NAVER
(035420)

수익성 강화 노력의 결실

투자의견
BUY(유지)

목표주가
289,000 원(유지)

현재주가
231,500 원(02/02)

시가총액
37,598(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_ 02)368-6170_ uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 2.54조원, 영업이익 4,055억원 기록. 당사 추정치(3,891억원)및 컨센서스(3,963억원) 부합
- 서치플랫폼(+1.3%yoy)은 SA의 평이한 성장률(+4.8%yoy)과 부진한 DA매출(-9.8%yoy) 추세 지속. 올해 SA매출은 모바일 통합 검색 개편 및 광고 상품 UI 개선 효과가 기대되지만, DA매출은 건설, 유통 등 부진 업종의 역성장과 보장형 광고에 대한 마케팅 축소가 이어져 지난해 기저에도 불구하고 눈에 띄는 회복은 힘들 것으로 전망
- 커머스(+35.7%yoy)는 4분기 브랜드솔루션, 도착보장서비스 수수료 인상 효과로 높은 성장률을 기록했고, 올해 또한 이같은 수수료 인상 효과 영향은 이어질 전망. 하지만 4분기 거래액은 포시마크 인수 및 회계 변경 효과를 제거하면 전년대비 4.9% 성장한 것에 그쳐, 국내 온라인쇼핑몰 거래액 성장률(+10.6%yoy)에 미치지 못함
- 콘텐츠(+6.6%yoy)은 웹툰이 4분기 수익성 추가 개선되며 23년 연간 EBITDA 흑자 달성. 마케팅 효율화 등 수익성 개선은 올해도 지속될 전망. 클라우드(+13%yoy)는 하이퍼클로바X LLM 사용료 매출 및 뉴로클라우드 수주 반영
- 영업비용에서는 인건비 상승으로 운영비 증가 및 데이터센터 완공, AI장비 투자 관련 상각비로 인프라 비용이 증가, 마케팅비는 효율화 기조로 감소. 올해도 인프라 비용은 증가하겠으나, 매출액 대비로는 전년도와 유사한 수준일 것
- 여전한 광고 매출 부진은 우려사항이나 커머스와 콘텐츠 중심의 수익성 강화에 집중한 효과가 드러날 것으로 기대. 올해는 생성AI 서비스 확대 및 치지직 등 플랫폼 확장이 본격화 되는 시점. 주가 상승여력은 충분하다고 판단

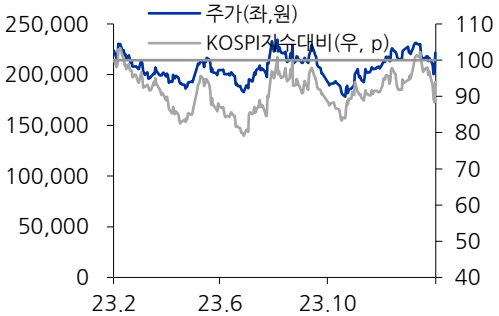
주가(원, 2/2)	221,500
시가총액(십억원)	35,974
발행주식수	162,409천주
52주 최고가	241,500원
최저가	178,000원
52주 일간 Beta	0.92
3개월 일평균거래대금	1,440억원
외국인 지분율	48.6%
배당수익률(2023F)	0.0%
주주구성	
국민연금공단 (외 1인)	9.3%
자사주 (외 1인)	7.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-0.6%	-2.6%	-1.2%
절대기준	-2.6%	-2.6%	4.7%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	289,000	289,000	-
영업이익(23)	1,472	1,470	▲
영업이익(24)	1,682	1,676	▲

12 월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E
매출액	6,818	8,220	9,685	10,658
영업이익	1,325	1,305	1,472	1,682
세전손익	2,126	1,084	1,539	1,998
당기순이익	16,478	673	1,032	1,365
EPS(원)	100,518	4,634	6,476	8,533
증감률(%)	1,547.7	-95.4	39.7	31.8
PER(배)	3.8	38.3	34.2	26.0
ROE(%)	106.7	3.3	4.4	5.4
PBR(배)	2.6	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	35.8	16.1	19.9	18.1

자료: 유진투자증권



네이버 4 분기 실적은 매출액 2 조 5,370 억원(+11.7%yoy), 영업이익 4,055 억원(+20.5%yoy, OPM +16.0%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(3,891 억원) 및 시장 컨센서스(3,963 억원)에 부합했다.

서치플랫폼(9,283 억원, +1.3%yoy)은 검색광고 매출의 평이한 성장률(+4.8%yoy)과 부진한 디스플레이 광고 매출(-9.8%yoy) 추세는 지속됐으나 매분기 소폭이나마 회복하는 모습을 보였다. 올해 SA 매출은 모바일 통합 검색 개편 및 광고 상품 UI 개선 효과가 기대되지만, DA 매출은 건설, 유통 등 부진 업종의 역성장과 보장형 광고에 대한 마케팅 축소가 이어지고 있어 지난해 기저에도 불구하고 눈에 띄는 회복은 힘들 것으로 전망한다.

커머스 매출(6,605 억원, +35.7%yoy)은 4 분기 브랜드솔루션, 도착보장서비스 수수료 인상 효과로 높은 성장률을 기록했고, 올해 또한 이같은 수수료 인상 효과 영향은 이어질 전망이다. 하지만 4분기 커머스 거래액은 전년대비 10.7% 증가한 12.4 조원을 기록했는데, 포시마크 인수 및 회계 변경 효과를 제거하면 전년대비 4.9% 성장한 것에 그쳤다. 이는 4 분기 국내 온라인쇼핑몰 거래액 성장률(+10.6%yoy)에 미치지 못한 것이다.

핀테크 매출(3,560 억원, +11.0%yoy)은 현장 결제 성장 및 라이나생명 등 대형 신규 가맹점 추가로 외부결제 확대가 지속돼 긍정적으로 작용했고, 이 중 4 분기 오프라인 결제액은 전년대비 2.7 배 이상 늘어난 1.9 조원을 기록했다. 콘텐츠 부문(4,663 억원, +6.6%yoy)은 웹툰이 4 분기 수익성이 추가로 개선되며 2023 년 연간 EBITDA 흑자를 달성했다. 마케팅 효율화 등 수익성 개선은 올해도 지속될 것으로 전망한다. 클라우드 매출(1,259 억원, +13.3%yoy)에서는 대형 고객사 하이퍼클로바 X LLM 사용료 매출 및 뉴로클라우드 수주 반영됐다.

영업비용에서는 연말 성과급 등 인건비 상승으로 운영비 및 데이터센터 완공, AI 장비 투자 관련 상각비로 인프라 비용이 증가했고, 마케팅비는 효율화 기조로 감소했다. 올해도 상각 비용의 증가로 인프라 비용은 증가하겠으나, 매출액 대비로는 전년도와 유사한 수준일 것으로 추정했다.

아직 광고 매출의 뚜렷한 반등세가 나오지 않고 있는 점은 분명한 우려사항이나 올해는 외형 성장 둔화에 대비해 커머스와 콘텐츠 중심의 수익성 강화에 집중한 효과가 드러날 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 올해는 생성 AI 서비스 확대 및 치지직 등 플랫폼 확장이 본격화 되는 시점이기 때문에 주가 상승여력은 충분하다고 판단한다. 투자의견 BUY 및 목표주가 28.9 만원을 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. **네이버 실적 추이**

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	**2280.4**	**2407.9**	**2445.3**	**2537.0**	**2495.1**	**2612.9**	**2670.6**	**2802.6**	**9670.7**	**10581.2**
(%yoy)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	9.4%	8.5%	9.2%	10.5%	17.6%	9.4%
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	880.2	935.3	941.9	997.7	3589.1	3755.2
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	676.4	708.6	727.3	749.0	2546.7	2861.3
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	358.7	375.3	373.6	389.8	1354.8	1497.4
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	458.5	462.9	483.5	514.7	1733.0	1919.6
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	121.3	130.8	144.3	151.3	447.2	547.8
영업비용	1950.0	2035.2	2065.1	2131.5	2112.7	2192.6	2237.0	2338.9	8181.8	8881.1
(%yoy)	26.3%	19.0%	19.6%	10.1%	8.3%	7.7%	8.3%	9.7%	18.3%	8.5%
영업이익	**330.5**	**372.7**	**380.2**	**405.5**	**382.5**	**420.4**	**433.6**	**463.7**	**1488.8**	**1700.1**
(%yoy)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	15.7%	12.8%	14.1%	14.3%	14.1%	14.2%
OPM(%)	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	15.3%	16.1%	16.2%	16.5%	15.4%	16.1%
세전이익	116.6	421.1	504.5	443.8	412.0	465.2	468.0	507.7	1486.0	1852.8
당기순이익	**43.7**	**286.7**	**356.2**	**301.8**	**280.1**	**316.3**	**318.3**	**345.2**	**988.4**	**1259.9**
NPM(%)	1.9%	11.9%	14.6%	11.9%	11.2%	12.1%	11.9%	12.3%	10.2%	11.9%

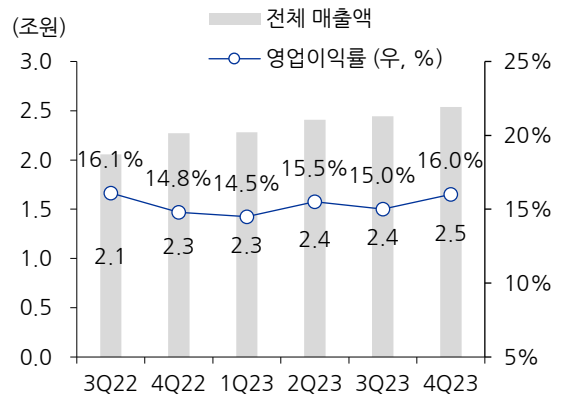
자료: 유진투자증권

도표 2. **연간 실적 추정 및 밸류에이션**

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	6817.6	8220.1	9670.7	10581.2
영업이익	1325.5	1304.7	1488.8	1700.1
세전이익	2126.4	1056.1	1486.0	1852.8
지배순이익	16489.8	752.3	1012.6	1294.1
EPS(원)	100,518	4,634	6,476	8,533
PER(배)	3.8	38.3	34.2	26.0
OPM(%)	19.4%	15.9%	15.4%	16.1%
NPM(%)	241.9%	9.2%	10.5%	12.2%

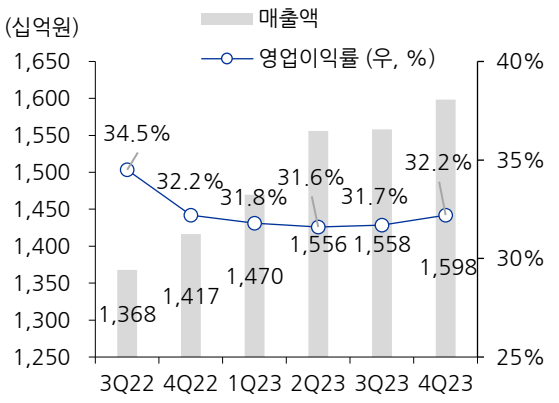
자료: 유진투자증권

도표 3. **네이버 전체**



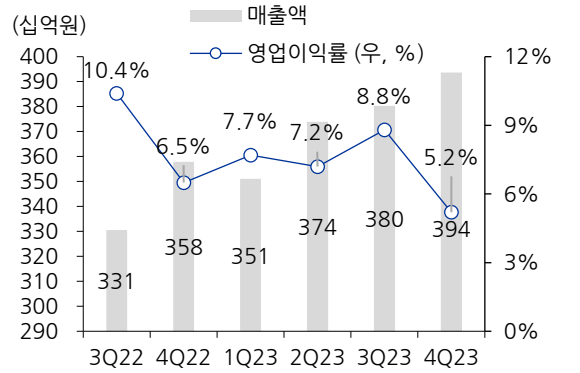
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 4. **서치플랫폼 및 커머스**



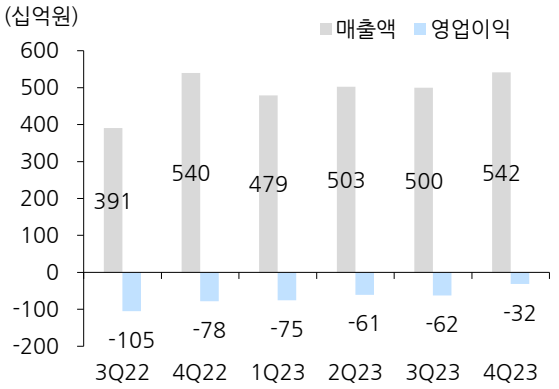
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 5. **핀테크**



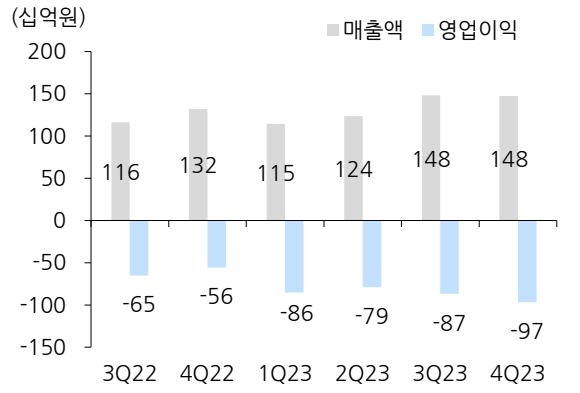
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 6. **콘텐츠**



자료: NAVER, 유진투자증권

도표 7. **클라우드**



자료: NAVER, 유진투자증권

NAVER(035420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
자산총계	**17,014**	**33,691**	**33,899**	**35,944**	**37,638**
유동자산	10,545	5,528	6,440	7,818	8,734
현금성자산	1,893	3,585	3,967	5,245	5,992
매출채권	985	1,325	1,515	1,606	1,765
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**	**9,797**	**10,090**
유동부채	7,912	3,923	5,481	4,764	4,991
매입채무	1,856	2,383	2,935	2,210	2,428
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**	**26,148**	**27,547**
지배지분	7,367	23,536	22,744	25,441	26,841
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,793	1,490	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	6,655	23,080	23,646	24,708	26,108
기타	(1,097)	(1,051)	(2,475)	(840)	(840)
비지배지분	888	492	706	706	706
자본총계	**8,255**	**24,027**	**23,450**	**26,148**	**27,547**
총차입금	898	4,470	4,953	4,953	4,953
순차입금	(996)	885	986	(292)	(1,039)

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	**5,304**	**6,818**	**8,220**	**9,685**	**10,658**
증가율(%)	0.0	28.5	20.6	17.8	10.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**5,304**	**6,818**	**8,220**	**9,685**	**10,658**
판매 및 일반관리비	4,089	5,492	6,915	8,212	8,976
기타영업손익	0	34	26	19	9
영업이익	**1,215**	**1,325**	**1,305**	**1,472**	**1,682**
증가율(%)	0.0	9.1	(1.6)	12.9	14.2
EBITDA	**1,711**	**1,759**	**1,866**	**1,790**	**1,927**
증가율(%)	0.0	2.8	6.1	(4.1)	7.7
영업외손익	**418**	**801**	**(221)**	**66**	**317**
이자수익	40	89	107	59	44
이자비용	22	45	72	80	52
지분법손익	137	532	21	335	347
기타영업손익	263	226	(277)	(249)	(22)
세전순이익	**1,634**	**2,126**	**1,084**	**1,539**	**1,998**
증가율(%)	0.0	30.2	(49.0)	42.0	29.9
법인세비용	493	649	411	507	634
당기순이익	**845**	**16,478**	**673**	**1,032**	**1,365**
증가율(%)	0.0	1,850.0	(95.9)	53.2	32.3
지배주주지분	1,002	16,490	760	1,062	1,400
증가율(%)	0.0	1,545.6	(95.4)	39.7	31.8
비지배지분	(157)	(12)	(87)	(31)	(35)
EPS(원)	**6,100**	**100,518**	**4,634**	**6,476**	**8,533**
증가율(%)	0.0	1,547.7	(95.4)	39.7	31.8
수정EPS(원)	6,100	100,518	4,634	6,476	8,533
증가율(%)	0.0	1,547.7	(95.4)	39.7	31.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업현금	**1,447**	**1,380**	**1,453**	**1,958**	**1,379**
당기순이익	845	16,478	673	1,032	1,365
자산상각비	495	433	561	317	245
기타비현금성손익	474	(14,831)	757	(44)	(1,392)
운전자본증감	227	(10)	307	(817)	58
매출채권감소(증가)	(110)	(40)	(56)	(91)	(158)
재고자산감소(증가)	0	0	0	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	214	76	133	(725)	218
기타	123	(46)	231	(0)	(1)
투자현금	**(2,503)**	**(13,999)**	**(1,216)**	**(730)**	**(684)**
단기투자자산감소	(1,229)	(687)	(920)	(82)	(8)
장기투자증권감소	(379)	(565)	445	(571)	(597)
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)**	**1,227**	**695**
기초현금	3,741	3,846	2,781	2,724	3,951
기말현금	1,600	2,781	2,724	3,951	4,646
Gross Cash flow	1,815	2,080	1,991	2,775	1,321
Gross Investment	1,048	13,322	(11)	1,465	618
Free Cash Flow	**767**	**(11,242)**	**2,003**	**1,310**	**703**

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
주당지표(원)					
EPS	6,100	100,518	4,634	6,476	8,533
BPS	44,850	143,467	138,642	155,083	163,616
DPS	402	511	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	47.9	3.8	47.8	34.2	26.0
PBR	6.5	2.6	1.6	1.4	1.4
EV/ EBITDA	27.5	35.8	19.8	19.9	18.1
배당수익율	0.1	0.1	n/a	n/a	n/a
PCR	26.5	29.9	18.2	13.1	27.5
수익성(%)					
영업이익율	22.9	19.4	15.9	15.2	15.8
EBITDA이익율	32.3	25.8	22.7	18.5	18.1
순이익율	15.9	241.7	8.2	10.7	12.8
ROE	15.2	106.7	3.3	4.4	5.4
ROIC	42.4	56.8	66.7	41.6	46.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(12.1)	3.7	4.2	(1.1)	(3.8)
유동비율	133.3	140.9	117.5	164.1	175.0
이자보상배율	56.1	29.3	18.2	18.5	32.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
매출채권회전율	4.9	5.9	5.8	6.2	6.3
재고자산회전율	178.4	1,300.5	1,111.4	1,086.5	1,107.0
매입채무회전율	2.6	3.2	3.1	3.8	4.6

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

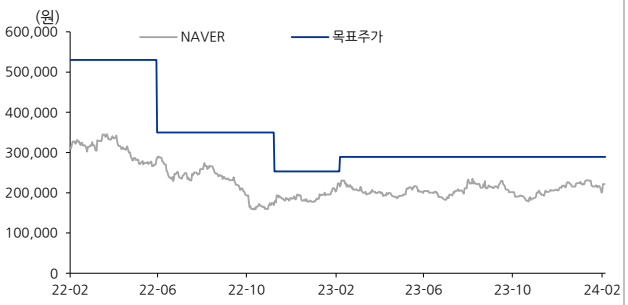
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
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	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%

(2023.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2022-05-31	Buy	350,000	1년	-35.5	-17.1
2022-08-08	Buy	350,000	1년	-41.1	-23.6
2022-11-08	Buy	253,000	1년	-25.1	-11.7
2023-01-09	Buy	253,000	1년	-20.3	-11.7
2023-02-06	Buy	289,000	1년	-28.5	-18.9
2023-04-17	Buy	289,000	1년	-28.4	-18.9
2023-05-09	Buy	289,000	1년	-28.1	-18.9
2023-05-31	Buy	289,000	1년	-28.1	-18.9
2023-08-07	Buy	289,000	1년	-27.3	-19.9
2023-08-25	Buy	289,000	1년	-27.7	-19.9
2023-10-18	Buy	289,000	1년	-27.5	-19.9
2023-11-06	Buy	289,000	1년	-25.9	-19.9
2023-11-22	Buy	289,000	1년	-24.8	-19.9
2024-01-04	Buy	289,000	1년	-24.1	-19.9
2024-01-12	Buy	289,000	1년	-25.3	-20.4
2024-02-05	Buy	289,000	1년		

NAVER(035420.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 정의훈