

2023. 11. 6



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **290,000 원**

**현재주가 (11.3)** **200,500 원**

**상승여력** **44.6%**

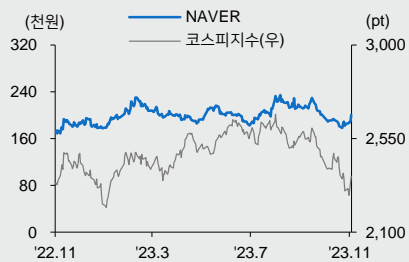
KOSPI	2,368.34pt
시가총액	328,918억원
발행주식수	16,241만주
유동주식비율	82.54%
외국인비중	46.72%
52주 최고/최저가	234,500원/169,000원
평균거래대금	1,856.2억원

**주요주주(%)**

국민연금공단	9.24
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.5	4.1	18.6
상대주가	3.6	10.0	16.7

**주가그래프**



# NAVER 035420

## 같은 듯 다른 길

- ✓ 3분기 영업이익은 타이트한 비용 집행으로 추정치 상회
- ✓ 재무 구조 개선으로 순이익은 예상치 크게 상회. 4분기 추가 리밸런싱 예고
- ✓ 투자자 핵심 지표는 과거 플랫폼 수익(광고)에서 AI를 이용한 수익화로 옮겨가는 중
- ✓ 글로벌 사업자 B2B 부문에서 클라우드 통해 생성 AI 수익화. 동사는 웹툰/스노우/커머스/B2G 통해 추가 성과 기대 가능. 새로운 기회에 집중할 때

### 지나갈 3분기: 비용 타이트한 집행으로 3분기 이익 추정치 상회

3분기 네이버의 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 4,453억원(+18.9% YoY)과 3,802억원(+15.1% YoY)으로 영업이익 기준 시장 추정 및 당사 기대치를 상회했다. 매출은 추정과 유사했으나 비용 감소 효과가 이익 성장을 주도했다.

순이익은 차입금 상환 및 금융상품 평가 손익 영향으로 예상을 크게 상회했다. 동사는 4분기 비핵심 투자자산 매각 및 차입금 리밸런싱을 통해 재무 구조의 추가 개선을 예고했다. 사무라이 본드 발행을 통해 조달 금리를 크게 낮춘 점은 긍정적으로 평가된다. 하반기 오픈한 각 세종 관련 공사비용 부담은 줄어드나 AI 다방면 도입을 위한 인프라 비용이 늘어나 전체 CAPEX는 당분간 2023년과 유사한 수준으로 전망되는 만큼 넉넉한 현금 보유는 필수적이란 판단이다.

### 플랫폼 수익에서 생성 AI 수익화로 옮겨간 투자 중심에 초점을 맞춘다면

3분기 구글 실적발표 후 주가 반응에서와 같이 과거 플랫폼 수익(광고)이 투자자 핵심 지표였다면 AI를 이용한 B2B 수익화에 투자자 초점이 옮겨가고 있다. 8월 말 하이퍼클로바X 공개 이후 B2C 위주로 소개되며 수익화 방안이 공유되지 못했는데 10월 B2B 핵심인 Neurocloud를 시작으로 CLOVA for AD 등 신규 상품 출시가 본격화된다. 더불어 최근 중동/남미 정부 관계자들이 방문한 데에서 보여지는 바와 같이 미/중 제외한 국가의 생성 AI 사업자란 측면에서 B2G 기회도 열려 있다. 물론 B2G 성과가 가장 빠르게 드러날 부분은 한국이다. 과거 저가 경쟁이던 정부 수주 사업에 AI가 핵심 요소로 떠오르며 변화가 예고되고 있다. 글로벌 사업자들이 B2B 부문에서 클라우드, B2C 부문에서 광고로 생성 AI 수익화에 집중하고 있지만 동사는 웹툰/스노우/커머스/B2G 통해 추가 성과 기대 가능하단 점이 차별점이다. 신기술로 열리는 새로운 기회에 집중할 시기다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	6,817.6	1,325.5	16,489.9	100,400	1,851.3	143,467	3.8	2.6	35.8	106.7	40.2
2022	8,220.1	1,304.7	760.3	4,634	-95.9	138,642	38.3	1.3	16.1	3.3	44.6
2023E	9,694.9	1,497.4	1,108.3	6,756	62.3	144,389	29.7	1.4	16.8	4.8	43.7
2024E	10,469.9	1,705.4	1,634.5	10,140	50.3	156,203	19.8	1.3	14.2	6.7	41.3
2025E	11,293.3	1,818.3	1,608.4	10,079	-2.4	166,240	19.9	1.2	12.7	6.2	35.8

(십억원)	3Q23P	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	컨텐츠	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	2,445.3	2,057.3	18.9	2,407.9	1.6	2,461.6	-0.7	2,451.5	-0.3
영업이익	380.2	330.2	15.1	372.7	2.0	368.1	3.3	365.8	3.9
세전이익	504.5	374.7	34.6	421.1	19.8	383.8	31.4	369.5	36.5
지배순이익	375.8	257.0	46.2	267.7	40.4	277.4	35.5	221.5	69.7

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출</b>	<b>1,845</b>	<b>2,046</b>	<b>2,057</b>	<b>2,272</b>	<b>2,280</b>	<b>2,408</b>	<b>2,445</b>	<b>2,561</b>	<b>6,818</b>	<b>8,220</b>	<b>9,695</b>	<b>10,470</b>
서치플랫폼	850	906	896	916	852	910	899	937	3,308	3,568	3,598	3,762
검색	623	661	665	660	656	689	688	689	2,400	2,609	2,722	2,848
디스플레이	221	241	228	250	192	217	207	245	885	941	861	899
커머스	416	439	458	487	606	633	647	701	1,488	1,801	2,587	2,839
커머스 광고	261	274	268	276	264	280	282	291	944	1,078	1,118	1,174
중개 및 판매	132	142	157	173	183	190	180	223	476	604	776	898
포시마크					120	122	141	140			523	559
핀테크	275	296	296	320	318	340	341	369	979	1,187	1,368	1,469
콘텐츠	212	300	312	437	411	420	435	432	660	1,262	1,699	1,852
클라우드	92	105	95	111	93	104	124	122	383	403	443	548
<b>% YoY</b>												
매출	23.1	23.0	19.1	17.8	23.6	17.7	18.9	12.7	28.5	20.6	17.9	8.0
서치플랫폼	12.6	9.3	8.0	2.3	0.2	0.5	0.3	2.3	17.3	7.9	0.8	4.6
검색	9.9	9.5	10.6	5.0	5.3	4.3	3.5	4.3	11.9	8.7	4.3	4.6
디스플레이	21.2	8.5	2.3	-2.9	-13.1	-9.8	-9.5	-2.0	37.3	6.2	-8.4	4.4
커머스	27.8	19.7	19.4	18.3	45.5	44.0	41.3	44.0	36.3	21.0	43.7	9.7
커머스 광고	27.5	16.5	12.3	4.0	1.4	2.5	5.5	5.3	34.5	14.3	3.7	5.0
중개 및 판매	22.6	25.8	28.8	29.4	38.5	33.4	15.2	29.0	26.4	26.8	28.5	15.6
포시마크					N/A	N/A	N/A	N/A			N/A	6.9
핀테크	31.1	27.1	22.5	8.4	15.8	14.9	15.1	15.3	44.5	21.2	15.3	7.4
콘텐츠	70.1	113.8	77.3	100.1	94.0	40.1	39.5	-1.1	52.9	91.3	34.7	9.0
클라우드	8.9	10.5	-1.5	3.9	1.2	-0.4	30.3	9.5	35.2	5.3	9.9	23.6
<b>영업비용</b>	<b>1,543</b>	<b>1,710</b>	<b>1,727</b>	<b>1,935</b>	<b>1,950</b>	<b>2,035</b>	<b>2,065</b>	<b>2,147</b>	<b>5,492</b>	<b>6,915</b>	<b>8,198</b>	<b>8,764</b>
% to sales	83.6	83.6	83.9	85.2	85.5	84.5	84.5	83.8	80.6	84.1	84.6	83.7
% YoY	27.5	28.7	25.4	22.8	26.3	19.0	19.6	11.0	34.3	25.9	18.5	6.9
개발/운영비용	472	515	522	562	635	644	631	686	1,753	2,070	2,598	2,761
주식보상비용	23.6	-0.1	30.1	41.9	75.0	54.3	74.8	95.9	238	96	300	322
파트너	624	720	722	898	832	866	886	933	2,172	2,964	3,516	3,746
인프라	133	141	152	154	133	142	157	166	496	581	598	681
마케팅	315	333	331	322	350	383	390	362	1,072	1,301	1,485	1,577
<b>영업이익</b>	<b>302</b>	<b>336</b>	<b>330</b>	<b>336</b>	<b>330</b>	<b>373</b>	<b>380</b>	<b>414</b>	<b>1,325</b>	<b>1,305</b>	<b>1,497</b>	<b>1,705</b>
% YoY	4.5	0.2	-5.6	-4.2	9.5	10.9	15.1	23.1	9.1	-1.6	14.8	13.9
영업이익률(%)	16.4	16.4	16.1	14.8	14.5	15.5	15.5	16.2	19.4	15.9	15.4	16.3
세전이익	257	263	375	189	117	421	505	517	2,126	1,084	1,559	2,187
% YoY	-39.6	-59.3	-24.3	-66.2	-54.6	60.0	34.6	173.2	30.2	-49.0	43.9	40.3
지배주주순이익	171	183	257	149	55	268	376	410	16,490	760	1,108	1,635
% YoY	-98.9	-65.3	-22.6	-53.5	-67.8	46.0	46.2	175.4	1,545.6	-95.4	45.8	47.5

주: 콘텐츠는 총매출 인식으로 변경되며 분기 변동성 커지는 구간

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

서치플랫폼+커머스

서치 플랫폼 매출이 예상을 소폭 하회했으나 같은 광고 성격인 커머스 광고 성장 이 이를 메꾸며 광고 성적은 대체로 예상에 부합했다. 다만 커머스 중개/판매 매출 이 예상을 하회했는데 견조한 별도 이익을 감안 시 크림의 영향으로 추정된다. 수수료율 인상 및 명품 C2C 시장의 부진 영향이 있었을 것으로 예상된다. 지난 9월 크림은 페이머스 스튜디오를 연결 법인으로 편입했는데 외부로 지출되던 수수료가 내재화되며 크림+페이머스 단순 합산 시 2024년 흑전을 예상한다.

크림 중심으로 상품 거래는 부진했으나 길어진 추석 연휴로 여행/예약 거래액은 47% 성장하며 시장 성장률을 10%p 상회하는 고성장을 이어갔다. 10월 5일부터 도착보장 및 브랜드 패키지 솔루션(AI) 수익화가 시작된 영향으로 4분기 별도 커머스 부문의 blended take rate은 재차 상승할 것으로 예상된다.

포시마크는 미국 C2C 시장 부진 영향으로 3분기 거래액은 4억 7,444억달러로 전년과 유사한 수준을 기록하는 데 그쳤다. 반면 매출은 원피 광고 등 신규 수익 원 영향으로 YoY 18% 증가한 1억 달러를 돌파한 것으로 추정된다. 동사에 따르면 포시마크의 EBITDA 흑자 기조는 유지되고 있다.

표3 크림 재무제표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
GMV	735.2	1,710.4	1,935.2	1,828.3
영업수익	3.3	46.0	124.9	137.1
take rate	0.4%	2.7%	6.5%	7.5%
영업비용	62.8	132.0	154.6	160.8
종업권급여	3.8	9.3	18.6	22.3
주식보상비	0.4	2.9	8.6	10.4
지급수수료	43.3	87.3	107.6	108.2
% GMV	5.9%	5.1%	5.6%	5.9%
페이머스	23.5	49.7	67.2	71.4
판매비	13.7	25.4	26.6	23.8
그외	6.1	12.2	13.8	13.0
광고선전비	8.9	12.3	11.6	11.0
기타	6.4	20.3	8.2	9.0
영업이익	-59.5	-86.1	-29.7	-23.7

주: 상기 자료는 크림 별도 재무제표 기준 당사 추정  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 포시마크 재무제표

(백만달러)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업수익	261.6	326.0	364.9	398.1	429.9
GMV	1,432.0	1,824.0	1,974.8	1,999.6	2,029.4
Take rate	18.3%	17.9%	18.5%	19.9%	21.2%
영업비용	236.4	370.4	443.2	414.0	441.1
매출원가	43.5	51.9	61.2	68.8	68.4
운영지원비	39.8	56.7	63.8	53.1	58.4
R&D	30.0	58.7	70.6	56.5	59.3
마케팅	92.4	142.7	165.8	138.5	140.9
일반관리비	27.8	57.0	73.8	60.6	63.6
감가상각비	2.9	3.5	4.0	12.7	11.3
주보비	7.9	48.2	52.0	0.4	0.4
영업이익	25.2	-44.4	-78.3	-15.8	-11.2

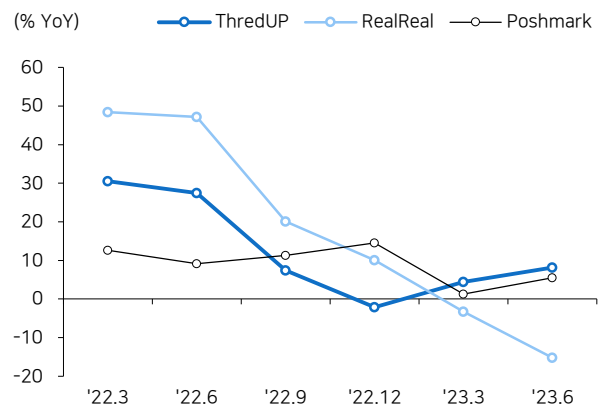
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표4 크림 2023년 주요 재무 변동 사항

날짜	내용	규모
23.03	제 3자 배정 유상증자(주주: 삼성증권, 미래에셋증권, 알토스 등)	우선주, 500억원
23.04	인도네시아 C2C 플랫폼 '킵에비뉴' 지분 취득(22년 매출 7.2억원)	12%, 13억원
23.05	제 3자 배정 유상증자 (주주: 임직원 40명)	보통주, 21억원
23.09	페이머스 스튜디오 지분 취득	67%, 90억원
23.10	일본 중고거래 플랫폼 '소다' 지분 취득(22년 매출 320억원)	30%, 977억원
23.10	태국 중고거래 플랫폼 'SASOM' 지분 취득(22년 매출 8억원)	4.4%, 5.9억원

주: 네이버의 1H23말 기준 크림 유효 지분을 50%  
 자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 미국 3대 C2C 플랫폼 성장률



주: 각 사 매출 성장률(달러 기준) / 자료: 메리츠증권 리서치센터

**핀테크**

핀테크 부문은 3분기 네이버페이 거래액이 15조원(+23% YoY)을 돌파했다. 성장 은 네이버 생태계 외부 거래가 주도했다. 상반기 삼성페이 오프라인 결제에 이어 하반기 해외 현장 결제 서비스가 도입된다. 지난 9월 네이버페이는 중국/일본을 시작으로 4분기부터 동남아권으로 확대되어 해외 총 10개국 및 지역의 유니온페이 가맹점으로 커버리지가 확대된다. 이는 2024년 핀테크 부문 성장을 이끌 동인이 될 것으로 전망한다. 2분기 신규 유저 인센티브로 지급되던 마케팅비가 3분기 감소하며 이익률은 QoQ 1.9%p 증가했다.

**콘텐츠: 웹툰**

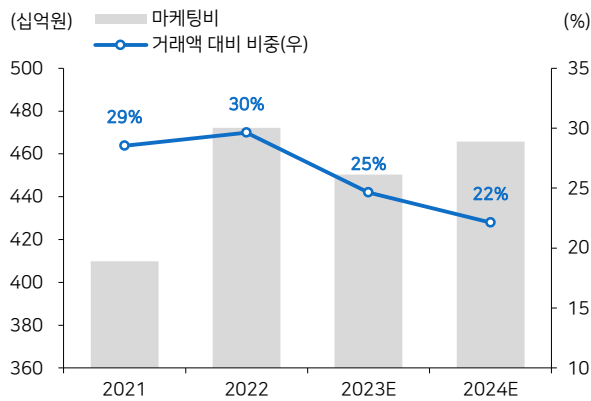
콘텐츠 거래액은 예상에 부합했는데 웹툰 매출은 광고성 매출 비중 증가로 소폭 하회했다. 웹툰 매출은 소비자가 직접 구입하는 유료 코인과 광고 시청 대가로 지불되는 무료 코인으로 구성된다. 무료 코인의 경우 소비자가 체감하는 효용 대비 B2B 성격으로 광고주로부터 수취하는 수익이 적어 괴리가 발생하는데 3분기 이에 따른 영향이 컸던 것으로 추정된다. 그 결과 3분기 웹툰 거래액은 QoQ 8.6% 증가했으나 매출은 동기간 2.8% 늘어나는 데 그쳤다. 플랫폼 광고 수요가 증가할 경우 단가는 상승하기 때문에 구조적 문제로 판단하지는 않는다.

**콘텐츠: 스노우**

스노우는 제페토 방학 특수 및 AI 필터 사진 인기로 매출 증가가 적자 감소로 이어졌다. 결국 스노우의 현재 비용 대부분은 고정비로 수익화 가능 상품을 발견 시 적자가 크게 줄어들 수 있음을 확인할 수 있었다.

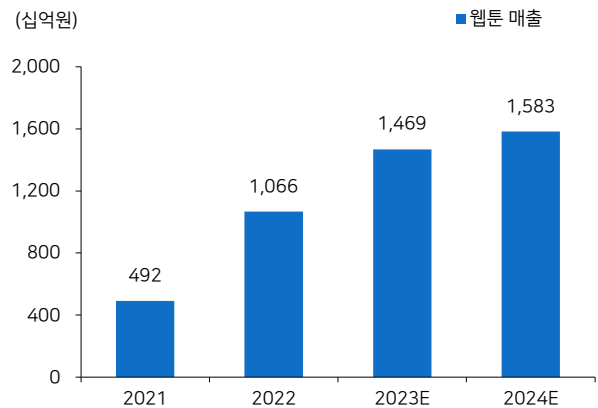
앱토피아에 따르면, 에픽은 2021년 8월 출시 후 글로벌 누적 9,320만 다운로드를 기록했다. 지난 10월 7일 시장 조사기관 데이터닷 AI에 따르면 에픽의 앱스토어 누적 매출은 700만달러(약 90억원)을 달성했다. AI를 이용한 B2C 유료화 초기 모델 성과란 점에서 의미가 있다.

**그림2 네이버 글로벌 웹툰 거래액 추이**



주: 네이버는 2022년 이후 순차적 총매출 인식 시작됨 관계로 거래액으로 대체  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림3 네이버 웹툰 부문 매출 추이**



자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터 전망

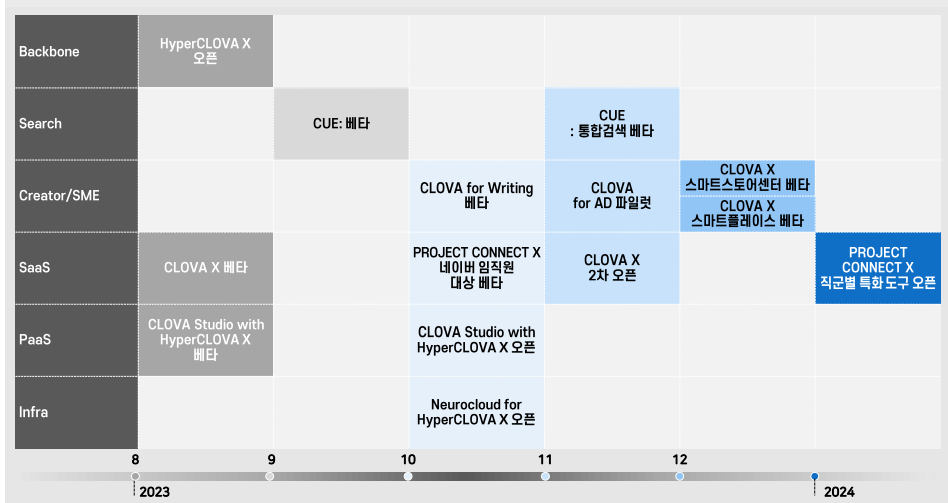
## 클라우드

클라우드는 매출 일부 회계 변경에 의거해 90억원의 추가 매출이 발생했고 클라우드/랩스는 공공기관 서비스 매출이 반영되며 예상을 상회했다. 주지하는 바와 같이 8월 말 하이퍼클로바X 공개 후 B2C 위주로 소개되며 B2B 부문 수익화가 본격적으로 반영되지 않은 시점이다.

언론 내용을 종합하여 당사가 파악한 바에 따르면, 공공기관 및 다수의 사기업이 하이퍼클로바X 기반 서비스를 도입할 예정이다. 10월 Neurocloud for HyperCLOVA X가 공개된 만큼 4분기 이후 순차적 매출 반영을 예상한다.

마이크로소프트는 3분기 클라우드 부문에서 예상을 상회하는 실적을 발표했는데, 이는 기업체의 생성 AI 도입이 예상보다 빨랐던 데 기인한다고 밝혔다. 높아진 비용은 어려운 경기 속 업체들이 공통적으로 겪는 고민이다. 과거 클라우드 시장이 불황을 틈타 빠르게 성장했던 것처럼 개화기인 생성 AI 시장에서 유의적 서비스를 제공할 수 있다는 점에서 동사는 차별성이 있다.

그림4 네이버 하이퍼클로바X 관련 상품 라인업 공개 타임라인



자료: 네이버 DAN23, 메리츠증권 리서치센터

저가 경쟁 중심이던 정부 수주 사업도 AI가 핵심 요소로 떠오를 것

주지하는 바와 같이 국내 클라우드 사업자들의 실적 성장은 정부 수주가 주요했다. 당사는 저가 경쟁 중심이던 정부 수주 사업에서도 AI가 중요 요소로 작용할 것으로 전망한다.

2023년 정부 예산은 크게 감소했으나 chat GPT가 글로벌 사회에 안겨준 충격 덕분에 AI 예산은 수성하는 데 성공했다. 지난 4월 14일 과기부는 <초거대 AI 경쟁력 강화 방안>을 발표하며 2023년 3,901억원을 투입할 것이라고 밝힌 바 있는데 2024년 관련 예산은 7,371억원까지 확대될 전망이다.

네이버 클라우드는 정부 SaaS 지원사업에 인프라 공급 사업자로 참여 중인데 지원 사업에 참여하는 기업 70%가 네이버 클라우드를 선택한 것으로 알려졌다. SaaS 뿐 아니라 공공기관 클라우드 전환도 자체 AI 기술 확보 여부가 정부 수주 확보에 영향을 끼칠 것으로 예상된다.

표6 인공지능 관련 정부 방안 및 행사 주요 내용

23.04.14 '초거대 AI 경쟁력 강화방안'(2023년 3,901억원 투입)	
1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>민간의 초거대 AI 개발·고도화를 지원하는 기술·산업 인프라를 확충</li> <li>분야별 특화 학습용 데이터와 비영여권 시장 공략을 위한 동남아·중동 등 언어 데이터를 2027년까지 200종(책 15만권 분량) 구축</li> <li>고품질 말뭉치와 한국어 응용말뭉치를 2027년까지 130종 구축</li> </ul>
2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>초거대 AI 산업혁신 생태계 조성</li> <li>법률, 의료, 심리상담, 문화예술, 학술연구 등 민간 전문영역에 초거대 AI를 접목하는 '초거대 AI 5대 플래그십 프로젝트'를 추진하고, 행정·공공기관 업무 효율화하는 초거대 AI 응용서비스 개발</li> </ul>
3)	<ul style="list-style-type: none"> <li>범국가 AI 혁신 제도·문화 정착</li> <li>초거대 AI 규제개선 과제를 발굴하고, 개인정보, 지식재산권 등 기존 제도를 정비</li> </ul>
23.09.13 '대한민국 초거대 인공지능 도약'	
1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>내년부터 미국·캐나다·EU 등의 선도대학과 글로벌 공동연구를 추진하고, 인공지능 공동랩 구축 및 석박사급 파견을 통한 전문 양성을 새롭게 추진</li> <li>아세안·중동 등 신흥국 대상으로 한·아세안 디지털 혁신 플래그십 등 통해 AI 공동번영 협력 및 해외진출 지원 확대</li> </ul>
2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>관계부처 합동으로 '24년 9,090억원 규모의 예산을 투입하여 전국민 인공지능 일상화를 추진</li> </ul>
3)	<ul style="list-style-type: none"> <li>'뉴욕구상'(22.9)와 '파리 이니셔티브'(23.6)를 통해 선언한 새로운 디지털 질서·규범의 기본 방향으로서 디지털 권리장전을 수립</li> </ul>
4)	<ul style="list-style-type: none"> <li>'분야별 특화 자율점검표·개발안내서'를 개발·확산하고, AI 서비스에서 발생 가능한 주요 위험요인, 성능 등에 대해 공신력 있는 제3의 기관을 통해 평가하는 신뢰성 검증증 체계를 마련하여 민간의 자율적 시행을 지원</li> </ul>

자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

표7 24년 인공지능 관련 과기부 예산안 7,371억원

사용처	예산규모 (억원)
<b>차세대 핵심, 원천기술</b>	<b>842</b>
차세대 생성AI 기술	40
복합지능 자율행동체SW 핵심기술	30
<b>인프라 고도화</b>	<b>1,544</b>
AI반도체기반 데이터센터 고도화	75
선도 기술 개발	
차세대 네트워크 선도 연구 시험망 구축 운영	90
<b>산업 활용, 혁신</b>	<b>4,333</b>
AI데이터 기반 바이오 선도 기술개발	134
스마트 제조 혁신 기술 개발	437
범부처 전주기 의료기기 연구개발	550
<b>고급 인력 양성</b>	<b>652</b>
생성AI 선도 인재 양성	35
인공지능 융합 혁신 인재 양성	105

자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

표8 네이버 하이퍼클로바X 기반 서비스 도입 결정 업체 리스트

날짜	기업	AI 도입 내용
2023.03.21	SK C&C	콜센터 자동화를 중심으로 금융 분야별 맞춤형 AI 서비스 모델 발굴
2023.03.29	한글과컴퓨터	AI 통해 한컴오피스 기능 고도화, 하이퍼클로바X 적용한 '한컴독스 AI' 출시
2023.03.29	한국관광공사	한국관광통합플랫폼 '인터랙티브 맵' 네이버 지도를 통해 구현
2023.04.04	인크로스	AI 광고, 마케팅 및 법률 서비스 개발
2023.04.19	오브젠	마케팅 솔루션 기업, AI 기반 디지털전환 협력 및 공공분야 등 다양한 산업군 확대
2023.05.11	한국투자증권	오브젠-네이버클라우드와 함께 증권사 특화 AI 서비스 개발
2023.05.31	서울디지털재단	공공분야 데이터 기반 행정역량 향상 교육, 서울시민을 위한 교육 및 홍보
2023.06.08	위뉴	헬스케어 지식 서비스 개발, 디지털 의학 지식 글로벌 유통 서비스 공동 추진
2023.06.12	플라리스오피스	플라리스오피스 서비스에 하이퍼클로바X 적용
2023.06.28	유법	기업교육 서비스 스마트러닝에 하이퍼클로바X 도입
2023.06.30	브릭메이트	차세대 기업용 솔루션 비즈니스 공동개발
2023.07.03	LX한국국토정보공사	네이버랩스-네이버클라우드-LX. 디지털트윈 해외 진출 업무협약
2023.07.21	유비온	초개인화 맞춤형 교육 서비스 개발, 하이퍼클로바X 교육 도구 'AI 튜터' 출시 예정
2023.07.25	쏘카	AI 고객 응대 시스템 구축, 추천/예약 기능 고도화
2023.08.11	클로잇	고객사 환경에 적합한 맞춤형 AI 서비스 공급
2023.08.18	굿어스데이터	하이퍼클로바X 커스터마이징 통해 기업별 맞춤형 AI 서비스 제공
2023.08.18	스마일게이트	업무 생산성 개선 및 게임 리소스 제작 효율화 연구 진행,
2023.09.07	삼성전자 DS부문	뉴로클라우드 포 하이퍼클로바X 도입 및 12월 하이퍼클로바X 사내 출시 예정
2023.10.10	경상북도교육청	학교지원 종합자료실 초대규모 AI 서비스 도입, 경북교육 디지털 전환
2023.10.16	솔리드이엔지	골프 전문 AI 서비스 개발

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 작성

표9 'NAVER AI RUSH 2023'에 소개된 스타트업

기업	사업 내용
라이너	대형 검색 서비스 '라이너 코파일럿' 출시, 자율 AI 에이전트 서비스 'AI 워크스페이스 출시'
가지랩	개인 맞춤형 웰니스 큐레이션 서비스
아트피셜 소사이어티	AI 기반 문해력 진단 및 향상 솔루션 '레서' 운영, 학년별 적합한 어휘 선택해서 문제 제공하는 '에듀 GPT' 출시
셀렉트스타	인공지능 개발에 필요한 데이터를 크라우드소싱으로 수집 및 가공하는 플랫폼
이모코그	경도인지장애 및 초기 치매 환자 위한 디지털 솔루션
에스프레소 미디어	AI 영상분석 및 초고화질 영상 처리
굿갱랩스	이용자 표정 및 모션을 실시간 3D 아바타 구현, 실시간 커뮤니케이션 플랫폼 개발 중
HD Junction	헬스케어 IT 솔루션, 클라우드 기반 전자무기록(EMR, Electronic Medical Record) 플랫폼 '트루닥' 서비스
펫페오텍	AI 영상분석 기반으로 반려동물 행동 인식 개발, 펫 CCTV '도기보기' 운영
튜닝	다양한 AI 챗봇(N행시 짓기 등), 자연어처리 기술 활용한 여러 API 모아둔 '튜니브리지' 서비스
두잉랩	AI 헬스케어. 사진 찍으면 칼로리, 영양성분 등 알려주는 '푸드렌즈' 서비스
버추얼플로우	3D 콘텐츠 제작 솔루션
알레시오	입체 초음파로 아이 얼굴 미리 예측 서비스 '베이비페이스', 아티스트와 계약해 AI가 아티스트의 화풍으로 개인 초상화 그려주는 '로우라'
제제듀	AI 수학 교육 솔루션
유니드컴즈	온라인 쇼핑물 사업자 대상 온라인 사무 업무 자동화 솔루션 '킵그로우' 운영
elice	올인원 교육 플랫폼, 기업용 맞춤형 DX 교육과정 등
Thumb technologies	ML, NLP 기반 데이터 분석, 요약, 검색 솔루션
AI&Robotics Tech Lab(ART)	AI 피부진단으로 피부상태 분석해 스킨케어 추천하는 솔루션
누비랩	푸드테크 솔루션, AI 스캔 통해 음식량 확인하고 조리량 조정 및 음식물 쓰레기 관리 가능한 '키친 매니저' 개발
Predictiv	유전자베이스 질병관리 및 약물 반응 시뮬레이션 플랫폼

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 작성

## NAVER (035420)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>6,817.6</b>	<b>8,220.1</b>	<b>9,694.9</b>	<b>10,469.9</b>	<b>11,293.3</b>
매출액증가율(%)	28.5	20.6	17.9	8.0	7.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,817.6	8,220.1	9,694.9	10,469.9	11,293.3
판매관리비	5,492.1	6,915.4	8,197.5	8,764.5	9,475.0
<b>영업이익</b>	<b>1,325.5</b>	<b>1,304.7</b>	<b>1,497.4</b>	<b>1,705.4</b>	<b>1,818.3</b>
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	16.3	16.1
금융손익	436.4	-252.6	-31.1	146.0	207.1
중속/관계기업손익	544.7	96.8	307.1	342.7	191.1
기타영업외손익	-180.1	-65.1	-214.4	-7.4	-43.1
세전계속사업이익	2,126.4	1,083.7	1,559.0	2,186.7	2,173.4
법인세비용	648.7	410.5	466.2	572.4	614.3
<b>당기순이익</b>	<b>16,477.6</b>	<b>673.2</b>	<b>1,092.8</b>	<b>1,614.2</b>	<b>1,559.0</b>
지배주주지분 순이익	16,489.9	760.3	1,108.3	1,634.5	1,608.4

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>5,527.9</b>	<b>6,439.6</b>	<b>4,329.1</b>	<b>6,023.3</b>	<b>6,848.1</b>
현금및현금성자산	2,781.4	2,724.2	1,356.8	3,075.4	3,884.2
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	6.1	8.7	4.3	6.1	8.7
<b>비유동자산</b>	<b>28,163.1</b>	<b>27,459.5</b>	<b>30,829.1</b>	<b>30,682.8</b>	<b>30,443.0</b>
유형자산	2,111.3	2,457.8	2,496.5	2,462.5	2,401.0
무형자산	932.2	1,481.4	3,005.7	2,959.5	2,915.4
투자자산	24,612.1	22,341.9	24,148.5	24,082.3	23,948.2
<b>자산총계</b>	<b>33,691.0</b>	<b>33,899.0</b>	<b>35,158.2</b>	<b>36,706.0</b>	<b>37,291.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,923.3</b>	<b>5,480.6</b>	<b>5,245.0</b>	<b>5,695.0</b>	<b>5,574.9</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	461.3	1,381.4	831.4	831.4	831.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	250.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>5,740.3</b>	<b>4,968.1</b>	<b>5,453.4</b>	<b>5,027.0</b>	<b>4,263.1</b>
사채	1,636.8	1,704.5	1,404.5	1,154.5	1,154.5
장기차입금	1,552.0	328.0	628.0	628.0	28.0
<b>부채총계</b>	<b>9,663.6</b>	<b>10,448.7</b>	<b>10,698.4</b>	<b>10,722.0</b>	<b>9,838.0</b>
<b>자본금</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>
자본잉여금	1,490.2	1,556.5	1,556.5	1,556.5	1,556.5
기타포괄이익누계액	-171.9	-1,634.8	-1,634.8	-1,634.8	-1,634.8
이익잉여금	23,080.4	23,645.7	24,260.3	25,363.7	26,388.7
비지배주주지분	491.7	706.2	773.0	869.0	991.5
<b>자본총계</b>	<b>24,027.4</b>	<b>23,450.3</b>	<b>24,459.8</b>	<b>25,984.0</b>	<b>27,453.0</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,379.9</b>	<b>1,453.4</b>	<b>2,465.7</b>	<b>2,295.9</b>	<b>2,198.5</b>
당기순이익(손실)	16,477.6	673.2	1,092.8	1,614.2	1,559.0
유형자산상각비	412.3	518.6	561.3	634.0	679.5
무형자산상각비	21.2	42.3	51.3	46.1	44.1
운전자본의 증감	-10.1	307.5	823.1	1.5	-84.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-13,998.8</b>	<b>-1,215.9</b>	<b>-3,215.0</b>	<b>-473.9</b>	<b>-429.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-753.9	-700.7	-600.0	-600.0	-618.0
투자자산의감소(증가)	-19,720.8	2,367.0	-1,806.6	66.2	134.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>11,642.3</b>	<b>-339.5</b>	<b>-618.1</b>	<b>-103.4</b>	<b>-960.0</b>
차입금의 증감	3,572.9	482.7	-555.6	-20.0	-870.0
자본의 증가	-303.1	66.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,064.3	-57.2	-1,367.4	1,718.6	808.7
기초현금	3,845.7	2,781.4	2,724.2	1,356.8	3,075.4
기말현금	2,781.4	2,724.2	1,356.8	3,075.4	3,884.1

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	41,510	50,107	59,098	64,954	70,770
EPS(지배주주)	100,400	4,634	6,756	10,140	10,079
CFPS	12,665	12,138	12,695	17,612	17,543
EBITDAPS	10,709	11,372	12,862	14,799	15,930
BPS	143,467	138,642	144,389	156,203	166,240
DPS	511	914	554	598	598
배당수익률(%)	0.1	0.5	0.3	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	3.8	38.3	29.7	19.8	19.9
PCR	29.9	14.6	15.8	11.4	11.4
PSR	9.1	3.5	3.4	3.1	2.8
PBR	2.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	1,758.9	1,865.6	2,110.0	2,385.5	2,542.0
EV/EBITDA	35.8	16.1	16.8	14.2	12.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	106.7	3.3	4.8	6.7	6.2
EBITDA 이익률	25.8	22.7	21.8	22.8	22.5
부채비율	40.2	44.6	43.7	41.3	35.8
금융비용부담률	0.7	0.9	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	29.3	18.2	21.0	25.5	30.3
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1,300.5	1,111.4	1,491.9	1,997.1	1,527.0



**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**NAVER (035420) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.10.22	기업브리프	Buy	590,000	김동희	-35.4	-29.2	
2022.01.28	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-40.9	-37.2	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	Indepth	Buy	250,000	이효진	-33.9	-30.4	
2022.11.03	산업분석	Buy	210,000	이효진	-12.5	-6.4	
2023.01.10	산업브리프	Buy	230,000	이효진	-12.4	-2.8	
2023.02.06	기업브리프	Buy	240,000	이효진	-10.6	-4.0	
2023.03.13	Indepth	Buy	260,000	이효진	-23.0	-16.7	
2023.05.26	산업분석	Buy	290,000	이효진	-	-	