

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	36,665 십억원
주요주주	
국민연금공단	8.29%
자사주	8.26%
외국인지분율	47.23%
배당수익률	0.5%

Stock Data

주가(23/08/04)	223,500 원
KOSPI	2,602.80 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	273,500 원
52주 최저가	158,500 원
60일 평균 거래대금	173 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	18.4%	18.0%
6개월	0.0%	-4.7%
12개월	-18.3%	-22.4%

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

AI가 끌고 실적이 반치고

- 2Q23 매출액 2.4 조원(+17.7%), 영업이익 3,727 억원(+10.8%)으로 영업이익은 컨센서스에 부합. 별도 실적 양호, 포시마크와 웹툰 사업 적자폭 축소 효과
- 8/24 하이퍼클로바X 공개 예정. 전 서비스 영역에 적용되며 신규 수익 창출 기회 발굴
- 3Q 웹툰 마케팅 전개로 이익률 하락, 4Q 광고 성수기 진입으로 회복. 내년 이익률은 별도 수익성 강화+포시마크&웹툰 사업 이익 기여하며 작년 이익률 상회할 것

2Q23 Review

매출액 2.4 조원(+17.7% YoY, 이하 동일), 영업이익 3,727 억원(+10.8%, OPM 15.5%), 지배주주순이익 2,677 억원(+46.0%)으로 영업이익은 당사 추정치 및 컨센서스에 부합했다. 별도 실적이 양호했고, 포시마크와 웹툰 사업도 적자 폭을 줄였다. 별도 영업이익은 4,325 억원(+9.1%)로 역대 최대, 영업이익률도 30.5%(+2.2%p)으로 양호했다. 검색 광고가 +4.3%로 성장을 이어갔고, 디스플레이 광고도 -9.8%로 역성장폭을 줄였다. 지난 주 발표된 구글과 메타 실적에서 확인했듯이 시장에서 우려하는 것과 달리 광고 시장은 점진적으로 회복세를 보이고 있다. 하반기에는 상반기대비 편만한 광고 성장을 향유할 것이다. 웹툰도 마케팅비 효율화로 적자폭을 약 250 억원 줄였다.

NAVER가 주도할 K-생성 AI

8/24 하이퍼클로바 X 공개를 앞두고 있다. AI 역량 고도화를 위한 인프라 투자, 백본 모델 개발, 그리고 네이버 서비스와의 연동이 순조롭게 진행되고 있다. 서비스별로 1) 검색: 맞춤형 키워드, 최적화된 검색 결과 제공, 2) 커머스: 솔루션 고도화, CTR 상승에 기여, 3) 콘텐츠: 맞춤형 콘텐츠 추천, CRM 강화에 초점을 두고 있다. 그 동안 쌓인 풍부한 DB 를 활용해 탐색부터 검색-구매-결제까지 이어지며 선순환 구조를 구축할 것이다.

내년 영업이익률은 작년(15.9%) 수준 상회 목표

3 분기는 웹툰 글로벌 가입자 및 거래액 성장을 위한 마케팅 집행으로 2 분기대비 이익률 하락이 예상된다. 다만 4 분기 광고 성수기로 접어들며 재차 회복, 내년에는 버티컬 서비스에 AI 가 적용되며 수익성 강화, 포시마크와 웹툰 사업도 이익에 기여하며 점진적인 이익률 상승이 기대된다. 하반기는 비용 통제 효과가 본격적으로 나타나며 뚜렷한 실적 개선이 예상된다. 가시화되는 AI 성과를 확인해가며 주가 상승을 즐길 시기다. 최근 글로벌 플랫폼 peer 의 주가 상승 또한 동사의 주가 하방을 지지해줄 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	5,304	6,818	8,220	9,779	10,808	11,820
yoy	%	21.8	28.5	20.6	19.0	10.5	9.4
영업이익	십억원	1,215	1,325	1,305	1,466	1,731	1,916
yoy	%	5.2	9.1	-1.6	12.4	18.1	10.6
EBITDA	십억원	1,711	1,759	1,866	2,247	2,578	2,748
세전이익	십억원	1,634	2,126	1,084	1,320	1,574	1,834
순이익(지배주주)	십억원	1,002	16,490	760	913	1,188	1,384
영업이익률%	%	22.9	19.4	15.9	15.0	16.0	16.2
EBITDA%	%	32.3	25.8	22.7	23.0	23.9	23.2
EPS(계속사업)	원	7,903	9,082	4,634	5,567	7,239	8,436
PER	배	37.0	41.7	38.3	40.1	30.8	26.4
PBR	배	5.6	2.5	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	27.5	35.8	16.1	17.4	15.0	14.0
배당수익률	%	0.1	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6
ROE	%	15.2	106.7	3.3	3.9	4.8	5.4
순차입금	십억원	-1,919	399	242	1,820	1,609	1,424
부채비율	%	106.1	40.2	44.6	44.9	45.5	45.6

NAVER 수익 추정 표

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
영업수익	1,845.2	2,045.8	2,057.3	2,271.7	2,280.4	2,407.9	2,487.2	2,603.6	8,220.1	9,779.2	10,808.2
서치플랫폼	849.9	905.5	896.2	916.4	851.8	910.4	899.1	940.9	3,568.0	3,602.2	3,787.4
검색광고	623.0	660.7	664.7	660.2	655.7	689.2	690.1	697.8	2,608.6	2,732.8	2,872.7
디스플레이	221.1	241.1	228.5	249.8	192.3	217.4	205.1	236.6	940.5	851.4	895.2
커머스	416.5	439.5	458.3	486.8	605.9	632.9	655.5	691.3	1,801.1	2,585.6	2,923.7
핀테크	274.8	295.7	296.2	319.9	318.2	339.7	355.6	375.5	1,186.6	1,389.0	1,627.5
콘텐츠	212.0	300.2	311.9	437.5	411.3	420.4	466.1	459.8	1,261.5	1,757.5	1,946.3
클라우드	92.1	104.9	94.8	111.1	93.2	104.5	110.9	136.3	402.9	444.8	523.3
영업비용	1,543.4	1,709.6	1,727.1	1,935.3	1,950.0	2,035.2	2,128.7	2,198.9	6,915.4	8,312.8	9,076.7
개발/운영	472.1	515.1	521.7	561.5	635.5	644.3	654.7	678.1	2,070.3	2,612.5	2,827.8
파트너	623.7	720.1	722.2	897.9	831.9	865.5	906.5	964.5	2,963.9	3,568.5	3,974.0
인프라	132.7	141.4	152.2	154.2	132.6	142.0	152.6	155.2	580.6	582.4	618.6
마케팅	315.0	333.0	331.0	321.6	349.9	383.4	414.9	401.1	1,300.6	1,549.4	1,656.3
영업이익	301.8	336.2	330.2	336.5	330.5	372.7	358.5	404.7	1,304.7	1,466.4	1,731.5
영업이익률	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.5%	15.5%	14.4%	15.5%	15.9%	15.0%	16.0%
순이익	151.4	158.5	231.6	131.8	43.7	286.7	186.9	345.9	673.2	863.2	1,071.4
지배주주순이익	171.2	183.3	257.0	148.8	55.1	267.7	207.2	383.4	760.3	913.3	1,187.5
<i>YoY growth rate</i>											
영업수익	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	23.6%	17.7%	20.9%	14.6%	20.6%	19.0%	10.5%
서치플랫폼	12.6%	9.3%	8.0%	2.3%	0.2%	0.5%	0.3%	2.7%	7.9%	1.0%	5.1%
검색광고	9.9%	9.5%	10.6%	5.0%	5.3%	4.3%	3.8%	5.7%	8.7%	4.8%	5.1%
디스플레이	21.2%	8.5%	2.3%	-2.9%	-13.1%	-9.8%	-10.2%	-5.3%	6.2%	-9.5%	5.1%
커머스	27.8%	19.7%	19.4%	18.3%	45.5%	44.0%	43.0%	42.0%	21.0%	43.6%	13.1%
핀테크	31.1%	27.1%	22.5%	8.4%	15.8%	14.9%	20.1%	17.4%	21.2%	17.1%	17.2%
콘텐츠	70.1%	113.8%	77.3%	100.1%	94.0%	40.1%	49.4%	5.1%	91.3%	39.3%	10.7%
클라우드	8.9%	10.5%	-1.5%	3.9%	1.2%	-0.4%	16.9%	22.7%	5.3%	10.4%	17.6%
영업비용	27.5%	28.7%	25.4%	22.8%	26.3%	19.0%	23.3%	13.6%	25.9%	20.2%	9.2%
개발/운영	16.2%	19.2%	24.3%	13.5%	34.6%	25.1%	25.5%	20.7%	18.1%	26.2%	8.2%
파트너	36.3%	36.7%	31.6%	40.7%	33.4%	20.2%	25.5%	7.4%	36.5%	20.4%	11.4%
인프라	22.3%	17.3%	19.3%	10.6%	0.0%	0.4%	0.2%	0.6%	17.0%	0.3%	6.2%
마케팅	32.5%	34.0%	17.5%	5.9%	11.1%	15.1%	25.3%	24.7%	21.4%	19.1%	6.9%
영업이익	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	9.5%	10.9%	8.6%	20.3%	-1.6%	12.4%	18.1%
순이익	-99.0%	-70.7%	-28.3%	-56.1%	-71.2%	80.9%	-19.3%	162.5%	-95.9%	28.2%	24.1%

자료: NAVER, SK 증권

분기 실적 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E
매출액	2,441.2	2,520.4	2,681.9	2,559.7	2,407.9	2,487.2	2,603.6	2,498.0	-1.4%	-1.3%	-2.9%	-2.4%
영업이익	377.3	383.7	405.4	389.2	372.7	358.5	404.7	387.5	-1.2%	-6.6%	-0.2%	-0.4%
지배주주순이익	212.4	253.5	403.3	224.1	267.7	207.2	383.4	193.5	26.0%	-18.3%	-4.9%	-13.7%

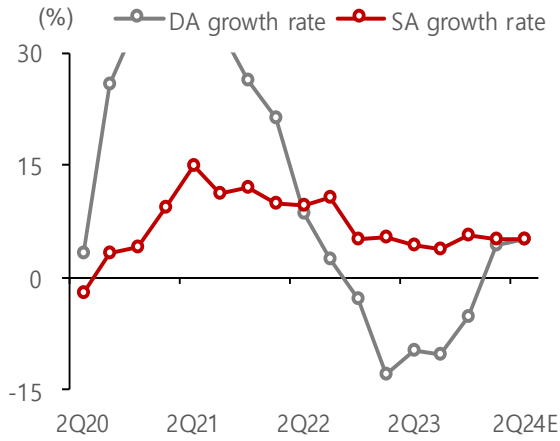
자료: NAVER, SK 증권

연간 실적 변동 표

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
매출총이익	9,924.0	11,143.3	12,405.9	9,779.2	10,808.2	11,819.9	-1.5%	-3.0%	-4.7%
영업이익	1,496.9	1,697.2	1,896.3	1,466.4	1,731.5	1,915.6	-2.0%	2.0%	1.0%
지배주주순이익	924.3	1,240.6	1,461.9	913.3	1,187.5	1,383.9	-1.2%	-4.3%	-5.3%

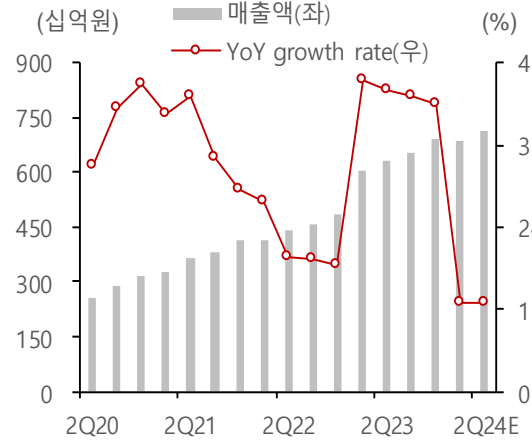
자료: NAVER, SK 증권

NAVER SA, DA 광고 성장률 추이 및 전망



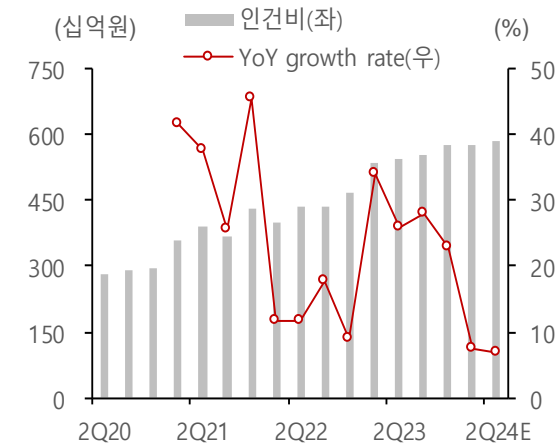
자료 : NAVER, SK 증권

커머스 수익 추이 및 전망



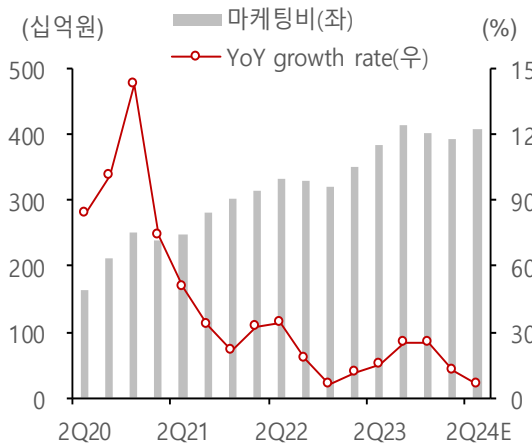
자료 : NAVER, SK 증권

인건비 추이 및 전망



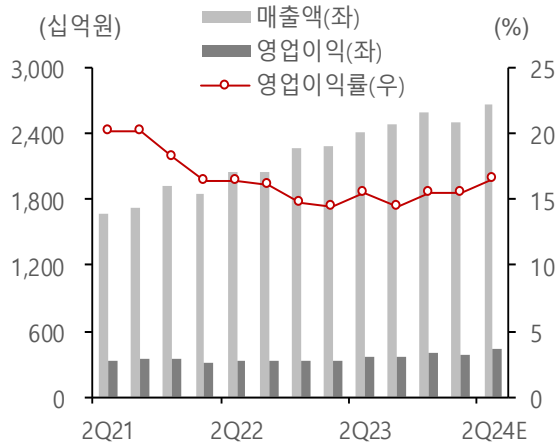
자료 : NAVER, SK 증권

마케팅비 추이 및 전망



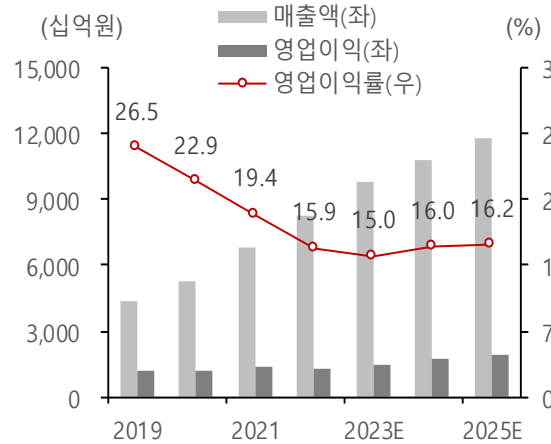
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER 분기 실적 추이 및 전망



자료 : NAVER, SK 증권

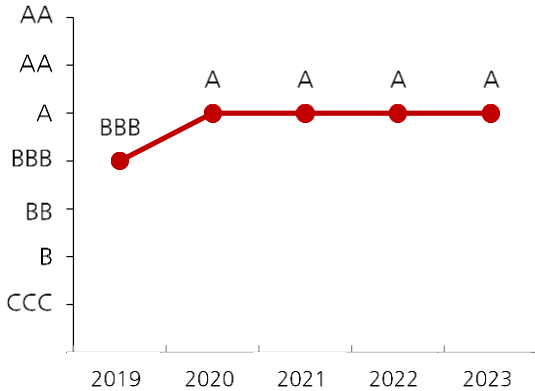
NAVER 연간 실적 추이 및 전망



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-	NA
환경(Environment)	46.7	A+	NA
사회(Social)	43.0	A-	NA
지배구조(Governance)	60.8	C	NA
<비교업체 종합 등급>			
카카오	BBB	A-	NA

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
2023.07.03	사회 (Social)	뉴스 검색 알고리즘 변경 논란 확산...당정 압박에 네이버 긴장
2023.06.15	사회 (Social)	네이버, 이번엔 2 시간 넘게 먹통...잡은 오류 왜 이러나
2023.06.12	사회 (Social)	진짜 후기 같은 네이버 AI 광고... 공정위 "위장광고 소지 있다"
2023.05.31	사회 (Social)	경보 부실→네이버 먹통..."전쟁나면 소식 어디서 얻나?" 시민 불안
2023.05.24	사회 (Social)	中 한한령 다시 시작되나... 네이버 접속도 차단 느껴져
2023.05.23	사회 (Social)	어떤 키워드든 쿠팡 연결...검색광고 선 넘은 네이버

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	7,498	8,207	8,873
현금및현금성자산	2,781	2,724	1,482	1,626	1,742
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,749	1,949	2,144
재고자산	6	9	10	11	12
비유동자산	28,163	27,459	28,566	29,285	30,183
장기금융자산	4,522	3,801	3,661	3,663	3,666
유형자산	2,111	2,458	2,320	2,490	2,390
무형자산	932	1,481	3,315	3,449	3,517
자산총계	33,691	33,899	36,064	37,492	39,056
유동부채	3,923	5,481	5,658	5,987	6,295
단기금융부채	567	1,575	1,690	1,786	1,876
매입채무 및 기타채무	631	899	2,807	2,967	3,116
단기충당부채	7	5	6	7	8
비유동부채	5,740	4,968	5,526	5,733	5,935
장기금융부채	3,395	2,622	2,963	2,963	2,963
장기매입채무 및 기타채무	118	80	93	93	93
장기충당부채	9	18	20	23	25
부채총계	9,664	10,449	11,183	11,719	12,230
지배주주지분	23,536	22,744	24,199	25,207	26,395
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,598	1,598	1,598
기타자본구성요소	-880	-840	-829	-829	-829
자기주식	-1,066	-1,017	-1,017	-1,017	-1,017
이익잉여금	23,080	23,646	24,493	25,501	26,689
비지배주주지분	492	706	682	566	431
자본총계	24,027	23,450	24,881	25,773	26,825
부채외자본총계	33,691	33,899	36,064	37,492	39,056

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,357	1,438	1,725	2,161	2,310
당기순이익(손실)	16,478	673	863	1,071	1,249
비현금성항목등	-14,398	1,318	1,554	1,286	1,351
유형자산감가상각비	412	519	728	781	750
무형자산상각비	21	42	53	66	83
기타	-14,831	757	774	439	518
운전자본감소(증가)	-10	307	-313	238	225
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-56	-201	-200	-195
재고자산의감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	76	133	1,567	160	149
기타	-46	231	-1,679	279	273
법인세납부	-713	-861	-428	-502	-585
투자활동현금흐름	-13,918	-1,160	-1,654	-1,733	-1,893
금융자산의감소(증가)	-687	-920	-61	-163	-159
유형자산의감소(증가)	-747	-689	-639	-950	-650
무형자산의감소(증가)	-52	-55	-1,887	-200	-150
기타	-12,432	502	932	-420	-934
재무활동현금흐름	10,265	-472	223	-83	-106
단기금융부채의증가(감소)	-269	-219	-215	97	90
장기금융부채의증가(감소)	10,888	-72	535	0	0
자본의증가(감소)	-303	66	41	0	0
배당금지급	-60	-213	-62	-180	-196
기타	8	-34	-75	0	-0
현금의 증가(감소)	-1,064	-57	-1,242	145	115
기초현금	3,846	2,781	2,724	1,482	1,626
기말현금	2,781	2,724	1,482	1,626	1,742
FCF	610	750	1,086	1,211	1,660

자료 : NAVER, SK증권 추정

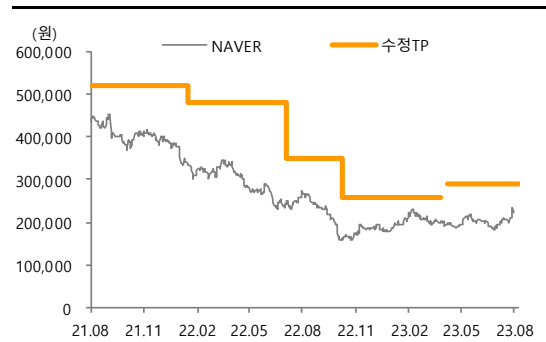
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,779	10,808	11,820
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,220	9,779	10,808	11,820
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	5,492	6,915	8,313	9,077	9,904
영업이익	1,325	1,305	1,466	1,731	1,916
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.0	16.0	16.2
비영업손익	801	-221	-146	-158	-82
순금융손익	-25	-13	70	67	71
외환관련손익	-26	-79	-2	-4	-4
관계기업등 투자손익	545	97	374	293	364
세전계속사업이익	2,126	1,084	1,320	1,574	1,834
세전계속사업이익률(%)	31.2	13.2	13.5	14.6	15.5
계속사업법인세	649	411	457	502	585
계속사업이익	1,478	673	863	1,071	1,249
중단사업이익	15,000	0	0	0	0
*법인세효과	1,231	0	0	0	0
당기순이익	16,478	673	863	1,071	1,249
순이익률(%)	241.7	8.2	8.8	9.9	10.6
지배주주	16,490	760	913	1,188	1,384
지배주주귀속 순이익률(%)	241.9	9.2	9.3	11.0	11.7
비지배주주	-12	-87	-50	-116	-135
총포괄이익	16,225	-715	1,432	1,071	1,249
지배주주	16,233	-681	1,419	1,062	1,237
비지배주주	-8	-34	13	10	11
EBITDA	1,759	1,866	2,247	2,578	2,748

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	28.5	20.6	19.0	10.5	9.4
영업이익	9.1	-1.6	12.4	18.1	10.6
세전계속사업이익	30.2	-49.0	21.8	19.2	16.5
EBITDA	2.8	6.1	20.4	14.7	6.6
EPS	14.9	-49.0	20.1	30.0	16.5
수익성 (%)					
ROA	65.0	2.0	2.5	2.9	3.3
ROE	106.7	3.3	3.9	4.8	5.4
EBITDA마진	25.8	22.7	23.0	23.9	23.2
안정성 (%)					
유동비율	140.9	117.5	132.5	137.1	140.9
부채비율	40.2	44.6	44.9	45.5	45.6
순차입금/자기자본	1.7	1.0	7.3	6.2	5.3
EBITDA/이자비용(배)	38.9	26.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.5	18.0	19.2	16.1	15.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,082	4,634	5,567	7,239	8,436
BPS	149,967	144,841	153,709	159,852	167,095
CFPS	103,160	8,054	10,325	12,401	13,508
주당 현금배당금	511	914	1,165	1,270	1,383
Valuation지표 (배)					
PER	41.7	38.3	40.1	30.8	26.4
PBR	2.5	1.2	1.5	1.4	1.3
PCR	3.7	22.0	21.6	18.0	16.5
EV/EBITDA	35.8	16.1	17.4	15.0	14.0
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%
2021.06.24	매수	520,000원	6개월	-21.96%	-12.69%



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 08월 04일 기준)

매수	94.92%	중립	5.08%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------