한화투자증권

2024년 5월 3일
기업분석

NAVER (035420)

바텀라인에 초점 맞추어 단기 반등 가능한 구간

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 280,000원

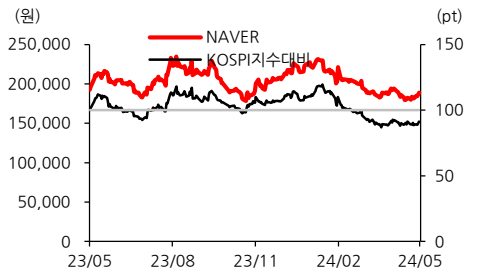
현재 주가(5/2)	188,800 원
상승여력	▲48.3%
시가총액	306,627 억원
발행주식수	162,409 천주
52 주 최고가 / 최저가	234,500 / 178,300 원
90 일 일평균 거래대금	1,584.71 억원
외국인 지분율	45.3%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%
자사주 (외 1 인)	7.1%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.7	-14.8	-1.0	-2.3
상대수익률(KOSPI)	0.9	-17.4	-15.6	-8.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	8,220	9,671	10,737	11,832
영업이익	1,305	1,489	1,802	1,953
EBITDA	1,866	2,561	2,580	2,845
지배주주순이익	760	1,012	1,376	1,374
EPS	5,092	6,856	9,320	9,303
순차입금	986	480	-1,055	-1,943
PER	34.9	32.7	20.3	20.3
PBR	1.3	1.6	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.1	14.4	11.5	10.1
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.3
ROE	3.3	4.4	5.6	5.1

주가 추이



동사의 1Q24 실적은 시장 기대치를 상회했습니다. 단기적으로 추가 악재 발생 가능성은 제한적이고 2 분기 실적에서도 예상보다 강력한 비용 통제 효과를 확인할 수 있을 것으로 예상합니다. 단기 주가 반등 가능성에 무게를 두어야 한다는 기존 의견을 유지합니다.

1Q24 실적은 시장 기대치 상회

동사의 1Q24 실적은 매출액 2.53조 원, 영업이익 4393억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 13% 상회했다. SA와 DA 매출액은 YoY 각각 6.2%, 5.3% 성장했다. 비수기임에도 불구 홈피드 광고와 플레이스광고 비딩 도입이 매출 성장을 견인하면서 기존 예상보다 호조세를 나타냈다. 커머스 매출액은 YoY 16.1%(SODA 편입효과 제외 기준 10.4%) 성장했다. 브랜드스토어 및 도착보장 수익화가 온기 반영되며 중개/판매 매출(SODA 제외)은 YoY 17.5% 증가했다. 개발/운영비는 인력 효율 운영으로 인해 QoQ 3.9% 감소, 인프라비는 세종IDC 오픈에 따른 서버 비용 반영으로 인해 QoQ 3.7% 늘어났다.

동사의 전략은 바텀라인에 초점, 수익성 개선 전망

광고 업황의 개선 시그널이 없음에도 불구하고 앱개편 및 인벤토리 다각화를 통한 매출 회복세가 나타나고 있다. 타겟팅 고도화와 중소형 광고주 유입 효과는 하반기에 드러날 것으로 예상한다. 1) 웹툰 마케팅 효율화로 콘텐츠부문 이익 개선('23년 손실 2295억원), 2) 커머스 수수료 전환 본격화, 3) B2B AI 수익화 등 동사의 올해 전략은 바텀라인의 효율화로 초점이 맞추어져 있다. 2분기부터 온기로 반영될 제트법인('23년 손실 853억원)의 연결 제외 효과도 기대된다. 이를 반영한 24E 당사 추정치 1.8조 원(YoY 21%)의 가시성은 높다고 판단한다.

목표주가 28만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 28만 원으로 상향한다. 콘텐츠와 클라우드 부문 이익 개선세를 반영해 올해 예상 영업이익을 기존 대비 7% 상향했다. 크게 하락한 주가는 커머스 사업 성장 둔화와 AI 수익화 가능성에 대한 우려가 대부분 반영되었다고 본다. 단기적으로 추가 악재 발생 가능성은 제한적이고 2분기 실적에서도 예상보다 강력한 비용통제 효과를 확인할 수 있을 것으로 예상한다. 단기 주가 반등 가능성에 무게를 두어야 한다는 기존 의견을 유지한다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,658	2,711	2,842	8,220	9,671	10,737	11,832
YoY(%)	23.6	17.7	18.9	11.7	10.8	10.4	10.9	12.0	20.5	17.6	11.0	10.2
서치플랫폼	851.8	910.5	898.5	928.3	905.4	948.5	941.1	978.6	3,568	3,589	3,774	4,056
검색	655.7	689.2	688.2	692.2	696.4	724.8	727.0	741.4	2,609	2,725	2,890	3,132
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	202.4	223.7	214.1	237.2	941	846	877	924
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	703.4	735.6	756.1	776.9	1,801	2,547	2,972	3,360
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	380.8	389.1	421.6	1,187	1,355	1,545	1,744
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	467.1	479.3	507.8	1,262	1,733	1,901	2,029
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	6.3	4.2	4.7	5.4	7.9	0.6	5.1	7.5
검색	5.3	4.3	3.5	4.8	6.2	5.2	5.6	7.1	8.6	4.5	6.0	8.4
디스플레이	(13.0)	(9.8)	(9.5)	(8.1)	5.3	2.9	3.6	3.3	6.0	(10.0)	3.7	5.3
커머스	45.5	44.0	41.3	35.7	16.1	16.2	16.8	17.6	21.0	41.4	16.7	13.1
핀테크	15.8	14.9	15.1	11.3	11.2	12.1	14.2	18.4	21.2	14.2	14.1	12.8
콘텐츠	94.0	40.0	39.4	6.6	8.5	11.1	10.2	8.9	89.5	37.4	9.7	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	2,087	2,203	2,262	2,383	6,915	8,182	8,935	9,879
YoY(%)	26.3	19.0	19.6	10.1	7.0	8.3	9.6	11.8	25.9	18.3	9.2	10.6
개발/운영비용	635.5	644.3	631.5	661.5	636.0	664.4	670.8	706.2	2,070	2,573	2,677	2,964
파트너	831.9	865.6	886.5	949.8	913.5	968.3	987.7	1,037.1	2,964	3,534	3,907	4,360
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	169.9	178.4	187.3	196.7	581	596	732	807
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	367.5	392.1	416.6	442.7	1,301	1,480	1,619	1,748
영업이익	330.5	372.6	380.2	405.5	439.3	454.7	448.5	459.1	1,305	1,489	1,802	1,953
YoY(%)	9.5	10.8	15.1	20.5	32.9	22.0	18.0	13.2	(2.0)	14.1	21.0	8.4
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	16.0	17.4	17.1	16.5	16.2	15.9	15.4	16.8	16.5
당기순이익	43.7	286.7	356.2	298.4	555.8	220.3	274.2	328.2	673	981	1,376	1,374
당기순익률(%)	1.9	11.9	14.6	11.8	22.0	8.3	10.1	11.5	8.2	10.1	12.8	11.6

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NAVER 의 SOTP 밸류에이션 (단위: 십억 원,배)

구분		비고
네이버 포털	17,830	
24E 순이익	991	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	18.0	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER
커머스	12,706	
24E 순이익	669	OPM 30%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	19.0	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER 대비 10% 할인
웹툰	3,987	20%할인
24E 웹툰 거래액	2,000	
Target PSR(배)	3.5	넷플릭스 가입자 고성장 시기 PSR 에 50% 할인
지분율	71%	
파이낸셜	3,479	
24E 네이버페이 거래대금	71,000	23 년 59.6 조 원
배수(기업가치/거래대금)	0.07	페이팔 12MF 거래액 대비 시가총액 승수 30% 할인
파이낸셜 적정가치	4,970	
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%	
Z 홀딩스	5,148	시가총액에 40% 할인 적용
Z 홀딩스 시가총액	25,998	
지분율	33%	
적정 기업가치	46,092	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 주가(원)	279,665	
목표 주가(원)	280,000	
현재 주가(원)	188,800	
상승 여력	48.3%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,671	10,737	11,832
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	1,325	1,305	1,489	1,802	1,953
EBITDA	1,759	1,866	2,561	2,580	2,845
순이자손익	44	35	10	-335	-329
외화관련손익	19	63	62	0	0
지분법손익	532	10	244	320	370
세전계속사업손익	2,126	1,084	1,478	1,881	2,113
당기순이익	16,478	673	981	1,376	1,374
지배주주순이익	16,490	760	1,012	1,376	1,374
증가율(%)					
매출액	28.5	20.6	17.6	11.0	10.2
영업이익	9.1	-1.6	14.1	21.0	8.4
EBITDA	2.8	6.1	37.3	0.7	10.3
순이익	1,850.0	-95.9	45.8	40.2	-0.2
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	19.4	15.9	15.4	16.8	16.5
EBITDA 이익률	25.8	22.7	26.5	24.0	24.0
세전이익률	31.2	13.2	15.3	17.5	17.9
순이익률	241.7	8.2	10.1	12.8	11.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	7,028	8,759	9,880
현금성자산	3,585	3,967	4,403	5,938	6,826
매출채권	1,325	1,515	1,706	1,865	2,059
재고자산	6	9	15	15	17
비유동자산	28,163	27,459	28,710	29,297	29,894
투자자산	25,120	23,520	22,523	22,576	22,633
유형자산	2,111	2,458	2,742	3,230	3,727
무형자산	932	1,481	3,446	3,491	3,535
자산총계	33,691	33,899	35,738	38,056	39,775
유동부채	3,923	5,481	6,306	5,437	5,786
매입채무	2,383	2,935	3,873	2,965	3,273
유동성이자부채	567	1,647	1,465	1,465	1,465
비유동부채	5,740	4,968	5,194	5,262	5,333
비유동이자부채	3,903	3,306	3,417	3,417	3,417
부채총계	9,664	10,449	11,500	10,699	11,119
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	23,080	23,646	24,544	25,845	27,144
자본조정	-1,051	-2,475	-2,597	-779	-779
자기주식	-1,066	-1,017	-853	-853	-853
자본총계	24,027	23,450	24,238	27,357	28,655

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,380	1,453	1,022	2,656	2,082
당기순이익	16,478	673	985	1,376	1,374
자산상각비	433	561	1,072	778	892
운전자본증감	-10	307	0	-1,065	115
매출채권 감소(증가)	-40	-56	43	-159	-194
재고자산 감소(증가)	0	17	-2	0	-2
매입채무 증가(감소)	76	133	347	-908	308
투자현금흐름	-13,999	-1,216	4	-1,079	-1,154
유형자산처분(취득)	-747	-689	-832	-1,187	-1,308
무형자산 감소(증가)	-52	-55	-51	-124	-124
투자자산 감소(증가)	-687	-920	482	-34	-35
재무현금흐름	11,642	-339	-174	-75	-75
차입금의 증가(감소)	10,619	-392	-180	0	0
자본의 증가(감소)	156	-15	7	-75	-75
배당금의 지급	-60	-76	-76	-75	-75
총현금흐름	2,080	1,991	1,022	3,721	1,967
(-)운전자본증가(감소)	-2,800	52	-854	1,065	-115
(-)설비투자	754	701	842	1,187	1,308
(+)자산매각	-45	-42	-41	-124	-124
Free Cash Flow	4,081	1,196	993	1,344	649
(-)기타투자	15,323	-807	449	-266	-314
잉여현금	-11,242	2,003	544	1,610	963
NOPLAT	921	810	989	1,318	1,270
(+) Dep	433	561	1,072	778	892
(-)운전자본투자	-2,800	52	-854	1,065	-115
(-)Capex	754	701	842	1,187	1,308
OpFCF	3,400	619	2,073	-156	969

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

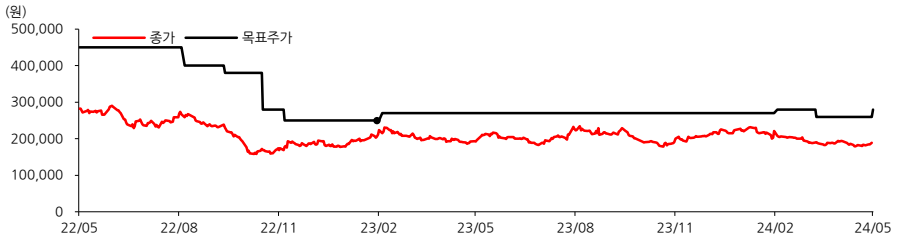
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	100,518	5,092	6,856	9,320	9,303
BPS	143,467	138,642	142,887	162,092	170,086
DPS	511	510	510	510	510
CFPS	12,680	12,138	6,294	22,909	12,108
ROA(%)	65.0	2.2	2.9	3.7	3.5
ROE(%)	106.7	3.3	4.4	5.6	5.1
ROIC(%)	56.8	66.7	35.1	30.5	23.9
Multiples(x,%)					
PER	3.8	34.9	32.7	20.3	20.3
PBR	2.6	1.3	1.6	1.2	1.1
PSR	9.1	3.5	3.8	2.9	2.6
PCR	29.9	14.6	35.6	8.2	15.6
EV/EBITDA	35.8	16.1	14.4	11.5	10.1
배당수익률	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	40.2	44.6	47.4	39.1	38.8
Net debt/Equity	3.7	4.2	2.0	-3.9	-6.8
Net debt/EBITDA	50.3	52.9	18.7	-40.9	-68.3
유동비율	140.9	117.5	111.5	161.1	170.8
이자보상배율(배)	29.3	18.2	11.7	3.7	4.0
자산구조(%)					
투하자본	1.1	7.1	11.6	15.2	15.8
현금+투자자산	98.9	92.9	88.4	84.8	84.2
자본구조(%)					
차입금	15.7	17.4	16.8	15.1	14.6
자기자본	84.3	82.6	83.2	84.9	85.4

[Compliance Notice] (공표일: 2024 년 5 월 3 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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	2022.05.24	2022.06.02	2022.07.20	2022.08.08	2022.09.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		450,000	450,000	450,000	400,000	380,000
일 시	2022.10.05	2022.10.19	2022.11.08	2022.11.17	2022.11.25	2022.12.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	380,000	280,000	250,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2023.01.05	2023.02.06	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000
일 시	2023.07.13	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	280,000	260,000	260,000	280,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-23.42	-13.15
2024.02.05	Buy	280,000	-28.91	-26.43
2024.03.12	Buy	260,000	-28.39	-25.27
2024.05.03	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. 밸류에이션 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: 2024 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%