

NAVER (035420)

명암이 공존

투자의견

BUY(유지)

목표주가

289,000 원(유지)

현재주가

200,500 원(11/03)

시가총액

32,892 (십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_ uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 2.45조원, 영업이익 3,802억원 기록. 당사 추정치(3,674억원)및 컨센서스(3,681억원) 부합
- 서치플랫폼(+0.3%yoy)은 온라인 광고 시장 약세 지속으로 전분기 대비 성장률 감소. 디스플레이 광고(-9.5%yoy)는 지난해 4분기 이후 역성장이 지속됐으며 현재 시장 환경 감안 시 올해 4분기 또한 큰 폭의 개선은 힘들 전망
- 커머스(+41.3%yoy)는 양호한 GMV 성장 기반 매출 성장 유지. 주요 버티컬 커머스의 수수료 인상 효과는 4분기 부터 반영될 것
- 핀테크(+17.0%yoy)는 외부결제액 확대 지속됨. 특히 삼성페이 MST 결제 기능 추가로 오프라인 결제액 고성장
- 콘텐츠(+40.1%yoy)는 전분기 웹툰의 유료 이용자 수 및 거래액 증가 효과가 3분기에도 이어짐
- 클라우드(+30.3%yoy)는 클라우드 플랫폼 매출 인식 변경 효과와 라인웍스 유료 아이디 수익 확대로 크게 성장했으나, 매출 인식 변경 효과를 제거할 경우 지난 분기와 유사한 성장률 달성
- 커머스와 콘텐츠 부문의 높은 성장률은 고무적이나 편입효과 제거 및 비용 통제로 성장률 감소는 불가피. 따라서 향후 이를 뒷받침 하기 위해 온라인 광고 시장 회복 및 생성형 AI 서비스 수익화가 중요하게 작용할 것으로 전망

주가(원, 11/3)	200,500
시가총액(십억원)	32,892

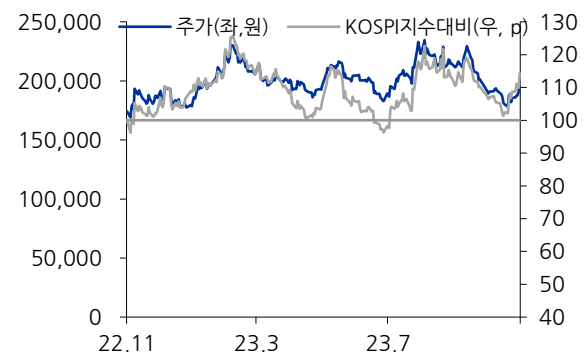
발행주식수	164,049천주
52주 최고가	241,500원
최저가	167,500원
52주 일간 Beta	1.30
3개월 일평균거래대금	1,856억원
외국인 지분율	46.7%
배당수익률(2023F)	0.0%

주주구성	
국민연금공단 (외 1인)	9.2%
자사주 (외 1인)	8.2%
주가상승	1M 6M 12M
상대기준	3.4% 9.4% 17.0%
절대기준	-0.5% 4.1% 18.6%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	289,000	289,000	-
영업이익(23)	1,464	1,466	▼
영업이익(24)	1,576	1,573	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	6,818	8,220	9,678	10,791
영업이익	1,325	1,305	1,464	1,576
세전손익	2,126	1,084	1,530	1,618
당기순이익	16,478	673	1,026	1,100
EPS(원)	100,518	4,634	6,439	6,741
증감률(%)	1,547.7	-95.4	38.9	4.7
PER(배)	3.8	38.3	31.1	29.7
ROE(%)	106.7	3.3	4.4	4.3
PBR(배)	2.6	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	35.8	16.1	18.3	17.7

자료: 유진투자증권



네이버 2 분기 실적은 매출액 2 조 4,079 억원(+17.7%yoy), 영업이익 3,727 억원(+10.9%yoy, OPM +15.5%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(3,702 억원) 및 시장 컨센서스(3,684 억원)에 부합했다.

서치플랫폼(9,104 억원, +0.5%yoy)은 검색광고 매출의 평이한 성장률(+4.3%yoy)과 부진한 디스플레이 광고 매출(-9.8%yoy)로 전분기와 유사한 성장률을 기록했다. 올해 하반기 서치플랫폼 매출은 검색광고의 성장률 확대 보다 디스플레이 광고 매출 성장률 둔화 폭 감소에 따른 반등이 전망된다.

커머스 매출(6,329 억원, +44.0%yoy)은 국내 커머스 시장 성장 둔화로 인해 거래액(포시마크 제외) 성장률이 +8.6%yoy 로 축소됐음에도 브랜드 스토어의 네이버 도착 보장 도입 확대, 커머스 솔루션 확장 등으로 견조한 매출 성장세를 기록했다. 포시마크 또한 비용 효율화 기조에도 라이브 커머스, 광고 등을 도입해 외형 성장과 수익성 강화를 이어가고 있다.

핀테크 매출(3,397 억원, +17.0%yoy)은 외부결제액 확대가 2 분기에도 지속돼 긍정적으로 작용했고, 1 분기 삼성페이 콜라보를 통한 오프라인 결제액(1.4 조원) 확대 효과도 2 분기부터 본격화됐다.

콘텐츠 매출(4,024 억원, +40.1%yoy)은 웹툰의 일본 오리지널 및 연재작 비중 확대로 유료 이용자 수 증가해 거래액 증가 효과를 누렸고 2 분기 EBITDA 흑자 전환했다.

영업비용에서는 결제액 증가에 따른 페이 적립금 증가 및 콘텐츠 부문의 해외 마케팅비 확대로 마케팅비가 다소 증가했고, 파트너 비용 또한 페이 결제액 및 기타 매출액 연동 수수료 증가, 웹툰 회계 처리 변경으로 증가했다.

최근 글로벌 광고 시장 회복 움직임으로 국내 광고 시장으로까지 이어지는 기대감이 있었으나, 2 분기 광고 실적에 미친 영향은 미비했다. 그럼에도 하반기 광고 시장 회복에 대한 기대감은 여전한 상황에서 커머스와 콘텐츠 부문의 고성장도 고무적이다. 또한 8월 24일 생성형 AI 모델 하이퍼클로바X를 공개하고, 9월 AI 기반 검색 서비스 '큐:(Cue:)' 베타 서비스를 출시할 예정이다. 네이버는 큐를 중심으로 쇼핑, 광고 등 여러 버티컬 서비스 출시를 예고한 만큼 향후 기존 사업 매출 성장 혹은 신규 매출 발생으로도 이어질 수 있다. 동사에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 28.9 만원을 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 네이버 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E
매출액	1845.2	2045.8	2057.3	2271.7	2280.4	2407.9	2445.3	2544.8	8220.1	9678.5
(%yoy)	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	23.6%	17.7%	18.9%	12.0%	20.6%	17.7%
서치플랫폼	849.9	905.5	896.2	916.4	851.8	910.4	898.5	927.6	3568.0	3588.3
커머스	416.5	439.5	458.3	486.8	605.9	632.9	647.4	679.2	1801.1	2565.4
핀테크	274.8	295.7	296.2	319.9	318.2	339.7	340.8	360.3	1186.6	1359.0
콘텐츠	212.0	300.2	311.9	437.5	411.3	420.4	434.9	462.2	1261.5	1728.8
클라우드	92.1	104.9	94.8	111.1	93.2	104.5	123.6	115.6	402.9	436.9
영업비용	1543.4	1709.6	1727.1	1935.3	1950.0	2035.2	2065.1	2164.0	6915.4	8214.3
(%yoy)	27.5%	28.7%	25.4%	22.8%	26.3%	19.0%	19.6%	11.8%	25.9%	18.8%
영업이익	301.8	336.2	330.2	336.5	330.5	372.7	380.2	380.8	1304.7	1464.1
(%yoy)	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	9.5%	10.9%	15.1%	13.2%	-1.6%	12.2%
OPM(%)	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.5%	15.5%	15.5%	15.0%	15.9%	15.1%
세전이익	256.6	263.2	374.7	161.5	116.6	421.1	504.5	488.1	1056.1	1530.4
당기순이익	151.4	158.5	231.6	122.6	43.7	286.7	356.2	339.3	664.0	1025.8
NPM(%)	-99.0%	-70.7%	-28.3%	-59.1%	-71.2%	80.9%	53.8%	176.7%	-96.0%	54.5%

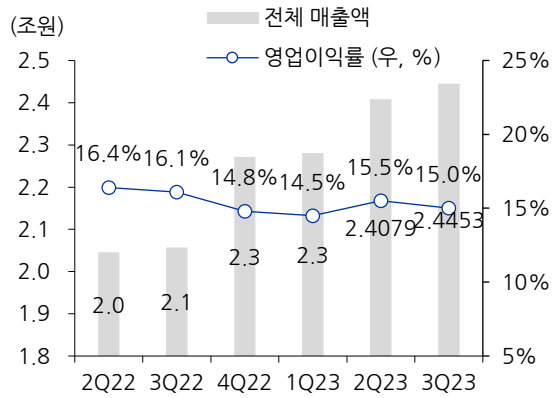
자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6817.6	8220.1	9678.5	10791.5
영업이익	1325.5	1304.7	1464.1	1575.6
세전이익	2126.4	1056.1	1530.4	1618.1
지배순이익	16489.8	752.3	1056.4	1105.8
EPS(원)	100,518	4,634	6,439	6,741
PER(배)	3.8	38.3	31.1	29.7
OPM(%)	19.4%	15.9%	15.1%	14.6%
NPM(%)	241.9%	9.2%	10.9%	10.2%

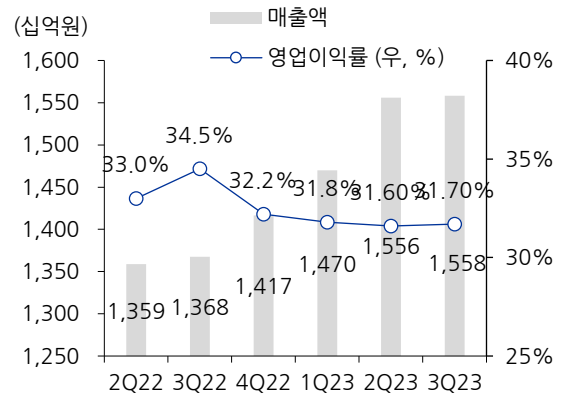
자료: 유진투자증권

도표 3. 네이버 전체



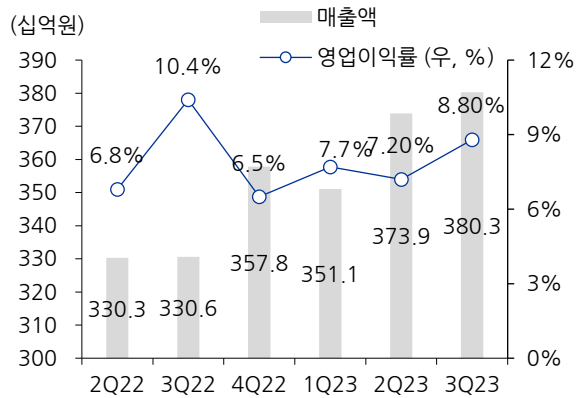
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 4. 서치플랫폼 및 커머스



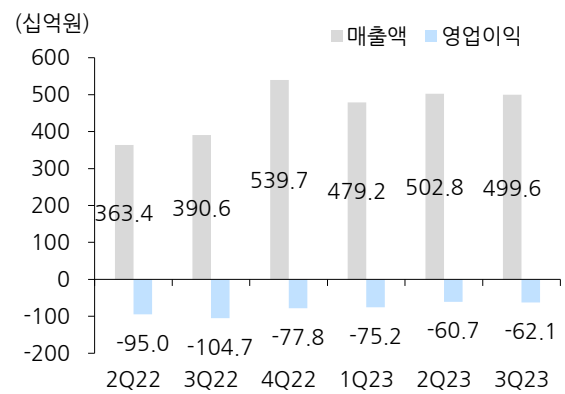
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 5. 핀테크



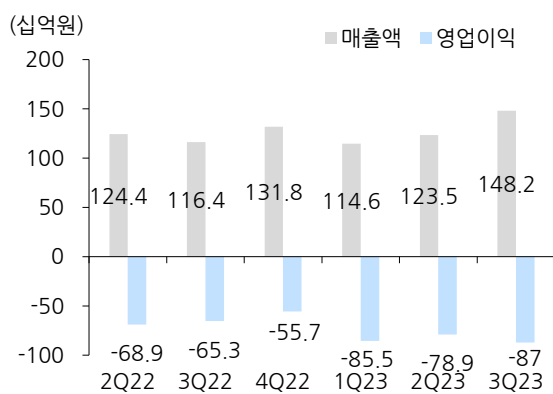
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 6. 콘텐츠



자료: NAVER, 유진투자증권

도표 7. 클라우드



자료: NAVER, 유진투자증권

NAVER(035420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	17,014	33,691	33,899	35,933	37,247
유동자산	10,545	5,528	6,440	7,807	8,344
현금성자산	1,893	3,585	3,967	5,237	5,668
매출채권	985	1,325	1,515	1,602	1,699
재고자산	4	6	9	9	10
비유동자산	6,470	28,163	27,459	28,126	28,903
투자자산	4,680	25,120	23,520	24,475	25,469
유형자산	1,685	2,111	2,458	2,183	1,980
기타	105	932	1,481	1,468	1,454
부채총계	8,759	9,664	10,449	9,791	10,000
유동부채	7,912	3,923	5,481	4,759	4,901
매입채무	1,856	2,383	2,935	2,205	2,337
유동성이자부채	647	567	1,647	1,647	1,647
기타	5,410	973	899	908	917
비유동부채	847	5,740	4,968	5,032	5,099
비유동이자부채	251	3,903	3,306	3,306	3,306
기타	597	1,837	1,662	1,726	1,793
자본총계	8,255	24,027	23,450	26,141	27,247
지배지분	7,367	23,536	22,744	25,435	26,541
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,793	1,490	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	6,655	23,080	23,646	24,702	25,808
기타	(1,097)	(1,051)	(2,475)	(840)	(840)
비지배지분	888	492	706	706	706
자본총계	8,255	24,027	23,450	26,141	27,247
총차입금	898	4,470	4,953	4,953	4,953
순차입금	(996)	885	986	(284)	(715)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	1,447	1,380	1,453	1,950	1,430
당기순이익	845	16,478	673	1,026	1,100
자산상각비	495	433	561	317	245
기타비현금성손익	474	(14,831)	757	(45)	(695)
운전자본증감	227	(10)	307	(819)	35
매출채권감소(증가)	(110)	(40)	(56)	(87)	(96)
재고자산감소(증가)	0	0	0	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	214	76	133	(731)	133
기타	123	(46)	231	(0)	(1)
투자현금	(2,503)	(13,999)	(1,216)	(730)	(1,052)
단기투자자산감소	(1,229)	(687)	(920)	(82)	(43)
장기투자증권감소	(379)	(565)	445	(571)	(931)
설비투자	759	754	701	0	0
유형자산처분	9	7	12	0	0
무형자산처분	(103)	(52)	(55)	(28)	(28)
재무현금	1,192	11,642	(339)	0	0
차입금증가	1,131	10,619	(392)	0	0
자본증가	(70)	156	(152)	0	0
배당금지급	55	60	213	0	0
현금 증감	(2,140)	(1,064)	(57)	1,220	378
기초현금	3,741	3,846	2,781	2,724	3,944
기말현금	1,600	2,781	2,724	3,944	4,322
Gross Cash flow	1,815	2,080	1,991	2,769	1,395
Gross Investment	1,048	13,322	(11)	1,467	975
Free Cash Flow	767	(11,242)	2,003	1,302	420

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	5,304	6,818	8,220	9,678	10,791
증가율(%)	0.0	28.5	20.6	17.7	11.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,304	6,818	8,220	9,678	10,791
판매 및 일반관리비	4,089	5,492	6,915	8,214	9,216
기타영업손익	0	34	26	19	12
영업이익	1,215	1,325	1,305	1,464	1,576
증가율(%)	0.0	9.1	(1.6)	12.2	7.6
EBITDA	1,711	1,759	1,866	1,781	1,821
증가율(%)	0.0	2.8	6.1	(4.5)	2.2
영업외손익	418	801	(221)	66	43
이자수익	40	89	107	59	35
이자비용	22	45	72	80	55
지분법손익	137	532	21	335	13
기타영업손익	263	226	(277)	(249)	50
세전순이익	1,634	2,126	1,084	1,530	1,618
증가율(%)	0.0	30.2	(49.0)	41.2	5.7
법인세비용	493	649	411	505	518
당기순이익	845	16,478	673	1,026	1,100
증가율(%)	0.0	1,850.0	(95.9)	52.4	7.3
지배주주지분	1,002	16,490	760	1,056	1,106
증가율(%)	0.0	1,545.6	(95.4)	38.9	4.7
비지배지분	(157)	(12)	(87)	(31)	(6)
EPS(원)	6,100	100,518	4,634	6,439	6,741
증가율(%)	0.0	1,547.7	(95.4)	38.9	4.7
수정EPS(원)	6,100	100,518	4,634	6,439	6,741
증가율(%)	0.0	1,547.7	(95.4)	38.9	4.7

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	6,100	100,518	4,634	6,439	6,741
BPS	44,850	143,467	138,642	155,047	161,787
DPS	402	511	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	47.9	3.8	43.3	31.1	29.7
PBR	6.5	2.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	27.5	35.8	18.2	18.3	17.7
배당수익률	0.1	0.1	n/a	n/a	n/a
PCR	26.5	29.9	16.5	11.9	23.6
수익성(%)					
영업이익률	22.9	19.4	15.9	15.1	14.6
EBITDA이익률	32.3	25.8	22.7	18.4	16.9
순이익률	15.9	241.7	8.2	10.6	10.2
ROE	15.2	106.7	3.3	4.4	4.3
ROIC	42.4	56.8	66.7	41.4	42.9
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(12.1)	3.7	4.2	(1.1)	(2.6)
유동비율	133.3	140.9	117.5	164.0	170.3
이자보상배율	56.1	29.3	18.2	18.4	28.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
매출채권회전율	4.9	5.9	5.8	6.2	6.5
재고자산회전율	178.4	1,300.5	1,111.4	1,087.2	1,144.6
매입채무회전율	2.6	3.2	3.1	3.8	4.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 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: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

