%	27.85%
합계	100.00%	100.00%

자료: DART, KB증권

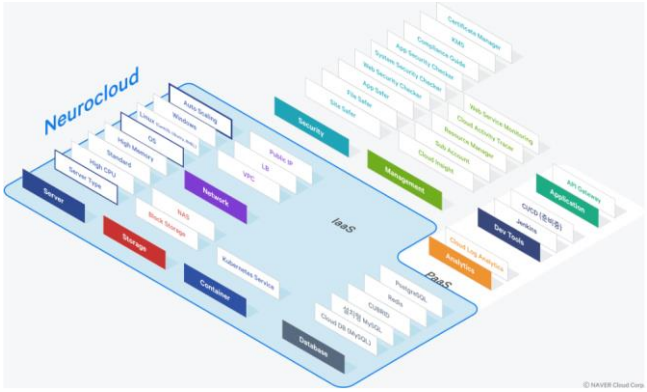
그림 16. 콘텐츠 부문 손익



자료: NAVER, KB증권

주: 3월부터 네이버제트 연결 제외, 웹툰 분기 영업이익 확대

그림 17. 뉴로클라우드 포 하이퍼클로바X



자료: NAVER, KB증권

주: 뉴로클라우드는 퍼블릭 클라우드와 연동이 되면서도 중요 데이터가 사내망에서 처리되도록 구성돼 보안 등의 리스크가 감소, AWS의 '아웃포스트'와 유사한 서비스

그림 18. 컨테이너 형태의 뉴로클라우드 스마트 서버 팜

자료: NAVER, KB증권

주: 컨테이너 형태의 데이터센터로 제공되는 뉴로클라우드 스마트 서버 팜. 뉴로클라우드는 데이터센터 또는 전산실을 보유한 고객을 대상으로 한 랙 타입과 스마트 서버 팜 타입 두 가지 형태로 출시

표 13. NAVER 생성형 AI 서비스 라인업

서비스명	서비스 개요	내용
CLOVA for AD	생성형 AI 광고	브랜드가 원하는 정보를 학습해 사용자와 AI 대화 중 적절한 맥락에서 광고 제공
Connect X	기업용 플랫폼	기업의 내부 데이터와 자료를 활용해 보고서 작성, 이메일 작성, 광범위한 협업 작업 지원
CLOVA Studio	기업 맞춤형 솔루션	기업들이 자사만을 위한 커스터마이즈된 하이퍼클로바X 모델을 만들고 강화학습시킬 수 있는 솔루션

자료: NAVER, 언론 보도, KB증권

표 14. NAVER 사우디 디지털 트윈 사업 수주 개요

주요 내용	스마트 시티 조성에 필요한 클라우드 기반 디지털 트윈 플랫폼 구축
거래 상대방	사우디아라비아 자치행정주택부 (MOMRAH)
규모	1억 달러 (약 1,300억원)
내용	향후 5년 간 수도 리야드, 메디나, 제다, 담맘, 메카 5개 도시에서 순차적으로 사업 진행 네이버의 기술을 도시 계획, 모니터링, 홍수 예측에 사용할 계획 네이버클라우드는 안정적인 클라우드 서비스 제공 및 운영 네이버랩스는 디지털 트윈 등 첨단 기술을 고도화 지원

자료: NAVER, 언론 보도, KB증권

표 15. NAVER 사우디아라비아 사업 주요 타임라인

시기	내용
2023년 3월	네이버, 사우디 자치행정주택부 및 투자부와 MOU 체결
2023년 10월	네이버, 1억 달러 규모 사우디 디지털 트윈 플랫폼 구축 사업 수주
2023년 12월	네이버클라우드, 사우디 IoT/스마트시티 기업과 디지털 전환 MOU 체결
2024년 1월 1일 ~ 2024년 1월 10일	채선주 네이버 대외/ESG 정책 대표 외 주요 경영진, 사우디아라비아 방문
2024년 1월 7일	석상옥 네이버랩스 대표, 사우디 KAUST 겨울심화학습(WEP) 워크샵 키노트 발표
2024년 3월	LEAP 2024 참석, 아람코 디지털과 중동 지역 디지털 혁신 파트너십 MOU 체결, SAPTCO와 지능형 교통 시스템 구축 MOU 체결
2024년 하반기	사우디 현지법인 설립 예정

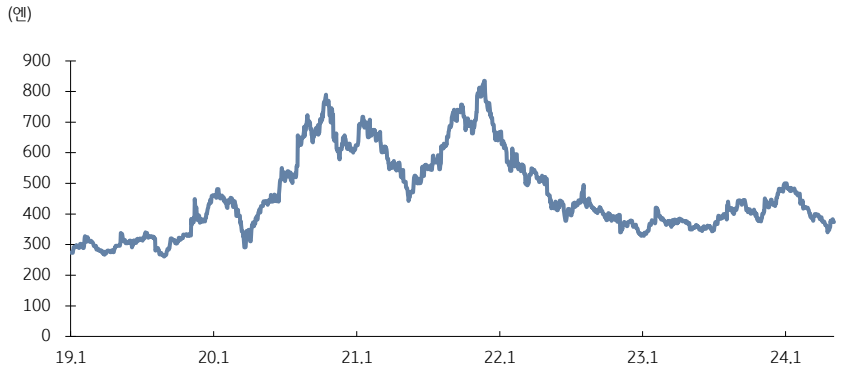
자료: NAVER, 언론 보도, KB증권

표 16. LY Corp. 실적

(십억원, % YoY, %)	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
매출액	9,590	11,453	13,191	16,287	16,171
영업이익	1,397	1,685	1,988	1,748	1,490
세전이익	1,225	1,392	1,725	1,166	974
당기순이익	790	888	767	803	1,730
매출액증가율		19.4	15.2	23.5	-0.7
영업이익증가율		20.6	18.0	-12.1	-14.8
세전이익증가율		13.7	23.9	-32.4	-16.4
당기순이익증가율		12.4	-13.6	4.7	115.3
영업이익률	14.6	14.7	15.1	10.7	9.2
세전이익률	12.8	12.2	13.1	7.2	6.0
당기순이익률	8.2	7.8	5.8	4.9	10.7

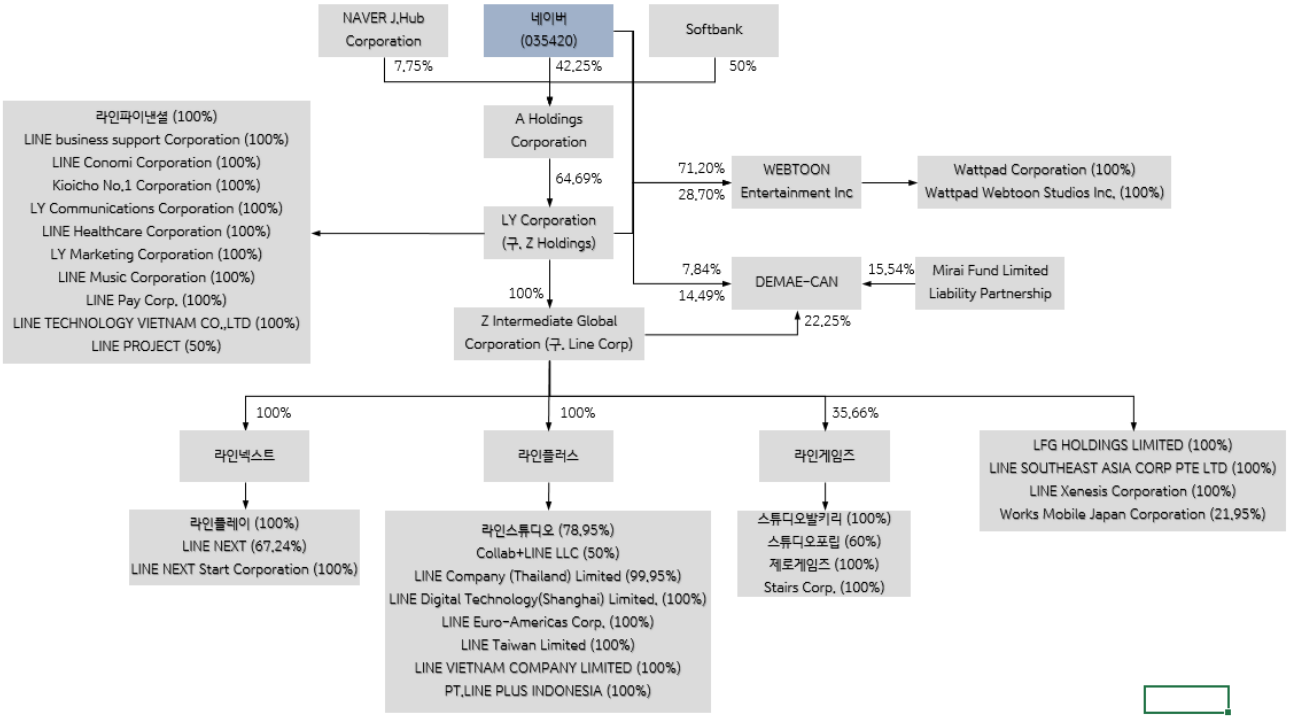
자료: DART, KB증권

그림 19. LY Corp. 주가 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 20. LY Corp. 지배구조



자료: DART, KB증권
주: 2023년 말 기준

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	8,220	9,671	10,797	11,943	13,057
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,797	11,943	13,057
판매비와관리비	6,915	8,182	9,039	9,969	10,797
영업이익	1,305	1,489	1,759	1,974	2,260
EBITDA	1,866	2,071	2,524	2,723	3,005
영업외손익	-221	-7	327	236	328
이자수익	59	101	121	186	219
이자비용	72	127	117	106	96
지분법손익	97	267	102	155	175
기타영업외손익	-305	-248	221	2	30
세전이익	1,084	1,481	2,085	2,211	2,588
법인세비용	411	496	408	468	548
당기순이익	673	985	1,678	1,742	2,040
지배주주순이익	760	1,012	1,549	1,597	1,867
수정순이익	760	1,012	1,549	1,597	1,867

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	20.6	17.7	11.7	10.6	9.3
영업이익 성장률	-1.6	14.1	18.1	12.3	14.5
EBITDA 성장률	6.1	11.0	21.9	7.9	10.3
지배기업순이익 성장률	-95.4	33.2	53.0	3.1	17.0
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	16.3	16.5	17.3
EBITDA이익률	22.7	21.4	23.4	22.8	23.0
세전이익률	13.2	15.3	19.3	18.5	19.8
지배기업순이익률	9.3	10.5	14.3	13.4	14.3

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,453	2,002	2,868	2,240	2,428
당기순이익	673	985	1,678	1,742	2,040
유무형자산상각비	561	582	766	749	745
기타비현금손익 조정	757	745	306	313	374
운전자본증감	307	360	397	-222	-297
매출채권감소 (증가)	-56	43	-139	-59	86
재고자산감소 (증가)	17	-2	-13	-16	-10
매입채무증가 (감소)	133	347	280	153	253
기타운전자본증감	215	-28	269	-300	-625
기타영업현금흐름	-845	-670	-278	-342	-433
투자활동 현금흐름	-1,216	-950	-680	-476	-454
유형자산투자감소 (증가)	-689	-633	-760	-740	-720
무형자산투자감소 (증가)	-55	-51	-60	-67	-64
투자자산감소 (증가)	101	603	213	421	413
기타투자현금흐름	-574	-868	-73	-90	-83
재무활동 현금흐름	-339	-110	-133	-469	-1,258
금융부채 증감	-392	-180	-119	-119	-119
자본의 증감	61	28	120	80	0
배당금 당기지급액	-213	-62	-119	-264	-958
기타재무현금흐름	204	105	-14	-166	-181
기타현금흐름	45	-90	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-57	852	2,055	1,295	716
기말현금	2,724	3,576	5,632	6,927	7,643
잉여현금흐름 (FCF)	765	1,369	2,108	1,500	1,708
순현금흐름	492	450	1,296	1,474	895
순현금 (순차입금)	707	1,157	2,452	3,926	4,822

자료: NAVER, KB증권 추정

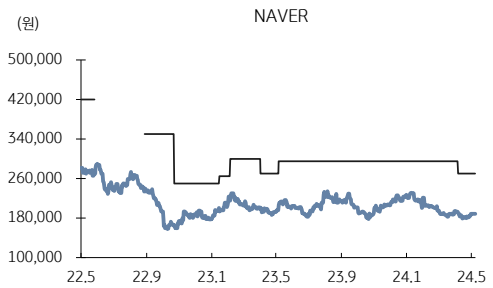
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	33,899	35,738	37,340	38,699	39,422
유동자산	6,440	7,028	8,768	10,459	11,532
현금 및 현금성자산	2,724	3,576	5,632	6,927	7,643
단기금융자산	1,986	1,524	1,584	1,644	1,704
매출채권	530	491	511	531	931
재고자산	9	15	28	44	54
기타유동자산	1,192	1,421	1,012	1,313	1,200
비유동자산	27,459	28,710	28,573	28,240	27,890
투자자산	22,343	21,285	21,072	20,650	20,237
유형자산	2,458	2,742	2,797	2,847	2,882
무형자산	1,481	3,446	3,444	3,453	3,457
기타비유동자산	1,177	1,238	1,260	1,290	1,313
부채총계	10,449	11,500	11,615	11,810	11,873
유동부채	5,481	6,306	6,216	6,212	6,093
매입채무	0	0	0	0	0
단기금융부채	1,381	776	1,346	1,227	1,108
기타유동부채	4,099	5,530	4,870	4,985	4,985
비유동부채	4,968	5,194	5,398	5,598	5,780
장기금융부채	2,622	3,168	3,417	3,417	3,417
기타비유동부채	2,346	2,026	1,981	2,180	2,363
자본총계	23,450	24,238	25,726	26,889	27,548
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,243	1,243	1,243
기타자본항목	-840	-607	-727	-807	-807
기타포괄손익누계액	-1,635	-1,990	-1,812	-1,901	-1,857
이익잉여금	23,646	24,544	25,974	27,307	27,922
지배지분 계	22,744	23,206	24,694	25,857	26,516
비지배지분	706	1,032	1,032	1,032	1,032

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	38.3	36.2	20.4	19.8	16.9
P/B	1.3	1.6	1.3	1.2	1.2
P/S	3.5	3.8	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	15.6	17.5	12.0	10.5	9.3
EV/EBIT	22.3	24.4	17.2	14.5	12.3
배당수익률	0.5	0.5	0.9	1.0	1.2
EPS	4,634	6,180	9,536	9,832	11,498
BVPS	138,642	142,887	152,046	159,212	163,270
SPS (주당매출액)	50,107	59,039	66,481	73,539	80,397
DPS (주당배당금)	914	1,205	1,750	1,950	2,300
배당성향 (%)	18.0	17.9	17.1	18.4	18.6
수익성지표					
ROE	3.3	4.4	6.5	6.3	7.1
ROA	2.0	2.8	4.6	4.6	5.2
ROIC	3.1	4.2	5.9	5.7	6.4
안정성지표					
부채비율	44.6	47.5	45.2	43.9	43.1
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.2	1.1	1.4	1.7	1.9
이자보상배율 (배)	18.2	11.7	15.1	18.6	23.6
활동성지표					
총자산회전율	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	0.0	18.9	21.5	22.9	17.9
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	1,111.4	824.3	504.9	332.1	266.4

투자자 고지 사항



KB증권은 자료 공표일 현재 [NAVER]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

NAVER (035420)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-04-29	Buy	이동륜	420,000	-38.74	
22-08-29	담당자변경	이선화			
22-08-30	Buy	이선화	350,000	-43.04	-31.43
22-10-24	Buy	이선화	250,000	-26.95	-19.80
23-01-17	Buy	이선화	265,000	-22.64	-15.66
23-02-06	Buy	이선화	300,000	-30.44	-23.17
23-04-04	Buy	이선화	270,000	-28.39	-25.96
23-05-08	Buy	이선화	295,000	-30.38	-20.51
24-04-08	Buy	이선화	270,000		

투자등급 비율 (2024. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.