2023.11.6

NAVER (035420)

3Q23 Review: 비용 절감, 빛을 발하다

Company Analysis | 유통/인터넷/플랫폼

Analyst 오린아
02. 3779 0053 _ lina.oh@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	275,000 원
현재주가	200,500 원
상승여력	37.2 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (11/03)		2,368.34 pt
시가총액		328,918 억원
발행주식수		164,049 천주
52 주 최고가/최저가		234,500 / 169,000 원
90 일 일평균거래대금		1,877.71 억원
외국인 지분율		46.6%
배당수익률(23.12E)		0.5%
BPS(23.12E)		143,372 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	3.4%
	6 개월	9.4%
	12 개월	17.0%
주주구성	국민연금공단 (외 1 인)	9.2%
	자사주 (외 1 인)	8.2%
	BlackRock Fund Advisors (외 14 인)	5.1%

Stock Price

3Q23 Review: 비용 절감, 빛을 발하다

NAVER의 K-IFRS 연결 기준 3Q23 매출액은 2조 4,453억원(YoY +18.9%, QoQ +1.6%), 영업이익은 3,802억원(YoY +15.1%, QoQ +2.0%)을 기록해 당사 추정치 및 시장 기대치를 상회하는 영업이익을 시현했다. 올해 내내 이어진 온라인 광고 경기 부진에도 비용 구조 효율화 작업 지속으로 수익성이 개선돼 긍정적이다. 3Q23 서치플랫폼 매출액은 YoY 0.3% 성장해 디스플레이 광고 하락(YoY -9.5%) 영향이 이어졌지만, 4분기 네이버 앱 개편 등 플랫폼 고도화 및 프리미엄 상품 확대가 예정되어 있어 경기 둔화 영향을 방어할 수 있을 것으로 판단한다. 커머스 부문 거래액은 YoY 14.3% 증가한 11.9조원을 기록했으며, 포쉬마크 제외 시에도 8.2% 성장해 한국 이커머스 시장 및 종합몰 성장률을 상회하고 있다. 올해 10월부터는 브랜드스토어 내 도착보장 및 솔루션 과금이 개시되어 2024년에는 실적 기여가 기대된다. 3Q23 핀테크 부문 결제액은 YoY 22.5% 증가한 15.2조원으로, 외부 결제액 및 오프라인 결제액 성장세가 이어지고 있다. 콘텐츠 부문 3Q23 매출액은 YoY 39.5% 증가했으며, 손실 규모는 YoY 426억원 개선되었고, 웹툰 손실 또한 175억원으로 YoY 270억원 축소되어 고무적이다. 웹툰 성수기로 마케팅 진행이 있었지만 콘텐츠 부문의 비용 관리 노력(포쉬마크 편입효과 제외 시 마케팅비 YoY 3.9% 상승)과 인력 채용 통제 기조를 통한 인건비 증가 둔화(QoQ -2.2%)로 전사 영업비용은 QoQ 1.5% 증가하는 데에 그쳤다. 이에 조정 EBITDA는 YoY 18.7% 증가한 5,506억원으로 역대 최대 규모를 기록해, 비용 통제 노력이 빛을 발한 실적이었다.

올해 3분기 대비 10월 들어 광고 시장은 소폭 회복 추세로 추정되며, 커머스 부문에서도 신규 과금 서비스가 매출 성장률을 방어할 수 있을 것으로 전망된다. 더불어 KREAM과 여행 등 take rate이 상대적으로 높은 부문의 비중 확대가 수익성에도 긍정적이다. 올해 8월 하이퍼클로바X를 공개한 이후에도 인프라 비용은 3Q22 매출 대비 6.4% 수준으로 관리되고 있고, 2024년 Capex 또한 GPU 투자는 일부 변동성이 있겠지만 각세종 완공으로 전체 금액은 올해 대비 크게 증가하지 않을 것으로 전망된다.

투자의견 Buy, 목표주가 275,000원 유지

NAVER에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 275,000원을 유지한다. B2B AI 관련 성과 및 탑라인 회복은 2024년부터 본격화 하겠으며, 비용 절감 효과가 실적에 긍정적으로 반영되고 있다. AI 관련 모멘텀 또한 지속적으로 이어질 것으로 예상되며, 섹터 내 Top-pick을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,693	11,115	12,412
영업이익	1,325	1,305	1,478	1,743	1,931
순이익	16,478	673	1,004	1,119	1,267
EPS (원)	110,449	5,069	7,026	8,357	9,458
증감률 (%)	1,525.3	-95.4	38.6	18.9	13.2
PER (x)	3.4	35.0	28.3	23.8	21.0
PBR (x)	2.6	1.3	1.4	1.3	1.2
영업이익률 (%)	19.4	15.9	15.2	15.7	15.6
EBITDA 마진 (%)	26	23	22.2	22.3	21.7
ROE (%)	106.7	3.3	4.3	4.6	5.0

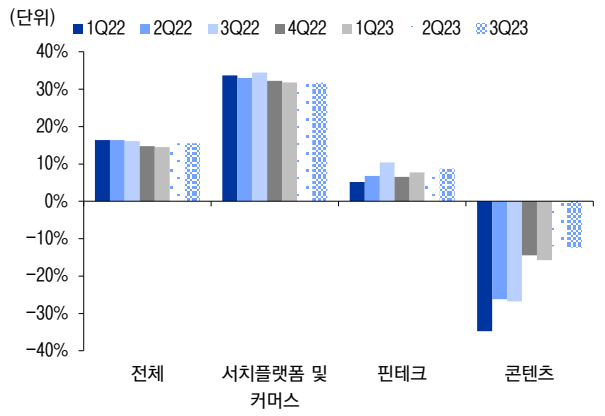
주: IFRS 연결 기준
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 NAVER 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
추정 실적											
매출액	18,452	20,458	20,573	22,717	22,804	24,079	24,453	25,598	82,201	96,934	111,150
서치플랫폼	8,499	9,055	8,962	9,164	8,518	9,104	8,985	9,816	35,680	36,423	40,285
검색	6,230	6,607	6,647	6,602	6,557	6,892	6,882	7,111	26,086	27,442	30,118
디스플레이	2,211	2,411	2,285	2,498	1,923	2,174	2,067	2,638	9,405	8,802	9,979
커머스	4,165	4,395	4,583	4,868	6,059	6,329	6,474	6,435	18,011	25,297	28,739
커머스 광고	2,606	2,736	2,677	2,765	2,642	2,805	2,824	3,033	10,784	11,303	12,434
중개 및 판매	1,323	1,421	1,566	1,729	3,029	3,103	3,211	2,927	6,040	12,270	14,151
멤버십	236	238	339	374	387	421	440	475	1,187	1,723	2,154
핀테크	2,748	2,957	2,962	3,199	3,182	3,397	3,408	3,646	11,866	13,633	16,960
콘텐츠	2,120	3,002	3,119	4,375	4,113	4,204	4,349	4,534	12,615	17,201	20,192
웹툰	1,639	2,511	2,685	3,829	3,531	3,696	3,798	3,863	10,663	14,889	17,369
스노우	331	274	290	384	448	358	395	498	1,279	1,699	2,167
클라우드	921	1,049	948	1,111	932	1,045	1,236	1,167	4,029	4,381	4,974
영업비용	15,434	17,096	17,271	19,353	19,500	20,352	20,651	21,649	69,154	82,152	93,718
개발/운영비용	4,721	5,151	5,217	5,615	6,355	6,443	6,314	6,417	20,703	25,529	28,495
파트너	6,237	7,201	7,222	8,979	8,319	8,655	8,864	9,606	29,639	35,445	42,031
인프라	1,327	1,414	1,522	1,542	1,326	1,420	1,573	1,619	5,806	5,939	6,830
마케팅	3,150	3,330	3,310	3,216	3,499	3,834	3,899	4,008	13,006	15,240	16,362
영업이익	3,018	3,362	3,302	3,365	3,305	3,727	3,802	3,949	13,047	14,782	17,432
영업이익률	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.5%	15.5%	15.5%	15.4%	15.9%	15.2%	15.7%
YoY %											
매출액	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	23.6%	17.7%	18.9%	12.7%	20.6%	17.9%	14.7%
서치플랫폼	12.6%	9.3%	8.0%	2.3%	0.2%	0.5%	0.3%	7.1%	7.9%	2.1%	10.6%
검색	9.9%	9.5%	10.6%	5.0%	5.3%	4.3%	3.5%	7.7%	8.7%	5.2%	9.8%
디스플레이	21.2%	8.5%	2.3%	-2.9%	-13.1%	-9.8%	-9.5%	5.6%	6.2%	-6.4%	13.4%
커머스	27.8%	19.7%	19.4%	18.3%	45.5%	44.0%	41.3%	32.2%	21.0%	40.5%	13.6%
커머스 광고	27.5%	16.5%	12.3%	4.0%	1.4%	2.5%	5.5%	9.7%	14.3%	4.8%	10.0%
중개 및 판매	22.6%	25.8%	28.8%	29.4%	129.0%	118.3%	105.0%	69.2%	26.8%	103.1%	15.3%
멤버십	74.7%	23.1%	41.4%	211.7%	64.0%	77.4%	29.7%	27.0%	72.5%	45.2%	25.0%
핀테크	31.1%	27.1%	22.5%	8.4%	15.8%	14.9%	15.1%	13.9%	21.2%	14.9%	24.4%
콘텐츠	70.1%	113.8%	77.3%	100.1%	94.0%	40.1%	39.5%	3.7%	91.3%	36.4%	17.4%
클라우드	8.9%	10.5%	-1.5%	3.9%	1.2%	-0.4%	30.3%	5.1%	5.3%	8.7%	13.5%
영업비용	27.5%	28.7%	25.4%	22.8%	26.3%	19.0%	19.6%	11.9%	25.9%	18.8%	14.1%
개발/운영비용	16.2%	19.2%	24.3%	13.5%	34.6%	25.1%	21.0%	14.3%	18.1%	23.3%	11.6%
파트너	36.3%	36.7%	31.6%	40.7%	33.4%	20.2%	22.7%	7.0%	36.5%	19.6%	18.6%
인프라	22.3%	17.3%	19.3%	10.6%	0.0%	0.4%	3.3%	5.0%	17.0%	2.3%	15.0%
마케팅	32.5%	34.0%	17.5%	5.9%	11.1%	15.1%	17.8%	24.6%	21.4%	17.2%	7.4%
영업이익	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	9.5%	10.9%	15.1%	17.3%	-1.6%	13.3%	17.9%

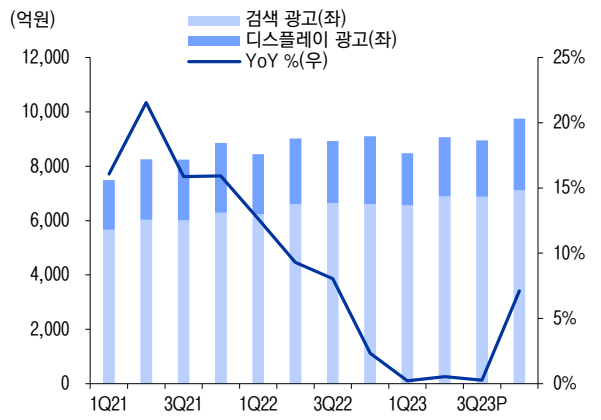
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 **네이버 부문별 수익성 추이**



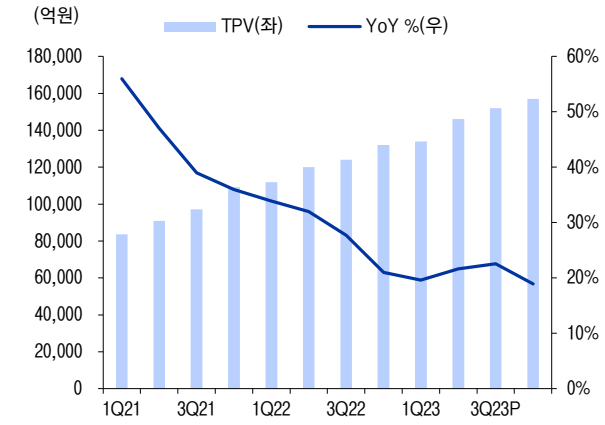
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 **네이버 서치 플랫폼 실적 추이 및 전망**



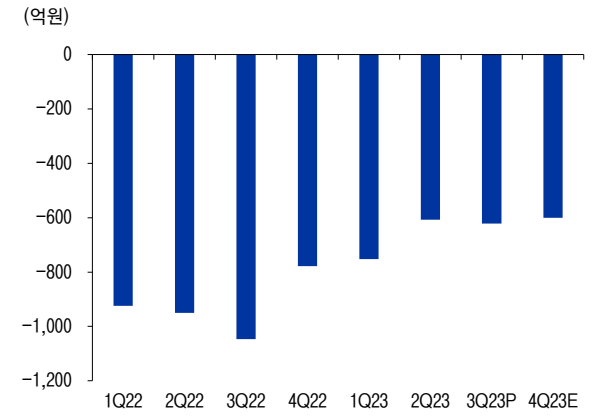
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 **네이버페이 TPV 추이 및 전망**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 **네이버 콘텐츠 부문 손실 추이 및 전망**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

NAVER (035420)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	7,195	7,416	8,133
현금 및 현금성자산	2,781	2,724	3,249	3,213	3,695
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,745	2,001	2,234
재고자산	6	9	10	11	12
기타유동자산	1,416	2,191	2,191	2,191	2,191
비유동자산	28,163	27,459	28,893	29,527	30,400
관계기업투자등	24,597	22,322	23,228	23,420	23,694
유형자산	2,111	2,458	2,729	3,002	3,422
무형자산	932	1,481	1,689	1,807	1,934
자산총계	**33,691**	**33,899**	**36,088**	**36,943**	**38,534**
유동부채	3,923	5,481	5,791	6,415	6,980
매입채무 및 기타재무	2,383	2,935	3,462	3,969	4,432
단기금융부채	567	1,647	1,269	1,231	1,191
기타유동부채	973	899	1,060	1,215	1,357
비유동부채	5,740	4,968	5,581	4,695	4,441
장기금융부채	3,903	3,306	4,085	3,349	3,229
기타비유동부채	1,837	1,662	1,495	1,346	1,211
부채총계	**9,664**	**10,449**	**11,371**	**11,110**	**11,421**
지배주주지분	23,536	22,744	23,731	24,846	26,127
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,435	1,435	1,435
이익잉여금	23,080	23,646	24,837	26,228	27,784
비지배주주지분(연결)	492	706	986	986	986
자본총계	**24,027**	**23,450**	**24,717**	**25,832**	**27,113**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**6,818**	**8,220**	**9,693**	**11,115**	**12,412**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**6,818**	**8,220**	**9,693**	**11,115**	**12,412**
판매비 및 관리비	5,492	6,915	8,215	9,372	10,481
영업이익	**1,325**	**1,305**	**1,478**	**1,743**	**1,931**
(EBITDA)	1,759	1,866	2,148	2,484	2,688
금융손익	63	98	100	114	118
이자비용	45	72	0	0	0
관계기업등 투자손익	532	21	366	175	215
기타영업외손익	206	-340	-383	-287	-289
세전계속사업이익	**2,126**	**1,084**	**1,195**	**1,570**	**1,760**
계속사업법인세비용	649	411	557	626	709
계속사업이익	1,478	673	638	944	1,052
중단사업이익	15,000	0	0	0	0
당기순이익	**16,478**	**673**	**1,004**	**1,119**	**1,267**
지배주주	16,490	760	1,054	1,253	1,419
총포괄이익	**16,199**	**-790**	**1,004**	**1,119**	**1,267**
매출총이익률 (%)	100	100	100	100	100
영업이익률 (%)	19.4	15.9	15.2	15.7	15.6
EBITDA 마진률 (%)	26	23	22.2	22.3	21.7
당기순이익률 (%)	241.7	8.2	10.4	10.1	10.2
ROA (%)	65.0	2.2	2.8	3.0	3.3
ROE (%)	106.7	3.3	4.3	4.6	5.0
ROIC (%)	56.8	66.7	35.5	36.8	41.4

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**1,380**	**1,453**	**1,949**	**2,128**	**2,333**
당기순이익(손실)	16,478	673	1,004	1,119	1,267
비현금수익비용가감	-14,398	1,318	816	908	972
유형자산감가상각비	412	519	629	650	667
무형자산상각비	21	42	41	91	89
기타현금수익비용	-14,831	757	146	167	216
영업활동 자산부채변동	-10	307	130	101	94
매출채권 감소(증가)	-40	-56	-229	-256	-233
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	76	133	526	508	463
기타자산, 부채변동	-46	231	-166	-150	-135
투자활동 현금흐름	**-13,999**	**-1,216**	**-959**	**-2,428**	**-2,364**
유형자산처분(취득)	-747	-689	-900	-800	-800
무형자산 감소(증가)	-52	-55	-35	-39	-39
투자자산 감소(증가)	-1,253	-475	542	-914	-952
기타투자활동	-11,947	2	-566	-675	-574
재무활동 현금흐름	**11,642**	**-339**	**-465**	**264**	**514**
차입금의 증가(감소)	10,619	-392	-754	-120	-120
자본의 증가(감소)	156	-152	-137	-138	-138
배당금의 지급	60	213	137	138	138
기타재무활동	867	204	426	522	772
현금의 증가	**-1,064**	**-57**	**525**	**-36**	**483**
기초현금	3,846	2,781	2,724	3,249	3,213
기말현금	2,781	2,724	3,249	3,213	3,695

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	3.4	35.0	28.3	23.8	21.0
P/B	2.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	35.8	16.1	15.0	12.9	11.7
P/CF	29.9	14.6	17.9	16.1	14.6
배당수익률 (%)	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	28.5	20.6	17.9	14.7	11.7
영업이익	9.1	-1.6	13.3	17.9	10.8
세전이익	30.2	-49.0	10.3	31.4	12.1
당기순이익	1,850.0	-95.9	49.1	11.5	13.2
EPS	1,525.3	-95.4	38.6	18.9	13.2
안정성 (%)					
부채비율	40.2	44.6	46.0	43.0	42.1
유동비율	140.9	117.5	124.2	115.6	116.5
순차입금/자기자본(x)	3.7	4.2	-1.3	-2.3	-4.7
영업이익/금융비용(x)	29.3	18.2	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	4,470	4,953	5,355	4,580	4,420
순차입금 (십억원)	885	986	-326	-602	-1,284
주당지표(원)					
EPS	110,449	5,069	7,026	8,357	9,458
BPS	143,467	138,642	144,657	151,456	159,262
CFPS	12,680	12,138	11,092	12,358	13,648
DPS	511	914	920	920	920

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

NAVER 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2022.01.05	Buy	500,000	-29.0		-33.1						
2022.01.28	Buy	410,000	-15.7		-27.6						
2022.07.05	Buy	350,000	-21.9		-31.9						
2022.10.05	Buy	282,000	-38.3		-41.2						
2022.11.08	Buy	250,000	-7.8		-22.3						
2023.02.21	변경	커버리지 제외									
2023.04.26	신규	오린아									
2023.04.26	Buy	275,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022.10.1 ~ 2023.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)