

SK COMPANY Analysis



Analyst

남효지

hjn@sk.com

3773-9288

Company Data

자본금	16 십억원
발행주식수	16,405 만주
자사주	296 만주
액면가	100 원
시가총액	31,727 십억원

주요주주

자사주	8.45%
국민연금공단	8.29%
외국인지분율	47.41%
배당수익률	0.5%

Stock Data

주가(23/04/07)	193,400 원
KOSPI	2,490.41 pt
52주 Beta	1.19
52주 최고가	321,000 원
52주 최저가	158,500 원
60일 평균 거래대금	190 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.3%	-9.3%
6개월	20.9%	8.4%
12개월	-39.8%	-34.8%

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 290,000 원(신규편입))

한국 생성형 AI의 대장

- 학습 데이터 97%가 한국어인 초거대 AI 하이퍼클로바 기반 SearchGPT 연내 출시
- 쇼핑, 페이, 지도 서비스와 연동, 멀티모달 지원하며 광고와 커머스 수익 강화 기대
- 23년 서치플랫폼 +6.8%, 커머스 +16.9% 예상. 영업이익 1.4조원(+7.8%) 전망
- 목표주가 29만원으로 커버리지 개시. 3Q23 부터 두 자리 수 이익 성장 재개될 것. 일본 시장 광고, 커머스 사업 연동으로 해외 수익 비중 상승 기대

2023년 매출액 9.7조원, 영업이익 1.4조원 전망

NAVER 의 2023년 매출액 9.7조원(+18.4% YoY, 이하 동일), 영업이익 1.4조원(+7.8%, 영업이익률 14.5%), 순이익 8,081억원(+21.7%)으로 전망한다. 광고와 이커머스 시장 성장률 둔화에도 불구하고 서치플랫폼은 검색광고가 선방하며 전년 대비 6.8% 성장이 예상되고, 커머스는 버티컬 커머스 강화로 16.9%의 견조한 성장이 예상된다. 서치플랫폼과 커머스 부문 합산 영업이익은 1.9조원으로 캐쉬카우 역할을 하고, 콘텐츠, 클라우드 사업도 비용 효율화로 적자폭을 축소할 것이다.

AI 경쟁력으로 기존 서비스 고도화, 신규 서비스 성공률 높일 것

7월 하이퍼클로바 X 기반의 SearchGPT 출시를 앞두고 있다. AI 기술을 네이버 쇼핑/페이/지도 등 서비스와 연동, 멀티모달 데이터 입/출력을 지원하며 광고와 커머스 수익 강화가 기대된다. 상반기 이후재팬에 검색광고, 스마트스토어 솔루션 도입을 계획하고 있고, 작년 말 인수한 포시마크에 국내에서 입증된 커머스 솔루션을 적용해 점진적으로 수익화해 나갈 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 29만원으로 커버리지 개시

NAVER 에 대한 투자의견 매수, 목표주가 29만원을 제시한다. 목표주가는 SoTP 방식으로 산정, 사업 가치 28.4조원, 종속 기업 및 투자 지분 가치 20.4조원을 합산해 산출했다. 본업 이익이 든든하게 받쳐주고 있고, 올해부터 신사업 성과가 가시화 될 것이다. 일본 시장에서의 광고, 커머스 사업 성공 가능성이 높다. 향후 이익의 지속 가능한 성장성을 높이 평가, 업종 top-pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	5,304	6,818	8,220	9,730	10,933	12,319
yoy	%	21.8	28.5	20.6	18.4	12.4	12.7
영업이익	십억원	1,215	1,325	1,305	1,407	1,613	1,831
yoy	%	5.2	9.1	-1.6	7.8	14.6	13.5
EBITDA	십억원	1,711	1,759	1,866	1,974	2,249	2,563
세전이익	십억원	1,634	2,126	1,084	1,212	1,374	1,574
순이익(지배주주)	십억원	1,002	16,490	760	928	1,052	1,205
영업이익률%	%	22.9	19.4	15.9	14.5	14.8	14.9
EBITDA%	%	32.3	25.8	22.7	20.3	20.6	20.8
EPS(계속사업)	원	7,903	9,082	4,634	5,657	6,414	7,347
PER	배	37.0	41.7	38.3	33.9	29.9	26.1
PBR	배	5.6	2.5	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	배	27.5	35.8	16.1	17.1	15.0	13.3
배당수익률	%	0.1	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6
ROE	%	15.2	106.7	3.3	4.0	4.4	4.8
순차입금	십억원	-1,919	399	242	293	226	840
부채비율	%	106.1	40.2	44.6	45.7	46.9	48.1

1. 투자의견 및 Valuation

투자의견 매수, 목표주가 29 만원으로 커버리지 개시

NAVER 의 목표주가를 29 만원으로 제시한다. 목표주가는 SoTP 방식으로 사업 가치 28.4 조원, 종속 기업 가치 13.0 조원, 투자 지분 가치 7.4 조원을 합산하여 산출했다. 3Q23 부터 두 자릿 수 이익 성장이 재개된다. 광고와 커머스 시장 성장률이 둔화되었지만 여전히 서치플랫폼과 커머스 성장은 견조, 합산 이익률은 30%를 상회하고, 올해 1.9 조원의 이익 창출이 기대된다. 콘텐츠, 클라우드 사업은 효율적 비용 집행으로 작년 대비 적자폭을 줄일 것이다.

AI 기술을 바탕으로 서비스 경쟁력을 높일 수 있는 솔루션 구축이 가능하고, 이는 신규 서비스의 성공률을 높이고 자사 플랫폼으로의 트래픽 유입을 도모한다. 올해 상반기 야 후재팬에 검색 광고와 스마트스토어 솔루션을 도입하고 작년 말 인수한 포시마크에 동사의 커머스 솔루션을 적용하는 것도 성공 가능성을 높이 평가한다.

본업의 견조한 이익 창출이 가능한 상황에서 신사업에서 성과를 보이면 예상보다 빠른 시일 내 수익성이 개선될 수 있다. 경기 위축에도 불구하고 글로벌 빅테크 대비 높은 매출 성장률이 기대되고 동사의 비용 효율화 의지에 따라 이익이 개선될 수 있는 여력은 충분하다고 판단한다. 이익의 지속 가능한 성장성을 높이 평가, 업종 top-pick 으로 제시한다.

NAVER 목표주가 산정

(단위: 십억원, 원, 배)

항목	비고	
1) 사업가치	28,386.0	
서치플랫폼		
NOPLAT	943.0	OPM 33% 가정
Target Multiple	14.5	글로벌 경쟁사 23E P/E 평균에 20% 할인 적용
적정 가치	13,663.9	
커머스		
NOPLAT	473.8	OPM 30% 가정
Target Multiple	31.1	쿠팡 23E P/E 50% 할인 적용
적정 가치	14,722.1	
2) 종속기업 가치	12,975.7	
네이버웹툰		
매출액	1,883.7	
Target Multiple	3.4	글로벌 경쟁사 23E P/S 20% 할인 적용
지분율	67.5%	
지분 가치	4,380.5	
네이버파이낸셜		
23E 거래액	59,314.8	
Target Multiple	0.1	paypal EV/TPV 에 50% 할인 적용
지분율	89.2%	
적정 가치	6,360.1	
네이버클라우드		
23E 매출액	500.5	
Target Multiple	4.5	MSFT, AMZN, GOOGL 23E P/S 평균 20% 할인 적용
지분율	100%	
적정 가치	2,235	
3) 투자지분 가치	7,354.1	
Z Holdings		
시가총액	28,028.8	과거 3 개월 평균 시가총액
지분율	32%	
할인율	40%	
지분가치	5,447.1	
위버스컴퍼니		
지분율	45%	
지분가치	1,907.0	MAU 1,000 만명, 유료전환율 10%, ARPPU \$60 가정. Target P/S 4.9x, 지분율 49% 적용
4) 순차입금	1,071.7	
합산 가치 1)+2)+3)-4)	47,644.1	
주식 수(천 주)	164,049.1	
적정 주가(원)	290,426	
목표 주가(원)	290,000	
현재 주가(원)	193,400	4/7 증가
상승 여력	49.9%	

자료: SK 증권

2. 실적 전망

2023년 매출액 9.7조원, 영업이익 1.4조원 전망

2023년 NAVER의 매출액 9.7조원(+18.4% YoY, 이하 동일), 영업이익 1.4조원(+7.8%, 영업이익률 14.5%), 순이익 8,081억원(+21.7%)으로 전망한다. 부문별로는 서치플랫폼 매출 3.8조원으로 전년대비 6.8% 성장, 커머스 2.1조원(+16.9%), 핀테크 1.4조원(+20.5%), 콘텐츠 1.9조원(+49.3%), 클라우드 5,005억원(+24.2%)으로 전 사업 부문 모두 고른 성장을 보일 것이다.

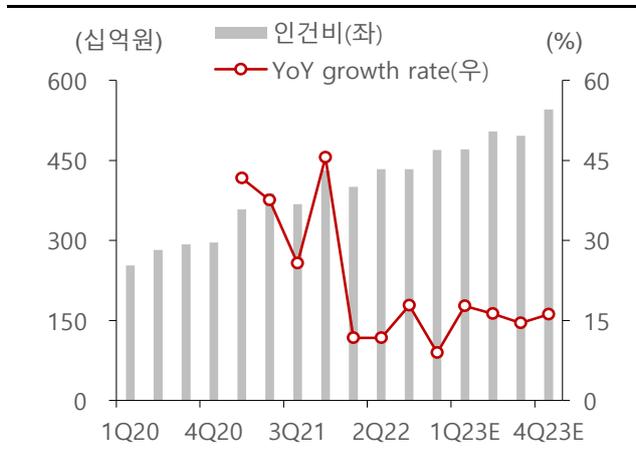
서치플랫폼은 검색 광고가 방어,
커머스는 버티컬 서비스 강화로
거래액/수수료율 상승,
핀테크 외부 결제액 증가,
콘텐츠 해외 유통 확대 및 영상화,
클라우드는 전환 수요 증가로
외형 확대 전망

서치플랫폼은 어려운 업황에도 불구하고 검색 광고가 선방하며 수익 방어, 커머스는 라이브커머스, 브랜드스토어, C2C, 쿠팡커머스 등 버티컬 서비스를 강화해 거래액 증가, 수수료율 상승으로 이어지며 수익화에 집중한다. 작년 말에 인수한 포시마크는 유저 확대, 셀러 활성성을 높이기 위해 네이버의 커머스 솔루션을 도입해 적자 폭을 축소해 나갈 것으로 기대된다. NAVER의 캐쉬카우인 서치플랫폼과 커머스가 올해도 견조할 것으로 예상된다.

핀테크 부문은 외부 결제액 증가로 외형 확대, 콘텐츠도 해외 유통 확대, 유료화 전환, 웹툰/웹소설 IP 영상화로 높은 수익 성장이 예상된다. 클라우드 사업은 작년 말 조직 통합해 최적화된 솔루션을 제공하고, SearchGPT 출시를 통해 네이버의 다양한 서비스를 연동하며 유의미한 사업 성과를 보일 것으로 전망한다.

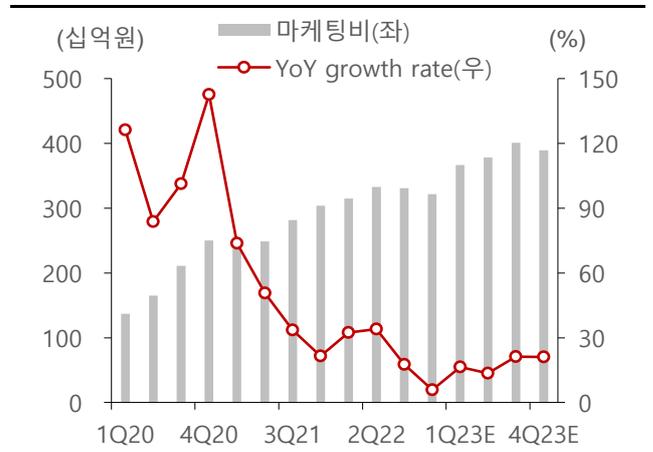
신규 인력 채용을 조절하고 기존 인력 효율화로 인건비 증가도 제한적, 리워드 적립 프로그램 최적화 노력 지속, 콘텐츠 사업의 마케팅 강도를 조절하며 마케팅비도 안정화되는 모습을 보일 것으로 전망한다.

NAVER 인건비 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

NAVER 마케팅비 추이 및 전망



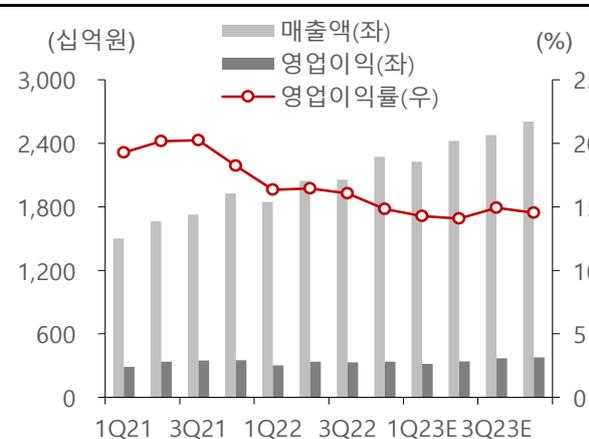
자료: NAVER, SK 증권

NAVER 실적 추정표

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
영업수익	1,845.2	2,045.8	2,057.3	2,271.7	2,226.3	2,422.8	2,477.0	2,604.1	6,817.6	8,220.1	9,730.2	10,933.0
서치플랫폼	849.9	905.5	896.2	916.4	898.7	967.5	955.4	988.7	3,307.8	3,568.0	3,810.2	4,096.2
검색광고	623.0	660.7	664.7	660.2	666.3	704.5	707.1	713.9	2,399.7	2,608.6	2,791.8	2,993.2
디스플레이	221.1	241.1	228.5	249.8	227.3	257.9	243.0	268.7	885.3	940.5	996.9	1,077.9
커머스	416.5	439.5	458.3	486.8	477.7	518.3	539.8	570.0	1,488.5	1,801.1	2,105.7	2,405.9
핀테크	274.8	295.7	296.2	319.9	327.1	352.7	361.4	388.8	979.0	1,186.6	1,430.0	1,702.1
콘텐츠	212.0	300.2	311.9	437.5	419.0	454.1	497.3	513.3	659.6	1,261.5	1,883.7	2,153.3
클라우드	92.1	104.9	94.8	111.1	103.9	130.2	123.1	143.3	382.6	402.9	500.5	575.6
영업비용	1,543.4	1,709.6	1,727.1	1,935.3	1,908.6	2,081.6	2,107.5	2,225.4	5,492.1	6,915.4	8,323.1	9,320.3
개발/운영	472.1	515.1	521.7	561.5	557.8	600.3	595.6	641.3	1,752.6	2,070.3	2,395.0	2,654.1
파트너	623.7	720.1	722.2	897.9	823.5	931.6	927.7	1,012.0	2,171.7	2,963.9	3,694.8	4,159.5
인프라	132.7	141.4	152.2	154.2	160.7	171.5	183.1	182.6	496.1	580.6	697.9	778.3
마케팅	315.0	333.0	331.0	321.6	366.6	378.2	401.2	389.5	1,071.7	1,300.6	1,535.5	1,728.4
영업이익	301.8	336.2	330.2	336.5	317.7	341.1	369.5	378.7	1,325.5	1,304.7	1,407.1	1,612.8
영업이익률	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.3%	14.1%	14.9%	14.5%	19.4%	15.9%	14.5%	14.8%
순이익	151.4	158.5	231.6	122.6	152.3	203.1	213.0	239.8	16,477.6	664.0	808.1	916.3
지배주주순이익	171.2	183.3	257.0	140.8	174.9	233.3	244.6	275.4	16,489.8	752.3	928.1	1,052.3
<i>YoY growth rate</i>												
영업수익	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	20.7%	18.4%	20.4%	14.6%	28.5%	20.6%	18.4%	12.4%
서치플랫폼	12.6%	9.3%	8.0%	2.3%	5.7%	6.8%	6.6%	7.9%	17.3%	7.9%	6.8%	7.5%
검색광고	9.9%	9.5%	10.6%	5.0%	7.0%	6.6%	6.4%	8.1%	11.9%	8.7%	7.0%	7.2%
디스플레이	21.2%	8.5%	2.3%	-2.9%	2.8%	7.0%	6.4%	7.6%	37.3%	6.2%	6.0%	8.1%
커머스	27.8%	19.7%	19.4%	18.3%	14.7%	17.9%	17.8%	17.1%	36.3%	21.0%	16.9%	14.3%
핀테크	31.1%	27.1%	22.5%	8.4%	19.0%	19.3%	22.0%	21.5%	44.5%	21.2%	20.5%	19.0%
콘텐츠	70.1%	113.8%	77.3%	100.1%	97.6%	51.3%	59.5%	17.3%	52.9%	91.3%	49.3%	14.3%
클라우드	8.9%	10.5%	-1.5%	3.9%	12.8%	24.2%	29.8%	29.0%	35.2%	5.3%	24.2%	15.0%
영업비용	27.5%	28.7%	25.4%	22.8%	23.7%	21.8%	22.0%	15.0%	34.3%	25.9%	20.4%	12.0%
개발/운영	16.2%	19.2%	24.3%	13.5%	18.2%	16.6%	14.2%	14.2%	34.6%	18.1%	15.7%	10.8%
파트너	36.3%	36.7%	31.6%	40.7%	32.0%	29.4%	28.5%	12.7%	31.6%	36.5%	24.7%	12.6%
인프라	22.3%	17.3%	19.3%	10.6%	21.1%	21.3%	20.3%	18.4%	32.5%	17.0%	20.2%	11.5%
마케팅	32.5%	34.0%	17.5%	5.9%	16.4%	13.6%	21.2%	21.1%	40.5%	21.4%	18.1%	12.6%
영업이익	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	5.3%	1.5%	11.9%	12.6%	9.1%	-1.6%	7.8%	14.6%
순이익	-99.0%	-70.7%	-28.3%	-59.1%	0.6%	28.2%	-8.0%	95.6%	1850.0%	-96.0%	21.7%	13.4%

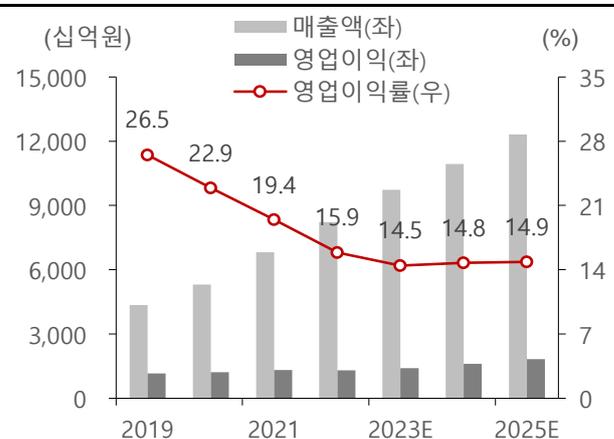
자료: NAVER, SK 증권

NAVER 분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

NAVER 연간 실적 추이 및 전망



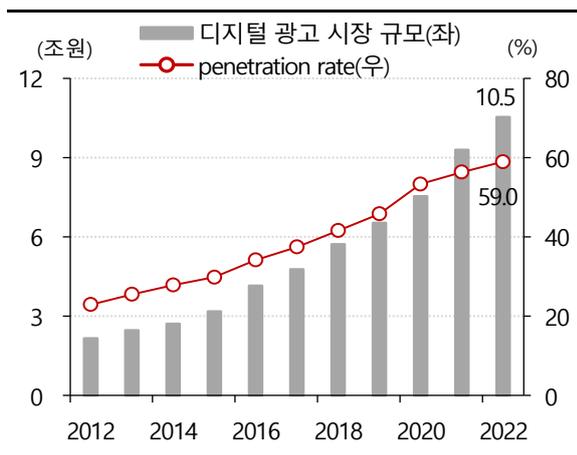
자료: NAVER, SK 증권

(1) 광고

올해 광고 경기를 낙관하기는 힘들다. 경기 침체에 따라 광고주들의 예산 집행이 더디게 나타나고 있고, 작년 말 월드컵 이벤트에 따른 광고비 선집행 등으로 연초 광고 집행은 상당히 저조한 것으로 파악된다. 경기가 좋지 않은 시기에는 브랜딩 수요가 높은 TV 광고나 온/모바일 디스플레이 광고대비 검색 광고는 확실한 결과를 보이기 때문에 상대적으로 선방하는 모습을 보인다. 작년 9월부터 온라인 DA는 전년동기대비 역성장률 기록하기 시작했고, 1, 2월에는 -18.7%, -13.7%로 역성장 폭이 확대되었다. 모바일 DA는 한 자릿 수 성장으로 둔화되었다.

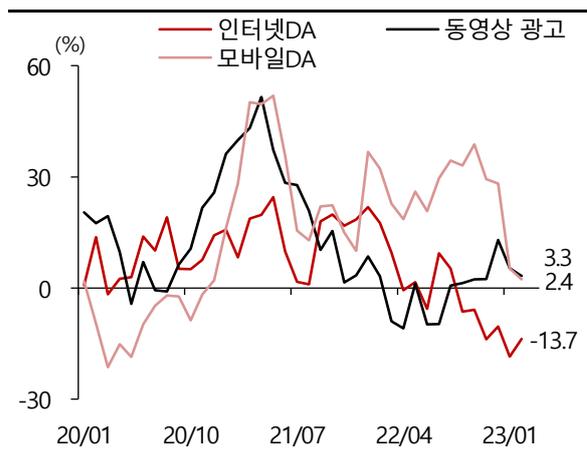
조사기관 인사이더 인텔리전스는 2022년 미국 디지털 광고 매출에서 구글과 메타 합산 비중은 48.4%에서 올해 44.9%로 감소할 것이라고 전망했다. 3rd party 쿠키 지원 중단, 애플 개인 정보 사용 제한 등의 정책으로 인해 1st party 데이터가 중요해졌다. 이에 소비자의 특정 관심사 중심의 콘텐츠, 커뮤니티, 결제 서비스가 통합되어 활성 사용자 수가 높은 슈퍼앱에 대한 광고 수요가 집중될 것으로 예측했다. 슈퍼앱은 소비자들의 구매 행태, 소비 데이터, 검색 기록을 보유하고 있어 이를 분석/활용한 맞춤형 검색 광고가 가능하고 구매 전환율도 높아진다.

국내 디지털 광고 시장 침투율은 약 60%



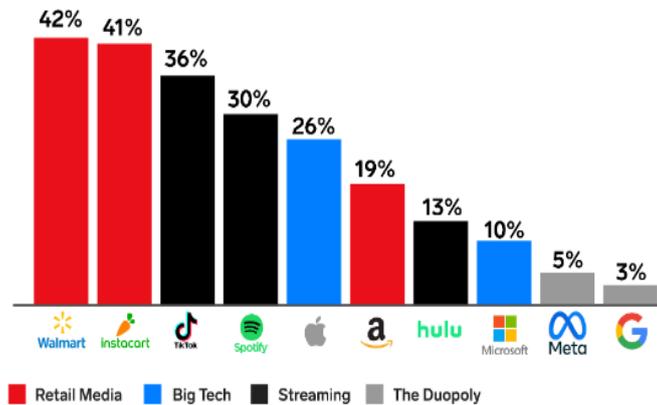
자료: CJ ENM, KOBACO, SK 증권

온라인/모바일 디스플레이 광고 성장세 둔화



자료: 리서치매드, SK 증권

미국 주요 기업들의 디지털 광고 매출 성장률 전망(2023)

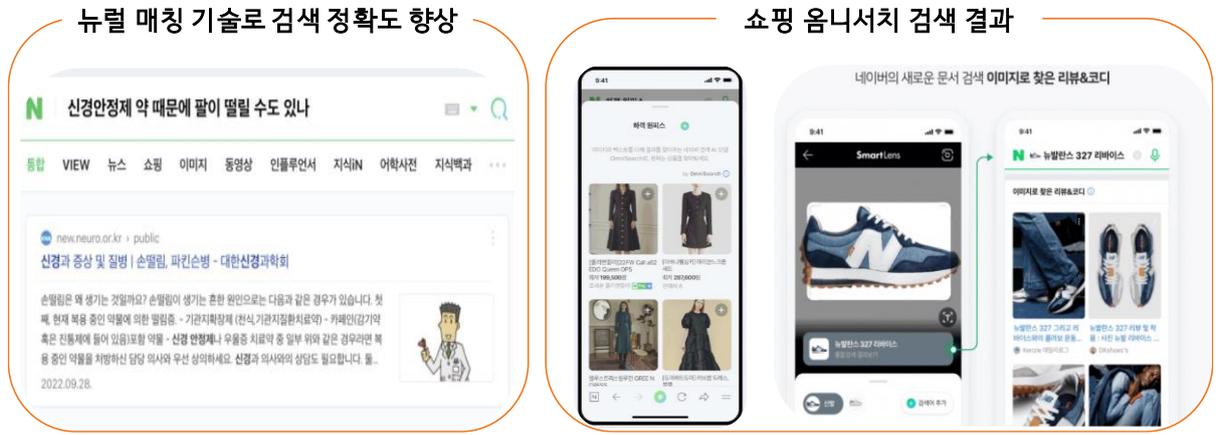


자료: Insider Intelligence, SK 증권

이러한 환경에서 NAVER 의 통합 서비스 경쟁력이 빛날 수 있다. 특화된 검색 광고뿐만 아니라 쇼핑, 핀테크, 웹툰, 클라우드의 카테고리에서 높은 이용률을 기록하고 있고, 이에 따른 이용자 데이터도 보유하고 있어 광고주 연결이 용이하다. 검색-커머스-콘텐츠-결제까지 이어지는 생태계를 확보하고 있어 광고 효율이 높고, 상대적으로 안정적인 광고 집행이 이어질 것이다.

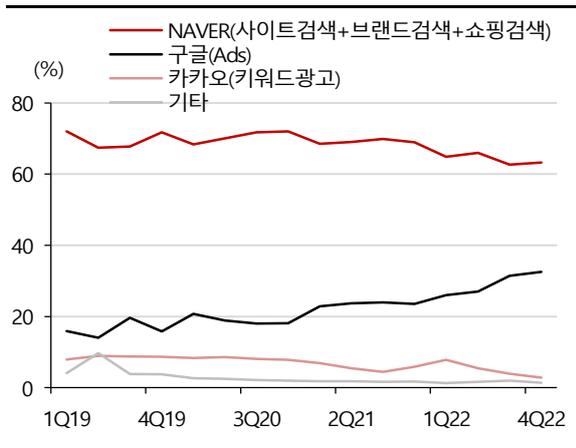
이에 더해 최근에는 AI 기술을 검색 광고에 적용해 검색 편의성을 높이고 있다. NAVER 는 7 월 초거대 모델 하이퍼클로바 X 를 기반으로 한 SearchGPT 출시를 계획하고 있다. SearchGPT 는 다양한 검색 기술을 결합해 복잡하고 긴 검색어 문장을 이해해 검색 프로세스를 단순화하고, 전문가 수준의 지식이 필요한 질문에도 적절한 답변을 제공할 수 있도록 서비스를 업그레이드할 계획이다. 쇼핑 옴니서치에는 멀티모달 AI 기술을 적용해 사용자가 입력한 검색어에 맞는 브랜드, 모양, 색상 등을 파악해 검색 결과를 추출한다. 올해 하반기부터 본격적으로 고도화된 검색 서비스를 제공한다. 올해 부터 야후 쇼핑에 검색 광고를 적용하는 데 이 또한 중장기적 매출 성장에 중요한 역할을 할 것이다. 올해 서치플랫폼 매출액은 4.1 조원(+7.5%, YoY)을 기록하며 어려운 업황 속에서도 성장을 지속할 것으로 전망한다.

검색 엔진, 쇼핑 검색에 AI 기술 적용



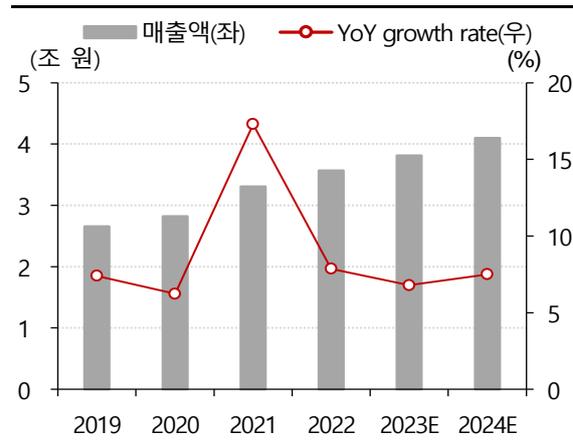
자료: NAVER, 언론, SK 증권

검색광고 상품별 유입률 추이



자료: 다이티, SK 증권

서치플랫폼 연간 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

(2) 커머스

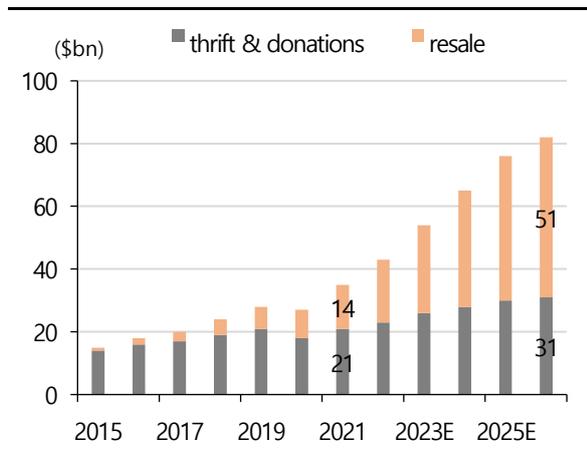
올해 커머스 부문에서는 라이브커머스, 브랜드스토어, C2C, 도착보장 서비스를 강화하며 버티컬 커머스를 확대할 계획이다. 작년에는 서비스를 시작해 트래픽 유입에 집중하는 등 기반을 다지는 시기였다면 올해는 본격적으로 수익화에 집중할 시기이다. 거래액이 꾸준히 증가하고 있어 올해 매출 증가 효과가 두드러질 것이고, 아직 경쟁사대비 수수료도 낮기 때문에 향후 상향 여력 또한 충분하다.

작년 말 미국 패션 C2C 리셀 플랫폼인 포시마크의 지분 100%를 1.67 조원에 인수했다. 포시마크는 미국, 캐나다, 인도, 호주에서 8,000만명의 사용자를 확보한 플랫폼이고, 네이버가 기 투자한 스페인의 왈라팜, 일본 빈티지시티, 프랑스 베스티에르, 싱가포르 캐리셀 등과 연결해 글로벌 C2C 네트워크를 강화하는 역할을 할 것으로 기대된다. NAVER 는 포시마크에 국내 쇼핑 서비스에서 검증된 쇼핑렌즈, 라이브 커머스와 같은 기술과 솔루션을 적용해 C2C 사업을 확장할 계획이다.

미국 중고 거래 시장은 21년 350억 달러에서 26년 820억달러 시장으로 성장할 것으로 전망되고, 미국에서 라이브 스트리밍 이커머스의 성장도 가속화(22년 170억달러→26년 550억달러; CAGR 34%)될 것으로 예측되고 있다.

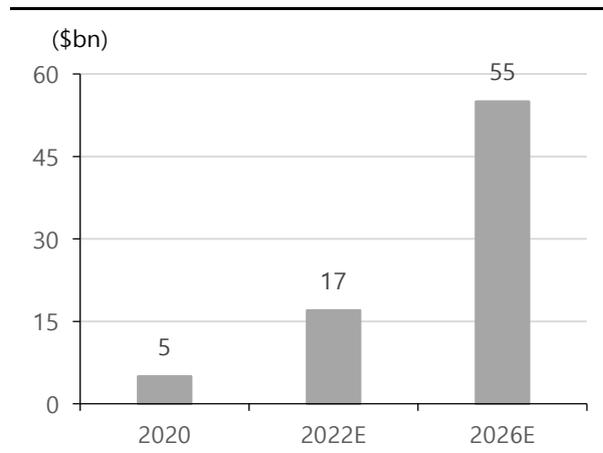
작년 포시마크의 조정 EBITDA 적자는 약 300억원 수준으로 4Q22에는 비용 효율화를 통해 적자 50억원 수준까지 축소했다. 올해도 기존 유저 리텐션을 높이고 마케팅 의존도를 축소하기 위한 노력이 계속된다. 수취 수수료율은 이미 15% 수준으로 높은 편이고, 앞으로 유저 확대, 셀러 전환을 목표로 활동성을 확장시킬 수 있도록 네이버의 커머스 솔루션을 도입해 적자 폭을 축소해 나갈 것으로 기대된다.

미국 중고거래 매출액 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 라이브스트리밍 이커머스 매출 추이 및 전망



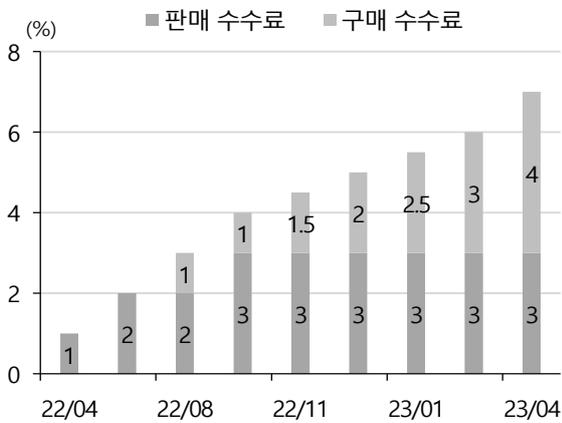
자료: Bloomberg, SK 증권

Poshmark 연간 실적 표

(단위: \$mn)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	148	205	262	326	359	395
YoY growth rate		38.4%	27.7%	24.4%	10.1%	9.9%
매출원가	23	34	44	52	60	66
매출총이익	125	171	219	274	299	329
GPM	84.6%	83.4%	83.4%	84.1%	83.2%	83.3%
영업비용	140	221	195	319	381	396
일반판매관리비	104	164	122	200		
판매 및 마케팅 비용	88	132	93	143		
일반관리비	15	31	30	57		
연구개발 (R&D)	15	25	30	59		
감가상각 & 무형자산상각	1	2	3	3		
기타 영업비용	20	30	40	57		
영업이익	-15	-50	23	-44	-82	-67
OPM	-10.1%	-24.3%	8.9%	-13.6%	-22.8%	-17.0%
EBITDA	-14	-48	26	-41	-33	-31
EBITDA margin	-9.6%	-23.3%	10.0%	-12.6%	-9.2%	-7.8%
세전이익	-14	-49	18	-98	-80	-66
순이익	-14	-49	4	-98	-81	-50

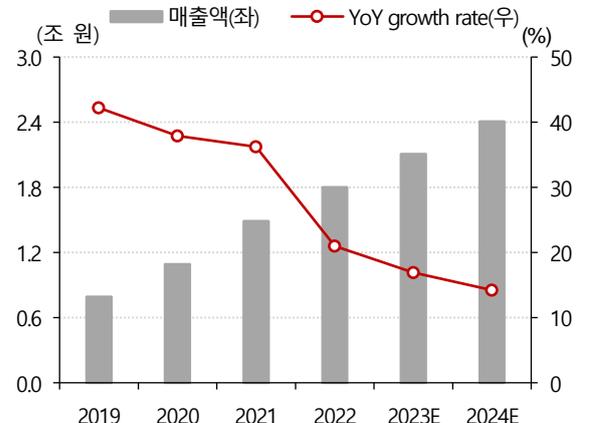
자료: Bloomberg, SK 증권

크림 수수료율 추이



자료: 언론, SK 증권

연간 커머스 매출 추이 및 전망



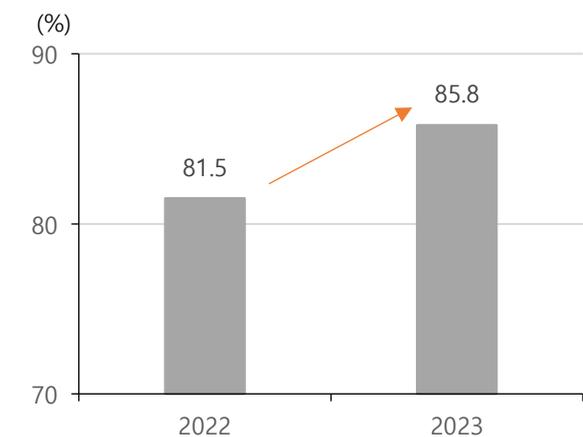
자료: NAVER, SK 증권

국내에서는 쿠팡커머스를 강화한다. 주요 대형 마트와 제휴를 통해 익일/새벽/당일 배송 서비스를 전개하고, 1 시간 내 배송하는 ‘한 시간 내 장보기’ 서비스도 연내 출시를 계획하고 있다.

쿠팡커머스에서 식료품 구매 비중이 압도적으로 높고, 작년대비 식료품 구매 시 온라인 채널을 이용하는 비중이 증가했다. 평균적으로 월 3~4 회, 1 회 평균 4만원을 식료품 구매에 소비하는 것으로 나타났다. 온라인에서 식료품을 구매할 때 쿠팡을 주로 이용하는 비중이 32.7%로 2, 3 위와 극명한 차이를 보이고 있는데, 식료품 구매 시 소비자들 가장 중요하게 생각하는 부분이 배송이다.

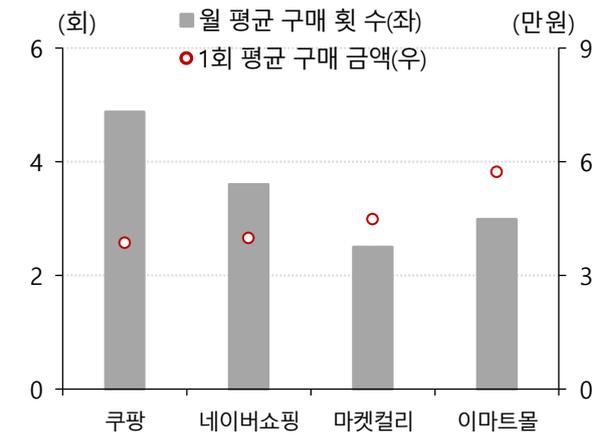
쿠팡의 경쟁력은 다음날 주문한 물건을 바로 받을 수 있는 로켓배송으로 꼽힌다. 아직까지 NAVER 에서 식료품을 주 채널로 구매하는 비중은 7.7%로 쿠팡, 마켓컬리보다 낮은 수준이지만 작년 12 월 ‘도착보장’ 서비스를 출시하며 상위 사업자와의 간극을 좁힐 것으로 기대된다. ‘도착보장’ 서비스는 NAVER 의 기술을 통해 주문 데이터, 물류사 재고, 택배사 배송 등 다양한 데이터를 분석해 사용자에게 정확도 높은 도착일을 보장하는 서비스이다. 쇼핑 검색에서 태그를 노출해 소비자들이 쉽게 도착보장 상품을 찾을 수 있고, ‘도착보장관’에 전용관을 열어 접근성을 높인다. NAVER 는 솔루션 이용료, 빠른 배송관 입점 수수료를 매출로 인식하게 된다. NAVER 의 올해 커머스 매출은 2.1조원으로 전년대비 16.9% 성장을 예상된다.

온라인 식료품 구매율 상승



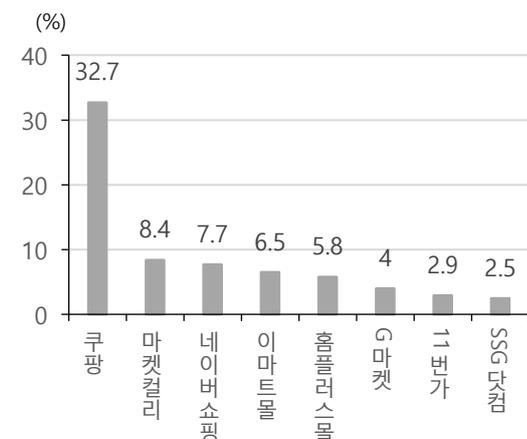
자료: 오픈서베이, SK 증권

주요 채널별 식료품 이용 행태



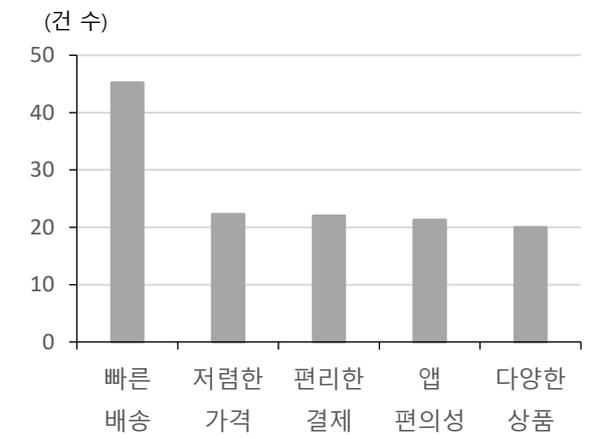
자료: 오픈서베이, SK 증권

온라인 식료품 주 구매 채널



자료: 오픈서베이, SK 증권

구매 채널 이용 이유

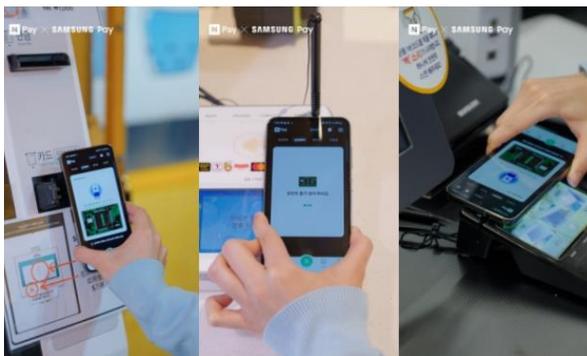


자료: 오픈서베이, SK 증권

(3) 핀테크

올해부터 네이버페이와 삼성페이가 연동된다. 삼성페이의 오프라인 가맹점 약 300만개에서 MST 단말기에 휴대폰을 갖다대면 네이버페이를 현장 결제가 가능하다. 작년 네이버페이의 결제액은 48.8 조원으로 결제액의 약 62%가 네이버 서비스 내부 결제액이다. 아직까지 오프라인 결제액은 미미한 수준(4Q22 6,800 억원)으로 삼성페이와의 연동으로 외부 결제액 증가, 트래픽 유입이 기대된다. 23년 2월 기준 삼성페이의 MAU는 1,730 만명 수준으로 추정된다. 작년 NAVER 의 핀테크 부문 매출액은 1.3 조원(+53.0%), 영업이익 960 억원(+56.0%)을 기록했는데, 올해는 외부 결제액 증가로 외형 확대, 포인트 적립 혜택 조절로 수익성 강화가 기대된다.

네이버페이 MST 현장결제



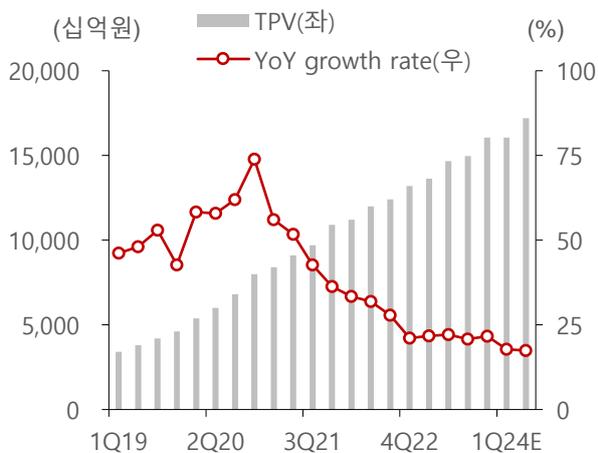
자료: 언론, SK 증권

삼성페이 오프라인 결제 과정과 포인트 뺏기 예시



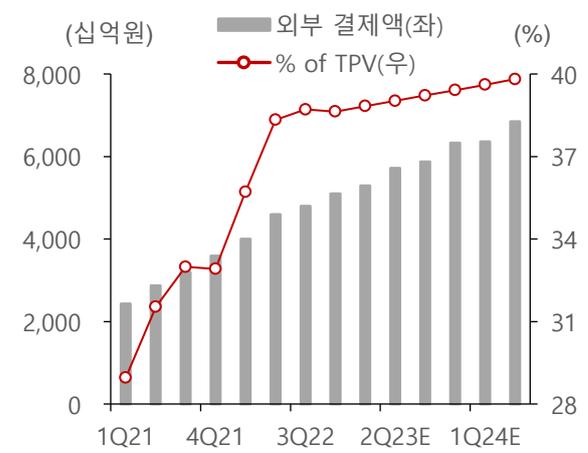
자료: 언론, SK 증권

네이버페이 TPV 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

외부결제액 비중 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

(4) NAVER 만의 생성형 AI가 보여줄 미래

NAVER 는 상반기 SearchGPT 출시를 앞두고 있다. SearchGPT 는 2021 년 5 월 공개 된 초대규모 AI 하이퍼클로바를 고도화한 생성 AI 기술을 기반으로 한 새로운 검색 서비스이다. 현재 SearchGPT 개발 업무는 네이버 서치 CIC 에서 맡고 있다.

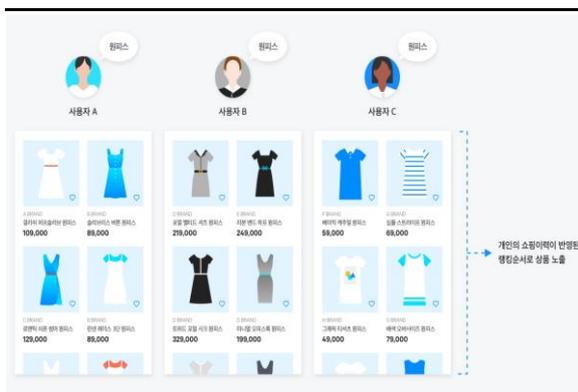
21년 5월 공개된 하이퍼클로바 기반 SearchGPT 준비 중

NAVER 는 SearchGPT 기술의 근간이 되는 하이퍼클로바를 이미 검색과 쇼핑 등의 서비스에 적용해 활용하고 있다. 검색어를 교정하고 의도에 부합하는 정보를 자동으로 추출하는 '지식 스니펫', 실제 쇼핑 MD 처럼 기획전 주제와 상품을 선택해주는 '클로바 MD', 음성을 기록하는 서비스인 '클로바 노트' 등이 있다.

쇼핑에서는 구매자들의 리뷰를 요약해주는 서비스, 쇼핑 개인화 큐레이션 서비스가 폭 넓게 활용되고 있다. 향후 개인화 비서, 광고 카피 작성 등 소비자와 판매자 양방향으로 도움이 되는 버티컬 서비스도 제공할 전망이다.

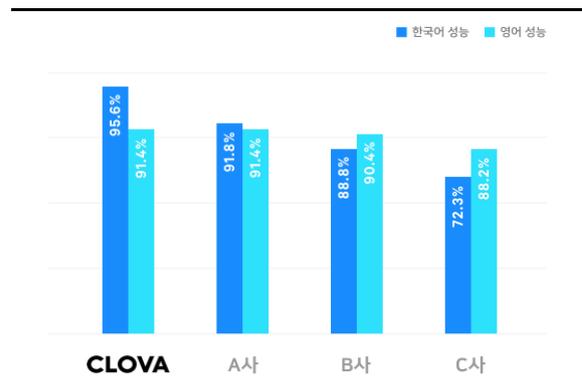
하이퍼클로바를 기반으로 유료 B2B 솔루션 시장도 계속 열리고 있다. NAVER 는 작년 2 월부터 네이버 관계기업 대상으로 하이퍼클로바 기반의 노 코드 개발 환경 프로그램 인 클로바스튜디오를 시연하고 있다. 기획자나 마케터가 지시문과 예제를 제시해 코딩 작업을 수행할 수 있도록 도와주는 기능이다. 상품 언어, 광고 헤드라인, 세일즈 카피 생성에 클로바 스튜디오 적용한 바 있다.

이용자의 관심사, 취향에 맞는 상품을 추천하는 서비스 AiTEMS



자료: 네이버클라우드, SK 증권

높은 한국어 성능을 보이는 CLOVA



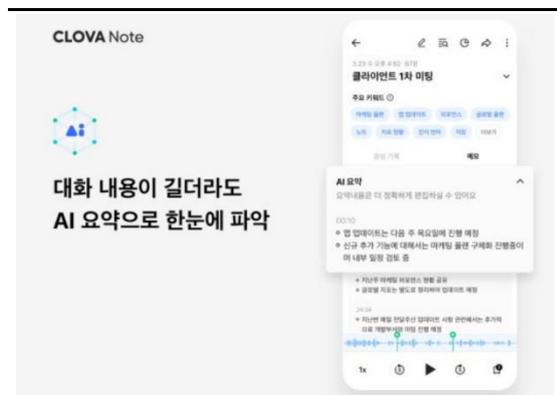
자료: 네이버클라우드, SK 증권

네이버클라우드의 AI 적용 서비스

서비스명	기능
AITEMS	사용자별 이력을 분석하여 관심사와 취향에 맞는 상품을 추천하는 서비스
CLOVA AiCall	AI 기능을 기반으로 고객센터를 구축하고 운영할 수 있는 서비스
CLOVA 챗봇	마케팅, 고객 응대 등 다양한 서비스에 활용할 수 있는 챗봇을 생성하는 서비스
CLOVA 더빙	사용자가 입력한 문장을 음성으로 변환하여 영상에 합성할 수 있는 서비스
CLOVA OCR	인쇄물 속 글자를 추출하여 디지털 데이터로 변환해 주는 서비스
CLOVA 스피치	정형화되지 않은 말소리를 인식하여 텍스트로 바꿔주는 음성 인식 서비스
CLOVA 스튜디오	초대규모 AI HyperCLOVA 기반의 No Code AI 도구
CLOVA 보이스	다양하고 자연스러운 목소리를 만들 수 있는 고품질 음성 합성 서비스
CLOVA Speech Recognition	사람 목소리를 텍스트로 바꿔주는 서비스
CLOVA Sentiment	글에 담긴 감정을 분석하고 감정이 표현된 부분을 추출해주는 서비스
파파고 번역	입력한 텍스트를 여러 나라 언어로 자동 번역하는 기계 번역 서비스
파파고 이미지 번역	이미지 상의 텍스트를 자동으로 인식하고 여러 나라의 언어로 번역
CLOVA Summary	문서를 요약하고 핵심 문장을 추출해주는 서비스
TensorFlow Server	TensorFlow와 머신러닝 패키지가 설치된 서버를 제공하는 서비스
TensorFlow Cluster	CLI를 사용하여 클라우드 기반 TensorFlow 분산 병렬 처리 환경을 구성하는 서비스
Ncloud Pose Estimation	이미지 속 사람을 인식하고 사람이 취하고 있는 자세의 좌표와 정확도를 제공하는 서비스
Object Detection	이미지 속 사람 및 사물 등 객체의 종류와 위치를 인식하고 정보를 제공하는 서비스
CLOVA Face Recognition	얼굴 감지 및 인식 기능을 이용하여 관련 정보를 제공하는 서비스
CLOVA GreenEye	이미지 판독하여 유해 이미지를 탐지하는 서비스
CLOVA NSML	AI, 머신러닝을 연구하거나 개발할 때 인프라의 제약없이 클라우드 환경에서 딥 러닝을 가속화 할 수 있는 도구와 인프라 제공

자료: 네이버클라우드, SK 증권

NAVER가 선보인 AI 음성 기록 서비스 '클로바노트'



자료: 언론보도, SK 증권

하이퍼클로바를 활용한 인공지능 서비스 '클로바 케이크'



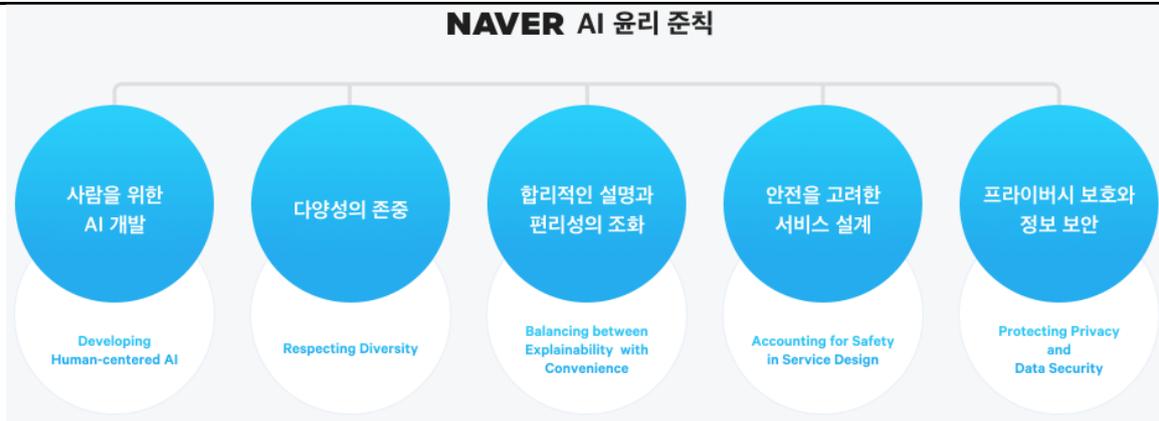
자료: 언론 보도, SK 증권

CLOVA 스튜디오- 개발 전문 지식 없이도 AI 탐색 및 실행 가능



자료: 네이버클라우드, SK 증권

NAVER AI 윤리 준칙



자료: 네이버클라우드, SK 증권

삼성전자와 AI 반도체 솔루션
협업
AI, B2B 사업 조직을
네이버클라우드로 통합

AI 사업을 위한 인프라 구축도 진행 중이다. 대규모 인공지능 모델을 가동하기 위해서는 큰 컴퓨팅 파워가 필요하다. 연구 개발을 위한 다수의 슈퍼 컴퓨터를 보유하고 있지만 보다 적극적인 개발을 위해 NAVER 는 삼성전자와 함께 AI 반도체 솔루션 연구를 협업하고 있다. DEVIEW 2023 에서 NAVER 는 삼성전자와 LLM 의 연산과 학습, 추론에 필요한 기능을 갖추면서 기존 GPU 대비 1/10 크기의 모델 사이즈, 4 배 이상의 전력 효율성을 가진 AI 반도체 솔루션을 구축하고 있다고 밝혔다. 또한 AI 인프라를 효율적으로 제공하기 위해 고성능컴퓨팅에 특화된 데이터센터 ‘각 세종’도 올해 9월 오픈을 앞두고 있다.

NAVER 는 다수의 사업 부문들이 CIC 형태로 구성되어 있는데, 작년에는 AI 연구개발을 강화하기 위해 조직 개편도 단행했다. AI 를 연구하는 클로바, 웹브라우저 웨일, 번역 서비스 파파고, 협업도구 네이버웍스 등 분산되어 있던 AI와 B2B 사업 조직들을 네이버클라우드를 중심으로 통합했다. 이를 통해 자사 서비스를 위한 활용뿐만 아니라 외부 고객을 대상으로 전문 서비스를 제공할 수도 있게 되었다.

NAVER, 삼성전자와 초대규모 AI 에 최적화된 AI 반도체 솔루션 구축 중



자료: NAVER, SK 증권

네이버클라우드 사업 추이



자료: 네이버클라우드, SK 증권

**GPT-3 대비 한국어 데이터
6,500 배 이상 학습해 법, 제도,
문화 이해 능력 高**

검색 광고에 적용: SearchGPT- 검색에서 서비스까지 아우르는 시너지 창출

NAVER 는 7 월 하이퍼클로바 X 를 공개할 예정이다. 하이퍼클로바 X 는 2021 년 5 월 2,040 억개의 파라미터(GPT-3 의 1,750 억개) 규모로 개발된 초거대 AI 하이퍼클로바 를 기반으로 한다. 하이퍼클로바의 강점은 한국에 최적화된 언어 모델이라는 점인데, GPT-3 보다 한국어 데이터를 6,500 배 이상 학습했다. 특히 학습 데이터 중 한국어 비중이 97%에 달하고, 네이버 뉴스, 블로그 등의 다량의 한국어 데이터를 통해 자연스러운 한국어, 법, 제도, 문화적 맥락 등을 이해할 수 있는 능력을 가지고 있다.

하이퍼클로바 X 는 각 산업 군에서 필요로 하는 데이터를 활용해 커스터마이징 할 수 있다. NAVER 는 20 년간 축적한 이용자들의 검색 데이터를 바탕으로 차세대 검색 기술 프로젝트 'SearchGPT'를 개발하고 있다. SearchGPT 는 하이퍼클로바 X 를 네이버 검색에 특화시킨 대규모 언어모델 오션(OCEAN)을 백본으로 활용한다. 이용자가 검색 목적을 달성할 수 있게 최적의 경로를 안내하고, 이를 통해 검색의도와 결과를 더 잘 이해하고 신뢰성이 강조된 답변을 생성할 수 있게 하는 기술로 알려져있다.

서치 GPT 는 검색 결과에 직접적으로 적용되기 보다 베타 서비스로 먼저 공개되며 기존 생산성 AI 의 단점인 신뢰성과 최신성 부족, 한국어 번역 시 정확성 저하 등의 문제를 보완할 것으로 추정된다.

한국어에 강점이 있는 하이퍼클로바



자료: NAVER, SK 증권

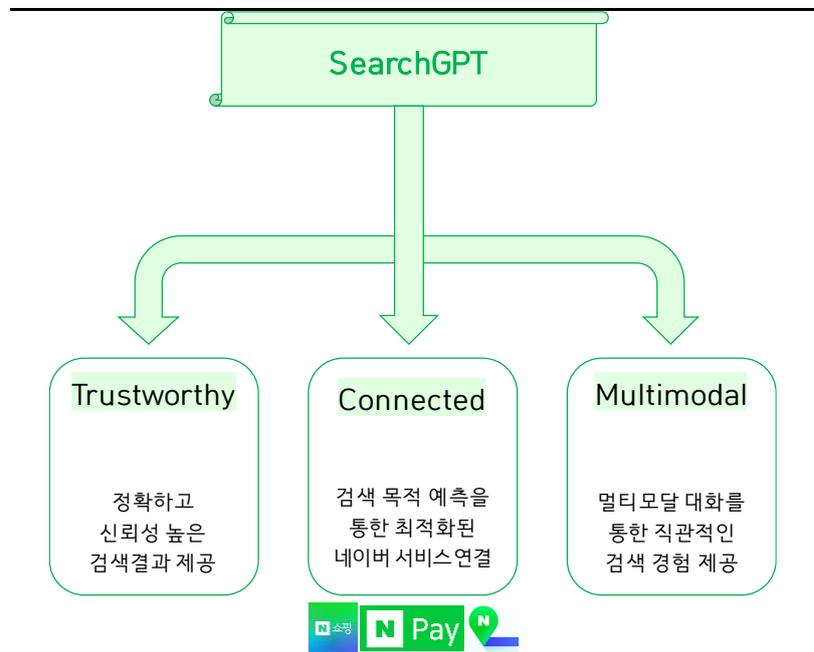
- 교차 검증, 이용자 feedback 통해 정확성 향상
- 쇼핑,페이, 지도 등 NAVER 서비스와 연동
- 멀티모달 검색어 입/출력 ⇒ 검색 시간 단축, 구매 전환율 상승

SearchGPT 는 1) 정보의 신뢰성, 2) 네이버 서비스와의 연결성, 3) 효과적인 정보 제공을 위한 멀티모달, 위 세 가지를 중점으로 두고 개발이 진행되고 있다.

정보 간 교차 검증과 사용자들의 피드백을 통해서 정보의 정확성과 신뢰성을 갖추고, 네이버 쇼핑, 네이버페이, 네이버 지도 등 네이버의 서비스와 유기적으로 연동을 계획하고 있다.

또한 이미지, 동영상, 음성 등의 형태로 검색어 입/출력이 가능하게 되면 상품 검색에 소요되는 시간을 단축할 수 있다. 멀티모달 검색이 적용되면 원하는 결과를 얻기 위해 여러 번 검색해야 하는 상황을 해소할 수 있다. NAVER 는 먼저 스마트렌즈에 ‘검색어 추가’ 기능을 통해 이미지를 검색한 후 추가적으로 텍스트 입력을 통해 구체화된 결과를 얻을 수 있도록 한다. 현재는 쇼핑 영역에서 운동화, 가방, 옷 등 패션 검색에 대해 우선 적용하고 향후 여행, 인테리어 등의 주제로도 넓혀가며 사용자들에게 차별화된 검색 경험을 제공할 것으로 기대한다.

SearchGPT 를 통해 이용자들에게 차별화된 검색 경험을 제공할 것



자료: 네이버클라우드, SK 증권

텍스트 기반 생성형 AI가 검색 엔진에 적용되면 검색 편의성을 향상시키는 동시에 기존 검색 광고 방식을 해치지 않고 고도화시킬 수 있다. 마이크로소프트는 검색엔진 Bing에 GPT를 탑재하고 이에 맞는 검색 광고 상품을 개발하고 있다. 2/7 Bing은 GPT-3를 탑재한 후 한 달 만에 순이용자가 1억명을 돌파했고, MAU는 전월대비 15% 증가하는 모습을 보였다. 국내 검색 광고 시장에서 압도적인 점유율을 보유하고 있는 NAVER에 적용되면 시너지는 더욱 클 것이다.

새로운 방식의 검색 광고 상품들이 개발될 수 있다. 키워드 검색 광고는 이용자가 키워드를 입력하면 관련된 상품의 광고를 답변 하단에 제공할 수 있다. 대화 중 추가 질문에 대한 답변을 검토하는 동안 이미지나 영상 광고를 노출시킬 수도 있다. 이외에도 답변에 관련된 웹페이지로 연결시킬 수 있는 '링크 광고', 답변으로 제품을 홍보하는 '텍스트 광고' 등의 형태가 될 수 있다.

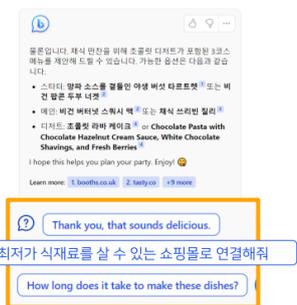
답변 하단 키워드 검색 광고 예시



채팅창 하단 키워드를 '청소기'로 등록한 제품의 검색 광고 제공

자료: 인크로스, SK 증권

연관 질문 광고 예시



연관 질문 제시 후 클릭하면 관련 광고 노출

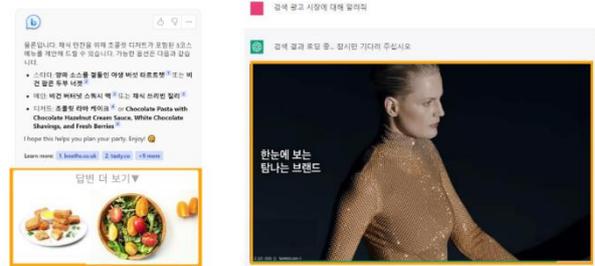
자료: 인크로스, SK 증권

답변 내 키워드 링크 제공 및 제품 추천 예시



자료: 인크로스, SK 증권

채팅창 하단 DA 광고(좌), 응답 대기 중 동영상 광고(우) 예시



채팅창 하단 '더 보기' 클릭 후 검색어 관련 DA 광고 노출

질문 시 스킵 불가한 5초 영상 광고 후 답변 제공

자료: 인크로스, SK 증권

고객 수요 예측, 상품 제안 및 배치, 구매 후기 분석&요약

쇼핑 서비스에 적용

생성형 AI 가 쇼핑에 적용되면 학습된 데이터와 추론 능력을 기반으로 스스로 고객을 분석하고 상품을 제안할 수 있다. 고객을 세분화하고 제품 분류부터 고객의 동선과 수요를 미리 예측하기도 한다.

NAVER 는 이미 쇼핑 페이지에서 AI 가 적용된 사례를 선보인 바 있다. 2월에 진행된 ‘남편 생일 선물로 사주고 싶은 골프화’, ‘편리하게 사용하는 스마트워치’ 등 기획전 3개는 하이퍼클로바 기반 AI MD 가 기획했다. AI MD 는 상품과 판매자 선정에서부터 상품 배치까지 큐레이션 전반의 과정을 맡았는데, 사이트 방문자들의 상품 클릭률이 기존대비 26% 증가했다. 고객의 행동 패턴과 시장 트렌드를 분석해 고객이 상품을 검색하기 전에 AI가 먼저 고객이 원하는 제품을 제시하는 기능도 갖추고 있다.

또한 구매자들의 상품 구매 후기도 분석해 간결한 문장으로 요약해 보여주기도 한다. 인기 제품의 경우 제품에 대한 후기가 수 천 건씩 달려있는 경우가 있는데, 이 때 AI가 수 천 건의 사용자 후기를 분석해 하나의 문장으로 요약해 사용자에게 노출하면 사용자는 요약된 후기를 구매에 참고할 수 있다.

국내 이커머스 AI 기술 적용 사례

<p>패턴 인식/분류</p> <p>개인화, 고객 세분화, 제품 분류, 고객 여행 경로 식별, 사기 탐지</p>
<p>예측</p> <p>성향 모델, 동적/최적화 가격 책정, 수요 예측, 주문/재고 관리</p>
<p>자연어 처리</p> <p>가상 개인 비서, 가상 고객 어시스턴트, 감정분석, 자연어 검색</p>

자료: LG 경제연구원, SK 증권

AI 가 상품 선정에서 기획까지



네이버 쇼핑 기획전



HyperCLOVA
AI MD에게 의상 추천·큐레이션 맡긴 후 상품 클릭 증가율

26%

네이버 패션 쇼핑

자료: 인크로스, SK 증권

향후 네이버는 스마트스토어에 AI 를 활용해 고객 선호에 맞춰 광고 지면을 구성하고 상품 기획, 재고도 파악할 수 있다. 이를 바탕으로 고객 별로 맞춤형 개별 광고 페이지를 제공하고, 구매 의도가 있는 고객에게 딱 맞는 제품을 추천해 구매 전환률을 높일 수 있다. 고객 입장에서서는 쇼핑 시간과 검색에 들어가는 노력을 줄일 수 있다.

Bing에서 상품에 대한 검색 예시

The screenshot shows a Bing search for '가격대별 헤어 드라이기 추천해 줄 수 있어?' (Can you recommend hair dryers by price?). The search results include a summary of recommendations and a list of links. Two orange arrows point from the search results to inset images on the right. The top inset shows a product page for a hair dryer with various features listed. The bottom inset shows a marketplace listing for hair dryers with prices and availability.

자료: bing, SK 증권

AI 쇼호스트의 라이브커머스 진행
 ⇒ 매출 연동 수수료 3%+페이
 주문관리 수수료 1.98~3.63%로
 일반 쇼핑 수수료 대비 높음

최근 빠르게 성장하고 있는 라이브쇼핑에도 생성형 AI 가 적용될 수 있다. 실제로 AI 쇼호스트가 라이브 커머스를 진행하는 사례는 최근 홈쇼핑계에서 쉽게 찾아볼 수 있다. 최근에는 롯데홈쇼핑의 유튜브 채널에서 AI 쇼호스트 루시가 명품 브랜드의 가방과 액세서리를 판매했고, 이는 한 시간도 채 안돼서 품절되었다. AI 쇼호스트를 생성해 실시간으로 라이브 커머스에서 소비자들과 의사소통을 하는 기술을 구현하기 어려울 수 있지만 상용화되기 시작하면 쇼핑 서비스의 주요한 수익모델로 자리잡을 수 있을 것으로 예상된다.

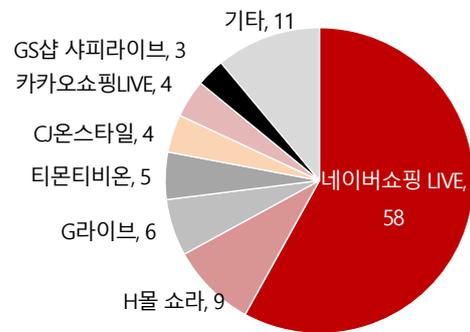
라이브 커머스를 통해 발생하는 매출에 대한 수수료율도 일반 쇼핑 수수료대비 높다. 일반 쇼핑 수수료는 1%대인 반면, 라이브 방송을 통한 구매와 다시보기 영상에 노출된 상품에 대한 구매가 발생하는 경우 라이브 매출 연동 수수료 3%에 네이버페이 주문관리 수수료(1.98%~3.63%)를 더해 과금한다. 22년 라이브 커머스 시장 거래액은 2조원 수준으로 추정되고 네이버 쇼핑 LIVE 가 점유율 58%를 차지하며 1 위를 기록하고 있다. 향후 라이브 커머스 진행 시 스크립트 생성 등에서 유용하게 활용될 수 있다.

AI 쇼호스트가 생방송 진행



자료: 언론 보도, SK 증권

라이브커머스 플랫폼 점유율

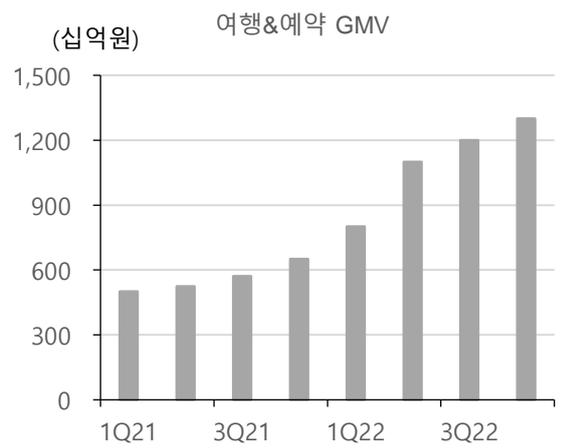


자료: 언론, SK 증권
 주: 2023년 1월 거래액 기준

최근 여행과 예약 GMV도 가파른 증가를 보이고 있다. OpenAI도 익스피디아나 카약 등 예약 서비스에 플러그 인을 적용해 간단한 명령어를 입력하면 한 번에 여행과 숙박 예약까지 가능하게 했다. NAVER도 마찬가지로 예약 서비스에 SearchGPT를 연동시키면 검색에서 예약, 페이지까지 이어지는 원스톱 서비스를 제공하며 버티컬 서비스를 강화할 수 있다.

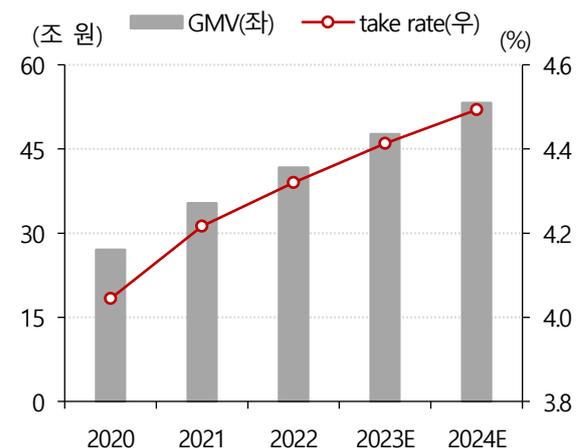
결론적으로 SearchGPT 적용은 NAVER의 서치플랫폼과 커머스 사업에서의 성공 가능성을 확장한다. AI 기술을 바탕으로 서비스 경쟁력을 높일 수 있는 다양한 솔루션을 구축하고 있고, 이는 기존 서비스 고도화와 더불어 신규 서비스의 성공률을 높일 수 있다.

NAVER 여행&예약 GMV 추이



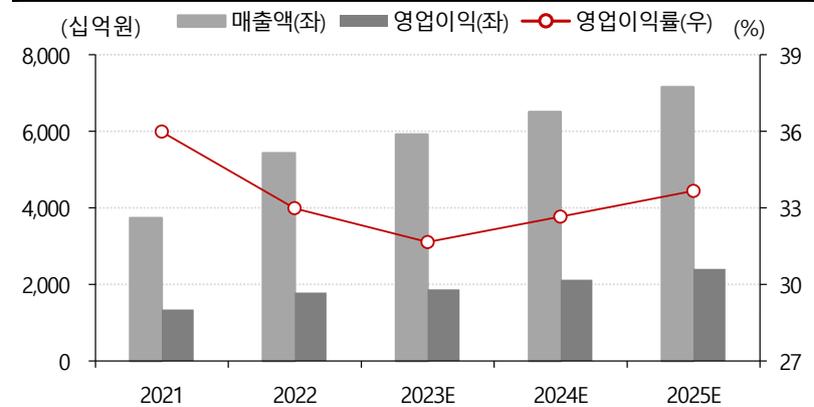
자료: SK 증권

커머스 거래액과 수취 수수료를 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

NAVER 서치플랫폼+커머스 합산 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

- 웹툰 번역, 스크립트/썸네일 생성에 활용

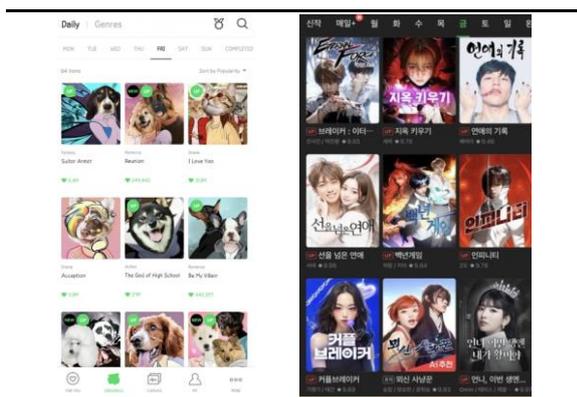
검색과 쇼핑 외에도 네이버가 제공하는 다양한 서비스에 접목될 수 있다. 네이버는 웹툰과 웹소설의 글로벌 확장을 꾀하고 있다. 로컬 지역에서 IP 를 개발하는 경우도 있지만 국내 인기 웹툰/웹소설을 각 국의 언어로 번역해서 공개되는 경우에 높은 흥행력이 보장되고 있다. 웹툰 번역, 스크립트 생성 등에도 AI 가 적용될 수 있고, 이벤트성 썸네일 변환 등에도 활용된 바 있다.

- 외부 페이지에 API 제공해 이용료 수취

OpenAI, 네이버 등 국내외 빅테크들은 API 형태로 자사의 초거대 AI를 외부에 제공하고 있다. API 를 활용하면 스타트업들도 대규모 언어 모델을 자사 데이터에 결합해 서비스할 수 있다. 이에 국내 스타트업들도 서비스 고도화와 사업 확장을 위해 생성형 AI 모델을 자사 서비스에 접목시키는 사례가 빠르게 늘어나고 있다. 자체적으로 구축한 AI 기술에 OpenAI 의 GPT 나 한국어에 특화된 네이버의 하이퍼클로바의 기능을 더해 이용자가 원하는 정보를 편리하고 빠르게 맞춤형으로 제공한다.

국내 스타트업들은 주로 정보 검색 능력을 강화하는데 생성형 AI 기술을 도입하고 있다. 키워드를 입력하면 완성도 높은 비즈니스 문서 초안을 작성해주는 '뤼튼', 카카오톡을 베이스로 ChatGPT 를 접목해 이미지나 텍스트에 대한 답변을 하는 'AskUp' 등의 활성 사용자 수가 빠르게 증가하고 있다. 여행, 골프, 교육, 의료 등 전문 분야에서의 적용 사례 증가, 이를 활용하는 이용자도 늘어나고 있어 생성 AI 모델의 API 이용료도 점차 커지고 있다. 커져가는 API 이용료가 파운데이션 모델의 수익원이 될 수도 있다.

AI 로 썸네일 변환하는 네이버웹툰의 만우절 이벤트



자료: 언론, SK 증권

하이퍼클로바 기반 스타트업 서비스

스타트업명	서비스 내용
우주문방구	세계관 공동 창작
뤼튼테크놀로지스	비즈니스 문서 초안 작성
임플로이랩스	직장인 경력 데이터 관리
애플랫폼	AI 기반 글쓰기
단비	기업용 챗봇 빌더
아스타컴퍼니	AI 카피라이터
유니드컴즈	AI 마케팅 자동화

자료: 언론 SK 증권

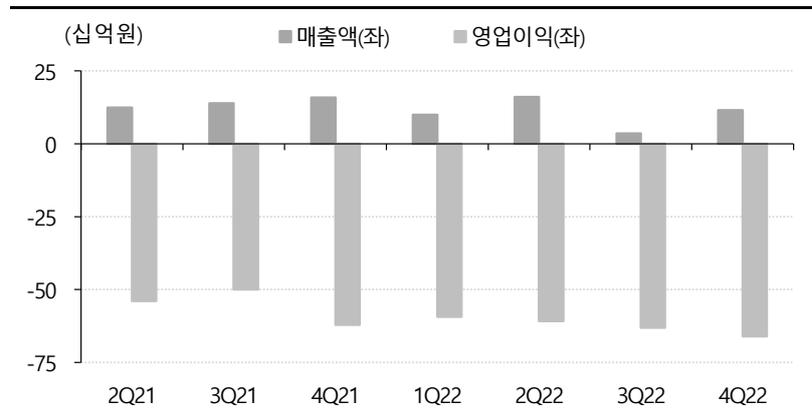
클라우드 사업 성장 속도도 빨라질 것

기업들의 생성형 AI 적용이 확대될수록 클라우드 수요는 높아질 수 밖에 없다. 클라우드 환경에서 AI 연구/개발되고, 마이크로소프트도 자사 클라우드인 Azure 에서 OpenAI 의 API 를 제공하는 서비스를 정식으로 출시하는 등 클라우드 사용이 더욱 보편화된다. 최근 기업들의 클라우드 전환 수요가 높아지고 있고 글로벌 시장에서는 구글과 마이크로소프트는 클라우드와 SaaS 구독형 모델로 사업을 전환하고 있다. 구글은 구글원 통합 브랜드를 결재하면 Gmail, Google Docs, Google Photo 등 다양한 서비스를 이용할 수 있다. 네이버도 협업도구 워크스, AI 번역 파파고, 웨일 브라우저와 클라우드와 결합해 통합 서비스를 고객들에게 제안할 수 있다.

일본에서는 이미 비즈니스 채팅 시장에서 라인웍스가 매출 점유율 33.6%로 굳건한 1위를 차지하고 있다. 라인웍스에 클로바, 파파고, 웨일이 더해지면 기업용 업무 툴을 제공하며 일본 SaaS 시장 점유율 확대로도 이어질 수 있다.

하이퍼클로바 관련 매출은 Future Tech R&D 부문 실적으로 파악할 수 있다. 아직까지 수익 모델이 부족하고 투자가 지속되고 있어 작년 실적은 매출액 409 억원, 영업손실 2,492 억원을 기록했으나, 올해부터는 OpenAI 의 플러그인처럼 타 서비스와 연동되는 시키는 등 수익 모델을 고안해서 점차 매출 규모를 키워나갈 것으로 기대된다. 올해 Future Tech R&D 매출은 566 억원(+71.5%)으로 전망한다.

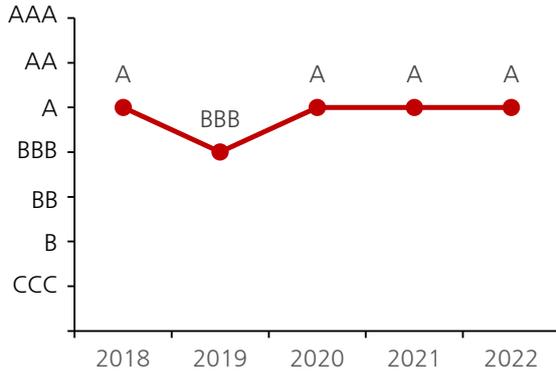
NAVER Future Tech R&D 부문 매출, 영업이익 추이



자료: NAVER, SK 증권

ESG 하이라이트

NAVER의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
NAVER 종합 등급	A	A-	#N/A
환경(Environment)	46.7	C	#N/A
사회(Social)	43.0	A-	#N/A
지배구조(Governance)	60.8	A	#N/A
<비교업체 종합 등급>			
카카오	BBB	B	51.1

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 NAVER ESG 평가

NAVER는 인권 전담조직 신설, 탄소배출 저감을 위한 사업 전반 친환경 규율 적용, 에너지 사용 최적화한 신사옥 설립 등 사회적 가치 창출을 위한 노력들을 인정받아 외부 평가기관의 높은 ESG 등급이 지속적으로 유지되고 있음

자료: SK 증권

NAVER의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

NAVER의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2023.03.17	환경 (Environment)	네이버, 친환경 데이터센터로 온실가스 감축
2023.01.12	사회 (Social)	'직장 내 괴롭힘'에 발목...네이버, ESG 등급 하락
2022.12.30	사회 (Social), 환경 (Environment)	네이버, 2년 연속 MSCI ESG 평가 최고 등급 AAA 획득
2022.12.28	사회 (Social), 환경 (Environment)	부동산원네이버, ESG 가치실천 앞장
2022.10.26	환경 (Environment)	네이버, 'RE100' 이어 'EV100' 가입... "친환경 앞장"
2022.05.23	환경 (Environment)	네이버 "사옥 플랫폼 모두 친환경"

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	8,074	8,684	8,702
현금및현금성자산	2,781	2,724	2,606	2,597	1,886
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,640	1,855	2,109
재고자산	6	9	9	11	12
비유동자산	28,163	27,459	27,275	28,068	29,664
장기금융자산	4,522	3,801	3,803	3,806	3,810
유형자산	2,111	2,458	2,444	2,623	2,874
무형자산	932	1,481	1,679	1,813	1,880
자산총계	33,691	33,899	35,349	36,753	38,366
유동부채	3,923	5,481	5,891	6,291	6,741
단기금융부채	567	1,575	1,690	1,801	1,924
매입채무 및 기타채무	631	899	3,150	3,357	3,586
단기충당부채	7	5	6	7	8
비유동부채	5,740	4,968	5,199	5,437	5,718
장기금융부채	3,395	2,622	2,622	2,622	2,622
장기매입채무 및 기타채무	118	80	80	80	80
장기충당부채	9	18	20	23	26
부채총계	9,664	10,449	11,090	11,729	12,459
지배주주지분	23,536	22,744	23,672	24,573	25,613
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,556	1,556	1,556
기타자본구성요소	-880	-840	-840	-840	-840
자기주식	-1,066	-1,017	-1,017	-1,017	-1,017
이익잉여금	23,080	23,646	24,574	25,475	26,514
비지배주주지분	492	706	586	450	294
자본총계	24,027	23,450	24,258	25,024	25,907
부채외자본총계	33,691	33,899	35,349	36,753	38,366

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,357	1,438	1,780	1,868	2,137
당기순이익(손실)	16,478	673	808	916	1,050
비현금성항목등	-14,398	1,318	1,153	1,280	1,454
유형자산감가상각비	412	519	514	570	649
무형자산상각비	21	42	53	66	83
기타	-14,831	757	586	644	722
운전자본감소(증가)	-10	307	401	311	352
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-56	-124	-215	-253
재고자산의감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	76	133	215	207	229
기타	-46	231	312	321	378
법인세납부	-713	-861	-404	-458	-525
투자활동현금흐름	-13,918	-1,160	-567	-1,621	-2,552
금융자산의감소(증가)	-687	-920	-182	-187	-220
유형자산의감소(증가)	-747	-689	-500	-750	-900
무형자산의감소(증가)	-52	-55	-250	-200	-150
기타	-12,432	502	365	-484	-1,282
재무활동현금흐름	10,265	-472	115	-40	-43
단기금융부채의증가(감소)	-269	-219	115	111	123
장기금융부채의증가(감소)	10,888	-72	0	0	0
자본의증가(감소)	-303	66	0	0	0
배당금지급	-60	-213	0	-151	-166
기타	8	-34	0	0	0
현금의 증가(감소)	-1,064	-57	-118	-9	-711
기초현금	3,846	2,781	2,724	2,606	2,597
기말현금	2,781	2,724	2,606	2,597	1,886
FCF	610	750	1,280	1,118	1,237

자료 : NAVER, SK증권 추정

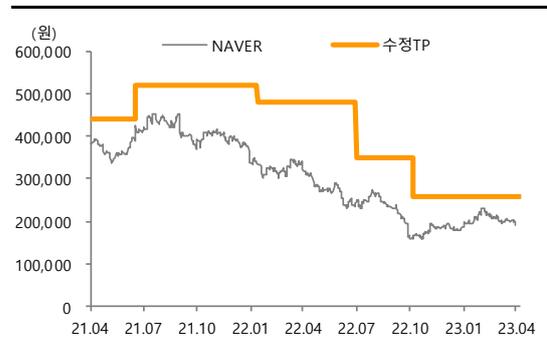
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,730	10,933	12,319
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,220	9,730	10,933	12,319
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	5,492	6,915	8,323	9,320	10,488
영업이익	1,325	1,305	1,407	1,613	1,831
영업이익률(%)	19.4	15.9	14.5	14.8	14.9
비영업손익	801	-221	-195	-238	-257
순금융손익	-25	-13	-178	-181	-193
외환관련손익	-26	-79	-3	-4	-4
관계기업등 투자손익	545	97	332	326	399
세전계속사업이익	2,126	1,084	1,212	1,374	1,574
세전계속사업이익률(%)	31.2	13.2	12.5	12.6	12.8
계속사업법인세	649	411	404	458	525
계속사업이익	1,478	673	808	916	1,050
중단사업이익	15,000	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16,478	673	808	916	1,050
순이익률(%)	241.7	8.2	8.3	8.4	8.5
지배주주	16,490	760	928	1,052	1,205
지배주주귀속 순이익률(%)	241.9	9.2	9.5	9.6	9.8
비지배주주	-12	-87	-120	-136	-156
총포괄이익	16,225	-715	808	916	1,050
지배주주	16,233	-681	778	882	1,011
비지배주주	-8	-34	30	34	39
EBITDA	1,759	1,866	1,974	2,249	2,563

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	28.5	20.6	18.4	12.4	12.7
영업이익	9.1	-1.6	7.8	14.6	13.5
세전계속사업이익	30.2	-49.0	11.9	13.4	14.5
EBITDA	2.8	6.1	5.8	13.9	13.9
EPS	14.9	-49.0	22.1	13.4	14.5
수익성 (%)					
ROA	65.0	2.0	2.3	2.5	2.8
ROE	106.7	3.3	4.0	4.4	4.8
EBITDA마진	25.8	22.7	20.3	20.6	20.8
안정성 (%)					
유동비율	140.9	117.5	137.1	138.0	129.1
부채비율	40.2	44.6	45.7	46.9	48.1
순차입금/자기자본	1.7	1.0	1.2	0.9	3.2
EBITDA/이자비용(배)	38.9	26.0	7.3	8.1	9.0
배당성향	0.5	18.0	16.3	15.8	15.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,082	4,634	5,657	6,414	7,347
BPS	149,967	144,841	150,498	155,992	162,327
CFPS	103,160	8,054	9,114	10,294	11,808
주당 현금배당금	511	914	1,005	1,106	1,217
Valuation지표 (배)					
PER	41.7	38.3	33.9	29.9	26.1
PBR	2.5	1.2	1.3	1.2	1.2
PCR	3.7	22.0	21.1	18.6	16.3
EV/EBITDA	35.8	16.1	17.1	15.0	13.3
배당수익률	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.04.05	매수	290,000원	6개월		
2022.10.13	매수	260,000원	6개월	-25.82%	-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%
2021.01.29	매수	440,000원	6개월	-14.77%	-3.75%



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 04월 05일 기준)

매수	93.00%	중립	7.00%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------