

## NAVER(035420)

## 냉정하게 바라본 네이버웹툰

## 웹툰 IPO 증권신고서 제출

네이버의 웹툰 사업을 총괄하는 자회사 웹툰 엔터테인먼트가 5월 31일 SEC에 증권신고서를 제출하며 기업공개에 나섰다. 웹툰 엔터테인먼트는 네이버가 71.2%, LY Corp이 28.7%를 각각 보유하고 있으며 산하에 네이버웹툰(국내), Line Digital Frontier(일본), 왓패드(캐나다) 등 주요 국가의 웹툰 사업을 담당하는 자회사들을 두고 있다. 상장 후 기업가치는 아직 미공개이나 블룸버그는 웹툰 엔터테인먼트의 가치가 30억~40억달러 수준으로 추정된다고 언급했다.

## 편하지는 않았던 네이버웹툰의 민낯

이번 증권신고서를 통해 웹툰의 실적과 ARPPU를 포함한 다양한 유저 지표들이 공개됐다. 결론적으로 현재 상황이 그다지 낙관적이지는 않았다. 우선 MAU를 살펴보면 1Q22 이후로 주요 지역에서 모두 성장이 나타나고 있지 못하다. 1Q22 1.67억명이었던 MAU는 1Q24 1.69억명으로 거의 성장하지 못했으며 동 기간 MPU(monthly paying users) 또한 760만명에서 780만명으로 유사한 흐름이다. ARPPU는 1Q22 7.8달러에서 1Q24 11.5달러로 상승했으나 이 또한 1Q23 이후로는 거의 정체되고 있는 상황이다. PU 및 ARPPU의 부진 속에서 네이버웹툰의 1Q24 매출액은 326.7만달러(+5.3% YoY)로 부진한 성장률을 기록했다.

## 상장 이후 풀어야할 과제들(1): 콘텐츠 다양성 확대

네이버웹툰의 상장 이후 해결해야 할 과제들이 다수 존재한다. 우선 콘텐츠의 다양화이다. 지난 2~3년 동안 국내 웹툰 시장의 트렌드를 보면 나혼자만레벨업의 큰 성공 이후 이세계물, 회귀물 등의 장르가 압도적으로 다수를 차지하고 있다. 특정 장르의 성장은 그만큼 유저들의 수요가 뒷받침되고 있다는 방증이나 게임과 마찬가지로 장르의 집중도가 높아지는 과정에서 품질의 하락과 유저들의 흥미 감소가 일어날 수 있다. 최근의 부정적인 지표(특히 국내) 또한 이러한 현상의 결과일 수 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	8,220	1,305	760	5,007	(95.0)	1,866	35.5	15.6	1.2	3.3	0.5
2023A	9,671	1,489	1,012	6,661	33.0	2,071	33.6	17.5	1.5	4.4	0.5
2024F	10,687	1,821	1,564	10,364	55.6	2,619	17.1	10.8	1.1	6.6	0.7
2025F	12,249	2,251	1,627	10,779	4.0	3,247	16.4	8.7	1.1	6.5	0.7
2026F	13,912	2,735	1,954	12,948	20.1	3,929	13.7	7.1	1.0	7.5	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 270,000원(유지)

## KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
62	60	48	74

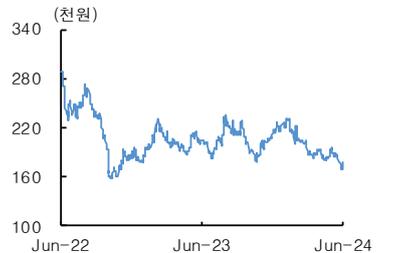
## Stock Data

KOSPI(6/5)	2,690
주가(6/5)	177,100
시가총액(십억원)	28,763
발행주식수(백만)	162
52주 최고/최저가(원)	234,500/170,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	153,950
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.7/44.6
주요주주(%)	국민연금공단 8.2
	BlackRock Fund Advisors 외 13인 5.1

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.0)	(16.9)	(13.4)
KOSPI 대비(%p)	(9.5)	(24.7)	(16.2)

## 주가추이



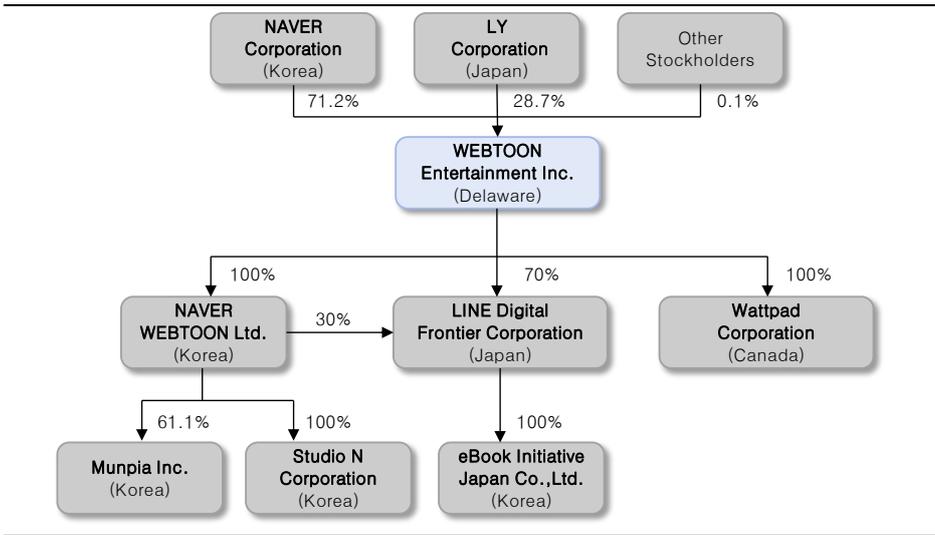
정호윤, CFA

junghy@koreainvestment.com

김예림

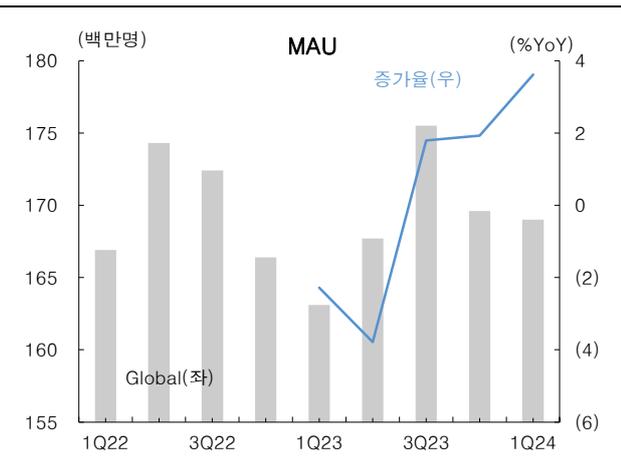
yerim.kim@koreainvestment.com

[그림 1] 웹툰 엔터테인먼트의 지배구조



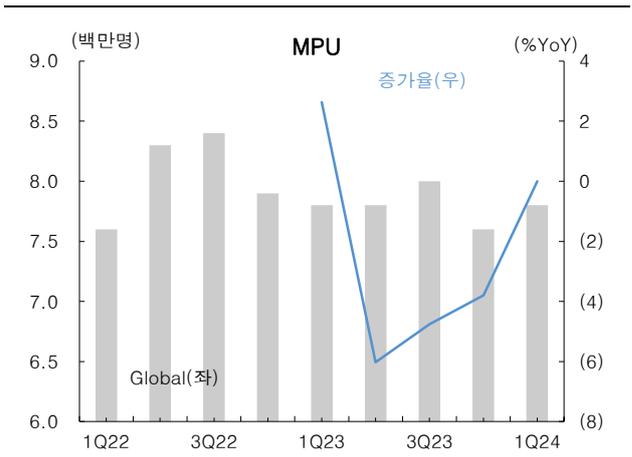
자료: Webtoon Entertainment, 한국투자증권

[그림 2] MAU가 크게 성장하지 못하고 있음



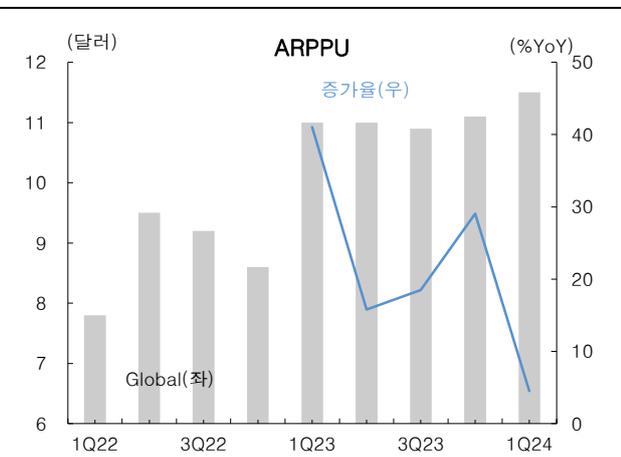
자료: Webtoon Entertainment, 한국투자증권

[그림 3] MPU 또한 거의 성장하지 못하는 모습



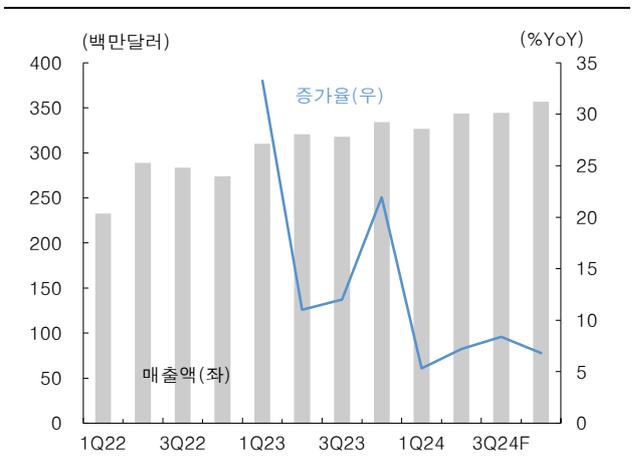
자료: Webtoon Entertainment, 한국투자증권

[그림 4] 2023년 이후 ARPPU 상승세 현격하게 둔화됨



자료: Webtoon Entertainment, 한국투자증권

[그림 5] 매출 성장률 1Q24에 한자릿수로 둔화

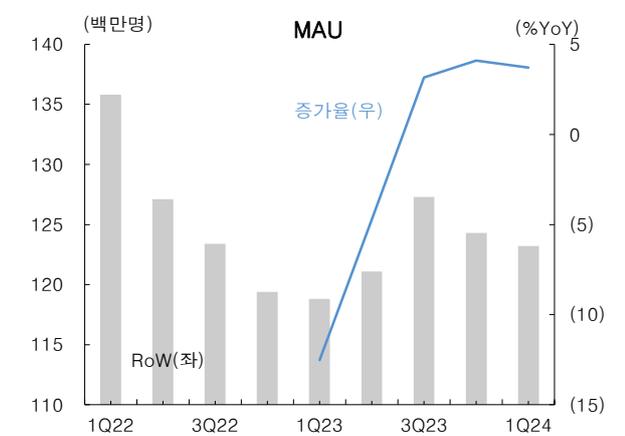


자료: Webtoon Entertainment, 한국투자증권 추정

### 상장 이후 풀어야할 과제들(2): 매출 성장이나 수익성 개선이나

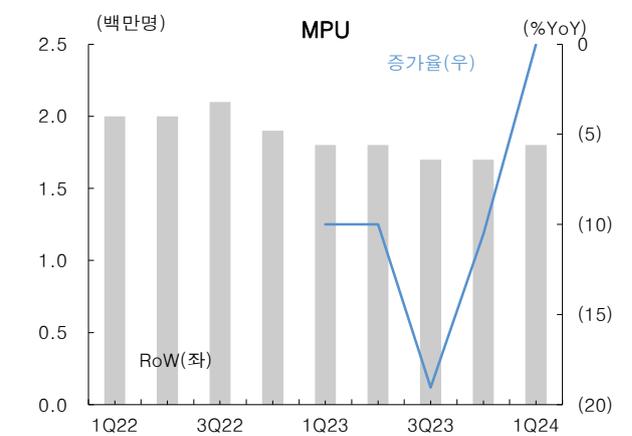
두번째로 해결할 과제는 매출 성장과 수익성 개선 사이의 딜레마다. 익히 알고 있는 것처럼 지난 2년간 네이버는 전사적으로 비용 효율화를 추구해왔으며 이에 따라 웹툰 또한 마케팅비를 최대한 보수적으로 집행해왔다. 보수적 마케팅으로 인해 아직 웹툰이 주류 문화로 자리잡지 못한 미국 및 유럽 지역에서의 MAU가 1Q22 1.36억명에서 1Q24에는 1.23억명으로 감소했다. 이미 웹툰의 침투율이 충분히 높은 한국과 일본에서의 성장은 한계가 있는 만큼 네이버웹툰은 미국 시장에서의 점유율 확대를 중요한 장기 성장 과제로 삼아왔다. 그러나 전사적인 비용 효율화 기조로 이를 달성하지 못했던 만큼 상장 이후 전략 변화와 그에 따른 성과 확인이 중요할 것이다.

[그림 6] 마케팅 축소 이후 미주 및 유럽 지역 MAU 감소



자료: Webtoon Entertainment, 한국투자증권

[그림 7] MPU 또한 서서히 줄어들고 있음

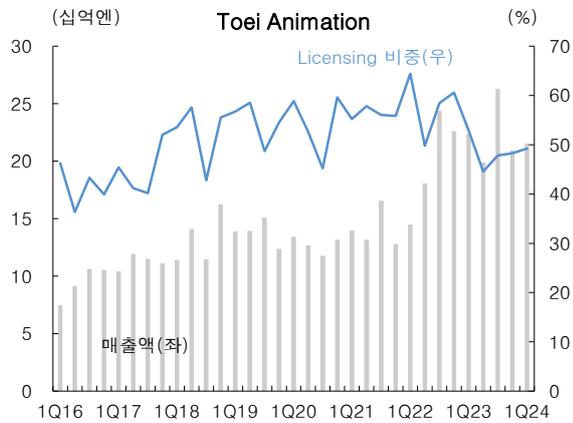


자료: Webtoon Entertainment, 한국투자증권

### 상장 이후 풀어야할 과제들(3): IP 활용 확대

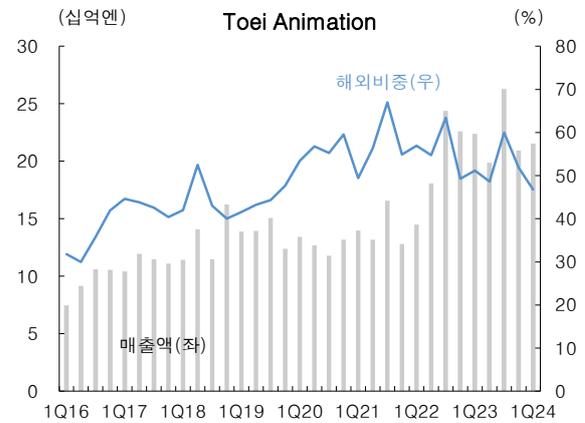
마지막 과제는 IP 활용 확대이다. 네이버웹툰 증권신고서에 따르면 IP 관련 매출액은 2022년 1,070억원에서 2023년 1,410억원으로 늘어났다. 적은 규모라고 할 수는 없겠으나 여전히 전체 매출액에서 차지하는 비중은 10% 이하이다. 드래곤볼, 원피스, 슬램덩크 등의 일본 대표 애니메이션 IP를 보유한 토에이 애니메이션의 라이선싱 매출액이 전체 매출액에서 차지하는 비중이 약 47.5% 수준인 것을 감안하면 여전히 국내 웹툰 플랫폼들의 IP 활용이 아직 갈 길이 많이 남았음을 알 수 있다.

[그림 8] 토에이 애니메이션 라이선싱 비중은 꾸준히 상승



주: CY기준, 1Q24는 FY4Q24  
 자료: Toei Animation, 한국투자증권

[그림 9] 해외 IP 인지도 확대에 해외 매출 비중 상승



주: CY기준, 1Q24는 FY4Q24  
 자료: Toei Animation, 한국투자증권

밸류에이션은 큰 무리 없을 것, 관건은 과제들에 대한 해결방안 제시  
 당사가 지난 2월 20일 자료([네이버웹툰 IPO에 대한 손익계산서](#))를 통해서도 언급했던 것처럼 30억~40억달러의 기업가치는 크게 부담되는 밸류에이션은 아니라고 판단한다. 네이버웹툰과 사업구조가 거의 90% 이상 동일한 중국의 웨원그룹(Yuewen Group, 구 China Literature)가 2023년 기준 PSR 3.8배, 2024년 기준 3.3배에 거래되고 있다. 네이버웹툰의 2024년 매출은 1.4조원(+6.6% YoY) 수준으로 추정하며, PSR 3~4배를 적용 시 적정 가치는 4.2조원~5.6조원 수준으로 판단된다. 남은 과제는 낮아진 성장성에 대한 대응 방안을 제시하는 일이다.

〈표 1〉 WEBTOON ENTERTAINMENT 실적 추정

(단위: 백만달러)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액	232.8	288.8	283.7	274.0	310.3	320.7	317.8	334.1	326.7	343.8	344.5	356.8
YoY(%)					33.3	11.0	12.0	21.9	5.3	7.2	8.4	6.8
영업비용	254.3	290.0	363.2	286.6	330.0	326.1	324.5	338.4	312.6	329.3	331.3	344.0
YoY(%)					29.8	12.5	-10.7	18.1	-5.3	7.2	8.4	6.8
매출원가	168.9	188.1	241.7	207.7	244.4	239.5	245.7	257.7	244.4	257.1	257.6	266.9
마케팅	47.4	52.3	59.8	20.5	29.2	33.1	33.1	25.6	19.5	21.4	23.6	25.9
일반관리비	38.0	49.5	61.8	58.4	56.4	53.5	45.8	55.1	48.7	50.8	50.1	51.2
영업이익	-21.5	-1.1	-79.5	-12.6	-19.8	-5.5	-6.7	-4.4	14.2	14.4	13.2	12.8
YoY(%)					NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
영업이익률(%)	-9.2	-0.4	-28.0	-4.6	-6.4	-1.7	-2.1	-1.3	4.3	4.2	3.8	3.6
세전이익	-34.0	4.9	-71.1	17.8	-15.9	-8.5	-5.5	-102.8	12.9	13.0	11.8	11.5
YoY(%)					NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
순이익	-37.0	-1.4	-78.5	-15.6	-18.3	-19.8	-11.5	-95.3	6.2	10.4	9.5	9.2
YoY(%)					NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM

자료: Webtoon Entertainment, 한국투자증권

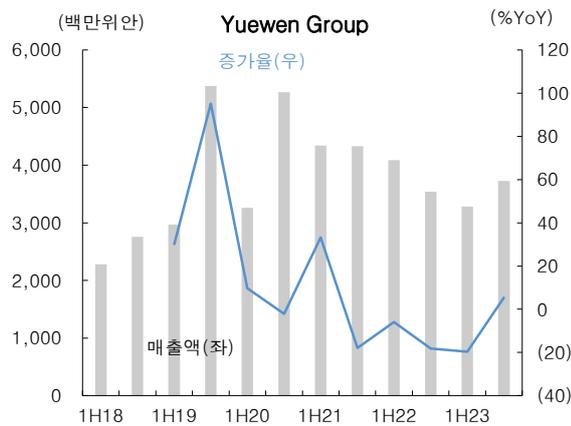
〈표 2〉 Yuewen Group valuation

(단위: %, 배)

	PER	PBR	ROE	PSR	EV/EBITDA
2022A	44.7	1.5	3.5	3.6	24.9
2023A	33.0	1.4	4.4	3.8	25.2
2024F	17.9	1.3	6.2	3.3	13.9
2025F	16.6	1.2	6.3	3.1	12.6

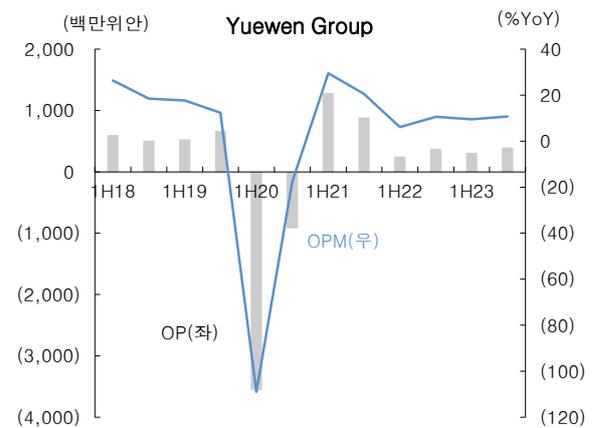
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 2H21부터 매출 성장률 역성장 중인 Yuewen



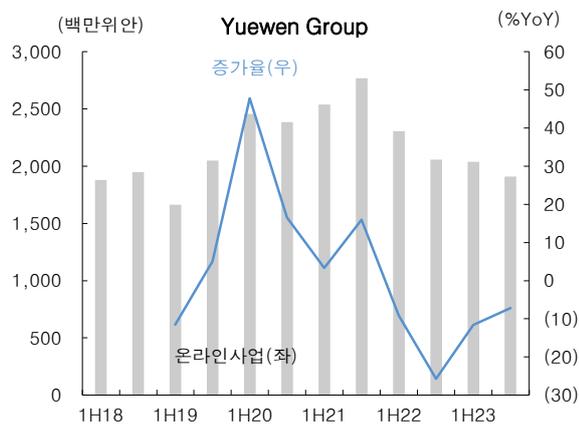
자료: Yuewen, 한국투자증권

[그림 11] 영업이익률은 평균 10% 수준 유지 중



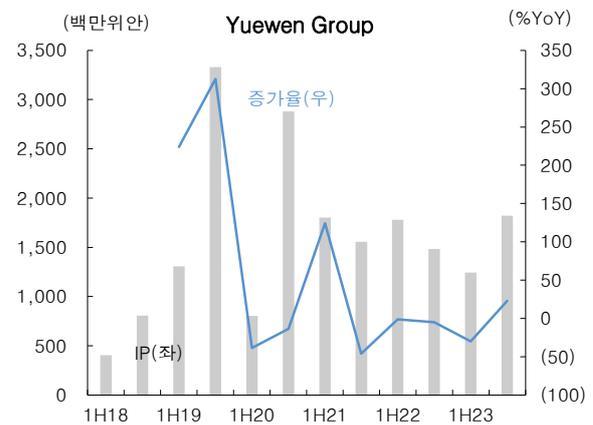
자료: Yuewen, 한국투자증권

[그림 12] 웹툰 및 웹소설 플랫폼 성장을 둔화



자료: Yuewen, 한국투자증권

[그림 13] IP 비즈니스의 성장을 또한 둔화



자료: Yuewen, 한국투자증권

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>8,220</b>	<b>9,671</b>	<b>10,687</b>	<b>12,249</b>	<b>13,912</b>
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,687	12,249	13,912
판매관리비	6,915	8,182	8,866	9,998	11,177
<b>영업이익</b>	<b>1,305</b>	<b>1,489</b>	<b>1,821</b>	<b>2,251</b>	<b>2,735</b>
영업이익률(%)	15.9	15.4	17.0	18.4	19.7
EBITDA	1,866	2,071	2,619	3,247	3,929
EBITDA Margin(%)	22.7	21.4	24.5	26.5	28.2
영업외수익	(221)	(8)	181	(52)	(94)
금융수익	679	603	610	631	636
금융비용	932	683	714	748	782
기타영업외손익	(65)	(195)	265	(5)	(21)
관계기업관련손익	97	267	19	69	75
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1,084</b>	<b>1,481</b>	<b>2,002</b>	<b>2,199</b>	<b>2,641</b>
법인세비용	411	496	480	616	740
연결당기순이익	673	985	1,522	1,583	1,902
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>760</b>	<b>1,012</b>	<b>1,564</b>	<b>1,627</b>	<b>1,954</b>
지배주주순이익률(%)	9.2	10.5	14.6	13.3	14.0
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	20.6	17.6	10.5	14.6	13.6
영업이익 증가율	(1.6)	14.1	22.3	23.6	21.5
지배주주순이익 증가율	(95.4)	33.2	54.5	4.0	20.1
EPS 증가율	(95.0)	33.0	55.6	4.0	20.1
EBITDA 증가율	6.1	11.0	26.5	24.0	21.0

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,453</b>	<b>2,002</b>	<b>4,492</b>	<b>6,050</b>	<b>6,611</b>
당기순이익	673	985	1,522	1,583	1,902
유형자산감가상각비	519	528	714	900	1,085
무형자산상각비	42	54	84	96	109
자산부채변동	307	360	2,189	3,400	3,401
기타	(88)	75	(17)	71	114
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(1,216)</b>	<b>(950)</b>	<b>(4,174)</b>	<b>(5,850)</b>	<b>(6,326)</b>
유형자산투자	(701)	(641)	(1,005)	(1,191)	(1,377)
유형자산매각	12	7	7	7	7
투자자산순증	(467)	1,022	(2,480)	(3,628)	(3,844)
무형자산순증	(55)	(51)	(446)	(653)	(702)
기타	(5)	(1,287)	(250)	(385)	(410)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(339)</b>	<b>(110)</b>	<b>58</b>	<b>378</b>	<b>330</b>
자본의증가	149	34	0	0	0
차입금의순증	(392)	(180)	164	607	607
배당금지급	(213)	(62)	(181)	(182)	(182)
기타	117	98	75	(47)	(95)
기타현금흐름	45	(90)	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>(57)</b>	<b>852</b>	<b>376</b>	<b>578</b>	<b>615</b>
FCF	(516)	(226)	2,979	4,230	4,553

주: K-IFRS (연결) 기준

## 재무상태표

(단위: 십억원)

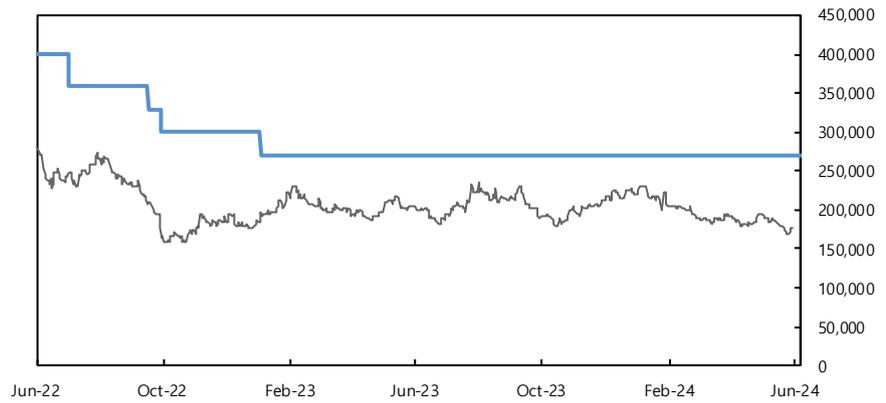
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>33,899</b>	<b>35,738</b>	<b>39,489</b>	<b>45,102</b>	<b>51,060</b>
유동자산	6,440	7,028	7,767	8,902	10,110
현금성자산	2,724	3,576	3,952	4,530	5,145
매출채권및기타채권	1,515	1,706	1,885	2,161	2,454
재고자산	9	15	16	19	21
비유동자산	27,459	28,710	31,722	36,200	40,950
투자자산	22,344	21,231	23,462	26,891	30,542
유형자산	2,458	2,742	3,025	3,309	3,593
무형자산	1,481	3,446	3,808	4,364	4,957
<b>부채총계</b>	<b>10,449</b>	<b>11,500</b>	<b>14,166</b>	<b>18,654</b>	<b>23,173</b>
유동부채	5,481	6,306	8,674	12,764	16,866
매입채무및기타채무	2,935	3,873	4,280	4,905	5,571
단기차입금및단기사채	333	788	1,242	1,697	2,151
유동성장기부채	1,120	443	0	0	0
비유동부채	4,968	5,194	5,492	5,890	6,307
사채	1,705	1,656	1,607	1,558	1,509
장기차입금및금융부채	1,602	1,762	1,922	2,081	2,241
<b>자본총계</b>	<b>23,450</b>	<b>24,238</b>	<b>25,323</b>	<b>26,448</b>	<b>27,887</b>
지배주주지분	22,744	23,206	24,354	25,440	26,797
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,243	1,243	1,243
기타자본	(840)	(607)	(607)	(607)	(607)
이익잉여금	23,646	24,544	25,960	27,314	28,939
비지배주주지분	<b>706</b>	<b>1,032</b>	<b>969</b>	<b>1,009</b>	<b>1,091</b>
순차입금	242	(218)	(590)	(807)	(1,077)

## 주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,007	6,661	10,364	10,779	12,948
BPS	144,841	148,137	155,206	161,891	170,246
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205
<b>수익성(%)</b>					
ROA	2.0	2.8	4.0	3.7	4.0
ROE	3.3	4.4	6.6	6.5	7.5
배당수익률	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
배당성향	18.0	17.9	11.6	11.2	9.3
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	44.6	47.4	55.9	70.5	83.1
차입금/자본총계비율(%)	21.1	20.1	19.9	21.4	22.5
이자보상배율(x)	18.2	11.7	18.6	18.2	17.6
순차입금/EBITDA(x)	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3
<b>Valuation(x)</b>					
PER	35.5	33.6	17.1	16.4	13.7
최고	76.1	36.3	22.7	21.8	18.2
최저	31.0	26.0	16.4	15.8	13.1
PBR	1.2	1.5	1.1	1.1	1.0
최고	2.6	1.6	1.5	1.5	1.4
최저	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
PSR	3.5	3.8	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	15.6	17.5	10.8	8.7	7.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NAVER (035420)	2022.05.31	매수	400,000원	-37.2	-27.5
	2022.07.08	매수	360,000원	-32.4	-24.0
	2022.09.23	매수	330,000원	-40.6	-38.0
	2022.10.05	매수	300,000원	-40.6	-35.0
	2023.01.09	매수	270,000원	-23.9	-13.1
	2024.01.09	1년경과			-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2024년 6월 7일 현재 NAVER 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 NAVER 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.