

NAVER
(035420)

우려 속에 감춰진 이익 우상향

투자의견

BUY(유지)

목표주가

289,000 원(유지)

현재주가

194,600 원(05/03)

시가총액

31,605(십억원)

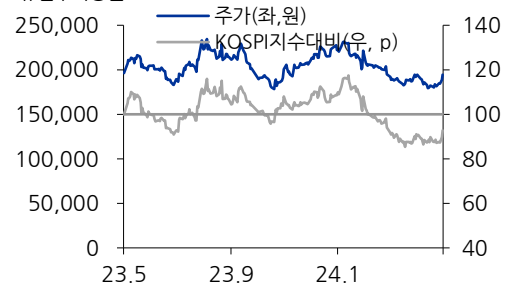
인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 매출액은 2.5조원(+10.8%yoy), 영업이익은 4,393억원(+32.9%yoy)으로 시장 컨센서스(3,895억원) 상회
- 서치플랫폼(+6%yoy)은 역성장 지속됐던 DA에서의 반등과 SA에서의 견고한 성장으로 성장률 회복 두드러짐
- 커머스(+16%yoy)는 지난해 1분기 포시마크 편입 기저 효과가 사라져 성장률 둔화. SODA 연결 편입 제거 시 매출은 전년 대비 10.4% 증가
- 핀테크(+11%yoy)는 외부결제액 확대가 매출 성장을 견인했으며, 결제형 및 플랫폼 사업 매출이 확대되면서 이익률도 소폭 개선. 클라우드 매출(+26%yoy)은 뉴로클라우드 수주와 생성형 AI 사용료 매출이 반영되면서 성장
- 콘텐츠(+9%yoy)는 네이버제트 연결 제외로 매출이 감소. 웹툰 매출은 거래액 성장, IP 사업에서의 오리진얼 제작 매출 확대, 일본 광고 호조로 전년 대비 12% 성장. 2분기부터 웹툰 부문 수익성 증가 및 온기로 반영될 네이버제트 연결 제외 효과로 콘텐츠 부문에서의 흑자전환 전망
- 영업비용의 개발/운영비는 인력 효율화로 전년도와 유사. 인프라 비용은 세종 IDC 신규 서버 자산 취득 및 치지직 등의 신규 서비스 출시 영향으로 증가
- 광고 부문은 작년 하반기부터 회복 중이며, 콘텐츠 부문의 수익성도 개선되는 중. 국내 커머스 경쟁 심화로 거래액 성장은 둔화되고 있지만, 네이버 커머스 경쟁력을 고려하면 영향은 제한적. 수익성은 우상향하는 반면 주가는 광고와 커머스 부진에 대한 우려로 크게 낮아졌기 때문에 매수 부담 적음. 투자의견 및 목표주가 유지

주가(원, 5/3)	194,600		
시가총액(십억원)	31,605		
발행주식수	162,409천주		
52주 최고가	241,500원		
최저가	178,000원		
52주 일간 Beta	0.84		
3개월 일평균거래대금	1,593억원		
외국인 지분율	45.6%		
배당수익률(2023F)	0.6%		
주주구성			
국민연금공단 (외 1인)	8.2%		
자사주 (외 1인)	7.1%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1.7%	-16.0%	-6.0%
절대기준	0.6%	-2.9%	1.0%
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	289,000	289,000	-
영업이익(24)	1,811	1,705	▲
영업이익(25)	2,043	1,947	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	8,220	9,671	10,712	11,716
영업이익	1,305	1,489	1,811	2,043
세전손익	1,084	1,481	2,048	2,050
당기순이익	673	985	1,571	1,464
EPS(원)	4,634	6,233	9,230	8,758
증감률(%)	-95.4	34.5	48.1	-5.1
PER(배)	38.3	35.9	21.1	22.2
ROE(%)	3.3	4.4	6.0	5.2
PBR(배)	1.3	1.6	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	16.1	17.8	14.4	13.0

자료: 유진투자증권



네이버 1 분기 실적은 매출액 2 조 5,261(+10.8%yoy), 영업이익 4,393 억원 (+32.9%yoy, OPM +17.4%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(3,809 억원) 및 시장 컨센서스(3,895 억원)을 상회했다.

서치플랫폼(9,054 억원, +6.3%yoy)은 성장률이 눈에 띄게 회복했는데, 특히 4Q22 부터 역성장이 지속됐던 디스플레이 광고 매출이 1 분기 +5.3%yoy 성장률을 기록했다. 이는 전년도 낮은 기저 영향도 있겠지만 홈페이지 광고 등의 성과형 광고 호조가 주요했다. 검색광고 또한 파워링크의 소재 노출 개선과 플레이스 광고 비딩 도입 효과로 매출 성장세를 이어갔다.

커머스 매출(7,034 억원, +16.1%yoy)은 지난해 1 분기 포시마크 편입 기저 효과가 사라져 성장률이 둔화됐지만 SODA 편입 효과가 추가되면서 이를 소폭 상쇄했다. SODA 연결 편입을 제거할 경우 매출 성장률은 10.4%yoy에 그친다.

핀테크 부문(3,539 억원, +11.2%yoy)에서는 1 분기에도 외부결제(8.2 조원, +52%yoy) 확대가 전체 결제액(16.7 조원) 성장을 견인했다. 또한 결제형과 플랫폼 사업 매출이 확대되면서 핀테크 부문의 이익률도 소폭 개선되었다.

콘텐츠 부문(4,463 억원, +8.5%yoy)에서는 스노우가 네이버제트 연결 제외로 매출이 감소했으나, 웹툰 매출은 거래액 성장, IP 사업에서의 오리지널 제작 매출 확대, 그리고 일본 광고 확대로 +12%yoy 성장을 기록했다. 2 분기부터는 웹툰 부문 수익성 증가 및 온기로 반영될 네이버제트 연결 제외 효과로 콘텐츠 부문 흑자전환이 예상된다. 클라우드 매출(1,170 억원, +25.5%yoy)에서는 뉴로클라우드 수주와 하이퍼클로바 X 등 생성형 AI 사용료 매출의 본격적인 반영되면서 성장을 이어갔다.

영업비용에서는 개발/운영비가 SODA 편입에도 네이버제트 연결 제외 및 인력 효율화로 전년도와 유사했고, 인프라 비용은 세종 IDC 신규 서버 자산 취득 및 치지직 등의 신규 서비스 출시 영향으로 증가했다.

지난해 네이버 주가의 발목을 잡았던 광고 부문의 부진이 작년 하반기 이후 회복되고 있으며, 콘텐츠 부문의 수익성 향상도 이어지고 있다. 국내 커머스 경쟁 심화로 거래액 성장률이 둔화되고 있음은 우려사항이긴 하나, 네이버 커머스의 경쟁력을 감안하면 국내 커머스 성장률과의 괴리는 크지 않을 전망이다. 수익성은 우상향하는 반면 주가는 광고와 커머스 부진에 대한 우려로 연초 이후 크게 낮아졌기 때문에 매수 부담이 적다. 투자의견 BUY 및 목표주가 28.9 만원을 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 네이버 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	2280.4	2407.9	2445.3	2537.0	2526.1	2643.2	2705.2	2837.5	9670.6	10712.0
(%yoy)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	9.8%	10.6%	11.8%	17.6%	10.8%
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	905.4	954.0	944.7	993.1	3589.1	3797.1
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	703.4	739.1	760.4	781.5	2546.6	2984.5
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	375.3	373.6	413.0	1354.8	1515.8
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	448.9	482.8	498.6	1733.0	1876.7
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	125.9	143.7	151.3	447.2	537.9
영업비용	1950.0	2035.2	2065.1	2131.5	2086.8	2202.2	2247.7	2364.7	8181.8	8901.3
(%yoy)	26.3%	19.0%	19.6%	10.1%	7.0%	8.2%	8.8%	10.9%	18.3%	8.8%
영업이익	330.5	372.6	380.2	405.5	439.3	441.0	457.6	472.9	1488.8	1810.7
(%yoy)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	18.3%	20.4%	16.6%	14.1%	21.6%
OPM(%)	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	16.7%	16.9%	16.7%	15.4%	16.9%
세전이익	116.6	421.1	504.5	443.8	660.2	440.4	472.3	475.4	1486.0	2048.2
당기순이익	43.7	286.7	356.2	301.8	555.8	323.7	344.8	347.0	988.4	1571.2
NPM(%)	1.9%	11.9%	14.6%	11.9%	22.0%	12.2%	12.7%	12.2%	10.2%	14.7%

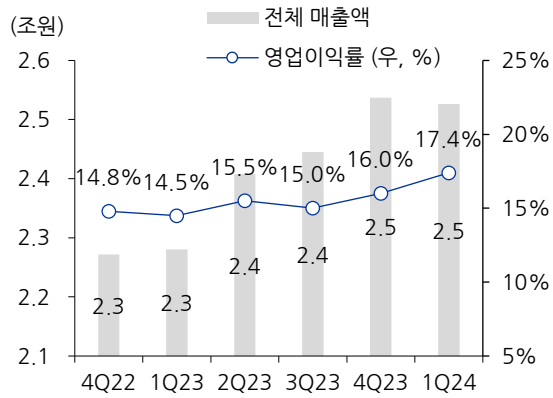
자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	6817.6	8220.1	9670.6	10712.0
영업이익	1325.5	1304.7	1488.8	1810.7
세전이익	2126.4	1056.1	1486.0	2048.2
지배순이익	16489.8	752.3	1012.6	1499.0
EPS(원)	100,518	4,634	6,233	9,230
PER(배)	3.8	38.3	35.9	21.1
OPM(%)	19.4%	15.9%	15.4%	16.9%
NPM(%)	241.9%	9.2%	10.5%	14.0%

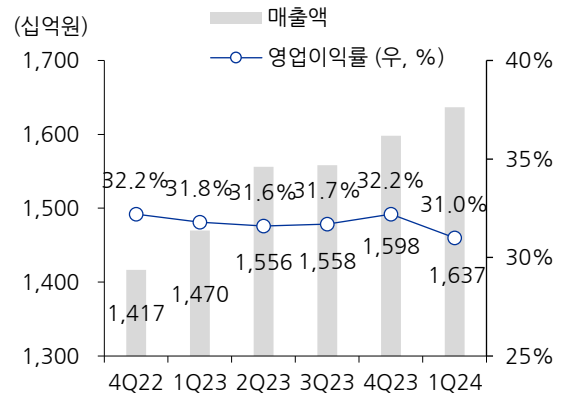
자료: 유진투자증권

도표 3. 네이버 전체



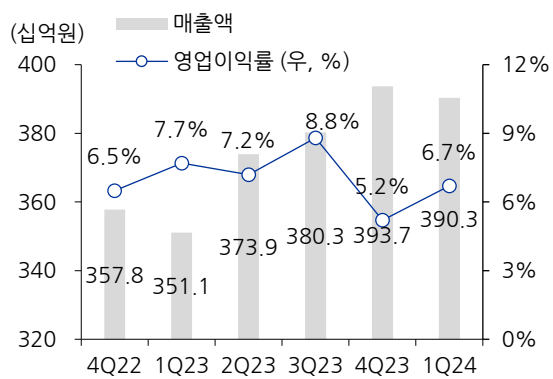
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 4. 서치플랫폼 및 커머스



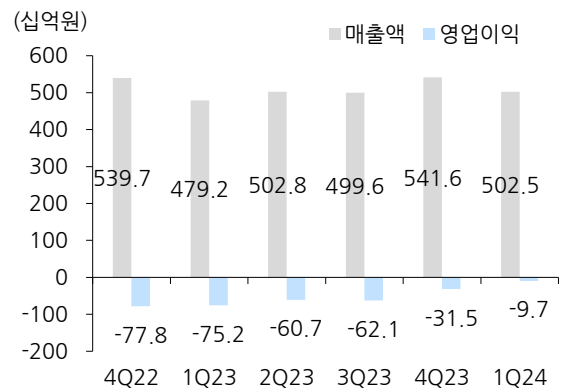
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 5. 핀테크



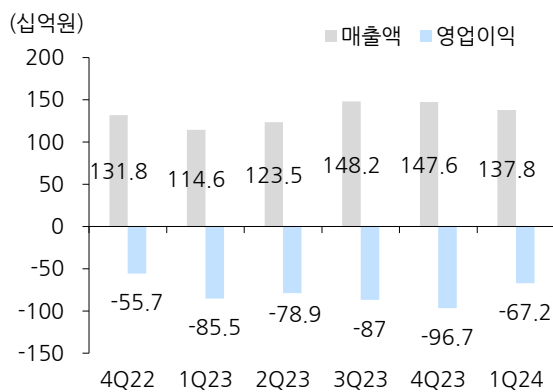
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 6. 콘텐츠



자료: NAVER, 유진투자증권

도표 7. 클라우드



자료: NAVER, 유진투자증권

NAVER(035420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	33,691	33,899	35,738	38,211	39,835
유동자산	5,528	6,440	7,028	8,770	9,582
현금성자산	3,585	3,967	4,403	5,979	6,581
매출채권	1,325	1,515	1,706	1,862	2,061
재고자산	6	9	15	15	17
비유동자산	28,163	27,459	28,710	29,441	30,253
투자자산	25,120	23,520	22,523	23,437	24,389
유형자산	2,111	2,458	2,742	2,489	2,282
기타	932	1,481	3,446	3,515	3,583
부채총계	9,664	10,449	11,500	10,665	11,063
유동부채	3,923	5,481	6,306	5,403	5,730
매입채무	2,383	2,935	3,873	2,960	3,277
유동성이자부채	567	1,647	1,465	1,465	1,465
기타	973	899	967	977	987
비유동부채	5,740	4,968	5,194	5,262	5,333
비유동이자부채	3,903	3,306	3,417	3,417	3,417
기타	1,837	1,662	1,777	1,845	1,915
자본총계	24,027	23,450	24,238	27,546	28,772
지배지분	23,536	22,744	23,206	26,514	27,741
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	23,080	23,646	24,544	25,862	27,089
기타	(1,051)	(2,475)	(2,597)	(607)	(607)
비지배지분	492	706	1,032	1,032	1,032
자본총계	24,027	23,450	24,238	27,546	28,772
총차입금	4,470	4,953	4,883	4,883	4,883
순차입금	885	986	480	(1,096)	(1,698)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	1,380	1,453	2,002	2,961	1,893
당기순이익	16,478	673	985	1,571	1,464
자산상각비	433	561	582	308	264
기타비현금성손익	(14,831)	757	745	1,873	(231)
운전자본증감	(10)	307	360	(1,068)	117
매출채권감소(증가)	(40)	(56)	43	(156)	(199)
재고자산감소(증가)	0	17	(2)	(0)	(2)
매입채무증가(감소)	76	133	347	(912)	317
기타	(46)	215	(28)	1	1
투자현금	(13,999)	(1,216)	(950)	(1,237)	(1,130)
단기투자자산감소	(687)	(920)	482	(7)	33
장기투자증권감소	(565)	445	534	(1,051)	(983)
설비투자	754	701	641	0	0
유형자산처분	7	12	7	0	0
무형자산처분	(52)	(55)	(51)	(124)	(124)
재무현금	11,642	(339)	(110)	(181)	(196)
차입금증가	10,619	(392)	(180)	0	0
자본증가	156	(152)	(34)	(181)	(196)
배당금지급	60	213	62	181	196
현금 증감	(1,064)	(57)	852	1,543	567
기초현금	3,846	2,781	2,724	3,576	5,119
기말현금	2,781	2,724	3,576	5,119	5,686
Gross Cash flow	2,080	1,991	2,312	4,029	1,776
Gross Investment	13,322	(11)	1,072	2,298	1,047
Free Cash Flow	(11,242)	2,003	1,241	1,731	729

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	6,818	8,220	9,671	10,712	11,716
증가율(%)	28.5	20.6	17.6	10.8	9.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,220	9,671	10,712	11,716
판매 및 일반관리비	5,492	6,915	8,182	8,901	9,673
기타영업손익	34	26	18	9	9
영업이익	1,325	1,305	1,489	1,811	2,043
증가율(%)	9.1	(1.6)	14.1	21.6	12.8
EBITDA	1,759	1,866	2,071	2,118	2,306
증가율(%)	2.8	6.1	11.0	2.3	8.9
영업외손익	801	(221)	(7)	237	7
이자수익	89	107	137	44	44
이자비용	45	72	127	52	52
지분법손익	532	10	244	(191)	(88)
기타영업외손익	226	(266)	(261)	436	103
세전순이익	2,126	1,084	1,481	2,048	2,050
증가율(%)	30.2	(49.0)	36.7	38.3	0.1
법인세비용	649	411	496	477	585
당기순이익	16,478	673	985	1,571	1,464
증가율(%)	1,850.0	(95.9)	46.3	59.5	(6.8)
지배주주지분	16,490	760	1,012	1,499	1,422
증가율(%)	1,545.6	(95.4)	33.2	48.1	(5.1)
비지배지분	(12)	(87)	(27)	72	42
EPS(원)	100,518	4,634	6,233	9,230	8,758
증가율(%)	1,547.7	(95.4)	34.5	48.1	(5.1)
수정EPS(원)	100,518	4,634	6,233	9,230	8,758
증가율(%)	1,547.7	(95.4)	34.5	48.1	(5.1)

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	100,518	4,634	6,233	9,230	8,758
BPS	143,467	138,642	142,887	163,254	170,807
DPS	511	914	1,205	1,210	1,210
밸류에이션(배, %)					
PER	3.8	38.3	35.9	21.1	22.2
PBR	2.6	1.3	1.6	1.2	1.1
EV/EBITDA	35.8	16.1	17.8	14.4	13.0
배당수익율	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6
PCR	29.9	14.6	15.7	7.8	17.8
수익성(%)					
영업이익율	19.4	15.9	15.4	16.9	17.4
EBITDA이익율	25.8	22.7	21.4	19.8	19.7
순이익율	241.7	8.2	10.2	14.7	12.5
ROE	106.7	3.3	4.4	6.0	5.2
ROIC	56.8	66.7	35.1	35.1	34.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	3.7	4.2	2.0	(4.0)	(5.9)
유동비율	140.9	117.5	111.5	162.3	167.2
이자보상배율	29.3	18.2	11.7	35.1	39.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	5.9	5.8	6.0	6.0	6.0
재고자산회전율	1,300.5	1,111.4	824.3	717.6	739.1
매입채무회전율	3.2	3.1	2.8	3.1	3.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

