

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

035420 · 인터넷

NAVER

효율적 비용 집행 통한 수익성 개선 지속

(유지)

매수

목표주가

290,000원

상승여력

44.6%

현재주가(23/11/3)

200,500원

KOSPI	2,368.34	시가총액(십억원)	32,892	발행주식수(백만주)	162	외국인 보유비중(%)	46.7
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

Report summary

3Q23 Review: 컨센 부합하는 무난한 실적

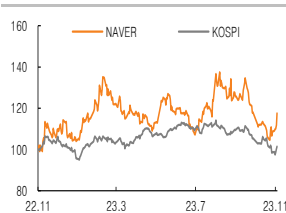
분기 매출액 2조 4,450억원(+19% YoY), 영업이익 3,800억원(+15% YoY)으로 컨센서스 부합하는 실적을 기록했다. 서치플랫폼 부문은 부진했으나 커머스 부문 호조가 이를 상쇄했다. 3분기 영업이익률 15.5%로 두 분기 연속으로 수익성 개선세를(1Q: 14.5%, 2Q: 15.5%) 이어 나갔다. 적극적인 인력 채용 통제 기조가 지속됨에 따라 인건비는 5,340억원으로 QoQ 2% 감소했다.

투자의견 '매수', 목표주가 290,000원 유지

인터넷 업종 내 Top Pick으로 지속 제시한다. 모멘텀은 1H24부터 극대화될 전망이다. 1) 광고 시장 회복에 따른 서치플랫폼 성장세가 1Q24부터 가속화되고, 2) 생성 AI 도입에 따른 광고 단가 상승 효과가 2H24부터 본격화될 것으로 예상된다. 23F P/E 33배, 24F 25배 수준으로 밸류에이션 부담이 낮은 구간이다.

Key data

Price performance



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

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,818	8,220	9,691	10,843	12,285
영업이익 (십억원)	1,325	1,305	1,470	1,702	2,154
영업이익률 (%)	19.4	15.9	15.2	15.7	17.5
순이익 (십억원)	16,490	760	994	1,313	1,691
EPS (원)	100,400	4,634	6,067	8,081	10,411
ROE (%)	106.7	3.3	4.3	5.5	6.6
P/E (배)	3.8	38.3	33.0	24.8	19.3
P/B (배)	2.5	1.2	1.3	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 Review: 컨센 부합하는 무난한 실적

3분기 매출액 2조 4,450억원(+19% YoY), 영업이익 3,800억원(+15% YoY)으로 컨센서스 부합하는 실적을 기록했다. 서치플랫폼 부문은 부진했으나 커머스 부문 호조가 이를 상쇄했다. 서치플랫폼 매출액으로 8,990억원(Flat YoY)을 기록했으며 검색 광고 YoY 성장률이 3.5%로 두 분기 연속 감소세(1Q: 5.3%, 2Q: 4.3%)를 이어갔다. 디스플레이 광고 YoY 성장률은 -9.5%(1Q: -13.1%, 2Q: -9.8%)로 역성장을 지속했다.

커머스 부문은 매출액 6,470억원(+41% YoY)으로 고성장세가 이어졌다. 광고 슬롯 확대 자동화가 도입된 커머스 광고 매출액이 2,820억원(+5.5% YoY)으로 성장세가 가속화(2Q: 2.5%)됐다. 콘텐츠 매출액은 4,350억원(+40% YoY)으로 YoY 성장세가 둔화되었는데 이는 YoY +5% 수준으로 떨어진 웹툰 거래액 성장세 둔화에 기인한다.

비용 효율화 통한 수익성 개선세 지속

3분기 영업이익률 15.5%로 두 분기 연속으로 수익성 개선세를(1Q: 14.5%, 2Q: 15.5%) 이어 나갔다. 적극적인 인력 채용 통제 기조가 지속됨에 따라 인건비가 5,340억원으로 QoQ 2% 감소했다. 마케팅비는 콘텐츠 부문의 마케팅비 관리 노력으로 매출액 대비 비중이 15.9%로 감소(3Q22: 16.1%)했다.

인프라 비용이 1,570억원(+3% YoY, +11% QoQ)으로 다소 증가하였으나 매출액 대비 7% 이내의 적정 수준 비용 집행 기조는 유지하고 있다. 24년 이후 데이터센터, 신규 AI 장비 투자 등에 따른 인프라 비용 증가는 지속될 것이나 Take Rate 상승에 따른 커머스 수익성 개선이 이를 충분히 상쇄할 것으로 예상된다.

투자의견 '매수', 목표주가 290,000원 유지

인터넷 업종 내 Top Pick으로 지속 제시한다. 23F P/E 33배, 24F 25배 수준으로 16년 이후 밸류에이션 하단에 위치하고 있다. 광고 산업 침체 영향으로 서치플랫폼 성장세 회복이 지연되고 있는 부분은 아쉬우나 효율적인 비용 집행을 통한 수익성 개선세가 지속되고 있는 점이 긍정적이다.

모멘텀은 1H24부터 극대화될 전망이다. 1) 광고 시장 회복에 따른 서치플랫폼 성장세가 1Q24부터 가속화되고, 2) 생성 AI 도입에 따른 광고 단가 상승 효과가 2H24부터 본격화될 것으로 예상된다. 신규 광고 Clova for AD의 경우 11월 말 나이키와의 협업을 통한 파일럿 서비스, 내년 상반기 중 광고주 규모 확대를 계획하고 있다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,558	2,501	2,690	2,779	2,874	6,818	8,220	9,691	10,843
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	12.6%	9.7%	11.7%	13.7%	12.4%	28.5%	20.6%	17.9%	11.9%
서치플랫폼	852	910	899	928	885	968	976	1,017	3,308	3,568	3,589	3,846
검색	656	689	688	690	695	744	757	759	2,400	2,609	2,723	2,955
디스플레이	192	217	207	235	187	220	215	254	885	941	851	875
기타	4	4	4	4	4	4	4	4	23	19	15	16
커머스	606	633	647	701	703	741	769	835	1,488	1,801	2,587	3,048
커머스 광고	264	280	282	309	311	330	345	379	944	1,078	1,136	1,366
중개 및 판매	303	310	321	346	343	359	370	400	476	604	1,280	1,473
멤버십	39	42	44	46	48	51	53	56	69	119	171	209
핀테크	318	340	341	362	367	401	417	440	979	1,187	1,361	1,625
콘텐츠	411	420	435	451	426	458	491	451	660	1,262	1,717	1,827
웹툰	353	370	380	380	366	395	426	383	492	1,066	1,482	1,570
스노우	45	36	39	55	44	46	49	51	84	128	175	190
기타	13	15	16	16	16	17	17	17	84	67	60	67
클라우드	93	104	124	115	119	123	126	130	383	403	437	498
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	101	103	105	107	109	329	370	402	425
클로바/랩스	2	5	13	14	16	17	19	21	53	33	35	74
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,171	2,136	2,264	2,335	2,406	5,492	6,915	8,221	9,142
개발/운영비용	635	644	631	647	650	663	672	681	1,753	2,070	2,558	2,666
파트너	832	866	886	946	913	982	1,014	1,049	2,172	2,964	3,529	3,958
인프라	133	142	157	167	166	183	194	206	496	581	599	750
마케팅	350	383	390	412	408	436	455	470	1,072	1,301	1,535	1,768
영업이익	330	373	380	387	364	426	444	468	1,325	1,305	1,470	1,702
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	15.0%	10.2%	14.3%	16.8%	20.8%	9.1%	-1.6%	12.7%	15.7%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	15.1%	14.6%	15.8%	16.0%	16.3%	19.4%	15.9%	15.2%	15.7%
지배주주순이익	55	268	376	295	280	328	343	362	16,490	760	994	1,313
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	11.5%	11.2%	12.2%	12.3%	12.6%	241.9%	9.2%	10.3%	12.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	9,764	11,087	9,691	10,843	-1%	-2%	9,766	11,067	-1%	-2%	광고 부문 회복세 지연 반영
영업이익	1,513	1,822	1,470	1,702	-3%	-7%	1,474	1,718	0%	-1%	
지배주주순이익	955	1,441	994	1,313	4%	-9%	962	1,362	3%	-4%	
영업이익률	15.5%	16.4%	15.2%	15.7%	-	-	15.1%	15.5%	-	-	
순이익률	9.8%	13.0%	10.3%	12.1%	-	-	9.8%	12.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q23 실적 비교

(십억원)	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,445	2,506	-2%	2,462	-1%
영업이익	380	398	-4%	368	3%
지배주주순이익	376	310	21%	277	35%

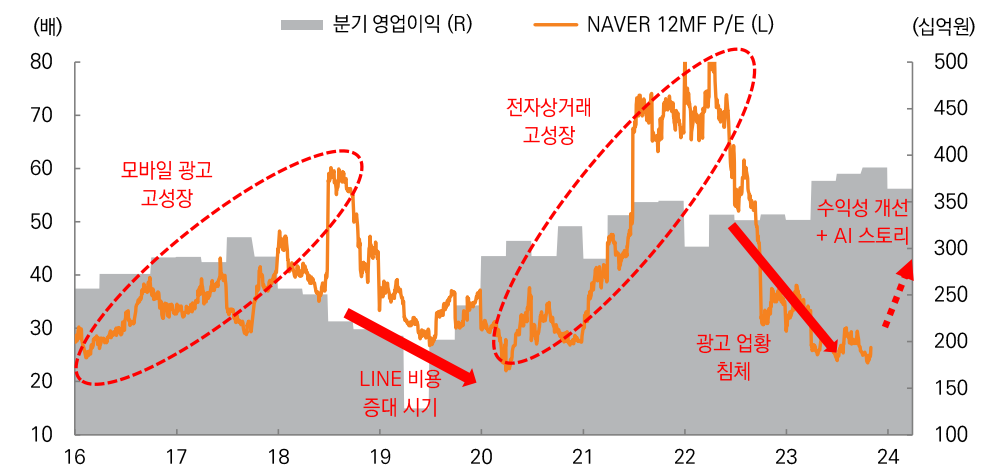
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
3Q23~2Q24 지배주주순이익 (십억원)	1,216	
Target P/E (배)	39.2	2019년 평균 P/E. LINE 비용 증대로 영업이익 급감한 이후 수익성 점진적으로 회복하던 시기
목표 시가총액 (십억원)	47,682	
주식 수 (천주)	164,049	
목표주가 (원)	290,000	
현재주가 (원)	200,500	
상승여력	44.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	8,220	9,691	10,843	12,285
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,691	10,843	12,285
판매비와관리비	6,915	8,221	9,142	10,131
조정영업이익	1,305	1,470	1,702	2,154
영업이익	1,305	1,470	1,702	2,154
비영업손익	-221	-26	84	114
금융손익	-13	-11	-1	18
관계기업등 투자손익	97	290	321	353
세전계속사업손익	1,084	1,444	1,786	2,268
계속사업법인세비용	411	476	536	658
계속사업이익	673	968	1,250	1,610
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	673	968	1,250	1,610
지배주주	760	994	1,313	1,691
비지배주주	-87	-26	-63	-81
총포괄이익	-715	968	1,250	1,610
지배주주	-681	922	1,191	1,535
비지배주주	-34	45	59	76
EBITDA	1,866	1,977	2,178	2,615
FCF	753	1,439	1,469	1,765
EBITDA 마진율 (%)	22.7	20.4	20.1	21.3
영업이익률 (%)	15.9	15.2	15.7	17.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2	10.3	12.1	13.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,440	7,274	8,510	10,364
현금 및 현금성자산	2,724	3,645	4,832	6,636
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	9	10	11	13
기타유동자산	3,707	3,619	3,667	3,715
비유동자산	27,459	28,536	28,415	28,305
관계기업투자등	18,541	17,614	17,614	17,614
유형자산	2,458	2,615	2,493	2,435
무형자산	1,481	3,327	3,328	3,275
자산총계	33,899	35,810	36,925	38,669
유동부채	5,481	5,981	5,955	6,196
매입채무 및 기타채무	899	917	936	954
단기금융부채	1,575	1,601	1,538	1,742
기타유동부채	3,007	3,463	3,481	3,500
비유동부채	4,968	5,670	5,698	5,726
장기금융부채	2,622	3,686	3,686	3,686
기타비유동부채	2,346	1,984	2,012	2,040
부채총계	10,449	11,652	11,653	11,922
지배주주지분	22,744	23,478	24,654	26,210
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,433	1,433	1,433
이익잉여금	23,646	24,503	25,680	27,234
비지배주주지분	706	680	618	537
자본총계	23,450	24,158	25,272	26,747

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,453	2,049	1,769	2,115
당기순이익	673	968	1,250	1,610
비현금수익비용가감	1,318	959	978	1,065
유형자산감가상각비	519	453	422	408
무형자산상각비	42	54	54	53
기타	757	452	502	604
영업활동으로인한자산및부채의변동	307	575	42	44
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-2	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	133	0	0	0
법인세납부	-861	-476	-536	-658
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,216	-2,175	-383	-378
유형자산처분(취득)	-689	-610	-300	-350
무형자산감소(증가)	-55	-1,900	-55	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-444	335	-28	-28
기타투자활동	-28	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-339	75	-199	68
장단기금융부채의 증가(감소)	235	334	-63	204
자본의 증가(감소)	66	-124	0	0
배당금의 지급	-213	-136	-136	-136
기타재무활동	-427	1	0	0
현금의 증가	-57	921	1,187	1,804
기초현금	2,781	2,724	3,645	4,832
기말현금	2,724	3,645	4,832	6,636

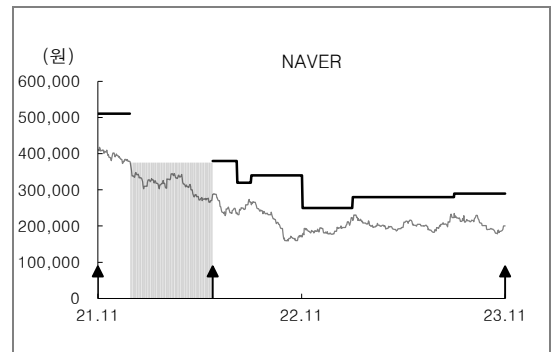
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	38.3	33.0	24.8	19.3
P/CF (x)	14.6	17.0	14.6	12.2
P/B (x)	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	16.1	17.0	14.8	11.7
EPS (원)	4,634	6,067	8,081	10,411
CFPS (원)	12,138	11,763	13,720	16,474
BPS (원)	144,841	150,824	158,067	167,640
DPS (원)	914	914	914	914
배당성향 (%)	20.4	14.1	10.9	8.5
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	20.6	17.9	11.9	13.3
EBITDA증가율 (%)	6.1	6.0	10.2	20.1
조정영업이익증가율 (%)	-1.6	12.7	15.7	26.6
EPS증가율 (%)	-95.4	30.9	33.2	28.8
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	1,111.4	1,028.1	1,003.4	1,009.3
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.0	2.8	3.4	4.3
ROE (%)	3.3	4.3	5.5	6.6
ROIC (%)	37.6	27.7	27.3	36.0
부채비율 (%)	44.6	48.2	46.1	44.6
유동비율 (%)	117.5	121.6	142.9	167.3
순차입금/자기자본 (%)	1.0	0.1	-4.9	-10.7
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	18.9	21.3	26.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2023.08.07	매수	290,000	-	-
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79
2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60
2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32
2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2021.10.22	매수	510,000	-22.15	-18.14



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.