

NAVER (035420/KS)

영업이익 앞자리 4의 의미

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 290,000 원(유지)
 현재주가: 221,500 원
 상승여력: 30.9%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
 3773-9288

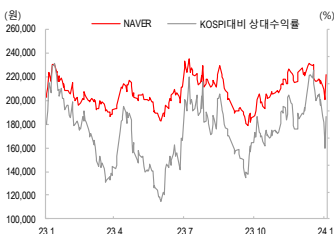
Company Data

발행주식수	16,241 만주
시가총액	35,974 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.34%
자사주	7.17%

Stock Data

주가(24/02/02)	221,500 원
KOSPI	2,615.31pt
52주 최고가	234,500 원
52주 최저가	178,300 원
60일 평균 거래대금	141 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: OP 4,055억원(+20.5%), OPM 16.0%(+1.2%p)

매출액 2.54 조원(+11.7% YoY, +3.8% QoQ), 영업이익 4,055억원(+20.5% YoY, +6.7% QoQ), 순이익 3,018억원(+129.1% YoY, -15.3% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스에 부합했다. 서치플랫폼과 커머스 부문 합산 영업이익은 5,146억원, 영업이익률은 32.2%로 지속 회복되는 모습을 보였다. 브랜드스토어, 도착보장 솔루션 유료화 효과와 더불어 포시마크가 영업 흑자로 돌아선 것이 주요했다. 콘텐츠 부문 영업적자도 전분기 621억원에서 315억원으로 큰 폭으로 개선되었다. 커머스는 할인 프로모션 관련 회계 변경 영향이 있었음에도 불구하고 매출액은 QoQ +2.0% 성장했다. 영업비용도 전반적으로 통제하는 모습이 지속되었다.

올해는 웹툰, 포시마크의 실적 개선에 주목

콘텐츠 부문 영업 실적은 1Q22 -924억원 → 1Q23 -752억원 → 4Q23 -315억원으로 빠르게 영업적자를 축소해 나가고 있다. 특히 웹툰은 인건비, 마케팅비 등 비용 효율화뿐만 아니라 핵심 지역으로 리소스 집중, 크로스보더 콘텐츠 확대로 영업이익 6억원을 기록했다. 올해 네이버웹툰 상장을 앞두고 있어 영상화, MD 등 IP 다각화를 통한 수익성 강화 및 이용자 지표 관리를 통해 분기별 실적 성장이 이어질 것으로 예상된다. 포시마크도 인수 약 1년만에 EBITDA 흑전에 성공했고, 올해도 광고 BM, 라이브 커머스 도입으로 실적 개선세가 지속될 것으로 전망한다.

톱니바퀴처럼 잘 맞아떨어지고 있다

올해는 작년대비 별도 실적의 개선에는 의심의 여지가 없다. 별도 영업이익은 작년 1.7조원에서 1.9조원(+11.5%)으로 성장할 것으로 예상되고, 작년까지 적자를 내던 웹툰과 포시마크도 올해는 이익 기여도가 점진적으로 상승할 것으로 예상된다. 클라우드 및 AI 관련 인프라/상각비가 연중 증가하긴 하지만, B2B 성과를 보이며 고정비 상쇄효과가 나타날 것이다. 올해는 안정적으로 분기 4천억원대의 영업이익 달성이 가능하고, 실적 성장과 함께 주가 상승을 향유할 시기이다.

영업실적 및 투자지표

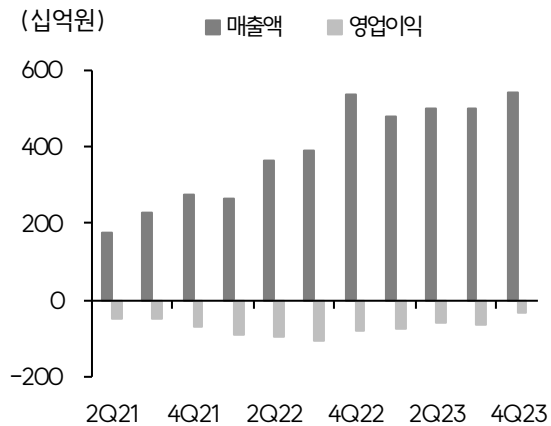
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	5,304	6,818	8,220	9,671	10,677	11,778
영업이익	십억원	1,215	1,325	1,305	1,489	1,738	1,943
순이익(지배주주)	십억원	1,002	16,490	760	1,013	1,510	1,779
EPS	원	7,903	9,082	4,634	6,235	9,295	10,955
PER	배	37.0	41.7	38.3	35.9	23.8	20.2
PBR	배	5.6	2.5	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	27.5	35.8	16.1	16.5	14.1	12.9
ROE	%	15.2	106.7	3.3	4.4	6.3	7.0

NAVER 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
영업수익	2,280.4	2,407.9	2,445.3	2,537.0	2,471.5	2,676.4	2,698.5	2,830.4	8,220.1	9,670.7	10,676.8
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	894.6	958.3	938.3	982.3	3,568.0	3,589.1	3,773.5
검색광고	655.7	689.2	688.2	692.2	689.4	723.5	715.2	732.3	2,608.6	2,725.3	2,860.3
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	200.5	228.6	215.9	239.5	940.5	846.1	884.6
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	667.4	731.5	745.9	783.2	1,801.1	2,546.7	2,928.0
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	359.9	399.7	412.1	416.5	1,186.6	1,354.8	1,588.1
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	440.2	465.5	480.8	497.9	1,261.5	1,733.0	1,884.4
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	109.4	121.4	121.5	150.5	402.9	447.2	502.8
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,131.5	2,086.4	2,238.4	2,250.1	2,363.8	6,915.4	8,181.8	8,938.7
개발/운영	635.5	644.3	631.4	661.5	662.0	680.5	690.5	720.9	2,070.3	2,572.7	2,754.0
파트너	831.9	865.5	886.4	949.8	877.1	961.6	977.2	1,045.6	2,963.9	3,533.6	3,861.5
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	160.8	169.7	171.7	178.0	580.6	595.7	680.2
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	386.6	426.6	410.6	419.2	1,300.6	1,479.8	1,643.0
영업이익	330.5	372.7	380.2	405.5	385.1	437.9	448.5	466.6	1,304.7	1,488.8	1,738.1
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	15.6%	16.4%	16.6%	16.5%	15.9%	15.4%	16.3%
순이익	43.7	286.7	356.2	301.8	278.6	351.8	425.0	395.1	673.2	988.4	1,450.5
지배주주순이익	55.1	267.7	375.8	314.1	289.9	366.1	442.3	411.2	760.3	1,012.6	1,509.5
<i>YoY growth rate</i>											
영업수익	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	8.4%	11.1%	10.4%	11.6%	20.6%	17.6%	10.4%
서치플랫폼	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	5.0%	5.3%	4.4%	5.8%	7.9%	0.6%	5.1%
검색광고	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	5.1%	5.0%	3.9%	5.8%	8.7%	4.5%	5.0%
디스플레이	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-8.1%	4.3%	5.1%	4.5%	4.3%	6.2%	-10.0%	4.5%
커머스	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	10.2%	15.6%	15.2%	18.6%	21.0%	41.4%	15.0%
핀테크	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	13.1%	17.7%	20.9%	17.0%	21.2%	14.2%	17.2%
콘텐츠	94.0%	40.1%	39.5%	6.6%	7.0%	10.7%	10.5%	6.8%	91.3%	37.4%	8.7%
클라우드	1.2%	-0.4%	30.3%	13.3%	17.4%	16.2%	-1.7%	19.6%	5.3%	11.0%	12.4%
영업비용	26.3%	19.0%	19.6%	10.1%	7.0%	10.0%	9.0%	10.9%	25.9%	18.3%	9.3%
개발/운영	34.6%	25.1%	21.0%	17.8%	4.2%	5.6%	9.4%	9.0%	18.1%	24.3%	7.0%
파트너	33.4%	20.2%	22.7%	5.8%	5.4%	11.1%	10.2%	10.1%	36.5%	19.2%	9.3%
인프라	0.0%	0.4%	3.3%	6.2%	21.2%	19.5%	9.1%	8.7%	17.0%	2.6%	14.2%
마케팅	11.1%	15.1%	17.8%	10.9%	10.5%	11.3%	5.3%	17.6%	21.4%	13.8%	11.0%
영업이익	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	16.5%	17.5%	18.0%	15.1%	-1.6%	14.1%	16.7%
순이익	-71.2%	80.9%	53.8%	129.1%	538.1%	22.7%	19.3%	30.9%	-95.9%	46.8%	46.7%

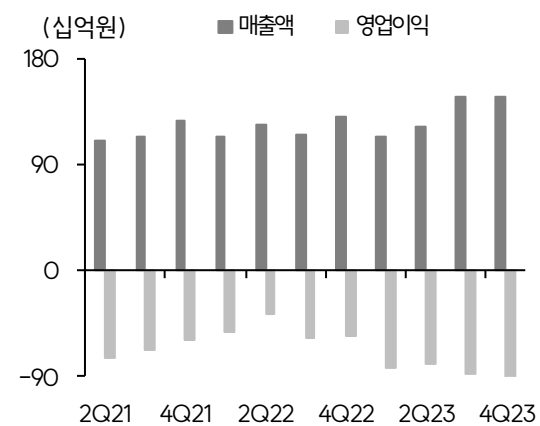
자료: NAVER, SK 증권

콘텐츠 부문 영업적자 축소



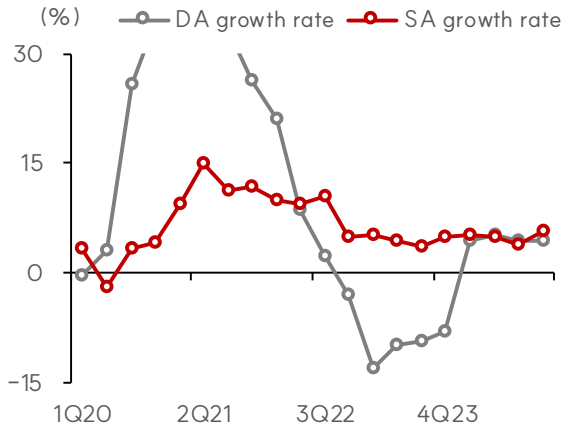
자료: NAVER, SK 증권

클라우드 및 기타 사업 실적 추이



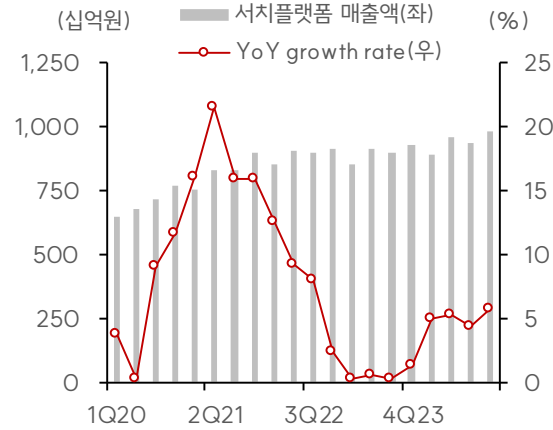
자료: NAVER, SK 증권

DA, SA 성장률 추이



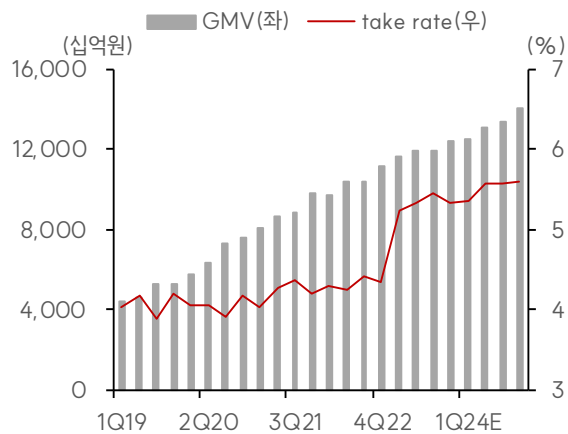
자료: NAVER, SK 증권

서치플랫폼 매출 회복 중



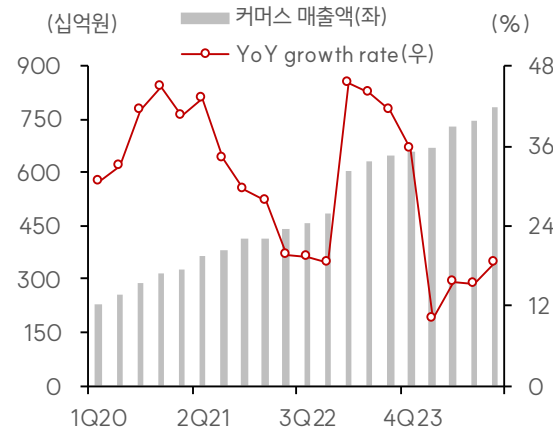
자료: NAVER, SK 증권

커머스 GMV & take rate



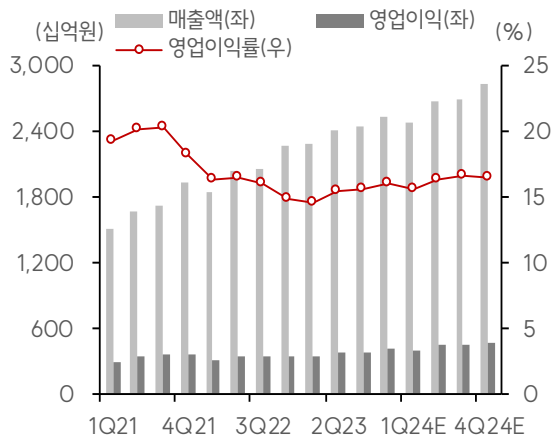
자료: NAVER, SK 증권

커머스 사업 매출액 추이 및 전망



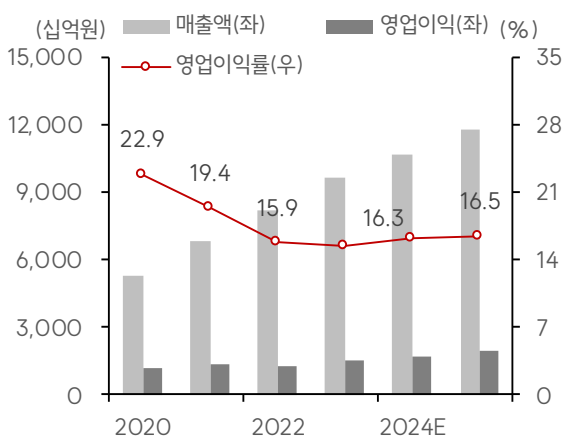
자료: NAVER, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	7,511	8,637	9,851
현금및현금성자산	2,781	2,724	2,174	2,766	3,431
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,614	1,801	1,992
재고자산	6	9	11	13	14
비유동자산	28,163	27,459	28,005	28,657	29,517
장기금융자산	4,522	3,801	3,617	3,619	3,622
유형자산	2,111	2,458	2,521	2,643	2,506
무형자산	932	1,481	3,572	3,706	3,773
자산총계	33,691	33,899	35,516	37,294	39,368
유동부채	3,923	5,481	5,635	6,265	6,911
단기금융부채	567	1,575	1,556	1,736	1,921
매입채무 및 기타채무	631	899	3,278	3,657	4,046
단기충당부채	7	5	6	7	8
비유동부채	5,740	4,968	5,774	5,658	5,579
장기금융부채	3,395	2,622	3,202	2,882	2,594
장기매입채무 및 기타채무	118	80	98	98	98
장기충당부채	9	18	20	22	25
부채총계	9,664	10,449	11,409	11,923	12,490
지배주주지분	23,536	22,744	23,166	24,490	26,066
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,439	1,439	1,439
기타자본구성요소	-880	-840	-791	-791	-791
자기주식	-1,066	-1,017	-1,017	-1,017	-1,017
이익잉여금	23,080	23,646	24,604	25,928	27,504
비지배주주지분	492	706	941	882	812
자본총계	24,027	23,450	24,107	25,371	26,878
부채외자본총계	33,691	33,899	35,516	37,294	39,368

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,357	1,438	2,090	2,816	3,060
당기순이익(손실)	16,478	673	988	1,451	1,710
비현금성항목등	-14,398	1,318	2,210	1,488	1,574
유형자산감가상각비	412	519	791	829	786
무형자산상각비	21	42	53	66	83
기타	-14,831	757	1,366	594	705
운전자본감소(증가)	-10	307	-434	466	478
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-56	10	-187	-191
재고자산의감소(증가)	0	0	1	-1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	76	133	1,857	379	389
기타	-46	231	-2,302	275	282
법인세납부	-713	-861	-701	-682	-804
투자활동현금흐름	-13,918	-1,160	-1,564	-1,711	-1,897
금융자산의감소(증가)	-687	-920	-101	-161	-165
유형자산의감소(증가)	-747	-689	-1,051	-950	-650
무형자산의감소(증가)	-52	-55	-2,143	-200	-150
기타	-12,432	502	1,732	-401	-933
재무활동현금흐름	10,265	-472	455	-326	-306
단기금융부채의증가(감소)	-269	-219	-127	180	185
장기금융부채의증가(감소)	10,888	-72	723	-320	-288
자본의증가(감소)	-303	66	-118	0	0
배당금지급	-60	-213	-62	-186	-203
기타	8	-34	39	-0	0
현금의 증가(감소)	-1,064	-57	-550	591	665
기초현금	3,846	2,781	2,724	2,174	2,766
기말현금	2,781	2,724	2,174	2,766	3,431
FCF	610	750	1,039	1,866	2,410

자료 : NAVER, SK증권 추정

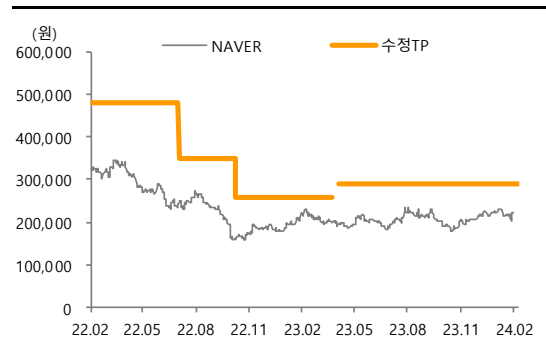
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,671	10,677	11,778
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,220	9,671	10,677	11,778
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	5,492	6,915	8,182	8,939	9,835
영업이익	1,325	1,305	1,489	1,738	1,943
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	16.3	16.5
비영업손익	801	-221	-3	394	571
순금융손익	-25	-13	99	92	103
외환관련손익	-26	-79	0	0	0
관계기업등 투자손익	545	97	267	228	248
세전계속사업이익	2,126	1,084	1,486	2,133	2,514
세전계속사업이익률(%)	31.2	13.2	15.4	20.0	21.3
계속사업법인세	649	411	498	682	804
계속사업이익	1,477	673	988	1,451	1,710
중단사업이익	15,000	0	0	0	0
*법인세외과	1,231	0	0	0	0
당기순이익	16,478	673	988	1,451	1,710
순이익률(%)	241.7	8.2	10.2	13.6	14.5
지배주주	16,490	760	1,013	1,510	1,779
지배주주귀속 순이익률(%)	241.9	9.2	10.5	14.1	15.1
비지배주주	-12	-87	-24	-59	-70
총포괄이익	16,225	-715	549	1,451	1,710
지배주주	16,233	-681	552	1,501	1,769
비지배주주	-8	-34	-3	-50	-59
EBITDA	1,759	1,866	2,332	2,633	2,812

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	28.5	20.6	17.6	10.4	10.3
영업이익	9.1	-1.6	14.1	16.7	11.8
세전계속사업이익	30.2	-49.0	37.1	43.5	17.9
EBITDA	2.8	6.1	25.0	12.9	6.8
EPS	14.9	-49.0	34.5	49.1	17.9
수익성 (%)					
ROA	65.0	2.0	2.8	4.0	4.5
ROE	106.7	3.3	4.4	6.3	7.0
EBITDA마진	25.8	22.7	24.1	24.7	23.9
안정성 (%)					
유동비율	140.9	117.5	133.3	137.9	142.6
부채비율	40.2	44.6	47.3	47.0	46.5
순차입금/자기자본	1.7	1.0	5.2	1.5	-2.1
EBITDA/이자비용(배)	38.9	26.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.5	18.0	17.9	13.1	12.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,082	4,634	6,235	9,295	10,955
BPS	149,967	144,841	148,904	157,053	166,761
CFPS	103,160	8,054	11,429	14,804	16,304
주당 현금배당금	511	914	1,205	1,314	1,431
Valuation지표 (배)					
PER	41.7	38.3	35.9	23.8	20.2
PBR	2.5	1.2	1.5	1.4	1.3
PCR	3.7	22.0	19.6	15.0	13.6
EV/EBITDA	35.8	16.1	16.5	14.1	12.9
배당수익률	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.04.10	매수	290,000원	6개월		
2022.10.13	매수	260,000원	6개월	-25.80%	-11.35%
2022.07.07	매수	350,000원	6개월	-33.63%	-21.86%
2022.01.19	매수	480,000원	6개월	-38.10%	-28.02%



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 (2024년 02월 05일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------