

BUY 유지

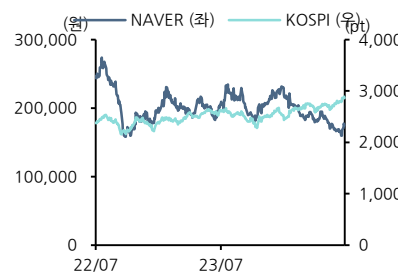
목표주가 하향 250,000원

종가(24.07.15) 176,300원
상승여력 41.8%

Stock Data

KOSPI(07/15)	2,860.9pt
시가총액	286,326억원
액면가	100원
52주 최고가	234,500원
52주 최저가	159,800원
외국인지분율	43.9%
90일 일평균거래대금	1,363억원
주요주주지분율	
국민연금공단 (외 1인)	8.2%
유동주식비율	84.7%

Stock Price



생각보다 개편효과가 크다, 밸류는 ATL

2Q24 Preview: 생각보다 열일 중인 홈피드

2Q24 네이버 실적은 매출액 2조 6,358억원, 영업이익 4,439억원으로 컨센 소폭 상회 전망한다. 생각보다 앱 개편 효과가 잘 먹히고 있다. 새로 개편된 홈피드는 체류시간/MAU 증가를 이끌며 네이버 MAU 유지에 한 몫 중이다. 홈피드 2Q DAU QoQ+30% 상승으로 추정된다. 또한 홈피드 개편되면서 광고 카테고리가 확장되었는데, 홈피드 향 DP 카테고리 확장되며 광고매출 다변화 될 것으로 예상된다. 견조한 서치와 DP 증가에 힘입어 서치플랫폼 매출액은 9,488억원(YoY+4.2%) 예상된다. 커머스로 6월 결제액 시장 BEAT+브랜드커머스 결제동의율 상승하면서 순항 중인 것으로 추정된다. 커머스 매출액은 7,309억원(YoY+4%)을 예상한다. 비용의 특이사항은 네이버 웹툰 상장비용이다. CEO 인센티브 지급방식(일시or분할)에 따라 최소 200- 600억원이 예상된다. 이로 인해 마진율이 일시적으로 하락하겠으나, 일회성 비용이므로 일단 2분기는 타라인 성장에 더 주목할 필요가 있다.

밸류에이션 리레이팅이 어렵다면, 실적 성장으로 업사이드 볼 수 있다

현재 국내 플랫폼 산업이 무궁무진한 성장기회를 가지고 있는 상황은 아니다. 여전히 내수시장 경쟁은 격화되고 있고, 투자자들의 웹툰/커머스 등 글로벌 침투 기대감도 낮다. 그래서 이에 맞춰서 밸류도 ATL로, PBR 1.2배, PER 18배에 불과하다. 밸류에이션은 이미 충분히 네이버의 리스크 요소를 반영하고 있는 것으로 보인다. 해당 밸류에이션이 적절한지 여부에 대해 논하는 것에 앞서, 같은 밸류를 받아도 실적만 오른다면 업사이드를 볼 수 있다. 그래도 홈피드 개편이 생각보다 MAU 증가에 보탬이 되고 있으며, 신용카드 결제액 기준 TEMU/ALI 2Q 결제액 QoQ +8% 수준으로 둔화, MAU는 하락하며 커머스 방어 중이다. 또한 최근 라인매각 이슈가 비매각으로 일단락 되는 국면에 놓이며 노이즈 제거되었고, 하반기에는 네이버TV를 유튜브처럼 오픈 플랫폼으로 개편할 예정으로, 플랫폼 내 성장도 지속해서 도모하고 있다. 아직 본업의 성장에 주목할 때다. 웹툰 상장관련 비용반영과, 하반기 지분법이익 하향 조정함에 따라 목표주가를 250,000원으로 하향하지만 BUY유지한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	8,220	1,305	760	4,634	38.3	16.1	1.3	3.3	0.5
2023	9,671	1,489	1,013	6,826	32.8	17.8	1.6	4.4	0.5
2024E	10,686	1,832	1,458	9,832	17.9	10.4	1.2	6.2	0.6
2025E	12,004	2,129	1,801	12,139	14.5	8.9	1.1	7.2	0.7
2026E	13,445	2,483	1,790	12,067	14.6	7.6	1.0	6.7	0.7

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권

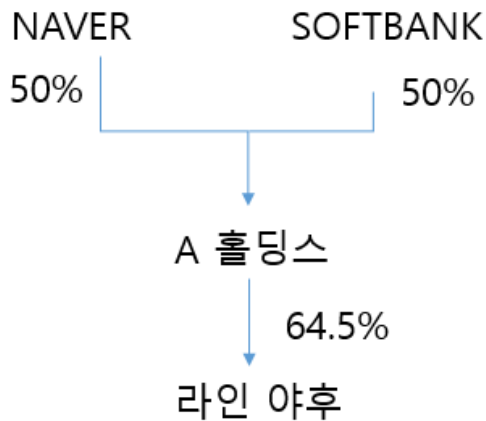
더 많은 리포트 찾아보기

표 1. 네이버 – 라인 히스토리

날짜	내용
2011.06	NHN 재팬에서 모바일 메신저 라인 출시
2019.11.18	야후재팬 운영사인 Z 홀딩스(소프트뱅크 소유)와 합병 합의 합작회사인 A 홀딩스(네이버50%,소뱅50%)가 Z 홀딩스의 65.3%를 소유하는 방식으로 변화
2021.03	라인과 Z 홀딩스 경영 통합 완료. 네이버 일시적으로 회계적 처분 손익 약15조 반영
2023.10	Z 홀딩스, 야후,Z 엔터,Z 데이터,LINE 합병, 합병 법인 LINE 야후 출범
2023.11.27	라인 야후, 40만명 개인정보 유출, 네이버 위탁업체 서버 내에서의 해킹
2024.03	일본 총무성, 행정조치 명령(네이버와의 시스템 완전분리)
2024.04.01	라인야후, 네이버와 공통적으로 사용하고 있던 서버,네트워크,인증시스템 순차적으로 분리계획
2024.04.16	일본총무성, 2차 행정지도, 네이버 경영체제 재검토 강조
2024.05.01	대한민국 대통령실 예의주시 중, 과기부 네이버 지원 밝힘
2024.05.08	라인야후 CEO: 네이버 위탁 순차적 종료.기술독립 추진한다고 밝힘
2024.05.14	정부, 일본을 향해 네이버에 불리한 조치를 취하는 일이 없어야 한다고함, 네이버는 조치보고서에 지분매각 신지않음
2024.07.02	최수연 대표, 라인야후 지분을 단기적으로 매각하지 않을 것이라고 과기방통위 현안질의에서 밝힘
2024.07.12	일본 총무성 고위관계자, 라인야후 대책보고서 긍정적으로 평가, 지분매각 의미하는게 아니라고 말함

자료: 언론종합,상상인증권

그림 1. 라인야후 지배구조



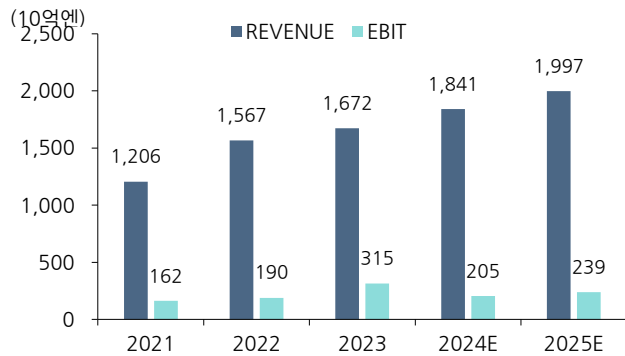
자료: 상상인증권

표 2. 2차행정지도 핵심문단

원문	委託先から資本的な支配を相当程度受ける関係の見直しを含め、委託先への適切な管理・監督を機能させるための経営体制の見直しについて、 親会社等を含めたグループ全体での検討を早急に実施し、その検討結果を具体的に報告すること。
해석	위탁처로부터 자본적 지배를 받는 관계의 재검토를 포함해, 적절한 관리·감독을 기능시키기 위한 경영 체제의 재검토 필요, 모회사를 포함한 그룹 전체의 검토를 신속히 실시하고 그 검토 결과를 구체적으로 보고할 것.

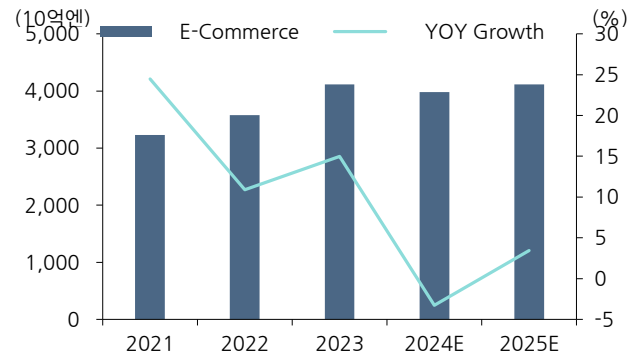
자료: 일본총무성,상상인증권

그림 3. 라인야후 매출액-영업이익 추이



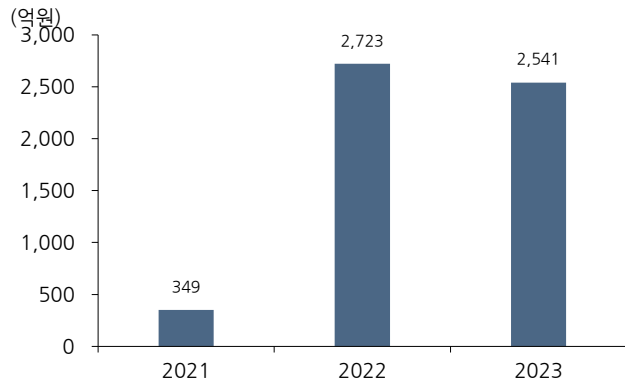
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 4. 라인야후 이커머스 결제액 추이



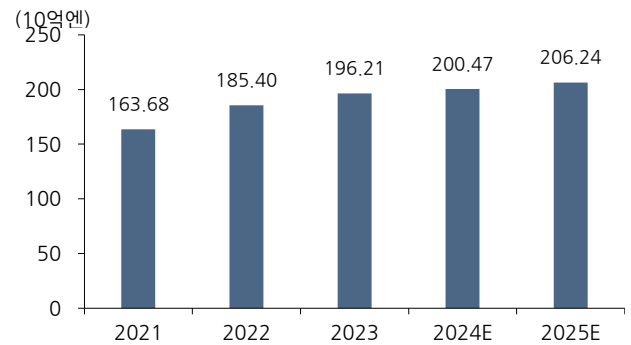
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 5. 네이버 라인야후 지분법 이익 추이



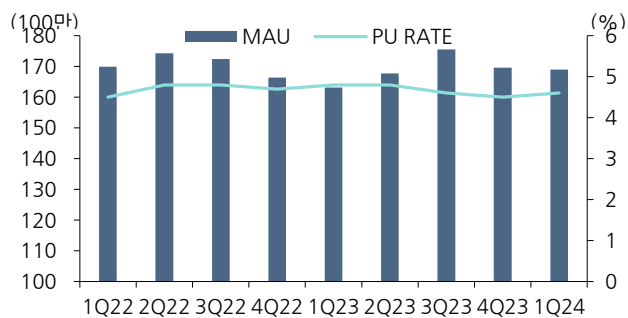
자료: NAVER, 상상인증권

그림 6. 라인야후 서치광고 매출액 추이



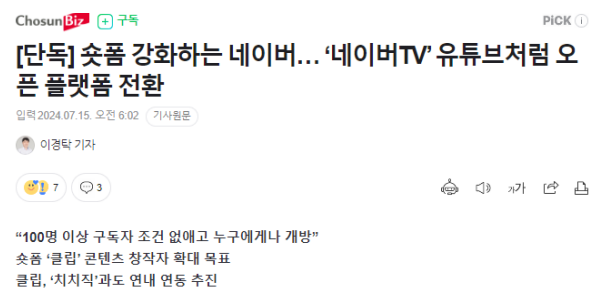
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 7. 웹툰 MAU/PU RATE 추이



자료: NAVER, 상상인증권

그림 8. 네이버TV 개편 - 유튜브와 유사한 플랫폼으로 운영 전망



자료: 조선비즈, 상상인증권

표 1. 실적전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,636	2,710	2,814	8,220	9,671	10,686
서치	852	910	899	928	905	949	969	983	3,568	3,589	3,806
검색	656	689	688	692	696	707	716	717	2,609	2,725	2,836
DP	192	217	207	230	202	235	244	257	941	846	938
커머스	606	633	647	661	703	731	753	792	1,801	2,547	2,979
핀테크	318	340	341	356	354	370	390	420	1,187	1,355	1,534
콘텐츠	411	420	435	466	446	454	472	485	1,262	1,733	1,857
클라우드	93	104	124	126	117	133	127	134	403	447	510
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,192	2,243	2,333	6,915	8,182	8,854
개발운영	635	644	631	662	636	663	654	672	2,070	2,573	2,626
인건비	536	546	534	560	529	525	543	558	1,737	2,176	2,155
기타	99	98	98	102	107	138	112	115	334	397	471
파트너	832	866	886	950	913	957	989	1,044	2,964	3,534	3,903
인프라	133	142	157	164	170	177	179	189	581	596	714
마케팅	350	383	390	357	367	395	420	428	1,301	1,480	1,611
영업이익	330	373	380	406	439	444	468	481	1,305	1,489	1,832
OPM	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	16.8%	17.3%	17.1%	15.9%	15.4%	17%
지배순익	55	268	376	314	511	318	298	332	760	1,013	1,458
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	20.2%	10.2%	9.5%	23.7%	9.2%	10.5%	15.9%

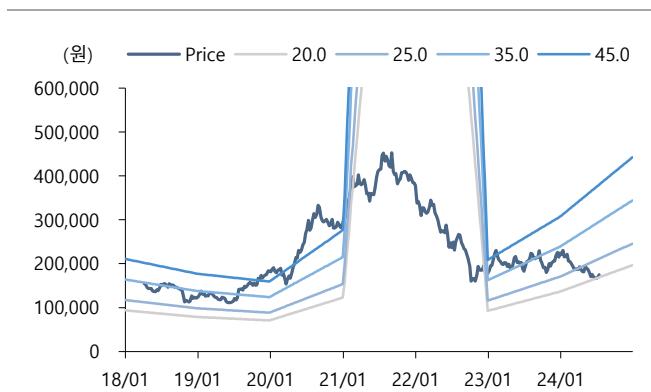
자료: K-IFRS기준, NAVER, 상상인증권

표2. Valuation

구분	내용	비고
'24년 예상 EPS	9,832원	자기주식 수 제외
적정 PER	25배	'23년 NAVER PER 34에 일본, 커머스사업/AI 진척속도 우려 반영, 30% 할인
적정주가	245,800원	24F EPS * Target PER
목표주가	250,000원	천단위 반올림
현재주가	176,300원	07/15기준
UPSIDE	41.8%	07/15기준

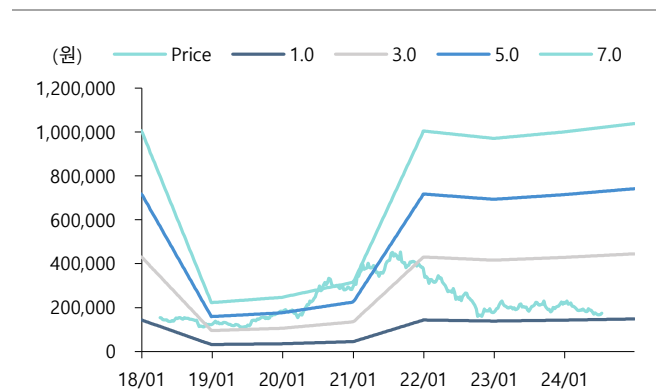
자료: 상상인증권

그림 8. PER BAND



자료: NAVER, 상상인증권

그림 9. PBR BAND



자료: NAVER, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,439.6	7,028.1	9,190.0	10,576.3	11,554.9
현금 및 현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,596.0	5,744.6	6,360.3
매출채권	1,515.4	1,705.9	1,948.8	2,078.7	2,328.1
재고자산	8.7	14.8	19.0	20.2	22.7
비유동자산	27,459.5	28,709.8	28,846.1	30,000.2	31,235.2
관계기업투자등	22,321.9	21,194.4	21,249.1	22,111.9	23,009.7
유형자산	2,457.8	2,741.6	2,760.0	3,075.9	3,433.0
무형자산	1,481.4	3,445.6	3,452.9	3,372.0	3,293.6
자산총계	33,899.0	35,737.8	38,036.2	40,576.5	42,790.0
유동부채	5,480.6	6,305.6	7,147.4	7,833.0	8,365.9
매입채무	2,935.4	3,872.7	3,023.0	3,224.4	3,611.3
단기금융부채	1,646.7	1,465.5	670.7	1,014.7	1,014.7
비유동부채	4,968.1	5,194.3	5,650.8	5,809.4	5,881.8
장기금융부채	3,306.4	3,417.5	3,839.1	3,928.1	3,928.1
부채총계	10,448.7	11,499.8	12,798.2	13,642.4	14,247.7
지배주주지분	22,744.1	23,206.0	24,088.0	25,724.1	27,332.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,556.5	1,242.6	1,291.4	1,291.4	1,291.4
이익잉여금	23,645.7	24,544.4	25,884.0	27,520.1	29,128.4
비지배주주지분	706.2	1,032.0	1,150.0	1,210.0	1,210.0
자본총계	23,450.3	24,238.0	25,238.0	26,934.1	28,542.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,453.4	2,002.2	3,356.0	2,640.7	2,720.9
당기순이익(손실)	673.2	985.0	1,513.3	1,818.9	1,808.1
현금수익비용가감	1,318.1	1,327.5	460.8	655.6	677.9
유형자산감가상각비	518.6	528.0	653.5	707.4	789.1
무형자산상각비	42.3	54.3	99.5	97.8	95.5
기타현금수익비용	757.1	-468.9	-734.3	-813.6	-870.7
운전자본 증감	307.5	359.7	1,382.0	166.2	234.8
매출채권의 감소(증가)	-56.4	42.8	-155.4	-129.9	-249.4
재고자산의 감소(증가)	16.5	-2.2	0.3	-1.3	-2.4
매입채무의 증가(감소)	132.7	346.8	1,467.7	201.4	386.9
기타영업현금흐름	214.6	-27.6	69.5	95.9	99.8
투자활동 현금흐름	-1,215.9	-949.8	-2,005.7	-1,760.5	-1,923.4
유형자산 처분(취득)	-688.5	-633.3	-605.9	-1,023.3	-1,146.1
무형자산 감소(증가)	-54.6	-51.0	-16.2	-16.9	-17.1
투자자산 감소(증가)	-474.7	1,016.0	-1,327.4	-664.1	-701.7
기타투자활동	2.0	-1,281.5	-56.1	-56.2	-58.5
재무활동 현금흐름	-339.5	-110.0	-330.7	268.3	-181.7
차입금의 증가(감소)	-391.7	-180.2	-214.5	433.0	0.0
자본의 증가(감소)	-152.0	-109.1	-116.2	-164.7	-181.7
배당금 지급	213.4	137.1	155.8	164.7	181.7
기타재무활동	204.2	179.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	-57.2	852.3	1,019.6	1,148.5	615.7
기초현금	2,781.4	2,724.2	3,576.5	4,596.0	5,744.6
기말현금	2,724.2	3,576.5	4,596.0	5,744.6	6,360.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,220.1	9,670.6	10,685.7	12,004.5	13,445.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,685.7	12,004.5	13,445.0
판매비와 관리비	6,915.4	8,181.8	8,853.7	9,875.4	10,961.7
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,832.0	2,129.1	2,483.3
EBITDA	1,865.6	2,071.2	2,585.0	2,934.3	3,367.9
금융손익	98.2	71.5	130.9	379.6	12.1
관계기업등 투자손익	10.1	244.3	-89.5	261.0	261.0
기타영업외손익	-329.2	-323.3	135.4	-207.8	-209.9
세전계속사업이익	1,083.7	1,481.4	2,008.7	2,561.9	2,546.6
계속사업법인세비용	410.5	496.4	495.5	742.9	738.5
당기순이익	673.2	985.0	1,513.3	1,818.9	1,808.1
지배주주순이익	760.3	1,012.6	1,458.5	1,800.7	1,790.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	15.9	15.4	17.1	17.7	18.5
EBITDA 마진률 (%)	22.7	21.4	24.2	24.4	25.0
세전이익률 (%)	13.2	15.3	18.8	21.3	18.9
지배주주순이익률 (%)	9.2	10.5	13.6	15.0	13.3
ROA (%)	2.2	2.9	4.0	4.6	4.3
ROE (%)	3.3	4.4	6.2	7.2	6.7
ROIC (%)	66.7	35.1	46.8	63.1	72.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	38.3	32.8	17.9	14.5	14.6
P/B	1.3	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.1	17.8	10.4	8.9	7.6
P/S	3.5	3.8	2.7	2.4	2.1
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액 증가율	20.6	17.6	10.5	12.3	12.0
영업이익 증가율	-1.6	14.1	23.0	16.2	16.6
세전이익 증가율	-49.0	36.7	35.6	27.5	-0.6
지배주주순이익 증가율	-95.4	33.2	44.0	23.5	-0.6
EPS 증가율	-95.4	47.3	44.0	23.5	-0.6
안정성 (%)					
부채비율	44.6	47.4	50.7	50.7	49.9
유동비율	117.5	111.5	128.6	135.0	138.1
순차입금/자기자본	4.2	2.0	-6.4	-8.9	-10.8
영업이익/금융비용	18.2	11.7	23.7	25.0	7.0
총차입금 (십억원)	4,953.1	4,883.0	4,509.8	4,942.8	4,942.8
순차입금 (십억원)	986.1	480.0	-1,620.5	-2,398.3	-3,078.9
주당지표 (원)					
EPS	4,634	6,826	9,832	12,139	12,067
BPS	138,642	142,887	148,317	158,391	168,294
SPS	50,107	59,545	65,795	73,915	82,785
DPS	914	1,050	1,110	1,230	1,230

NAVER 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:최승호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자 의견 기준 및 기간	투자등급	투자 의견 비율	비고	구분	투자 의견 기준 및 기간	투자등급	투자 의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	97.7%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	2.3%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		