

인터넷 (비중확대/유지)

네이버웹툰 나스닥 상장. 업종 영향은?

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 웹툰 엔터테인먼트	4
상장 신고서 제출	4
실적 현황 및 밸류에이션	5
주요 지표	6
III. 웹툰 산업 글로벌 현황	8
글로벌: 가파르게 둔화 중인 성장세	8
국내: 이미 성숙기에 접어든 시장	10
일본: 빅테크 참전으로 경쟁 격화 중	12
미국: 생각보다 느린 이용자층 확장	14
IV. 2차, 3차 창작물로의 확장	15
미디어믹스 시너지 효과	15
V. 산업 성장성 회복의 키는 AI	16
생성 AI 도입을 통한 공급난 해소 기대	16
AI 기술을 통한 불법 유통 시장 양지화	19
Global Company Analysis	20
NAVER	21
엔비티	27

I. Investment Summary

웹툰 엔터테인먼트 상장 본격화

웹툰 엔터테인먼트 상장이 초읽기에 들어갔다. 25F 당사 예상 실적에 P/E 30배를 적용한 예상 시가총액은 35억달러 수준이다. 산업 성장세 둔화로 높은 수준의 타라인 성장률을 회복하기는 어려울 것이나 마케팅비 효율화, 광고 매출 증대에 따른 가파른 마진 개선이 예상된다. 23년 -2.8%에 불과했던 영업이익률은 24F 5.3%, 25F 9.4%까지 상승할 전망이다.

23년 매출액 12억 8,300만달러(+19% YoY), 영업손실 3,600만달러를 기록했다. 1Q24 매출액 3억 2,700만달러(+5% YoY), 영업이익 1,400만달러(흑자전환 YoY)를 기록하며 흑자 전환에 성공했다. 24F 매출액 14억 3,400만달러(+12% YoY), 영업이익 7,600만달러(흑자전환 YoY)로 연간으로도 흑자 전환에 성공할 전망이다.

NAVER, 카카오 웹툰 사업 글로벌 현황

글로벌 웹툰 산업은 코로나 영향이 본격화된 20년 폭발적인 성장을 경험한 이후 성장세가 가파르게 둔화되고 있다. 글로벌 양대 플랫폼 NAVER와 카카오의 연간 거래액은 각각 1.8조원, 1.4조원 수준을 기록하고 있다. NAVER와 카카오의 웹툰 글로벌 거래액 YoY 성장률은 20년 100%에 육박했으나 23년에는 각각 6%, 1%까지 감소했다. 2Q24 이후에는 역성장까지 관찰될 가능성이 높아 보인다.

웹툰 산업 성장세 둔화는 1) 글로벌 이용자 연령층 확대의 어려움, 2) 콘텐츠 공급 증가세 둔화에 기인한다. 웹툰, 웹소설 산업이 글로벌에서 가장 먼저 태동한 국내 시장은 이미 성숙기에 접어들었고, 일본 지역은 빅테크 참전으로 경쟁이 격화 중이며, 미국은 잠재력은 높으나 이용자층의 확장에 어려움을 겪고 있다.

웹툰 엔터 상장 영향은?

웹툰 엔터테인먼트의 상장이 NAVER에 드라마틱한 변화를 줄 것으로 보이지는 않는다. 1) 상장 이후 단기간에 콘텐츠 매출 성장률 반등을 성공시키기는 어려워 보이며, 2) 라인 야후 불확실성과, 3) 중국 커머스 위협은 여전하기 때문이다. 그러나 확보 현금을 통한 M&A로 NAVER가 갖고 있는 방대한 IP를 영상화(애니메이션, 드라마, 영화 등) 할 수 있는 밸류체인을 구축할 수 있다면 리레이팅 가능성이 존재한다고 판단한다.

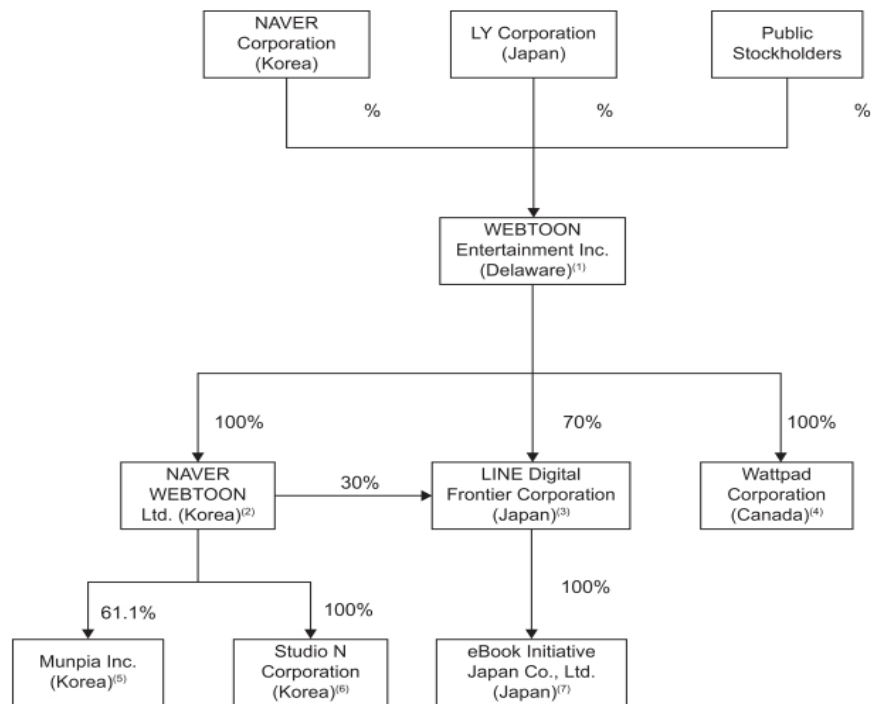
엔비티는 실질적 손해가 예상된다. 웹툰 엔터테인먼트는 상장 이후 1) 신규 유저 유입 촉진, 2) 유저 리텐션 강화, 3) 광고 매출 증대를 위해 글로벌 부문에서 오퍼럴 적용을 확대할 가능성이 높다. 국내와 일본을 제외한 기타 지역 MAU는 1.2억명에 달하나 Paying Ratio는 1.5%에 불과(국내 15%, 일본 10%)하다. 콘텐츠 결제에 대한 심리적 장벽이 높은 기타 지역은 오퍼럴 광고와 같은 약한 BM을 통한 플랫폼 락인을 먼저 추구할 것으로 보인다.

II. 웹툰 엔터테인먼트

상장 신고서 제출

웹툰 엔터테인먼트(네이버웹툰의 본사, 미국 법인) 상장이 초읽기에 들어갔다. 웹툰 엔터테인먼트는 지난 5/31일 SEC에 IPO를 위한 증권신고서를 제출했다. 종목 코드는 WBTN이다. 웹툰 엔터테인먼트는 네이버웹툰(국내, 지분율 100%), 라인 디지털프론티어(일본, 지분율 70%), 왓패드(캐나다, 지분율 100%)를 지배하고 있다. 네이버웹툰은 문피아(국내, 지분율 61.1%)와 스튜디오N(국내, 지분율 100%)을, 라인 디지털프론티어는 이북재팬(일본, 지분율 100%)을 지배하고 있다.

그림 1. 웹툰 엔터테인먼트 지분 구조



자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

실적 현황 및 밸류에이션

23년 매출액 12억 8,300만달러(+19% YoY), 영업손실 3,600만달러를 기록했다. 1Q24 매출액 3억 2,700만달러(+5% YoY), 영업이익 1,400만달러(흑자전환 YoY)를 기록하며 흑자 전환에 성공했다. 24F 매출액 14억 3,400만달러(+12% YoY), 영업이익 7,600만달러(흑자전환 YoY)로 연간으로도 흑자 전환에 성공할 전망이다.

웹툰 산업 성장세 둔화로 높은 수준의 탑라인 성장세를 회복하기는 어려울 것이나 마케팅비 효율화, 광고 매출 증대에 따른 가파른 마진 개선이 예상된다. 23년 -2.8%에 불과했던 영업이익률은 24F 5.3%, 25F 9.4%까지 상승할 전망이다.

24~26년 예상되는 폭발적인 영업이익 성장률을 고려 시 P/E 기준 30배 이상의 밸류에이션으로 나스닥 상장에 성공할 것으로 예상된다. 25F 당사 예상 실적에 P/E 30배를 적용한 예상 시가총액은 35억 달러 수준이다.

표 1. 웹툰 엔터테인먼트 실적 현황

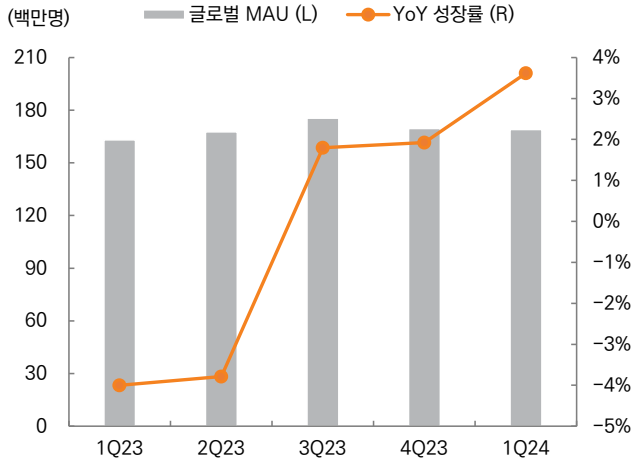
(백만달러)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (% YoY)	233	289	284	274	310	321	318	334	327	1,079	1,283	1,434	1,592	1,767
					33%	11%	12%	22%	5%		19%	12%	11%	11%
비용 (% YoY)	254	290	363	287	330	326	325	338	313	1,194	1,319	1,358	1,443	1,542
					30%	12%	-11%	18%	-5%		10%	3%	6%	7%
(% of Sales)	109%	100%	128%	105%	106%	102%	102%	101%	96%	111%	103%	95%	91%	87%
매출원가 (% YoY)	169	188	242	208	244	240	246	258	244	806	987	1,061	1,143	1,230
					45%	27%	2%	24%	0%		22%	7%	8%	8%
(% of Sales)	73%	65%	85%	76%	79%	75%	77%	77%	75%	75%	77%	74%	72%	70%
마케팅비 (% YoY)	47	52	60	21	29	33	33	26	19	180	121	97	102	112
					-38%	-37%	-45%	25%	-33%		-33%	-20%	5%	10%
(% of Sales)	20%	18%	21%	7%	9%	10%	10%	8%	6%	17%	9%	7%	6%	6%
일반관리비 (% YoY)	38	50	62	58	56	53	46	55	49	208	211	200	198	200
					48%	8%	-26%	-6%	-14%		1%	-5%	-1%	1%
(% of Sales)	16%	17%	22%	21%	18%	17%	14%	17%	15%	19%	16%	14%	12%	11%
영업이익 (% YoY)	-21	-1	-80	-13	-20	-5	-7	-4	14	-115	-36	76	149	225
	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	97%	50%
영업이익률	-9.2%	-0.4%	-28.0%	-4.6%	-6.4%	-1.7%	-2.1%	-1.3%	4.3%	-10.6%	-2.8%	5.3%	9.4%	12.7%
법인세차감전이익	-34	5	-71	-18	-16	-9	-6	-103	13	-118	-133	72	145	221
법인세	3	6	7	-2	2	11	6	-8	7	14	12	14	29	44
순이익	-37	-1	-78	-16	-18	-20	-11	-95	6	-133	-145	57	116	176
Target P/E 30x 적용 시												1,723	3,487	5,294

자료: 미래에셋증권 리서치센터

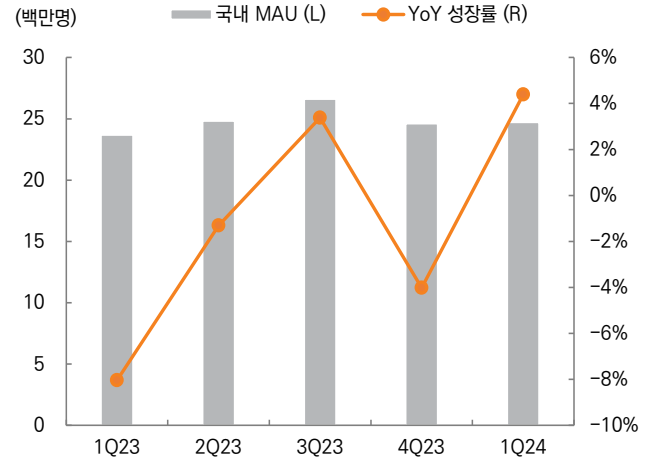
주요 지표

그림 2. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 MAU



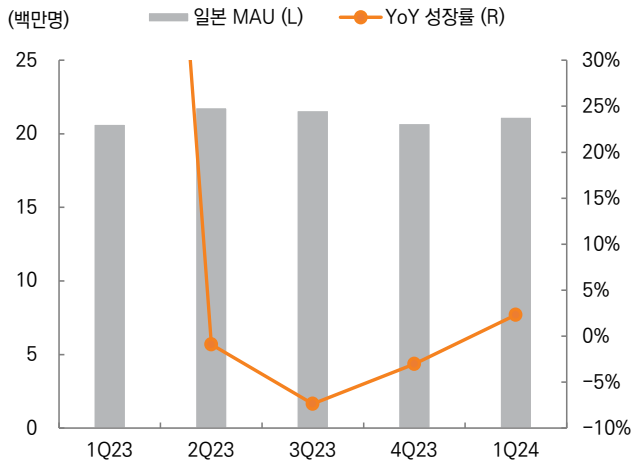
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 웹툰 엔터테인먼트 국내 MAU



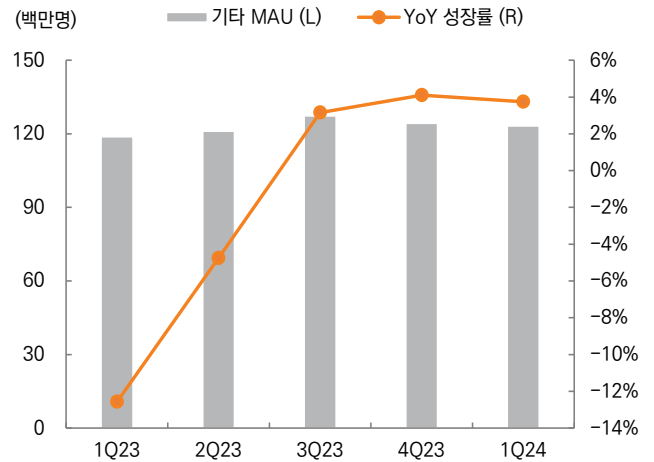
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 웹툰 엔터테인먼트 일본 MAU



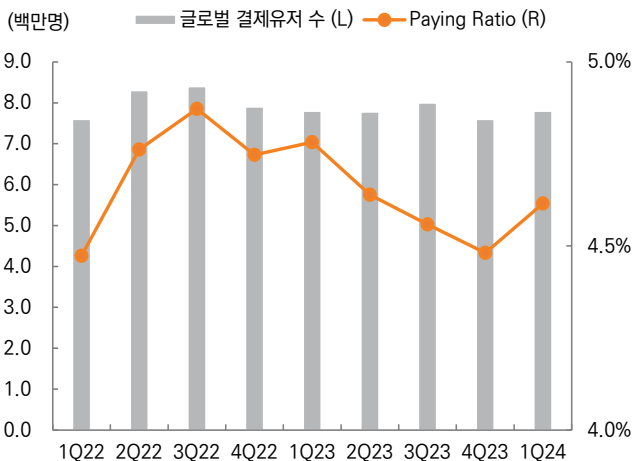
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 MAU



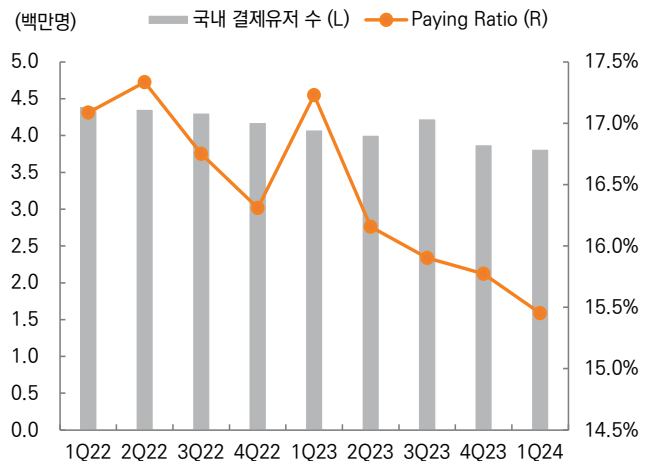
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 월평균 결제유저 수



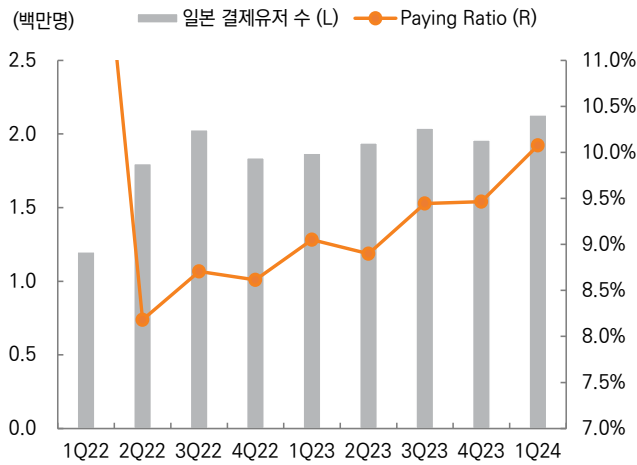
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 웹툰 엔터테인먼트 국내 월평균 결제유저 수



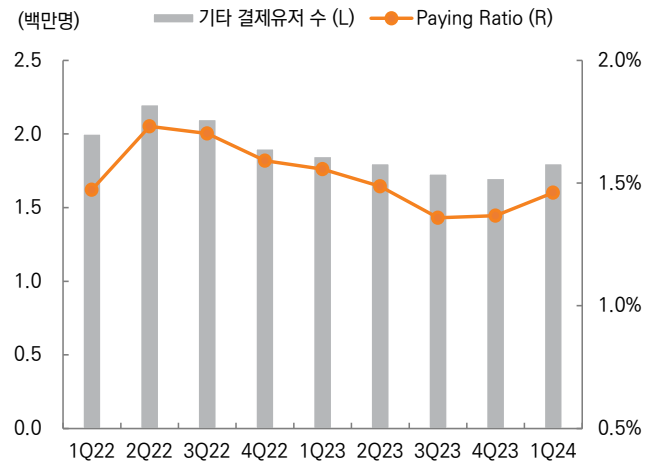
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 웹툰 엔터테인먼트 일본 월평균 결제유저 수



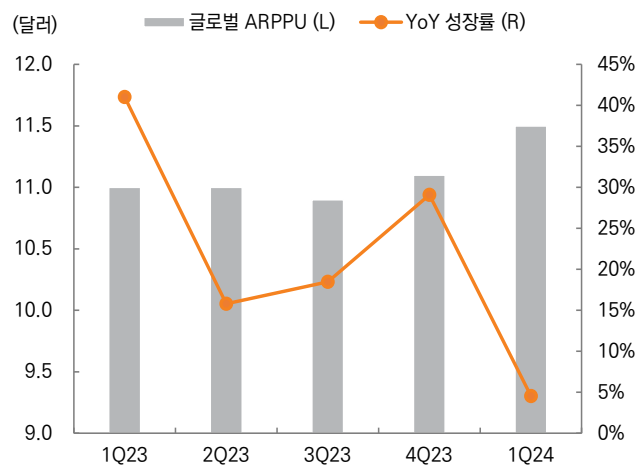
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 월평균 결제유저 수



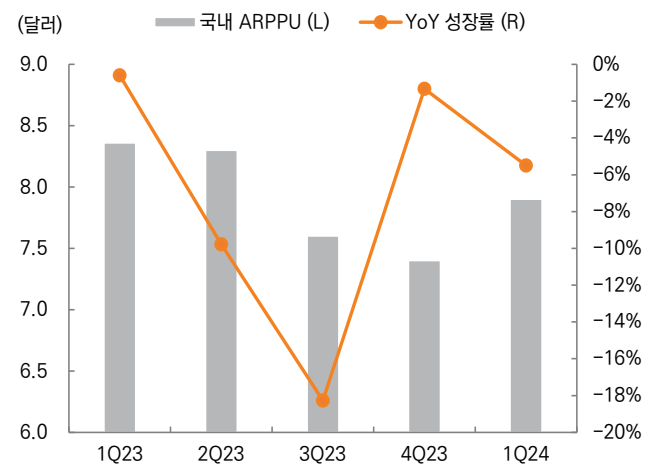
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 ARPPU



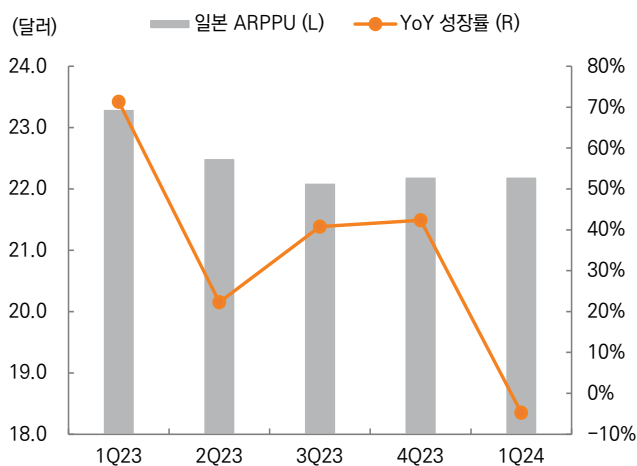
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 웹툰 엔터테인먼트 국내 ARPPU



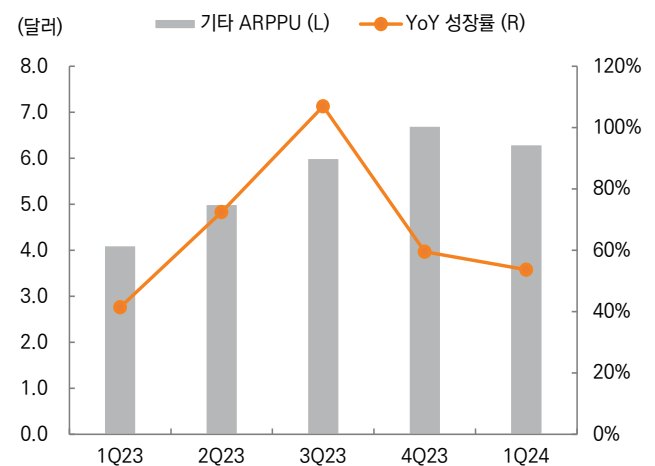
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 웹툰 엔터테인먼트 일본 ARPPU



자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 ARPPU



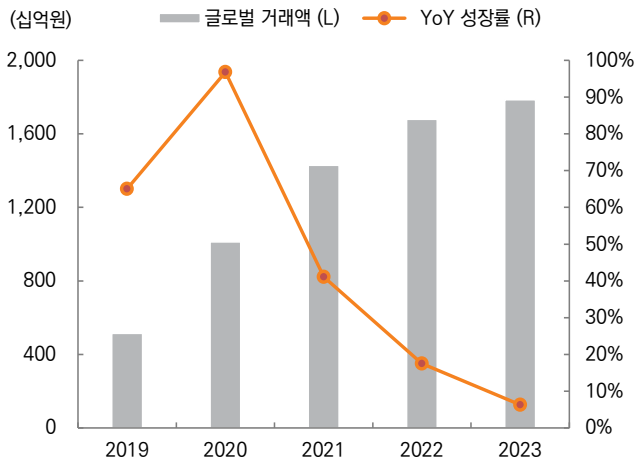
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

III. 웹툰 산업 글로벌 현황

글로벌: 가파르게 둔화 중인 성장세

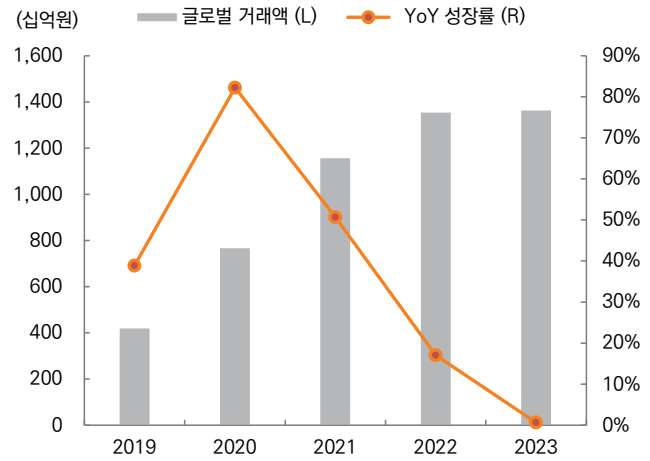
글로벌 웹툰 산업은 코로나 영향이 본격화된 20년 폭발적인 성장을 경험한 이후 성장세가 가파르게 둔화되고 있다. 글로벌 양대 플랫폼 NAVER와 카카오의 연간 거래액은 각각 1.8조원, 1.4조원 수준을 기록하고 있다. NAVER와 카카오의 웹툰 글로벌 거래액 YoY 성장률은 20년 100%에 육박했으나 23년에는 각각 6%, 1%까지 감소했다. 2Q24 이후에는 역성장까지 관찰될 가능성이 높아 보인다. 웹툰 산업 성장세 둔화는 1) 글로벌 이용자 연령층 확대의 어려움, 2) 콘텐츠 공급 증가세 둔화에 기인한다.

그림 14. 네이버 웹툰 글로벌 연간 거래액



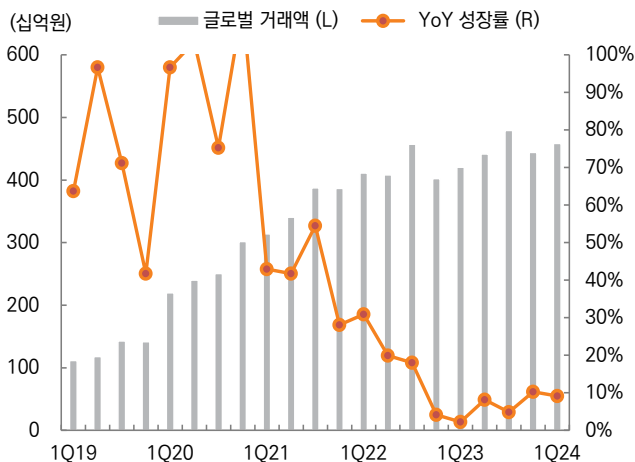
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 15. 카카오 웹툰 글로벌 연간 거래액



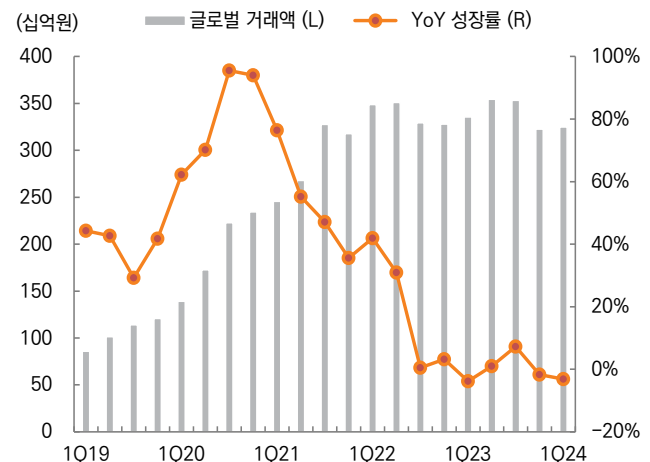
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 16. 네이버 웹툰 글로벌 분기 거래액



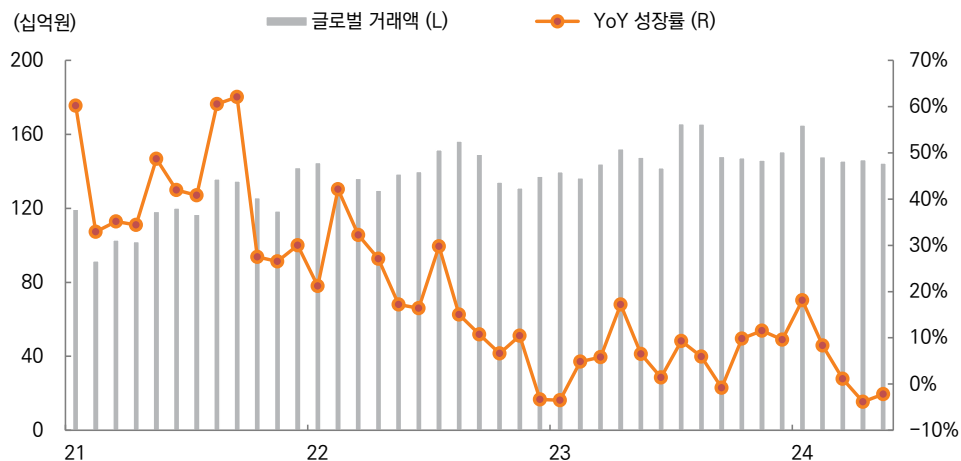
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 17. 카카오 웹툰 글로벌 분기 거래액



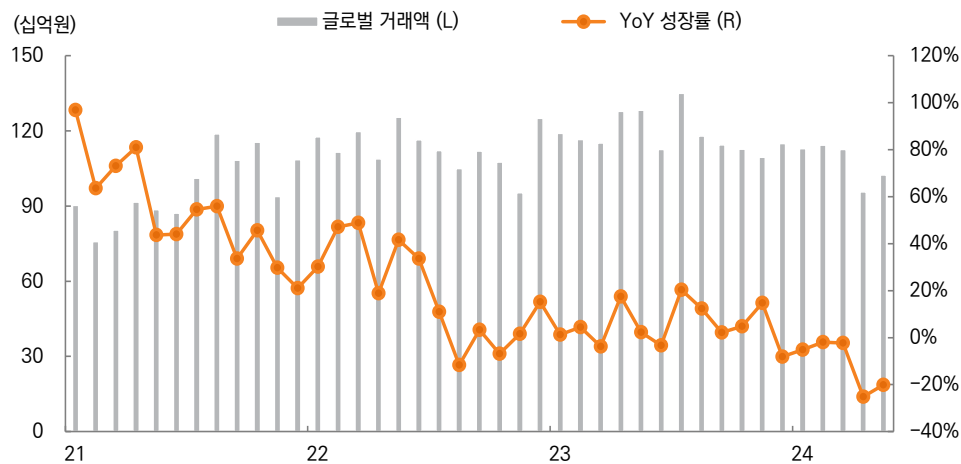
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 18. 네이버 웹툰 글로벌 월간 거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 카카오 웹툰 글로벌 월간 거래액

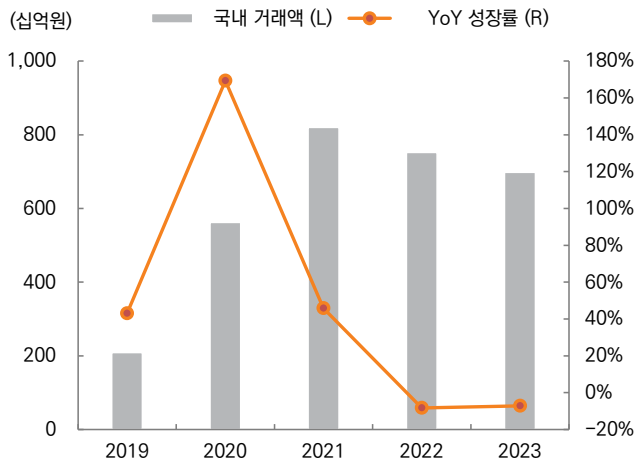


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내: 이미 성숙기에 접어든 시장

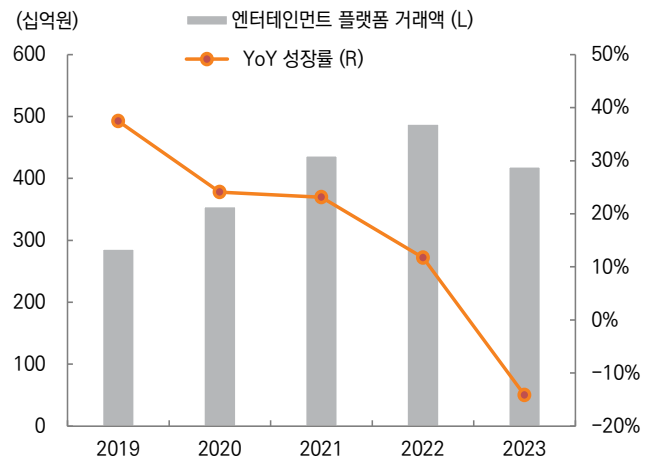
웹툰, 웹소설 산업이 글로벌에서 가장 먼저 태동한 국내 시장은 이미 성숙기에 접어들었다. 네이버 웹툰 국내 거래액은 21년을 고점으로, 카카오 웹툰 국내 거래액은 22년을 고점으로 역성장까지 관찰되고 있다. 주요 웹툰, 웹소설 플랫폼인 네이버웹툰, 네이버시리즈, 카카오 페이지, 카카오펀툰 월간 이용자와 월평균 체류시간 모두 하향 안정화되고 있다. 국내 웹툰 산업 부진은 경쟁 콘텐츠 플랫폼인 1) 유튜브, 인스타 이용시간 증가, 2) 숏폼 콘텐츠 유행 본격화에 기인한다.

그림 20. 네이버 웹툰 국내 연간 거래액



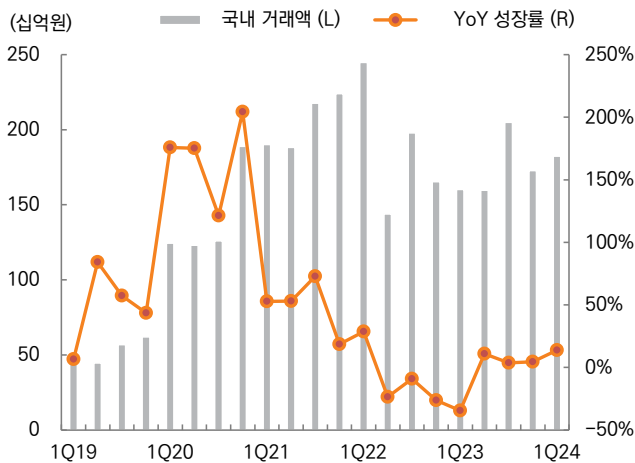
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 21. 카카오 엔터테인먼트 플랫폼 연간 거래액



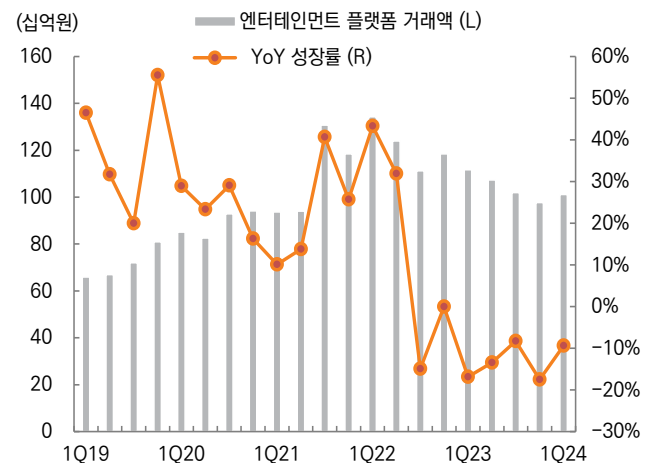
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 22. 네이버 웹툰 국내 분기 거래액



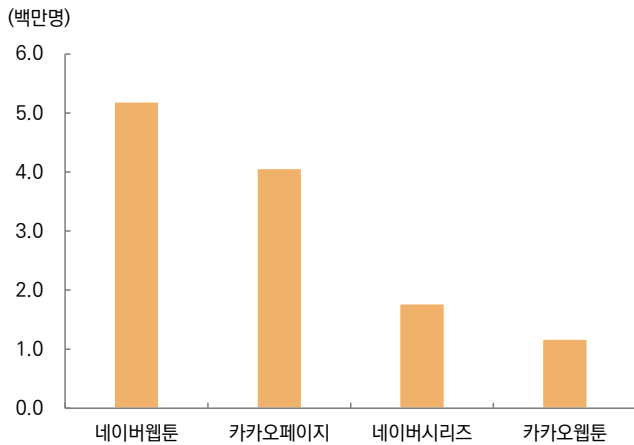
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. 카카오 엔터테인먼트 플랫폼 분기 거래액



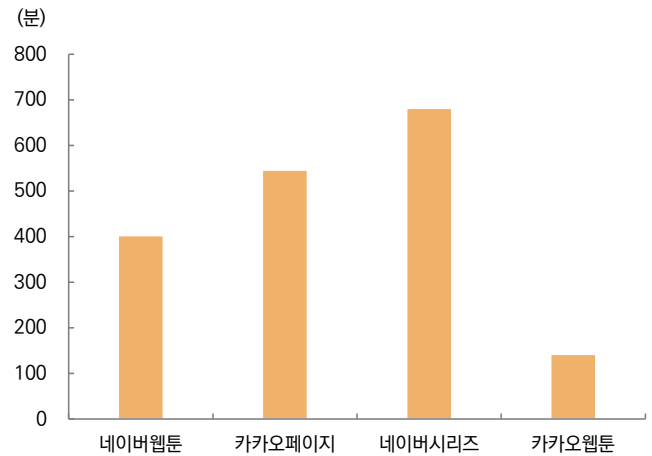
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 24. 국내 주요 웹툰, 웹소설 플랫폼 MAU (안드로이드, 4월)



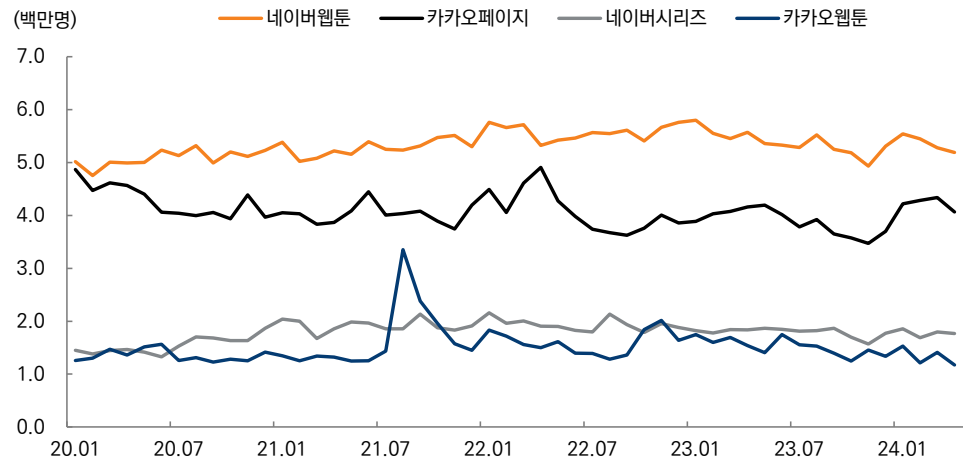
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 국내 웹툰, 웹소설 플랫폼 인당 월평균 이용시간 (4월)



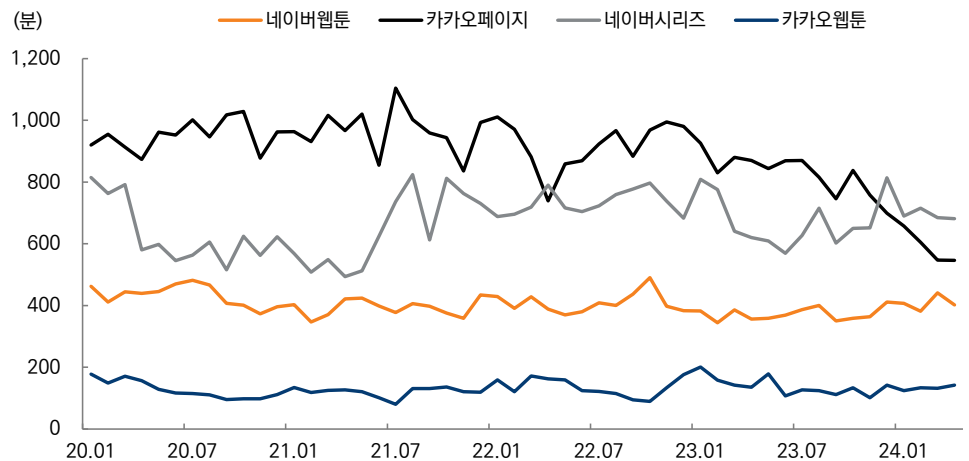
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 국내 주요 웹툰, 웹소설 플랫폼 MAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 국내 주요 웹툰, 웹소설 플랫폼 인당 월평균 이용시간

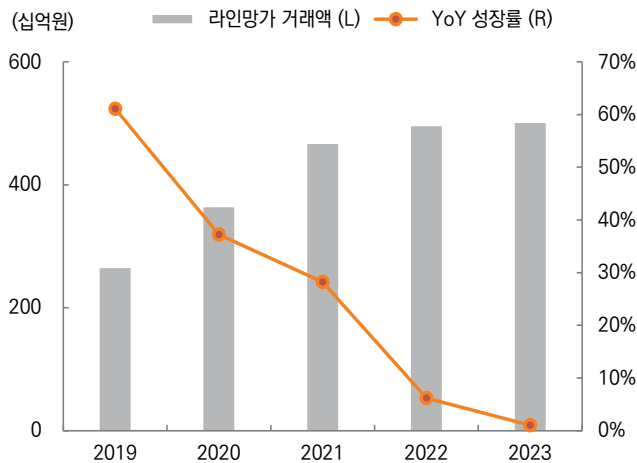


자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

일본: 빅테크 참전으로 경쟁 격화 중

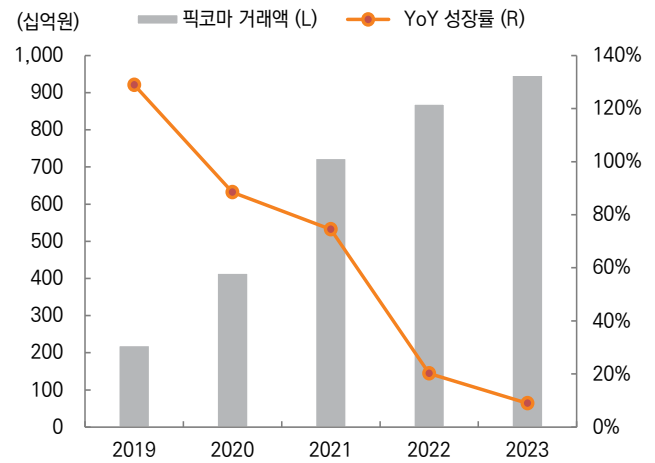
NAVER와 카카오의 글로벌 거래액 증가세 둔화의 가장 큰 원인은 일본 지역에서의 부진이다. 일본은 NAVER와 카카오 글로벌 거래액에서 50% 이상을 차지하는 주요 지역이다. NAVER의 라인망가와 카카오의 픽코마 모두 21년까지 시장을 상회하는 폭발적인 성장을 했지만 22년 이후로는 시장 성장률을 밑돌고 있는 것으로 추정된다. 아마존, 애플, 라쿠텐 등 빅테크도 일본 디지털 만화시장 공략에 본격적으로 나섬에 따라 경쟁이 격화되고 있다.

그림 28. 라인망가 연간 거래액



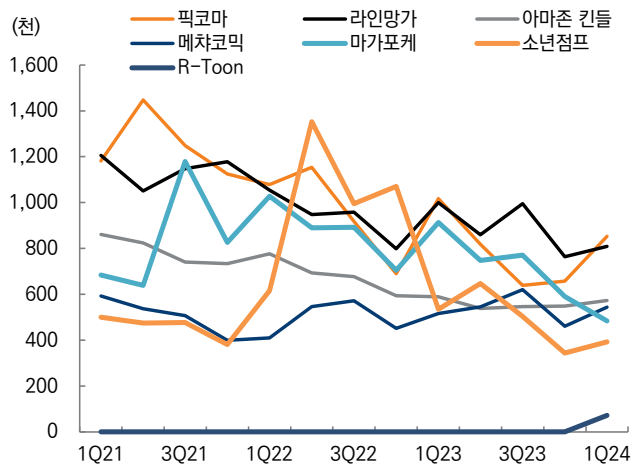
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 29. 픽코마 연간 거래액



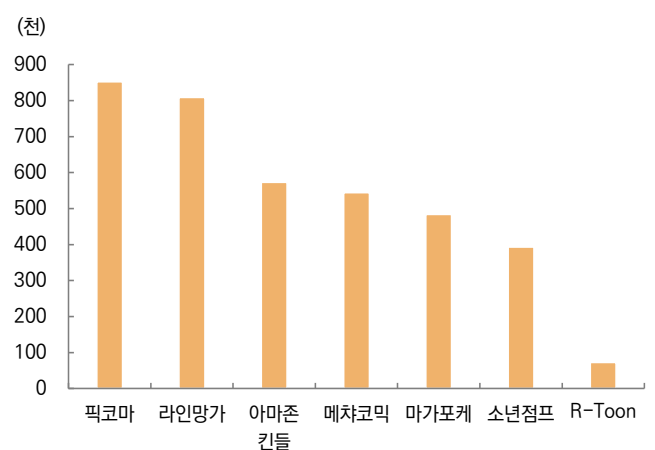
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 30. 일본 주요 디지털 만화 앱 분기 다운로드 수



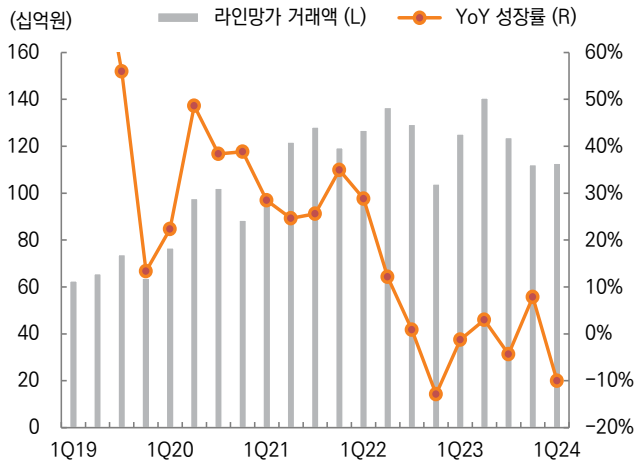
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 일본 주요 디지털 만화 앱 다운로드 수(1Q24)



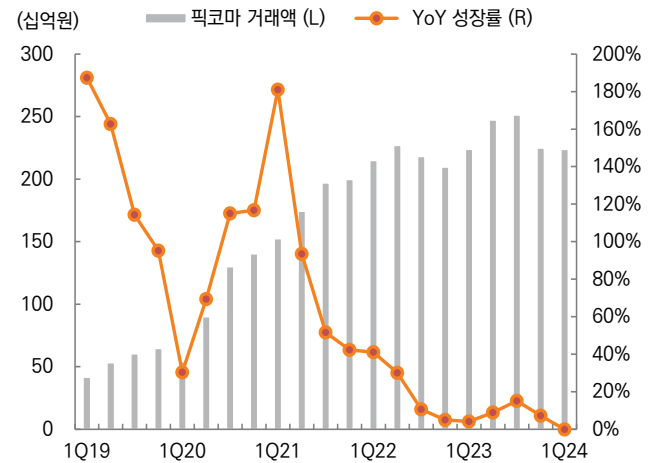
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 라인망가 분기 거래액



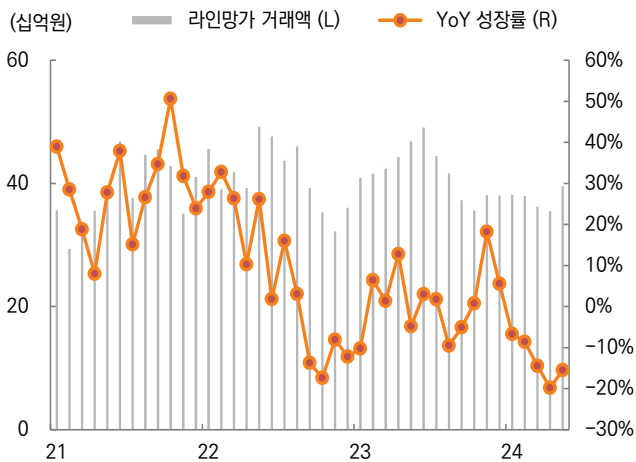
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 33. 픽코마 분기 거래액



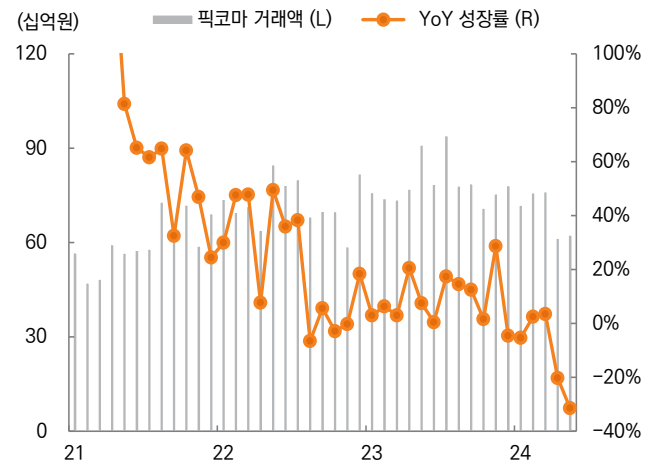
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 34. 라인망가 월간 거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 35. 픽코마 월간 거래액

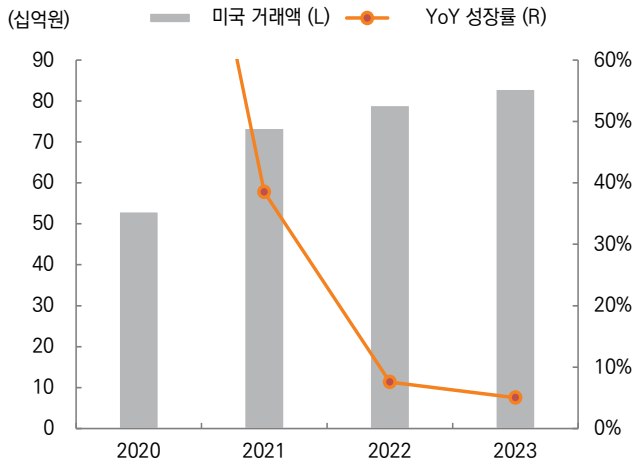


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

미국: 생각보다 느린 이용자층 확장

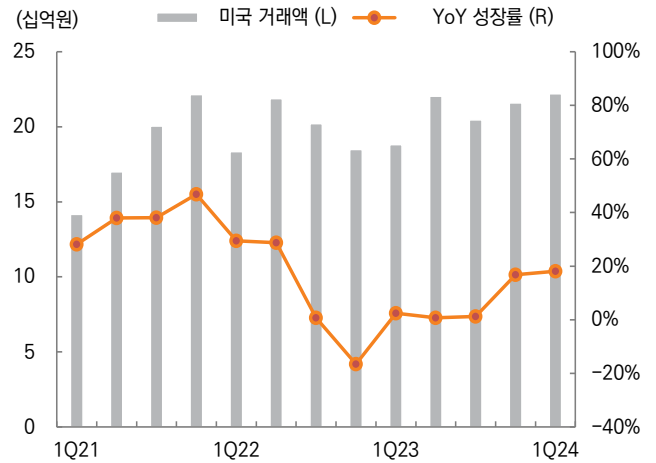
미국 시장은 콘텐츠 유료 소비에 대한 심리적 장벽이 타 지역 대비 낮기에 폭발적인 성장 잠재력이 있는 시장이지만 웹툰 이용자층 확장은 느린 상황으로 추정된다. 20년 웹툰이라는 신규 콘텐츠가 큰 반향을 이끌었으나 K 콘텐츠에 관심이 있는 학생들 이외의 연령층까지는 이용자 확장이 성공적으로 이루어지지 못했다. 국내가 그랬듯 현재 이용자들이 세월이 흘러 나이를 먹어가며 이용자 연령층이 점진적으로 확대될 전망이다.

그림 36. 네이버 웹툰 미국 연간 거래액



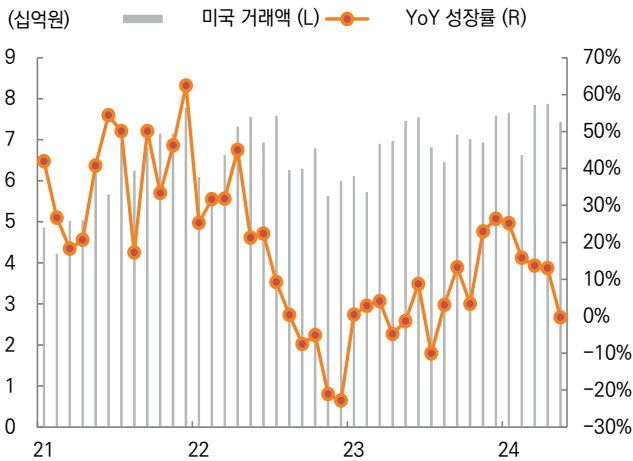
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 37. 네이버 웹툰 미국 분기 거래액



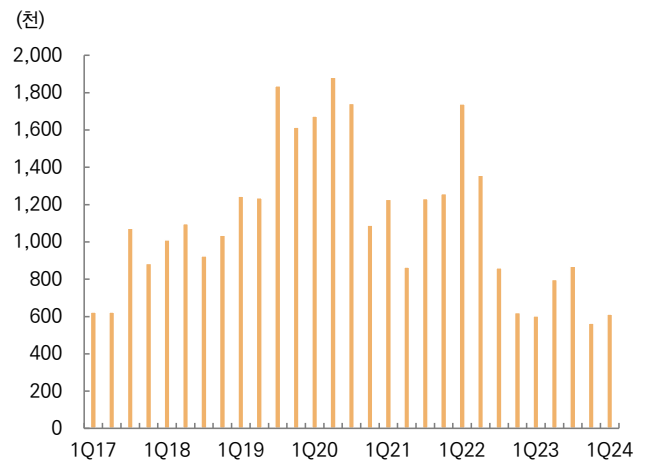
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 38. 네이버 웹툰 미국 월간 거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 39. 네이버 웹툰 미국 분기 다운로드 수



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

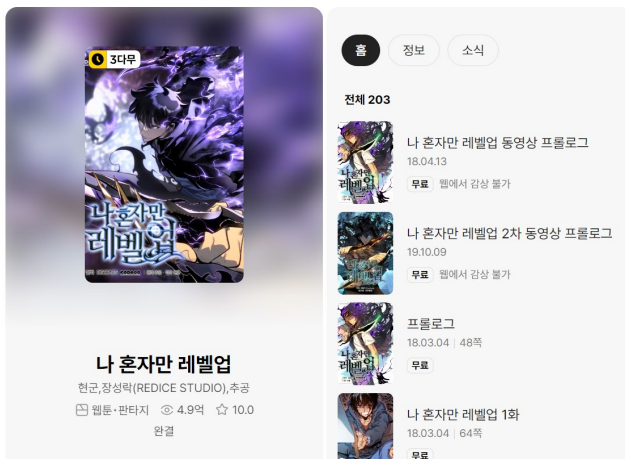
IV. 2차, 3차 창작물로의 확장

미디어믹스 시너지 효과

웹툰, 웹소설 IP를 기반으로 한 미디어믹스가 확장되고 있다. 지난해 넷플릭스 오리지널 한국 드라마(마스크걸, 스위트홈2, 사냥개들 등)의 과반이 네이버웹툰 원작 IP를 기반으로 제작되었다. 탄탄한 스토리로 웹툰, 웹소설 플랫폼에서 검증받은 IP의 흥행 Hit Ratio가 높을 수밖에 없기에 웹툰, 웹소설 IP에 대한 수요는 지속 증대될 것이다.

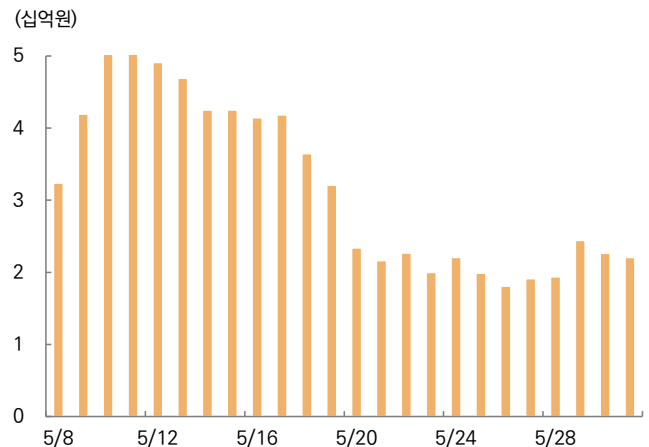
최근에는 게임으로도 글로벌 성과를 거두는 IP가 등장했다. 글로벌 누적 조회수 140억 건 이상인 나혼렘 IP는 5/8일 출시돼 글로벌 흥행에 성공하고 있다. 출시 3주가 지났음에도 20억 이상의 일매출을 기록하며 흥행 장기화 가능성을 보여주고 있다. 글로벌에서 인기를 검증받은 웹툰 IP에 대한 게임화 작업이 빈번해질 전망이다.

그림 40. 글로벌 누적 조회수 140억 이상을 기록한 나혼렘 웹툰



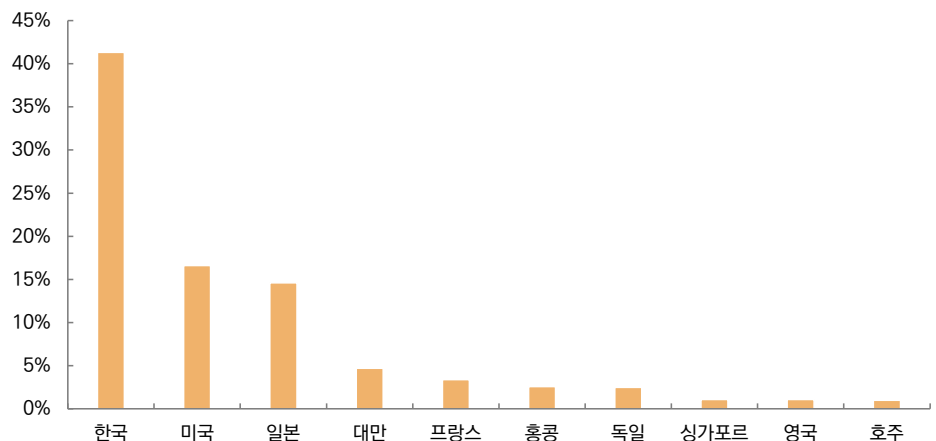
자료: 카카오페이지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 나혼렘 게임 일매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 42. 나혼렘 출시 이후 국가별 매출 비중



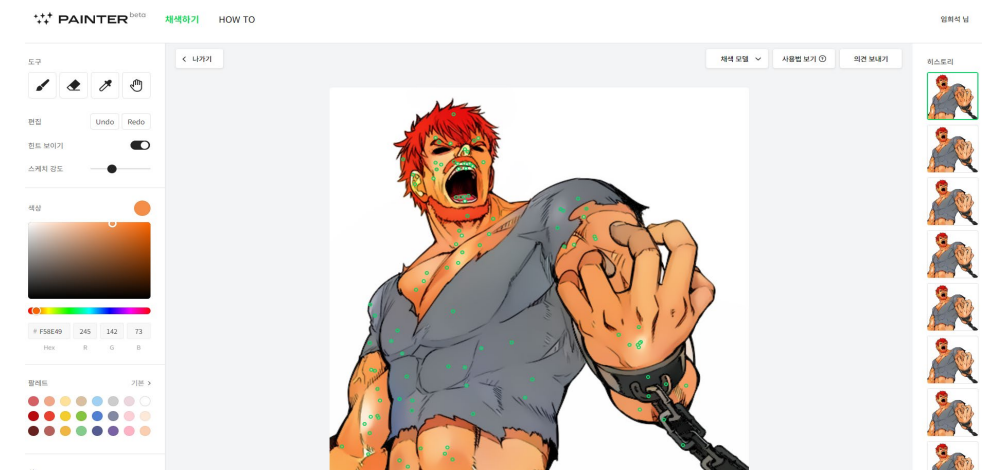
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

V. 산업 성장성 회복의 키는 AI

생성 AI 도입을 통한 공급난 해소 기대

생성형 AI의 도입은 현재 웹툰·웹소설 산업이 직면하고 있는 콘텐츠 공급난을 완화시켜줄 것이다. 이미 웹툰/웹소설 시나리오를 생성하는 플랫폼들이 등장하고 있으며 클릭 한 번으로 AI가 채색을 완성시켜주는 툴도 고도화되고 있다. 웹툰은 작가가 하루 평균 그림을 그리는 시간이 10시간에 달할 정도로 채색 노동 부담이 높다. AI 툴의 적용으로 채색 부담이 크게 완화될 것으로 기대된다.

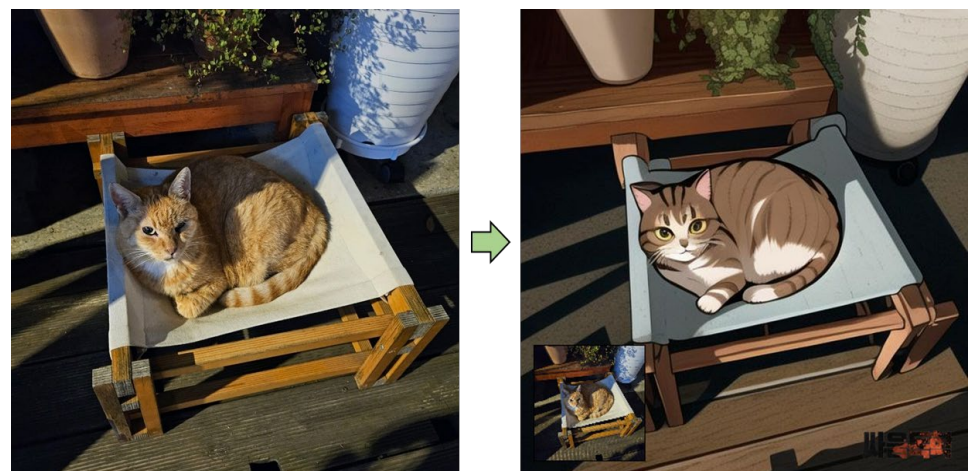
그림 43. AI 페인터: 클릭 몇 번만으로 손쉽게 채색이 가능하다.



자료: 본인 작업, AI 페인터, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 최대 웹툰 플랫폼 네이버웹툰은 AI 기술을 웹툰에 발빠르게 도입하고 있다. AI 페인터를 통해서 자동으로 채색할 수 있도록 도와주며 튜필터의 도입을 통해 사진이나 영상을 웹툰으로 변환해주기도 한다. NAVER의 AI 채색 툴 AI 페인터는 그림 쪽으로는 문외한인 필자조차도 10분 정도면 한 장을 완성할 정도까지 고도화되었다.

그림 44. 튜필터 이용 예시: 집주변 길냥이를 싸움독학 웹툰 그림체로 변환해 보았다.



자료: 본인 작업, 튜필터, 미래에셋증권 리서치센터

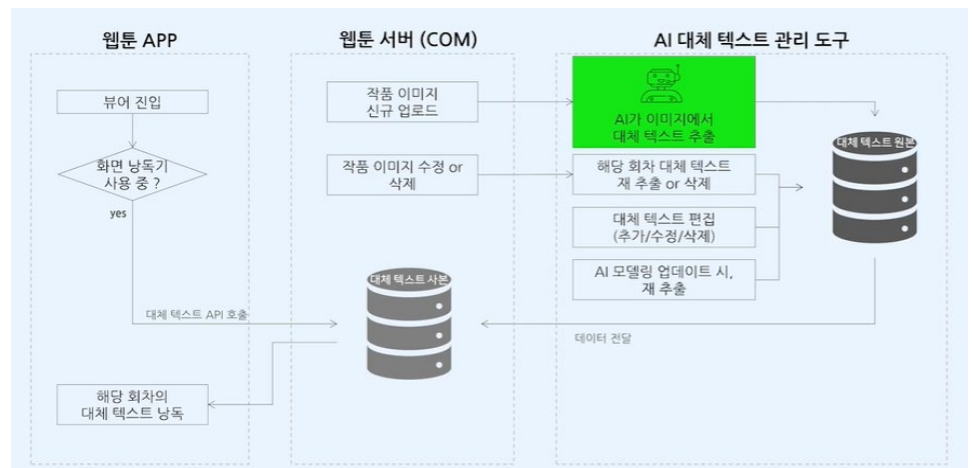
채색뿐만 아니라 이미지의 대체 텍스트화 측면에서도 AI는 혁신을 일으키고 있다. 모든 웹툰 이미지에 대해 사람이 일일이 텍스트 정보를 입력하는 데는 한계가 존재했으나 AI는 무리 없이 가능하기 때문이다. AI 기술을 통해 웹툰 이미지를 텍스트로 변환하고 이를 다시 청각 정보로 변환해 시각 약자도 즐길 수 있는 배리어프리 웹툰을 제공할 수 있을 것으로 기대된다. 시각 약자도 웹툰 콘텐츠를 즐길 수 있게 되면서 이용자 측면에서의 확장이 추가적으로 일어날 전망이다.

그림 45. AI 기술 적용을 통한 이미지의 청각 정보 변환



자료: 네이버웹툰, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 네이버웹툰 AI 대체 텍스트 서비스 구조도



자료: 네이버웹툰, 미래에셋증권 리서치센터

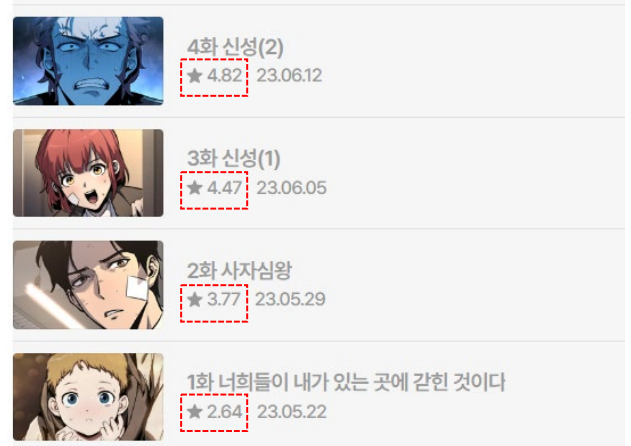
역사적으로 콘텐츠 생산의 진입장벽 하락은 늘 거대 시장을 몰고 왔다. 게임 제작 진입장벽을 낮춘 앱스토어의 등장은 모바일 게임 시대를 열며 게임 산업의 쿼텀 점프를 이끌었다. 영상 콘텐츠 제작 진입장벽을 낮춘 유튜브의 등장은 수십조 단위의 스트리밍 광고 시장을 만들었다. 스토리를 만드는 생성형 AI와 이를 웹툰화 하는 AI 툴의 등장은 새로운 거대 시장 개화의 도화선이 될 수 있다. 미래에는 생성형 AI 구상 시나리오에 AI 채색이 엮어진 수준급 콘텐츠들에 이용자들이 지갑을 여는 시기가 도래할 것이다.

그림 47. 네이버웹툰 도전만화 작가 보이콧 사태



자료: 도전만화, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. AI 논란으로 별점테러 받은 '신과함께 돌아온 기사왕님'



자료: 네이버웹툰, 미래에셋증권 리서치센터

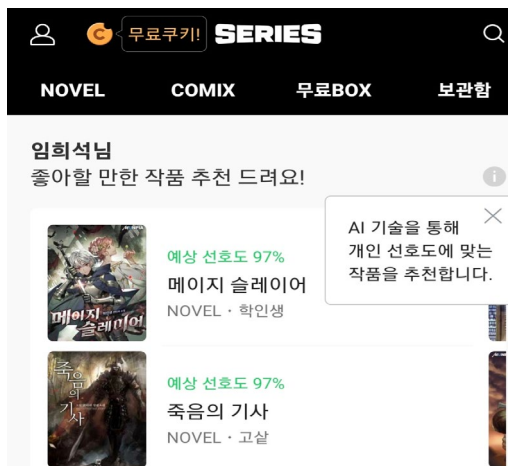
다만 생성 AI 툴의 전면적인 도입과 이를 통한 콘텐츠 공급의 확장에는 시간이 좀 더 필요할 전망이다. 1) 생성 AI의 도입에 대한 작가 및 독자의 거부감, 2) 이익 분배 구조에 대한 기준 미확립, 3) 생성 AI의 무분별 학습에 대한 검증 능력 부재 이슈가 존재하기 때문이다. 해당 이슈들의 해결에는 1년 이상이 소요될 것으로 판단한다.

네이버웹툰의 경우 23년 5월 생성 AI 작화 적용 논란에 휩싸인 '신과함께 돌아온 기사왕님'에 대한 독자들의 별점테러가 이어지기도 했으며, 6월에는 AI 웹툰에 대한 비판으로 작가들의 네이버웹툰 도전만화 보이콧 사태가 일어나기도 했다. 네이버웹툰은 독자들의 반발에 따른 조치로 작가 지망생들의 등용문으로 여겨지는 지상최대공모전에서 생성형 AI를 금지하기도 했다.

AI 기술을 통한 불법 유통 시장 양지화

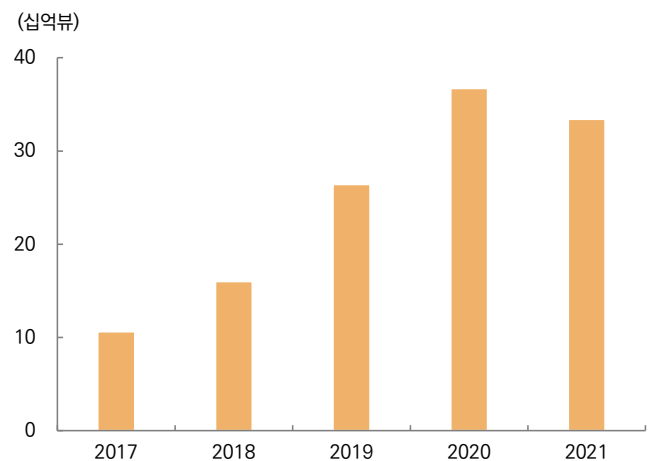
AI 기술은 이미 이용자에게는 활발히 적용돼 네이버웹툰의 매출 상승에 기여하고 있다. AI가 개별 이용자에게 취향을 고려한 콘텐츠를 추천함으로써 네이버 콘텐츠 플랫폼 체류시간을 늘리고 콘텐츠 소비 금액을 증가시키는 식이다. AI 기반 불법 웹툰 유통 방지 시스템 튜레이더도 보이지 않는 곳에서 네이버웹툰에 유의미한 매출 기여를 하고 있다. 튜레이더를 통해 보호된 저작물의 가치는 연 2천억원 이상으로 추정된다.

그림 49. AI 기반 웹소설 콘텐츠 추천



자료: 네이버시리즈, 미래에셋증권 리서치센터

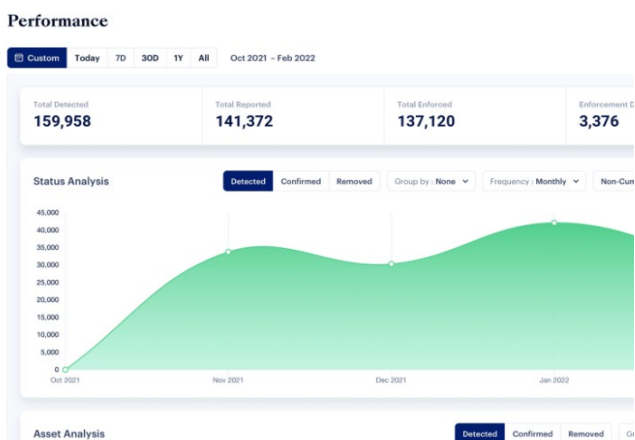
그림 50. 불법 웹툰 사이트 트래픽 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

불법유통 콘텐츠를 AI로 탐지해 제거하는 일을 전문적으로 하는 AI 기업도 생겨나고 있다. AI 기업 마크비전은 22년부터 AI 기반 불법 복제물 자동 차단 플랫폼 '마크콘텐츠'를 운영해오고 있다. 마크콘텐츠를 통해 탐지되어 제거된 불법 콘텐츠는 23년 3,200만 건에 이른다. 주요 고객사로 '네이버웹툰', '답툰', '레진코믹스' 등이 존재한다.

그림 51. 마크비전 불법콘텐츠 탐지 트래픽



자료: 마크비전, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 마크비전 불법콘텐츠 제거 예시

Delisting Status				
Asset	Domain	Type	Detected	Status
The GOD of Highschool	newtoki21.com	Web	12:01 AM	Detected
The GOD of Highschool	doujins.me	Web	12:00 AM	Detected
The GOD of Highschool	doujins.me	Web	12:00 AM	Detected
Lookism	br.niadd.com	Web	Feb 9, 2021	Reported
The GOD of Highschool	batotwo.com	Web	Feb 9, 2021	Reported
Tower of God	br.niadd.com	Web	Feb 9, 2021	Detected
Lookism	br.niadd.com	Web	Feb 9, 2021	Enforced
Tower of God	de.manytoon.me	Web	Feb 9, 2021	Enforced
Tower of God	de.manytoon.me	Web	Feb 9, 2021	Enforced
Tower of God	de.manytoon.me	Web	Feb 9, 2021	Enforced
Lookism	br.niadd.com	Web	Feb 9, 2021	Enforced

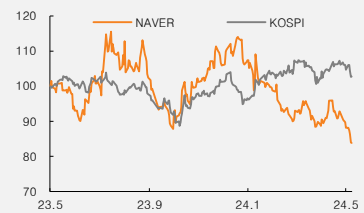
자료: 마크비전, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	255,000원
현재주가(24/5/31)	170,200원
상승여력	49.8%

영업이익(24F, 십억원)	1,809
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,817
EPS 성장률(24F, %)	42.6
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.3
P/E(24F, x)	19.3
MKT P/E(24F, x)	10.7
KOSPI	2,636.52
시가총액(십억원)	27,642
발행주식수(백만주)	162
유동주식비율(%)	84.7
외국인 보유비중(%)	44.8
베타(12M) 일간수익률	0.94
52주 최저가(원)	170,200
52주 최고가(원)	234,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.7	-18.2	-14.7
상대주가	-5.8	-21.3	-16.6



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

네이버웹툰 출격 준비 완료

웹툰 엔터테인먼트 상장 본격화

웹툰 엔터 상장이 초읽기에 들어갔다. 25F 당사 예상 실적에 P/E 30배를 적용한 예상 시가총액은 35억달러 수준이다. 높은 수준의 탑라인 성장률을 회복하기는 어려울 것이나 마케팅비 효율화, 광고 매출 증대에 따른 가파른 마진 개선이 예상된다. 23년 -2.8%에 불과했던 영업이익률은 24F 5.3%, 25F 9.4%까지 상승할 전망이다.

웹툰 엔터는 23년 매출액 12억 8,300만달러(+19% YoY), 영업손실 3,600만달러를 기록했다. 1Q24 매출액 3억 2,700만달러(+5% YoY), 영업이익 1,400만달러(흑자 전환 YoY)를 기록하며 흑자 전환에 성공했다. 24F 매출액 14억 3,400만달러(+12% YoY), 영업이익 7,600만달러로 연간으로도 흑자 전환에 성공할 전망이다.

글로벌 웹툰 사업 현황

글로벌 웹툰 산업은 코로나 영향이 본격화된 20년 폭발적인 성장을 경험한 이후 성장세가 가파르게 둔화되고 있다. NAVER와 카카오의 웹툰 글로벌 거래액 YoY 성장률은 20년 100%에 육박했으나 23년에는 각각 6%, 1%까지 감소했다. 2Q24 이후에는 역성장까지 관찰될 가능성이 높아 보인다.

웹툰 산업 성장세 둔화는 1) 글로벌 이용자 연령층 확대의 어려움, 2) 콘텐츠 공급 증가세 둔화에 기인한다. 웹툰, 웹소설 산업이 글로벌에서 가장 먼저 태동한 국내 시장은 이미 성숙기에 접어들었고, 일본 지역은 빅테크 참전으로 경쟁이 격화 중이며, 미국은 잠재력은 높으나 이용자층의 확장에 어려움을 겪고 있다.

투자 의견 '매수', 목표주가 255,000원 유지

24F P/E 19배로 16년 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중이나 라인 야후 이슈에 따른 단기 불확실성은 여전히 높은 구간이다. 웹툰 엔터테인먼트 상장 이벤트가 NAVER 실적 및 주가에 드라마틱한 변화를 줄 것으로 보이지는 않는다. 1) 상장 이후 단기간에 콘텐츠 매출 성장률 반등을 성공시키기는 어려워 보이며, 2) 라인 야후 불확실성과, 3) 중국 커머스 위협은 여전하기 때문이다. 그러나 확보 현금을 통한 M&A로 NAVER가 갖고 있는 방대한 IP를 영상화(애니메이션, 드라마, 영화 등)할 수 있는 밸류체인을 구축할 수만 있다면 다시금 리레이팅이 시작될 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,671	11,730	12,945
영업이익 (십억원)	1,305	1,489	1,809	1,997	2,250
영업이익률 (%)	15.9	15.4	17.0	17.0	17.4
순이익 (십억원)	760	1,012	1,432	1,577	1,873
EPS (원)	4,634	6,180	8,815	9,711	11,532
ROE (%)	3.3	4.4	6.0	6.3	7.0
P/E (배)	38.3	36.2	19.3	17.5	14.8
P/B (배)	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,652	2,708	2,785	8,220	9,671	10,671	11,730
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	10.2%	10.7%	9.8%	20.6%	17.6%	10.3%	9.9%
서치플랫폼	852	910	899	928	905	970	961	992	3,568	3,589	3,829	4,155
검색	656	689	688	692	696	734	735	742	2,609	2,725	2,908	3,145
디스플레이	192	217	207	230	202	229	219	243	941	846	894	981
기타	4	4	4	6	7	7	7	7	19	18	27	29
커머스	606	633	647	660	703	721	736	788	1,801	2,547	2,949	3,264
커머스 광고	264	280	282	280	265	270	274	293	1,078	1,107	1,102	1,194
중개 및 판매	303	310	321	334	391	401	409	440	604	1,269	1,640	1,820
멤버십	39	42	44	46	48	50	53	56	119	171	207	249
핀테크	318	340	341	356	354	374	382	405	1,187	1,355	1,515	1,699
콘텐츠	411	420	435	466	446	468	505	473	1,262	1,733	1,893	2,078
웹툰	353	370	380	401	395	415	452	419	1,066	1,503	1,680	1,851
스노우	45	36	39	49	36	36	37	38	128	169	147	159
기타	13	15	16	16	16	16	17	17	67	60	66	69
클라우드	93	104	124	126	117	120	123	126	403	447	485	535
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	111	114	116	118	370	415	459	497
클로바/랩스	2	5	13	12	6	6	7	8	33	32	26	39
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,216	2,241	2,319	6,915	8,182	8,862	9,734
개발/운영비용	635	644	631	661	636	672	663	694	2,070	2,573	2,665	2,859
파트너	832	866	886	950	913	963	983	1,011	2,964	3,534	3,870	4,258
인프라	133	142	157	164	170	180	186	193	581	596	729	834
마케팅	350	383	390	357	367	401	409	421	1,301	1,480	1,598	1,783
영업이익	330	373	380	405	439	437	467	466	1,305	1,489	1,809	1,997
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	17.2%	22.7%	15.0%	-1.6%	14.1%	21.5%	10.4%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	16.5%	17.2%	16.7%	15.9%	15.4%	16.9%	17.0%
지배주주순이익	55	268	376	314	511	310	305	306	760	1,012	1,432	1,577
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	20.2%	11.7%	11.3%	11.0%	9.2%	10.5%	13.4%	13.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

웹툰 엔터테인먼트 실적 현황 및 밸류에이션

23년 매출액 12억 8,300만달러(+19% YoY), 영업손실 3,600만달러를 기록했다. 1Q24 매출액 3억 2,700만달러(+5% YoY), 영업이익 1,400만달러(흑자전환 YoY)를 기록하며 흑자 전환에 성공했다. 24F 매출액 14억 3,400만달러(+12% YoY), 영업이익 7,600만달러(흑자전환 YoY)로 연간으로도 흑자 전환에 성공할 전망이다.

웹툰 산업 성장세 둔화로 높은 수준의 탑라인 성장세를 회복하기는 어려울 것이나 마케팅비 효율화, 광고 매출 증대에 따른 가파른 마진 개선이 예상된다. 23년 -2.8%에 불과했던 영업이익률은 24F 5.3%, 25F 9.4%까지 상승할 전망이다.

24~26년 예상되는 폭발적인 영업이익 성장률을 고려 시 P/E 기준 30배 수준의 밸류에이션으로 나스닥 상장에 성공할 것으로 예상된다. 25F 당사 예상 실적에 P/E 30배를 적용한 예상 시가총액은 35억 달러 수준이다.

표 3. 웹툰 엔터테인먼트 실적 현황

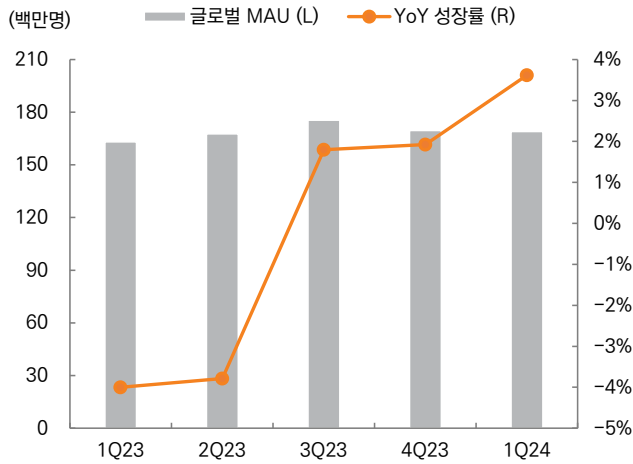
(백만달러)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (% YoY)	233	289	284	274	310	321	318	334	327	1,079	1,283	1,434	1,592	1,767
					33%	11%	12%	22%	5%		19%	12%	11%	11%
비용 (% YoY)	254	290	363	287	330	326	325	338	313	1,194	1,319	1,358	1,443	1,542
					30%	12%	-11%	18%	-5%		10%	3%	6%	7%
(% of Sales)	109%	100%	128%	105%	106%	102%	102%	101%	96%	111%	103%	95%	91%	87%
매출원가 (% YoY)	169	188	242	208	244	240	246	258	244	806	987	1,061	1,143	1,230
					45%	27%	2%	24%	0%		22%	7%	8%	8%
(% of Sales)	73%	65%	85%	76%	79%	75%	77%	77%	75%	75%	77%	74%	72%	70%
마케팅비 (% YoY)	47	52	60	21	29	33	33	26	19	180	121	97	102	112
					-38%	-37%	-45%	25%	-33%		-33%	-20%	5%	10%
(% of Sales)	20%	18%	21%	7%	9%	10%	10%	8%	6%	17%	9%	7%	6%	6%
일반관리비 (% YoY)	38	50	62	58	56	53	46	55	49	208	211	200	198	200
					48%	8%	-26%	-6%	-14%		1%	-5%	-1%	1%
(% of Sales)	16%	17%	22%	21%	18%	17%	14%	17%	15%	19%	16%	14%	12%	11%
영업이익 (% YoY)	-21	-1	-80	-13	-20	-5	-7	-4	14	-115	-36	76	149	225
	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	97%	50%
영업이익률	-9.2%	-0.4%	-28.0%	-4.6%	-6.4%	-1.7%	-2.1%	-1.3%	4.3%	-10.6%	-2.8%	5.3%	9.4%	12.7%
법인세차감전이익	-34	5	-71	-18	-16	-9	-6	-103	13	-118	-133	72	145	221
법인세	3	6	7	-2	2	11	6	-8	7	14	12	14	29	44
순이익	-37	-1	-78	-16	-18	-20	-11	-95	6	-133	-145	57	116	176
Target P/E 30x 적용 시												1,723	3,487	5,294

자료: 미래에셋증권 리서치센터

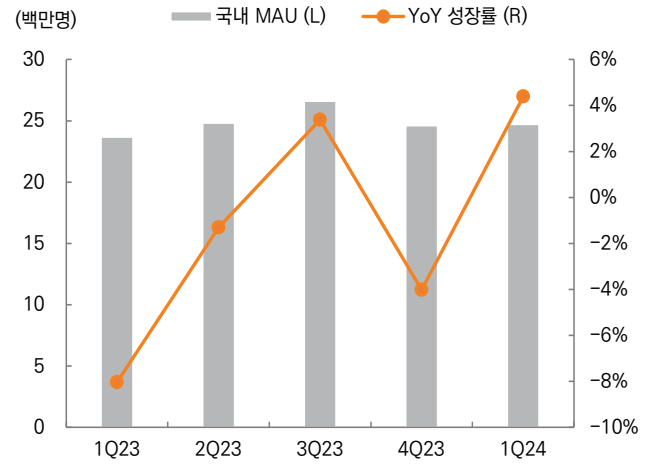
웹툰 엔터테인먼트 주요 지표

그림 53. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 MAU



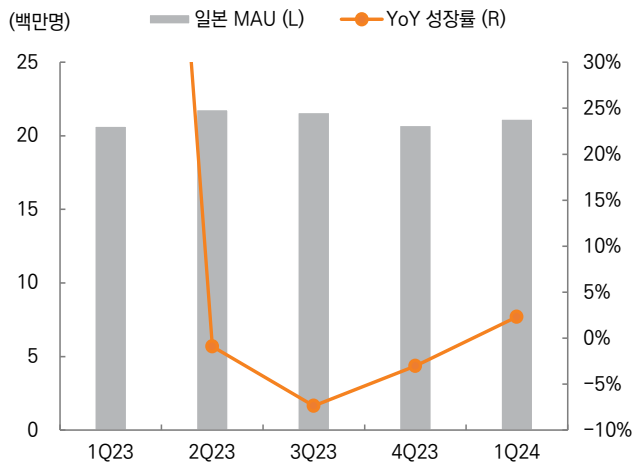
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 웹툰 엔터테인먼트 국내 MAU



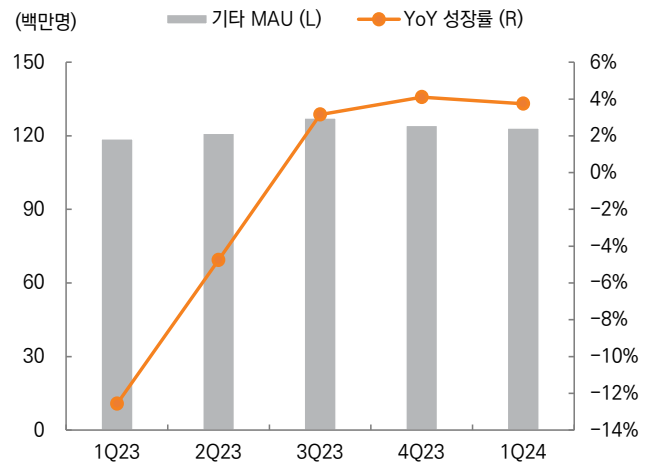
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 웹툰 엔터테인먼트 일본 MAU



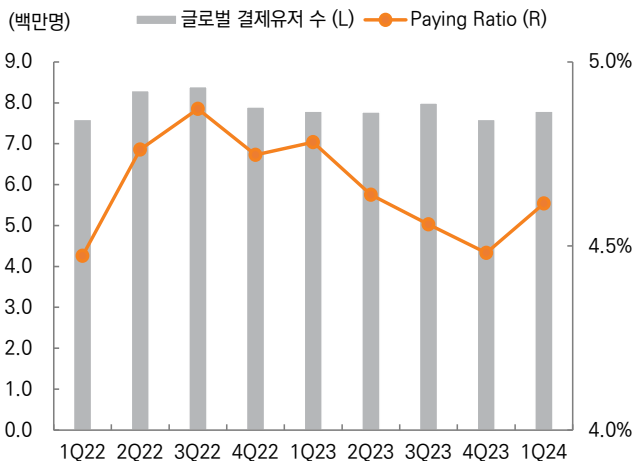
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 MAU



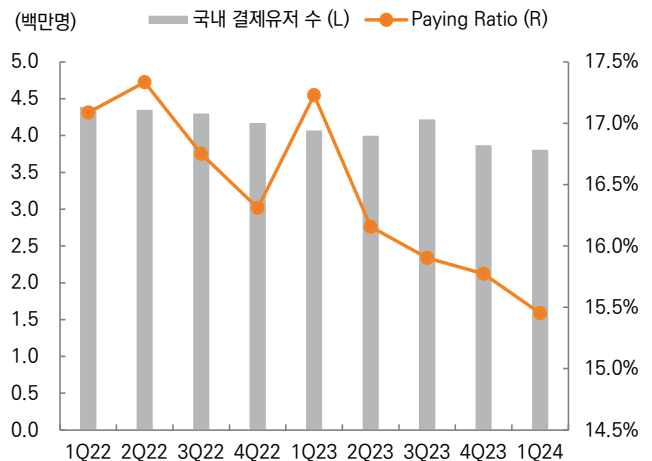
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 월평균 결제유저 수



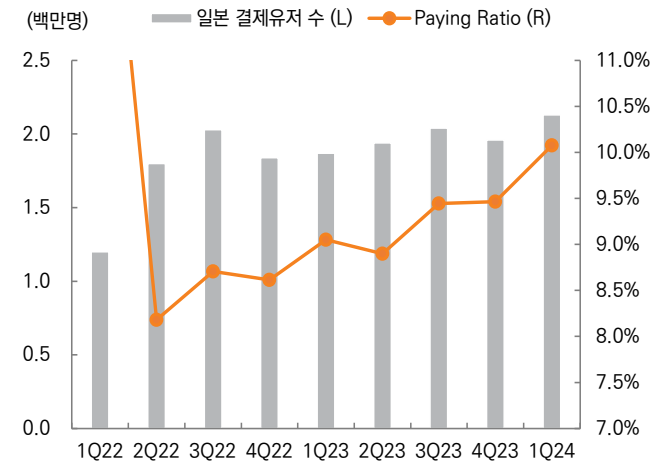
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 웹툰 엔터테인먼트 국내 월평균 결제유저 수



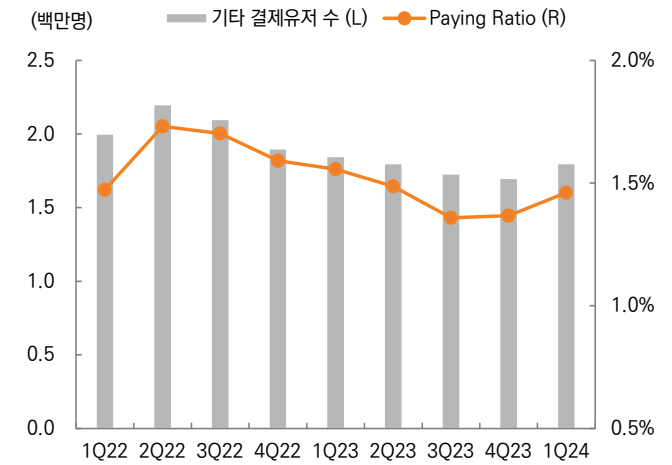
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 웹툰 엔터테인먼트 일본 월평균 결제유저 수



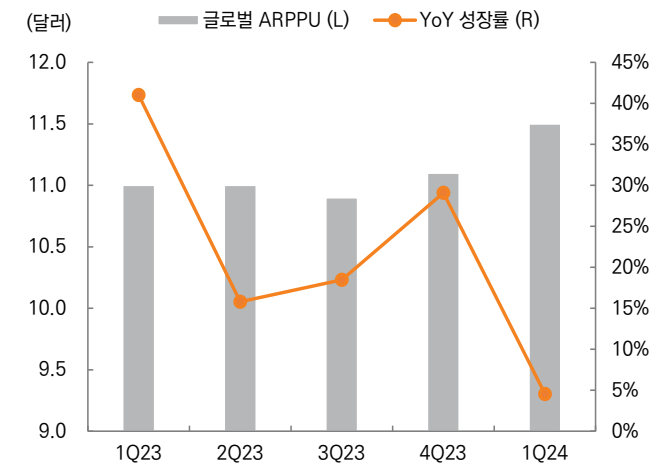
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 월평균 결제유저 수



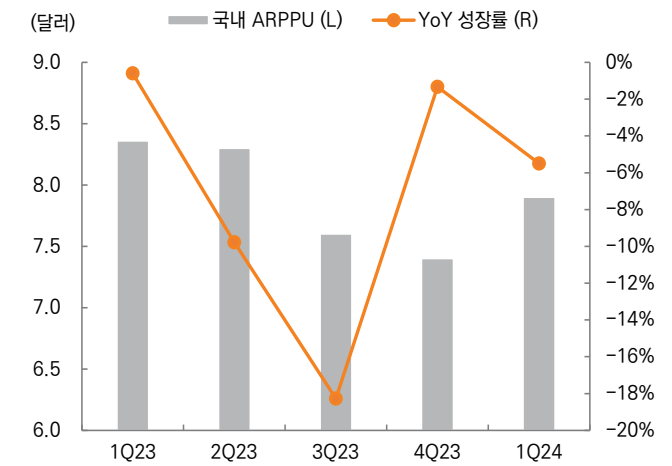
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 ARPPU



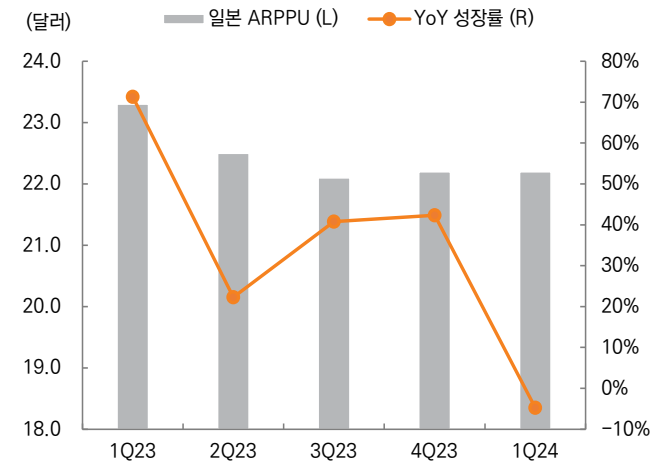
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 웹툰 엔터테인먼트 국내 ARPPU



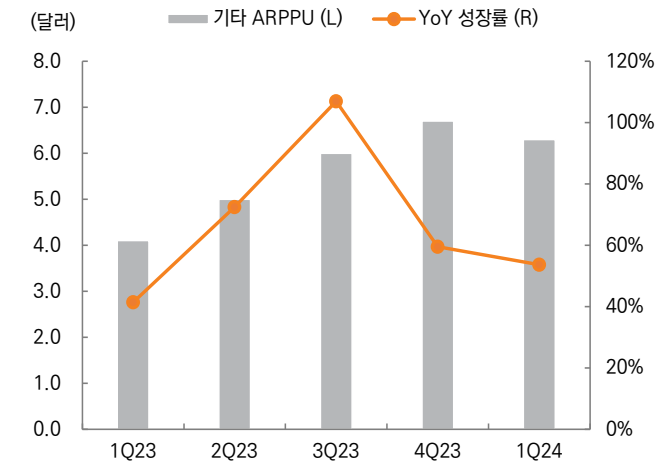
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 웹툰 엔터테인먼트 일본 ARPPU



자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 ARPPU



자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,671	11,730	12,945
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,671	11,730	12,945
판매비와관리비	8,182	8,862	9,734	10,695
조정영업이익	1,489	1,809	1,997	2,250
영업이익	1,489	1,809	1,997	2,250
비영업손익	-8	258	235	351
금융손익	-26	-4	28	62
관계기업등 투자손익	267	227	171	253
세전계속사업손익	1,481	2,067	2,232	2,601
계속사업법인세비용	496	527	580	650
계속사업이익	985	1,541	1,651	1,951
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,541	1,651	1,951
지배주주	1,012	1,432	1,577	1,873
비지배주주	-27	109	74	78
총포괄이익	724	1,541	1,651	1,951
지배주주	749	1,593	1,707	2,017
비지배주주	-24	-52	-56	-66
EBITDA	2,071	2,347	2,511	2,750
FCF	1,362	1,860	1,779	2,023
EBITDA 마진율 (%)	21.4	22.0	21.4	21.2
영업이익률 (%)	15.4	17.0	17.0	17.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	13.4	13.4	14.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	8,662	10,330	12,253
현금 및 현금성자산	3,576	5,179	6,695	8,449
매출채권 및 기타채권	1,683	1,687	1,811	1,951
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	1,781	1,809	1,838
비유동자산	28,710	28,528	28,424	28,370
관계기업투자등	17,589	17,589	17,589	17,589
유형자산	2,742	2,558	2,449	2,384
무형자산	3,446	3,446	3,452	3,461
자산총계	35,738	37,190	38,754	40,623
유동부채	6,306	6,372	6,440	6,509
매입채무 및 기타채무	1,313	1,340	1,366	1,394
단기금융부채	1,011	1,470	1,475	1,480
기타유동부채	3,982	3,562	3,599	3,635
비유동부채	5,194	5,220	5,247	5,278
장기금융부채	3,168	3,417	3,417	3,417
기타비유동부채	2,026	1,803	1,830	1,861
부채총계	11,500	11,593	11,687	11,787
지배주주지분	23,206	24,456	25,851	27,542
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	24,544	25,794	27,190	28,881
비지배주주지분	1,032	1,141	1,216	1,294
자본총계	24,238	25,597	27,067	28,836

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,002	2,160	2,129	2,403
당기순이익	985	1,541	1,651	1,951
비현금수익비용가감	1,327	1,025	1,022	1,044
유형자산감가상각비	528	484	459	445
무형자산상각비	54	54	55	55
기타	745	487	508	544
영업활동으로인한자산및부채의변동	360	81	-36	-48
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	43	-5	-5	-5
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	347	0	0	0
법인세납부	-682	-527	-580	-650
투자활동으로 인한 현금흐름	-950	-381	-436	-472
유형자산처분(취득)	-633	-300	-350	-380
무형자산감소(증가)	-51	-55	-60	-65
장단기금융자산의 감소(증가)	402	-26	-26	-27
기타투자활동	-668	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-110	-177	-177	-177
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	5	5	5
자본의 증가(감소)	-314	0	0	0
배당금의 지급	-62	-182	-182	-182
기타재무활동	284	0	0	0
현금의 증가	852	1,602	1,516	1,754
기초현금	2,724	3,576	5,179	6,695
기말현금	3,576	5,179	6,695	8,449

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

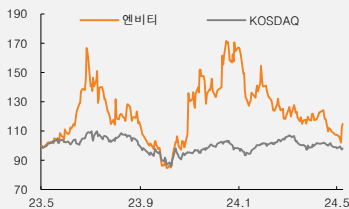
	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	19.3	17.5	14.8
P/CF (x)	15.9	10.8	10.3	9.2
P/B (x)	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	18.0	11.5	10.1	8.6
EPS (원)	6,180	8,815	9,711	11,532
CFPS (원)	14,117	15,799	16,463	18,443
BPS (원)	148,137	155,833	164,424	174,836
DPS (원)	1,205	1,205	1,205	1,205
배당성향 (%)	18.4	11.8	11.0	9.3
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	17.6	10.3	9.9	10.4
EBITDA증가율 (%)	11.0	13.3	7.0	9.5
조정영업이익증가율 (%)	14.1	21.5	10.4	12.7
EPS증가율 (%)	33.4	42.6	10.2	18.8
매출채권 회전율 (회)	18.9	21.6	23.5	25.7
재고자산 회전율 (회)	824.3	716.9	780.2	852.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	4.2	4.3	4.9
ROE (%)	4.4	6.0	6.3	7.0
ROIC (%)	28.8	34.1	38.6	44.1
부채비율 (%)	47.4	45.3	43.2	40.9
유동비율 (%)	111.5	135.9	160.4	188.2
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-7.2	-12.5	-17.9
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	14.3	15.8	17.8

Not Rated

목표주가	-
현재주가(24/5/31)	6,410원
상승여력	-

영업이익(24F,십억원)	-4
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	76.3
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSDAQ	839.98
시가총액(십억원)	109
발행주식수(백만주)	17
유동주식비율(%)	62.9
외국인 보유비중(%)	0.7
베타(12M) 일간수익률	2.12
52주 최저가(원)	4,720
52주 최고가(원)	9,580

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.8	-8.7	13.9
상대주가	-0.4	-9.6	16.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

236810 · 인터넷

엔비티

네이버웹툰 상장 수혜 기대

네이버웹툰 상장은 긍정적 이슈

웹툰 엔터테인먼트 상장에 따른 수혜가 예상된다. 웹툰 엔터테인먼트는 상장 이후 1) 신규 유저 유입 촉진, 2) 유저 리텐션 강화, 3) 광고 매출 증대를 위해 글로벌 부문에서 오퍼월 광고 적용을 확대할 가능성이 높다. 국내와 일본을 제외한 기타 지역 MAU는 1.2억명에 달하나 Paying Ratio는 1.5%에 불과(국내 15%, 일본 10%)하다. 기타 지역의 경우 콘텐츠 결제에 대한 심리적 장벽이 국내와 일본 대비 높다는 의미다. 해당 지역은 오퍼월 광고와 같은 약한 BM 적용을 통해 플랫폼 락인을 먼저 시키고 추후 BM을 강화시켜가는 전략이 유효하다.

여전히 높은 네이버웹툰 글로벌 잠재력

네이버웹툰으로부터 발생하는 동사 매출액은 연간 300~350억원 규모로 전체 매출액의 삼분의 일 수준이다. 아직까지 대부분 매출이 네이버웹툰 글로벌이 아닌 국내에서 발생하고 있어 추가 성장 여력이 충분하다. 네이버웹툰 국내 MAU는 2,470만명에 달하나 글로벌 MAU(1.7억명)의 15% 수준에 불과하다. 네이버웹툰이 21년 인수한 북미 웹소설 플랫폼 왓패드 MAU 9천만명을 빼고 보더라도 30% 수준에 불과하다. 동사에서 사업을 확장하고 있는 네이버웹툰 북미 지역의 ARPPU는 국내보다 높다. 아직 진출하지 않은 일본 지역의 네이버웹툰 ARPPU는 국내의 3배에 달한다. 추후 진출했을 때 잠재력이 충분하다는 판단이다.

성장성 회복은 25년부터

24F 매출액 1,110억원(+4% YoY), 영업손실 40억원(적자지속 YoY)을 기록할 전망이다. 기존 고객사 일부 이탈과 신규 고객사 매출 발생 본격화까지 시간이 소요됨을 고려 시 탑라인 성장세 회복은 25년부터 나타날 전망이다. 25F 매출액 1,330억원(+21% YoY), 영업이익 10억원(흑자전환 YoY)을 기록할 전망이다.

지난 4월에는 배달의민족이 신규 고객사로 입점했다. 1) 네이버웹툰 글로벌, 2) 배달의민족 입점 성과는 1H25부터 본격화될 것이다. 신규 제휴 플랫폼들에서의 본격적인 영업 및 매출 성과 달성은 18개월 정도 소요됨을 고려할 필요가 있다. 24년 단기 실적보다는 동사의 중장기적 성장성을 보고 접근할 시기다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	108	107	111	133	169
영업이익 (십억원)	2	-3	-4	1	4
영업이익률 (%)	1.9	-2.8	-3.6	0.8	2.4
순이익 (십억원)	0	-3	-3	1	3
EPS (원)	-28	-175	-182	30	201
ROE (%)	-1.2	-8.6	-10.2	1.8	11.0
P/E (배)	-	-	-	212.1	31.9
P/B (배)	2.3	3.5	3.1	3.1	2.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔비티, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 분기 및 연간 실적 전망

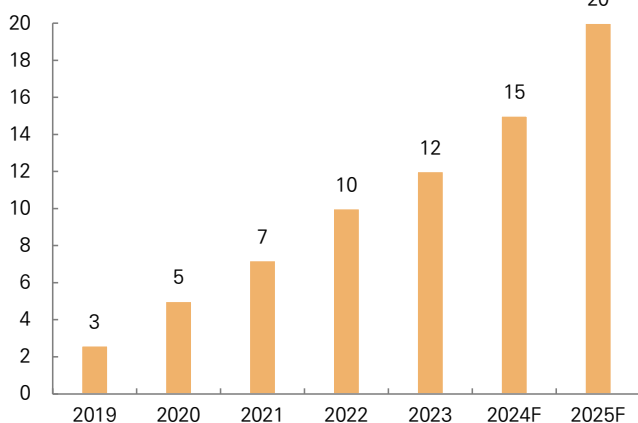
(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	23	27	27	31	24	26	28	29	23	108	107	111	133	169
(% YoY)	33.5%	42.3%	35.3%	19.0%	4.0%	-1.0%	1.0%	-8.0%	-3.5%	31.3%	-1.5%	3.6%	20.5%	27.2%
광고	21	24	25	30	23	24	25	27	22	99	100	105	128	164
쇼핑	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	2	2	2
기타	1	2	2	1	1	2	1	1	1	6	4	3	3	3
영업비용	22	26	27	31	25	27	27	32	25	106	109	114	133	165
급여	2	2	2	2	2	2	2	2	2	7	8	9	9	9
지급수수료	18	20	22	26	21	22	23	24	20	86	91	97	116	148
기타	2	4	3	3	2	3	1	5	3	12	11	9	8	8
영업이익	1	0	1	0	-1	0	-1	-1	-2	2	-3	-4	1	4
영업이익률	2.9%	1.8%	2.4%	1.5%	-2.7%	-0.9%	-1.9%	-4.7%	-6.9%	2.1%	-2.6%	-3.6%	0.5%	2.5%
지배주주순이익	0	1	0	-2	-1	0	0	-2	-1	0	-3	-3	1	3
순이익률	1.4%	2.1%	1.0%	-5.2%	-2.6%	-0.9%	-1.5%	-5.9%	-5.3%	-0.4%	-2.8%	-2.8%	0.4%	2.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 애디슨 월간 사용자 수 전망

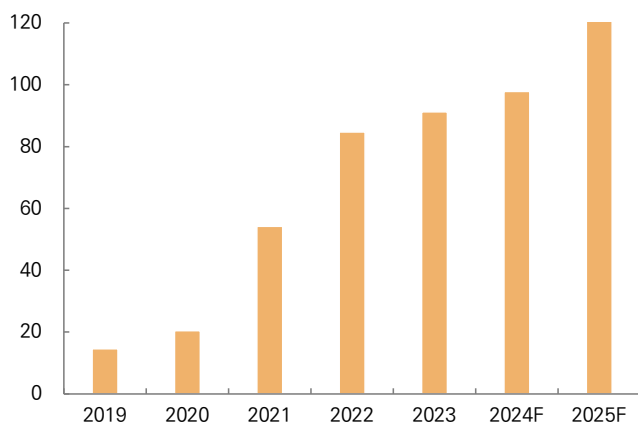
(백만명)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 애디슨 매출액 전망

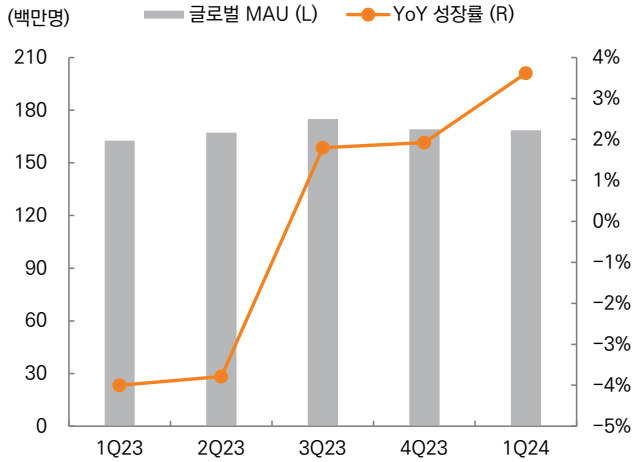
(십억원)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

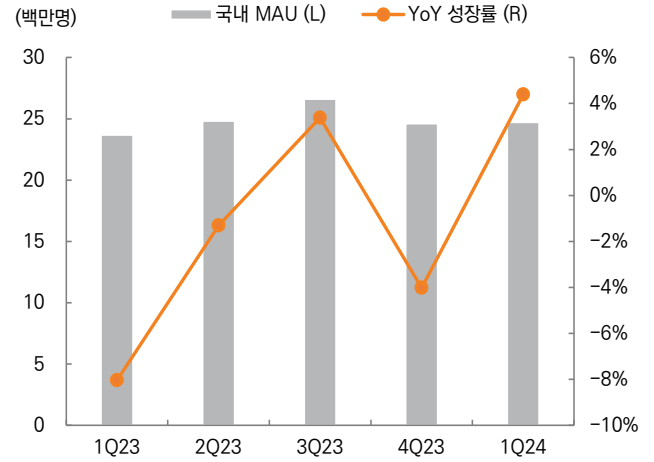
웹툰 엔터테인먼트 주요 지표

그림 67. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 MAU



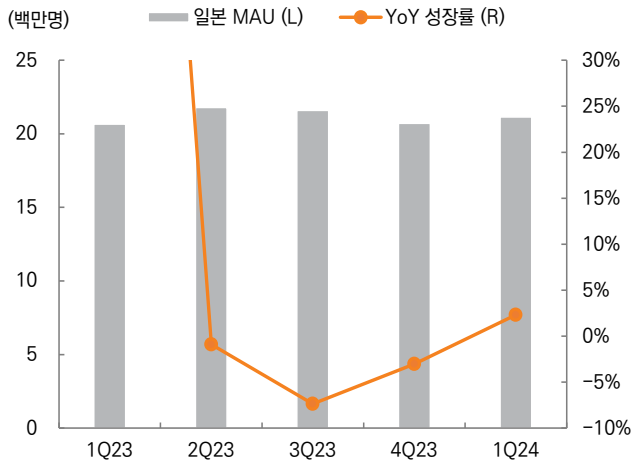
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 웹툰 엔터테인먼트 국내 MAU



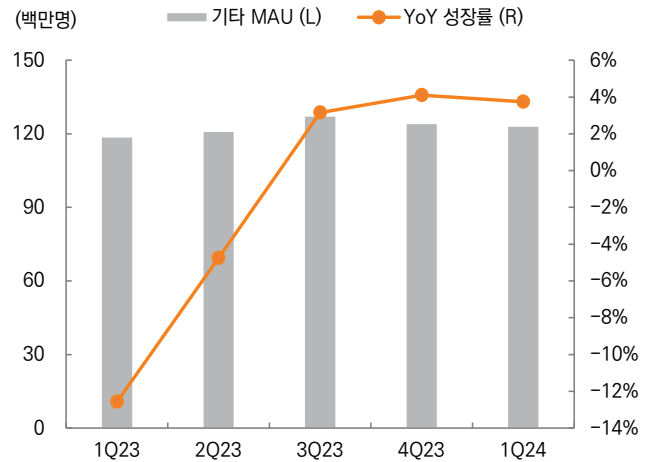
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 웹툰 엔터테인먼트 일본 MAU



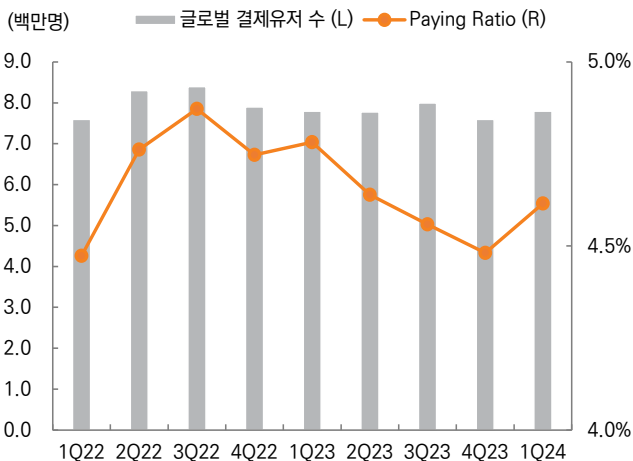
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 MAU



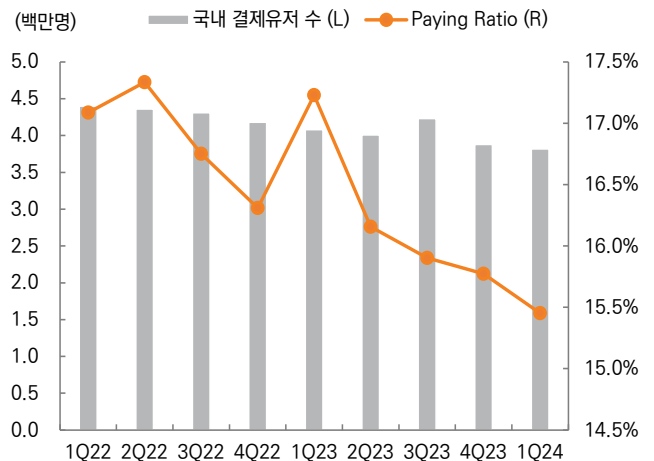
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 월평균 결제유저 수



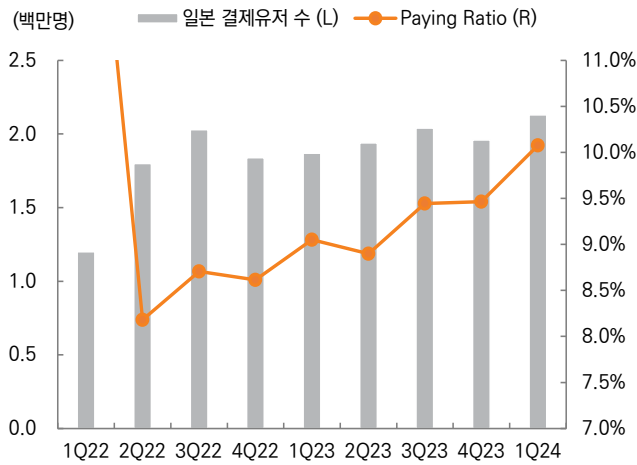
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 웹툰 엔터테인먼트 국내 월평균 결제유저 수



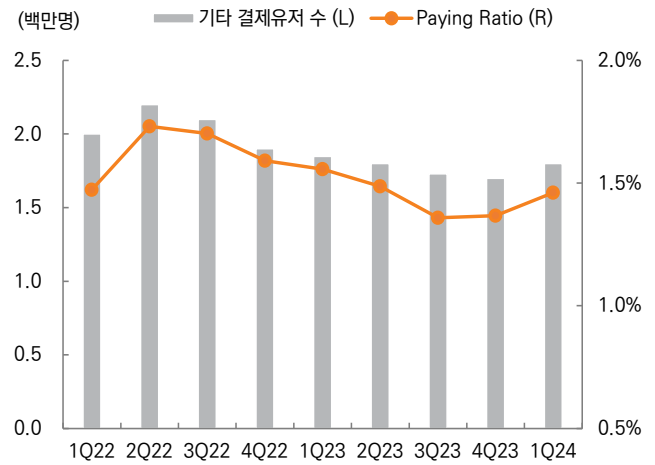
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 웹툰 엔터테인먼트 일본 월평균 결제유저 수



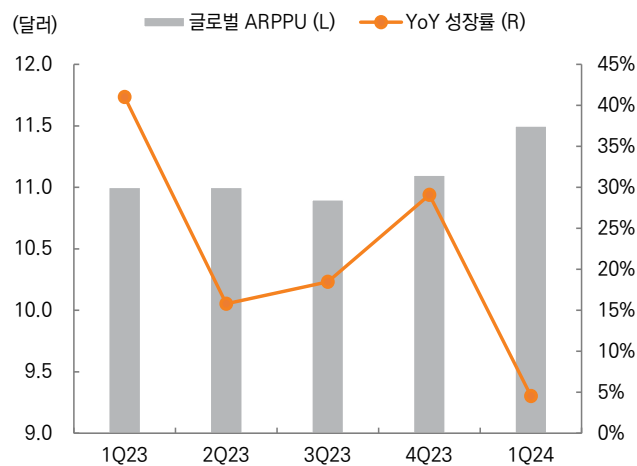
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 월평균 결제유저 수



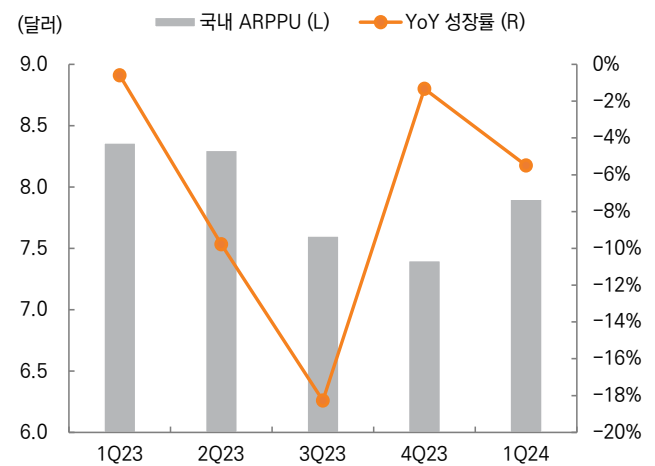
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 웹툰 엔터테인먼트 글로벌 ARPPU



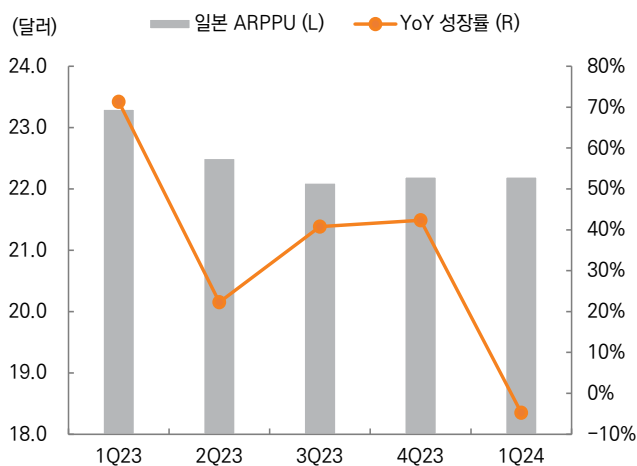
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 웹툰 엔터테인먼트 국내 ARPPU



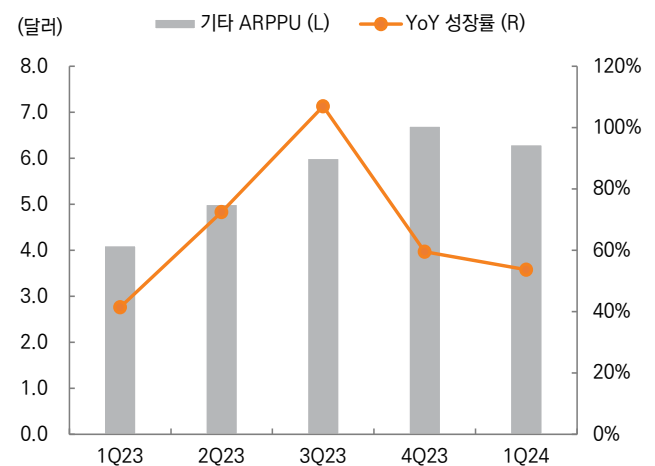
자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 웹툰 엔터테인먼트 일본 ARPPU



자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 웹툰 엔터테인먼트 기타 지역 ARPPU



자료: SEC, 미래에셋증권 리서치센터

엔비티 (236810)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	107	111	133	169
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	107	111	133	169
판매비와관리비	109	114	133	165
조정영업이익	-3	-4	1	4
영업이익	-3	-4	1	4
비영업손익	-2	0	0	0
금융손익	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	1	1	1
세전계속사업손익	-5	-4	1	4
계속사업법인세비용	-2	-1	0	1
계속사업이익	-3	-3	1	3
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-3	-3	1	3
지배주주	-3	-3	1	3
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-3	-3	1	3
지배주주	-3	-3	1	3
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-1	-2	3	6
FCF	-2	-2	1	4
EBITDA 마진율 (%)	-0.9	-1.8	2.3	3.6
영업이익률 (%)	-2.8	-3.6	0.8	2.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.8	-2.7	0.8	1.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	27	24	24	27
현금 및 현금성자산	10	8	8	10
매출채권 및 기타채권	9	9	9	9
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	8	7	7	8
비유동자산	49	48	49	49
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	5	5	5	5
무형자산	1	1	1	2
자산총계	75	72	73	77
유동부채	40	40	40	40
매입채무 및 기타채무	12	12	12	12
단기금융부채	24	24	24	24
기타유동부채	4	4	4	4
비유동부채	4	4	4	4
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	43	43	44	44
지배주주지분	32	29	29	33
자본금	2	2	2	2
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	8	5	6	9
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	32	29	29	33

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-2	-1	2	6
당기순이익	-3	-3	1	3
비현금수익비용가감	6	2	3	4
유형자산감가상각비	2	1	1	2
무형자산상각비	0	0	0	1
기타	4	1	2	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	0	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	0	0	0
법인세납부	0	1	0	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	1	-2	-2	-3
유형자산처분(취득)	0	-1	-2	-2
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	2	0	0	0
기타투자활동	0	0	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-5	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	-7	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	3	0	0	0
현금의 증가	-6	-3	0	3
기초현금	16	10	8	8
기말현금	10	8	8	10

자료: 엔비티, 미래에셋증권 리서치센터

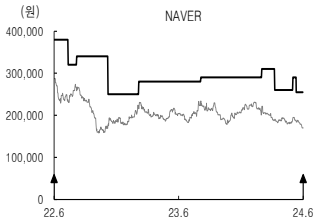
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	212.1	31.9
P/CF (x)	40.4	-	31.2	14.8
P/B (x)	3.5	3.1	3.1	2.8
EV/EBITDA (x)	-	-	48.1	18.7
EPS (원)	-175	-182	30	201
CFPS (원)	190	-79	206	432
BPS (원)	2,220	2,039	2,069	2,270
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-1.4	3.6	20.5	27.2
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	151.7
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	565.2
EPS증가율 (%)	-	-	-	565.2
매출채권 회전율 (회)	11.8	12.5	15.0	18.8
재고자산 회전율 (회)	3,201.9	3,073.2	3,667.1	4,617.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.8	-4.2	0.7	4.6
ROE (%)	-8.6	-10.2	1.8	11.0
ROIC (%)	-24.5	-41.8	7.2	44.5
부채비율 (%)	135.4	150.5	148.5	133.5
유동비율 (%)	67.0	60.1	60.9	67.5
순차입금/자기자본 (%)	38.2	51.7	49.9	36.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.9	-2.8	0.5	3.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79
2024.05.13	매수	255,000	-	-	2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83	2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27	2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90	2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.