

NAVER (035420/KS)

본업이 하드캐리

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 290,000 원(유지)
 현재주가: 200,500 원
 상승여력: 44.6%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com
 3773-9288

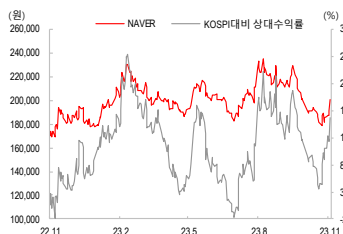
Company Data

발행주식수	16,241 만주
시가총액	32,892 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.24%
자사주	8.22%

Stock Data

주가(23/11/03)	200,500 원
KOSPI	2,368.34 pt
52주 최고가	234,500 원
52주 최저가	169,000 원
60일 평균 거래대금	186 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 Review

3분기 매출액 2.44 조원(+18.9% YoY, 이하 동일), 영업이익 3,802 억원(+15.1%), 지배주주순이익 3,758 억원(+46.2%)으로 영업이익은 컨센서스 3,681 억원을 소폭 상회했다. 부문별로는 서치플랫폼이 +0.3%로 방어, 커머스 +41.3%, 핀테크 +15.1%, 콘텐츠 +39.5%, 클라우드 +30.3%로 전 사업 부문 고른 성장을 보였다. 아직까지 광고 업황 회복의 시그널이 뚜렷하게 보이지 않고 있다. SA는 +3.5%로 꾸준, DA는 경기 영향이 지속되며 -9.5%로 역성장이 지속되었다. 4분기에는 네이버 앱 개편, 숏 클립 등 콘텐츠 추가로 역성장 폭이 축소될 것으로 전망한다. 커머스 거래액은 +14.3%, 포시마크 제외 시 +8.2%로 소폭 둔화되었으나 여행 및 예약 등 서비스 거래액 증가 효과가 두드러지며 take rate은 상승했다. 10/5부터 브랜드 솔루션 패키지와 도착보장 유료화로 take rate은 지속 상승할 것으로 예상된다. 핀테크는 대형 가맹점 추가로 성장, 콘텐츠는 웹툰 IP 영상화 흥행, SNOW는 프로필 상품과 EPIK 등 신규 AI 상품 흥행으로 전분기대비 수익성이 개선되었다. 영업비용은 +19.6%로 신규 인력 채용에도 불구하고 조직 효율화로 인건비는 전분기대비 감소, 글로벌 웹툰 마케팅에도 우려했던 마케팅비 증가도 제한적이었다. 인프라 비용은 각세종 완공 및 AI 장비 투자로 전분기대비 +10.8% 증가, 내년에도 AI 장비 투자는 이어지지만 인프라 비용은 매출의 7% 이하로 통제해 CAPEX는 올해와 유사한 수준으로 예상된다.

점점 맞아가는 성장의 톱니바퀴

3분기는 본업 비수기임에도 불구하고 서치플랫폼 및 커머스 부문 합산 마진은 연중 최고치인 31.7%를 기록했다. 4분기 광고 성수기 진입 및 앱 개편, 커머스 솔루션 수익화로 별도 마진 개선세는 지속될 것이다. 웹툰은 IP 및 플랫폼 고도화, 유료 결제 비중 상승, 포시마크는 광고 BM 도입, 커머스 솔루션 도입으로 적자 폭을 줄여 나갈 것이다. AI 관련으로는 고객 맞춤형 AI B2B 서비스 뉴로 클라우드가 11월 상용화 준비 중이다. 올해 영업이익 1.49 조원(OPM 15.4%)⇒ 24년 1.73 조원(16.2%)⇒ 25년 1.94 조원(16.7%)으로 본업 회복+자회사 적자 폭 축소로 마진 개선세를 보일 것이다.

영업실적 및 투자지표

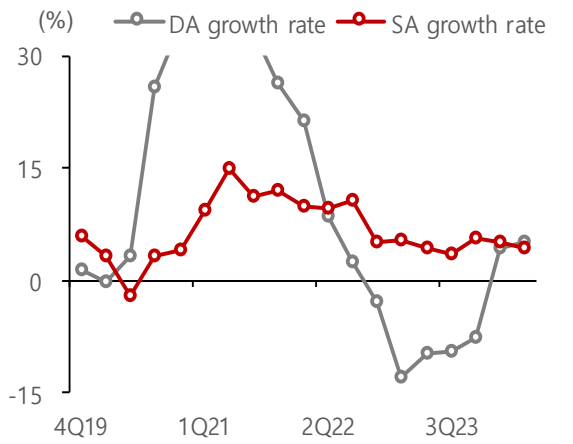
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	5,304	6,818	8,220	9,699	10,676	11,635
영업이익	십억원	1,215	1,325	1,305	1,489	1,727	1,940
순이익(지배주주)	십억원	1,002	16,490	760	1,003	1,313	1,538
EPS	원	7,903	9,082	4,634	6,178	8,088	9,467
PER	배	37.0	41.7	38.3	32.5	24.8	21.2
PBR	배	5.6	2.5	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	27.5	35.8	16.1	14.9	12.9	11.7
ROE	%	15.2	106.7	3.3	4.4	5.5	6.2

NAVER 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
영업수익	2,280.4	2,407.9	2,445.3	2,565.4	2,499.7	2,648.9	2,703.8	2,823.6	8,220.1	9,699.1	10,676.0
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	933.8	893.7	951.4	937.4	991.8	3,568.0	3,594.5	3,774.3
검색광고	655.7	689.2	688.2	697.8	689.4	718.6	717.4	737.5	2,608.6	2,730.9	2,862.9
디스플레이	192.3	217.4	206.7	230.9	200.5	228.6	215.9	249.0	940.5	847.3	894.0
커머스	605.9	632.9	647.4	682.2	695.8	714.7	731.0	759.1	1,801.1	2,568.4	2,900.5
핀테크	318.2	339.7	340.8	360.8	359.9	399.7	412.1	422.1	1,186.6	1,359.6	1,593.7
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	452.3	435.8	461.7	480.4	491.1	1,261.5	1,719.0	1,868.9
클라우드	93.2	104.5	123.6	136.3	114.6	121.4	143.0	159.6	402.9	457.6	538.5
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,159.9	2,110.7	2,224.9	2,255.2	2,358.4	6,915.4	8,210.2	8,949.2
개발/운영	635.5	644.3	631.4	662.7	659.2	679.5	690.8	732.9	2,070.3	2,573.9	2,762.3
파트너	831.9	865.5	886.4	927.1	895.9	970.6	979.1	1,025.5	2,963.9	3,510.9	3,871.1
인프라	132.6	142.0	157.3	167.3	162.6	169.7	173.9	178.5	580.6	599.3	684.7
마케팅	349.9	383.4	389.9	402.9	393.0	405.2	411.4	421.6	1,300.6	1,526.2	1,631.2
영업이익	330.5	372.7	380.2	405.5	389.0	424.0	448.6	465.2	1,304.7	1,488.8	1,726.8
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	15.8%	15.6%	16.0%	16.6%	16.5%	15.9%	15.4%	16.2%
순이익	43.7	286.7	356.2	289.1	206.6	263.2	335.1	440.2	673.2	975.7	1,245.2
지배주주순이익	55.1	267.7	375.8	304.9	217.9	277.7	353.5	464.4	760.3	1,003.4	1,313.5
<i>YoY growth rate</i>											
영업수익	23.6%	17.7%	18.9%	12.9%	9.6%	10.0%	10.6%	10.1%	20.6%	18.0%	10.1%
서치플랫폼	0.2%	0.5%	0.3%	1.9%	4.9%	4.5%	4.3%	6.2%	7.9%	0.7%	5.0%
검색광고	5.3%	4.3%	3.5%	5.7%	5.1%	4.3%	4.2%	5.7%	8.7%	4.7%	4.8%
디스플레이	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-7.6%	4.3%	5.1%	4.5%	7.8%	6.2%	-9.9%	5.5%
커머스	45.5%	44.0%	41.3%	40.1%	14.8%	12.9%	12.9%	11.3%	21.0%	42.6%	12.9%
핀테크	15.8%	14.9%	15.1%	12.8%	13.1%	17.7%	20.9%	17.0%	21.2%	14.6%	17.2%
콘텐츠	94.0%	40.1%	39.5%	3.4%	5.9%	9.8%	10.4%	8.6%	91.3%	36.3%	8.7%
클라우드	1.2%	-0.4%	30.3%	22.7%	22.9%	16.2%	15.7%	17.1%	5.3%	13.6%	17.7%
영업비용	26.3%	19.0%	19.6%	11.6%	8.2%	9.3%	9.2%	9.2%	25.9%	18.7%	9.0%
개발/운영	34.6%	25.1%	21.0%	18.0%	3.7%	5.5%	9.4%	10.6%	18.1%	24.3%	7.3%
파트너	33.4%	20.2%	22.7%	3.2%	7.7%	12.1%	10.5%	10.6%	36.5%	18.5%	10.3%
인프라	0.0%	0.4%	3.3%	8.5%	22.6%	19.5%	10.5%	6.7%	17.0%	3.2%	14.3%
마케팅	11.1%	15.1%	17.8%	25.3%	12.3%	5.7%	5.5%	4.6%	21.4%	17.3%	6.9%
영업이익	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	17.7%	13.8%	18.0%	14.7%	-1.6%	14.1%	16.0%
순이익	-71.2%	80.9%	53.8%	119.4%	373.1%	-8.2%	-5.9%	52.3%	-95.9%	44.9%	27.6%

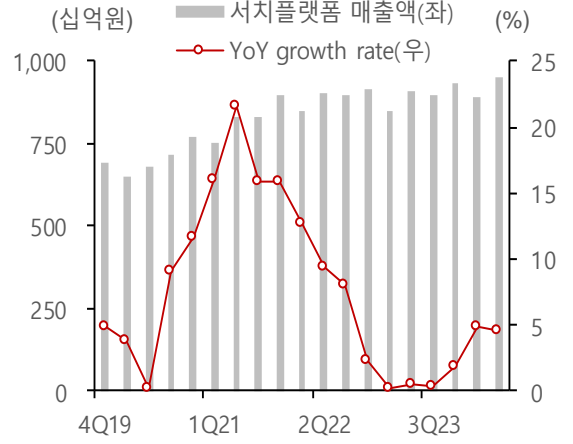
자료: NAVER, SK 증권

SA, DA D 성장률 추이 및 전망



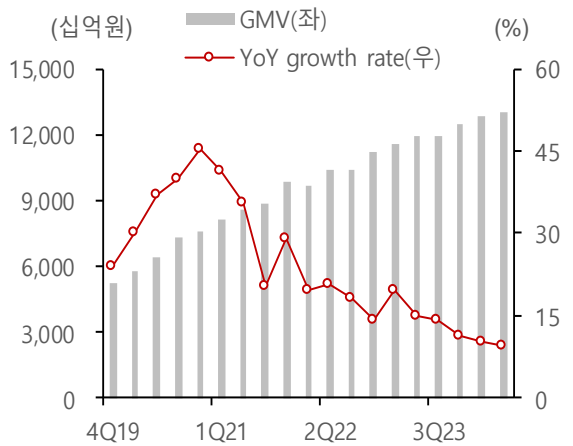
자료 : NAVER, SK 증권

서치플랫폼 실적 추이



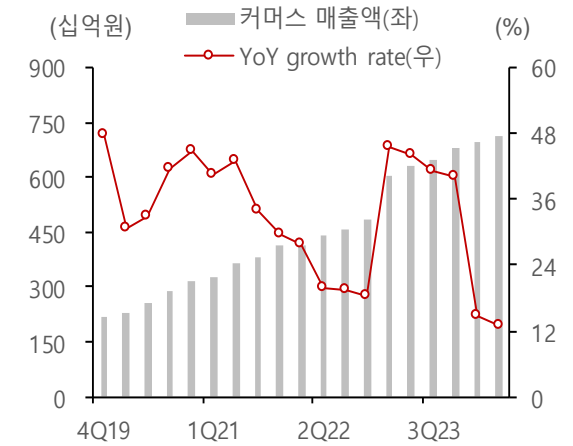
자료 : NAVER, SK 증권

커머스 거래액 추이



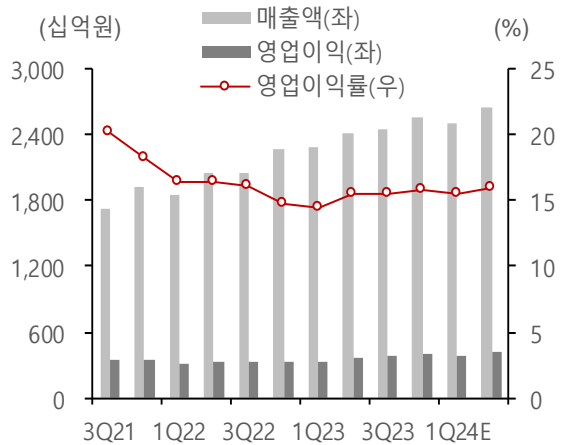
자료 : NAVER, SK 증권

커머스 부문 매출액 추이 및 전망



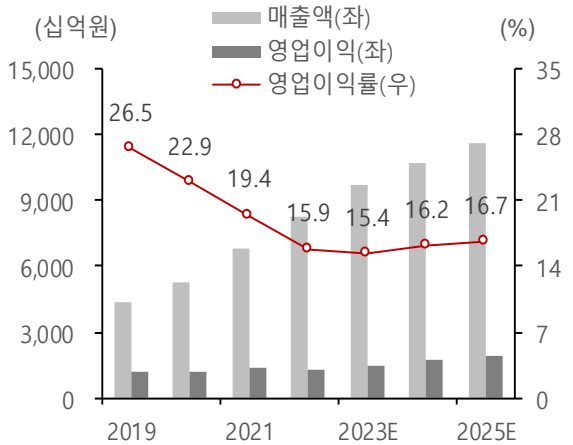
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER 분기 실적 추이 및 전망



자료 : NAVER, SK 증권

NAVER 연간 실적 추이 및 전망



자료 : NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	6,929	7,786	8,732
현금및현금성자산	2,781	2,724	1,264	1,653	2,158
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,617	1,780	1,934
재고자산	6	9	10	11	12
비유동자산	28,163	27,459	28,509	29,157	29,901
장기금융자산	4,522	3,801	3,600	3,602	3,604
유형자산	2,111	2,458	2,391	2,543	2,431
무형자산	932	1,481	3,463	3,597	3,664
자산총계	33,691	33,899	35,438	36,943	38,633
유동부채	3,923	5,481	5,811	6,363	6,884
단기금융부채	567	1,575	1,554	1,711	1,858
매입채무 및 기타채무	631	899	3,315	3,648	3,963
단기충당부채	7	5	6	7	7
비유동부채	5,740	4,968	5,523	5,408	5,313
장기금융부채	3,395	2,622	2,941	2,647	2,382
장기매입채무 및 기타채무	118	80	87	87	87
장기충당부채	9	18	20	22	24
부채총계	9,664	10,449	11,333	11,771	12,197
지배주주지분	23,536	22,744	23,154	24,290	25,634
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,435	1,435	1,435
기타자본구성요소	-880	-840	-784	-784	-784
자기주식	-1,066	-1,017	-1,017	-1,017	-1,017
이익잉여금	23,080	23,646	24,586	25,721	27,065
비지배주주지분	492	706	951	882	802
자본총계	24,027	23,450	24,105	25,172	26,436
부채외자본총계	33,691	33,899	35,438	36,943	38,633

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,357	1,438	2,390	2,525	2,695
당기순이익(손실)	16,478	673	976	1,245	1,458
비현금성항목등	-14,398	1,318	1,855	1,346	1,415
유형자산감가상각비	412	519	750	798	762
무형자산상각비	21	42	53	66	83
기타	-14,831	757	1,052	482	570
운전자본감소(증가)	-10	307	173	412	388
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-56	-130	-163	-153
재고자산의감소(증가)	0	0	0	-1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	76	133	2,250	334	314
기타	-46	231	-1,947	242	228
법인세납부	-713	-861	-651	-550	-644
투자활동현금흐름	-13,918	-1,160	-2,618	-1,657	-1,725
금융자산의감소(증가)	-687	-920	-73	-141	-133
유형자산의감소(증가)	-747	-689	-820	-950	-650
무형자산의감소(증가)	-52	-55	-2,034	-200	-150
기타	-12,432	502	309	-366	-792
재무활동현금흐름	10,265	-472	153	-316	-311
단기금융부채의증가(감소)	-269	-219	-304	156	147
장기금융부채의증가(감소)	10,888	-72	556	-294	-265
자본의증가(감소)	-303	66	-122	0	0
배당금지급	-60	-213	-62	-178	-194
기타	8	-34	85	0	0
현금의 증가(감소)	-1,064	-57	-1,460	389	505
기초현금	3,846	2,781	2,724	1,264	1,653
기말현금	2,781	2,724	1,264	1,653	2,158
FCF	610	750	1,569	1,575	2,045

자료 : NAVER, SK증권 추정

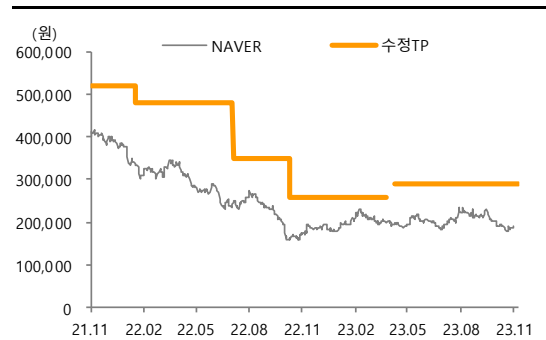
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,699	10,676	11,635
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,220	9,699	10,676	11,635
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	5,492	6,915	8,210	8,949	9,695
영업이익	1,325	1,305	1,489	1,727	1,940
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	16.2	16.7
비영업손익	801	-221	-30	69	162
순금융손익	-25	-13	82	72	78
외환관련손익	-26	-79	-1	-4	-4
관계기업등 투자손익	545	97	392	355	400
세전계속사업이익	2,126	1,084	1,459	1,796	2,102
세전계속사업이익률(%)	31.2	13.2	15.0	16.8	18.1
계속사업법인세	649	411	483	550	644
계속사업이익	1,477	673	976	1,245	1,458
중단사업이익	15,000	0	0	0	0
*법인세외과	1,231	0	0	0	0
당기순이익	16,478	673	976	1,245	1,458
순이익률(%)	241.7	8.2	10.1	11.7	12.5
지배주주	16,490	760	1,003	1,313	1,538
지배주주귀속 순이익률(%)	241.9	9.2	10.3	12.3	13.2
비지배주주	-12	-87	-28	-68	-80
총포괄이익	16,225	-715	524	1,245	1,458
지배주주	16,233	-681	517	1,271	1,487
비지배주주	-8	-34	7	-25	-30
EBITDA	1,759	1,866	2,291	2,590	2,785

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	28.5	20.6	18.0	10.1	9.0
영업이익	9.1	-1.6	14.1	16.0	12.3
세전계속사업이익	30.2	-49.0	34.6	23.1	17.1
EBITDA	2.8	6.1	22.8	13.0	7.5
EPS	14.9	-49.0	33.3	30.9	17.1
수익성 (%)					
ROA	65.0	2.0	2.8	3.4	3.9
ROE	106.7	3.3	4.4	5.5	6.2
EBITDA마진	25.8	22.7	23.6	24.3	23.9
안정성 (%)					
유동비율	140.9	117.5	119.3	122.4	126.8
부채비율	40.2	44.6	47.0	46.8	46.1
순차입금/자기자본	1.7	1.0	7.9	4.9	1.8
EBITDA/이자비용(배)	38.9	26.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.5	18.0	17.3	14.4	13.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,082	4,634	6,178	8,088	9,467
BPS	149,967	144,841	148,829	155,821	164,096
CFPS	103,160	8,054	11,120	13,405	14,669
주당 현금배당금	511	914	1,165	1,270	1,383
Valuation지표 (배)					
PER	41.7	38.3	32.5	24.8	21.2
PBR	2.5	1.2	1.3	1.3	1.2
PCR	3.7	22.0	18.0	15.0	13.7
EV/EBITDA	35.8	16.1	14.9	12.9	11.7
배당수익률	0.1	0.5	0.6	0.7	0.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.04.10	매수	290,000원	6개월		
2022.10.13	매수	260,000원	6개월	-25.80%	-11.35%
2022.07.07	매수	350,000원	6개월	-33.63%	-21.86%
2022.01.19	매수	480,000원	6개월	-38.10%	-28.02%
2021.06.24	매수	520,000원	6개월	-21.96%	-12.69%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 03일 기준)

매수	94.74%	중립	5.26%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------