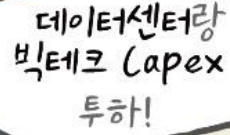


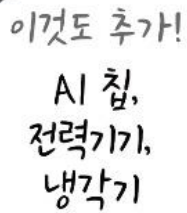
AI, 큰그림으로 바라보기

(feat. ESG)

발간일자 2024.04.16



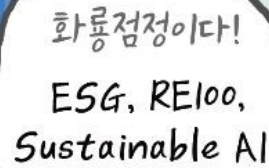
데이터센터랑
빅테크 Capex
투하!



이것도 추가!
AI 칩,
전력기기,
냉각기



ㅎㅎ...
Chat GPT랑
Gemini도 추가해야돼



화룡점정이다!
ESG, RE100,
Sustainable AI

[지주 / 재생에너지/ ESG] 박건영 연구위원

[인터넷 / 게임] 김동우 책임연구원

CONTENTS

- 3 Summary
- 4 Key Chart
- 14 1. AI Boom! 왜 지금?
 - 1-1. AI 정의 정리해보기
 - 1-2. 왜 지금? AI 발전 역사와 마일stones을 통해 이해하기
 - 1-3. 알고리즘 외 ‘데이터&시스템’의 발전에도 주목해야
- 27 2. AI Value Chain 과 투자 기회
 - 2-1. AI Value Chain(데이터센터(Feat. 칩, 전력기기), 소프트웨어)
 - 2-2. ① 데이터센터 - Nvidia, Eaton, Vertiv
 - 2-3. ② 클라우드 및 생성형 AI 모델 - OpenAI, Gemini
- 45 3. ESG 관점에서 바라본 AI
 - 3-1. E(환경): 전력먹는 하마, 데이터센터와 RE100 이슈
 - 3-2. Microsoft & Google 이 꿈꾸는 Sustainable AI
- 51 Appendix - AI Value Chain 내 주요 기업 주가 추이
- 59 ▶ 기업분석
 - NAVER(035420) - 본격적인 클라우드 성과를 기다리며
 - 카카오(035720) - 쇠신 후 드러날 AI 전략에 초점
 - NHN(181710) - 국내 공공 클라우드 및 일본 MSP 성장 전망

Summary

인공지능의 역사는 길다, 근데 왜 하필 오늘날 주식시장에 공격적으로 반영되고 있는가?

과거에도 인공지능에 관한 이슈는 항상 존재했다. 본 리포트를 통해 과거와는 다르게 왜 오늘날 인공지능 모멘텀이 강하게 주식 시장에 반영되고 있는지 분석했다. 나아가, 앞으로도 인공지능 열풍이 주식 시장에서 계속 이어질지에 대한 견해를 제시하고자 한다. 이를 위해 인공지능 발전 역사에 있어서 중요한 마일스톤을 살펴보고, 인공지능 Value Chain을 정리함으로써 인공지능을 큰 그림으로 바라봤다.

인공지능 Value Chain 분석, 투자 기회 모색

본 리포트에서는 인공지능을 '인간의 지능을 보유한 기계'로 정의했다. '인간의 지능'이란 '지식 습득 → 학습, 이해 → 추론, 문제해결' 능력이며, 이를 기계에 적용하면 '데이터-시스템-알고리즘'으로 볼 수 있다. '데이터-시스템-알고리즘' 관점에서 인공지능 Value Chain을 정리했으며, 크게 하드웨어(데이터센터), 소프트웨어 영역으로 구분할 수 있다.

데이터센터 내 주요 장비 및 제품별로 하드웨어 영역을 세분화 하였다. 대량의 데이터를 저장할 수 있는 스토리지 장비, 데이터를 빠르게 학습 및 처리할 수 있는 칩(반도체 등), 해당 장비 및 칩이 작동할 수 있도록 지원하는 전력기기부터 에너지효율화를 위한 냉각장치까지 살펴볼 예정이다.

소프트웨어 플레이어들은 역할별로 밸류체인을 세분화 하였다. 컴퓨팅/스토리지 기능을 제공하는 CSP, LLM을 운영하면서 생태계를 조성할 모델 개발/운영사, 각 기업의 성격과 데이터셋에 맞춰 최적화된 모델 도입 방법을 컨설팅하는 IT 컨설팅사, 발빠르게 생성형 AI 기능을 도입하거나 데이터 분석 업무를 처리해 시장 지배력을 유지할 소프트웨어 업체로 분류하였다. 또한, OpenAI 및 Microsoft, Alphabet의 사례를 통해 인공지능을 통한 수익화가 어떻게 이루어질지 전망하였다.

(feat. ESG) – ① 데이터센터와 RE100 이슈, ② Sustainable AI(지속가능한 성장을 위한 인공지능)

빅테크들이 데이터센터를 증설함에 따라 국가 단위의 전력 소비가 데이터센터로부터 발생할 것으로 예상된다. 따라서, 환경 문제를 신경쓰지 않을 수 없다. 특히, 공격적으로 데이터센터 증설 중인 글로벌 Top 4 빅테크들 모두 RE100을 달성하기 위해 노력 중이며, Amazon을 제외하고 나머지 빅테크는 모두 공식적으로 RE100에 가입한 상황이다. 글로벌 빅테크의 인공지능 투자와 더불어 환경 관련 전략에 대해 살펴볼 필요가 있다.

마지막으로, Microsoft와 Google이 왜 인공지능에 공격적으로 투자하는지, 나아가 그들이 생각하는 지속가능한 성장을 위한 인공지능이 무엇인지 살펴봤다. 이를 통해 인간의 초월하는 인공지능이 세상에 등장 시, 어떤 산업군에 인공지능이 가장 빠르게 도입될지 예상해봤다.

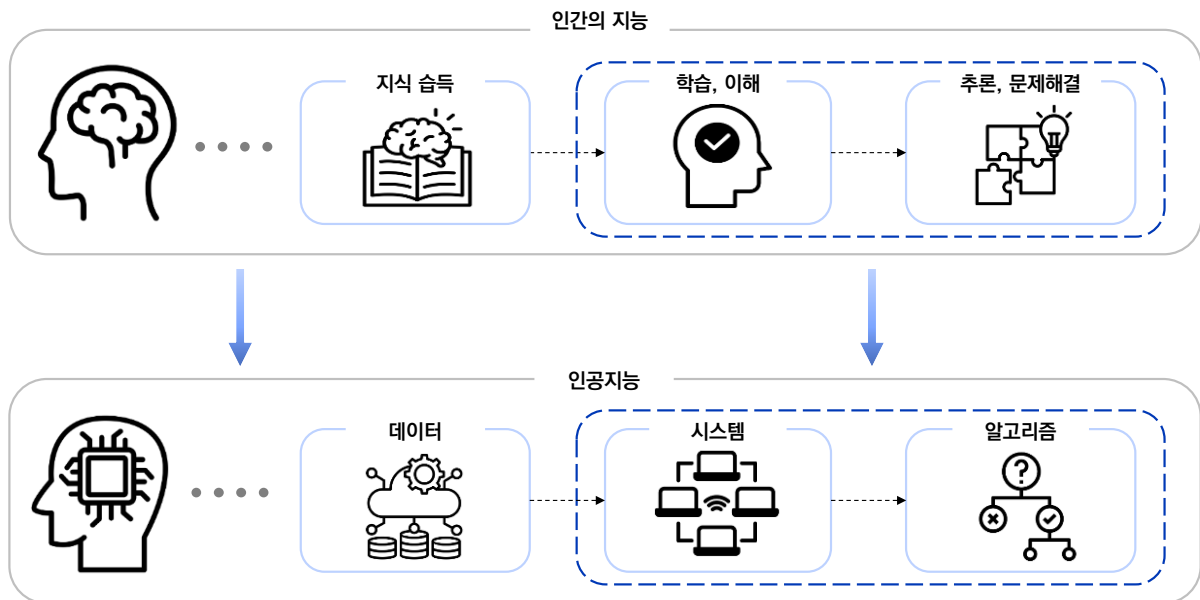
Key Chart

[도표 1] 인공지능(Artificial Intelligence)에 대한 정의 및 주요 코멘트, 당사는 인공지능을 '인간의 지능'을 보유한 기계로 정의

출처	인공지능 정의 및 인공지능에 대한 주요 코멘트
스튜어트 러셀(Stuart J. Russell), 피터 노빅(Peter Norvig)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 인공지능이란 지능적인 에이전트 설계하고 구축하는 것으로 정의 ✓ 지능적인 에이전트란 환경을 인지하고, 환경 내에서 목표 달성을 위한 행동 선택이 가능한 시스템. 인간의 지능적 행동을 모방하고 그 이상을 달성하기 위한 시도임을 강조
앨런 튜링(Alan Turing)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 기계가 인간과 구별할 수 없는 방식으로 행동한다면 그 기계는 '지능적'
존 매카시(john McCarthy)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 지능을 가진 기계를 만드는 과학과 공학의 분야 ✓ 프로그래밍 명령 수행을 넘어 학습, 추론, 문제 해결 등 인간의 지능적 행위를 모방·재현할 수 있는 기계 제작을 목표로 함
Institute of Electrical and Electronics Engineers	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 기계를 지능적으로 만드는 활동이며, 지능은 개체가 주변환경에 대해 예측을 가지고 적절히 가능할 수 있도록 하는 특성 ✓ 인간의 지능적 행동 모방 뿐만 아니라, 그 과정에서 기계 스스로 개선할 수 있는 능력 강조
National Institute of Standards and Technology	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 인간과 유사한 지능을 발휘하는 시스템을 만들기 위한 연구와 응용 프로그램

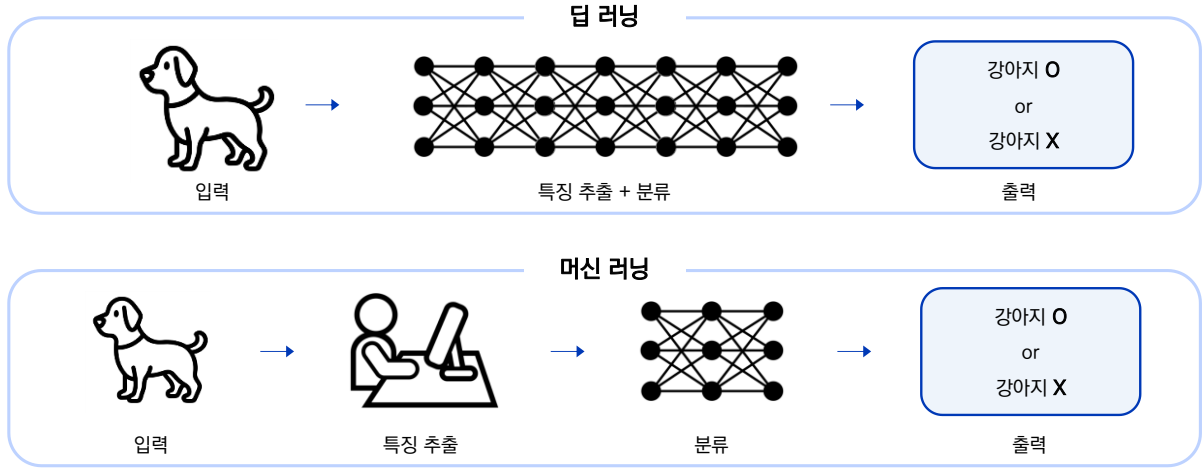
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 인간의 지능은 '지식 습득 - 학습, 이해 - 추론, 문제해결' 능력, 인공지능에게 인간의 지능이란 '데이터 - 시스템 - 알고리즘'



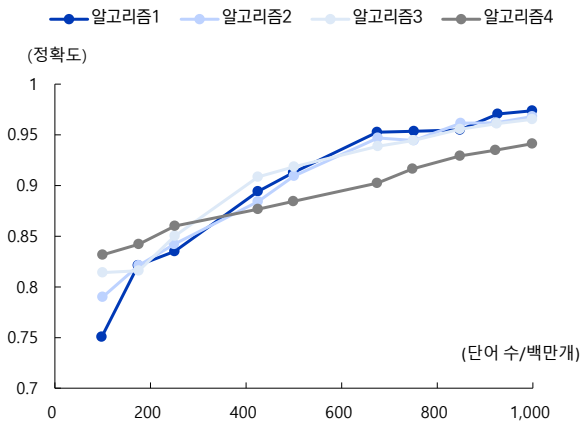
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 알고리즘 영역에서 주요 마일스톤 '딥러닝'과 '머신러닝', 기계 스스로 학습을 통해 규칙 생성



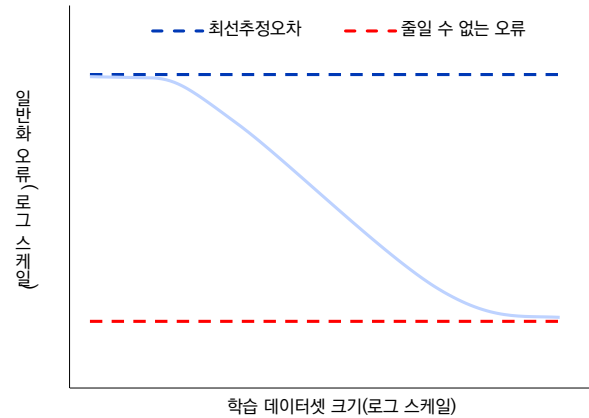
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 뛰어난 알고리즘보다 더 많은 데이터가 훌륭한 결과 도출



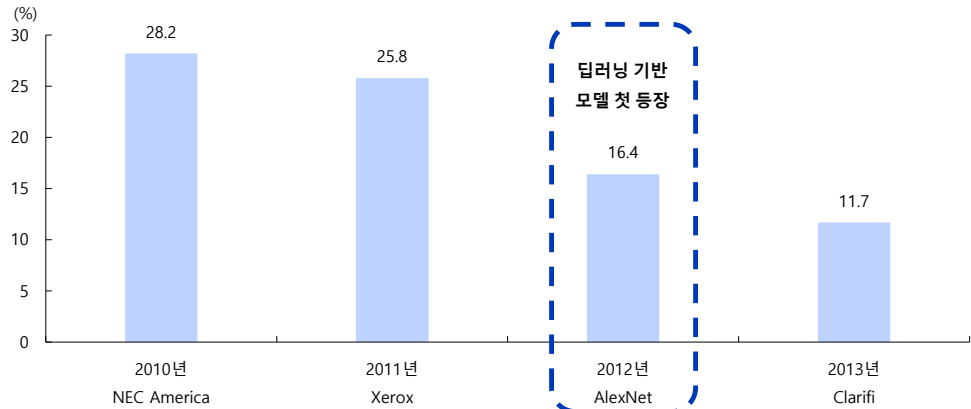
자료: Microsoft Research, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 데이터가 많이 투입될수록 결과값에 대한 오차를 감소



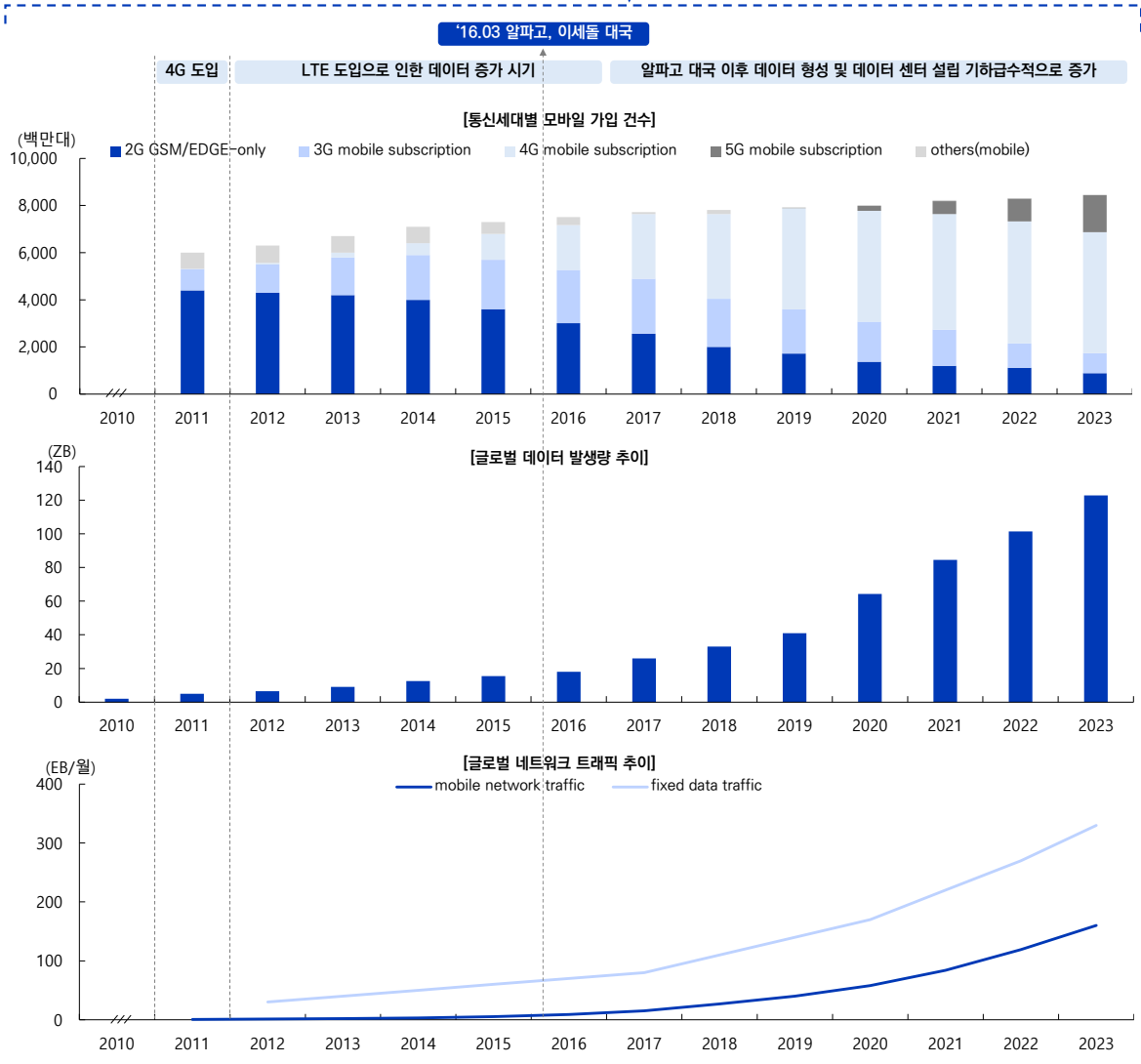
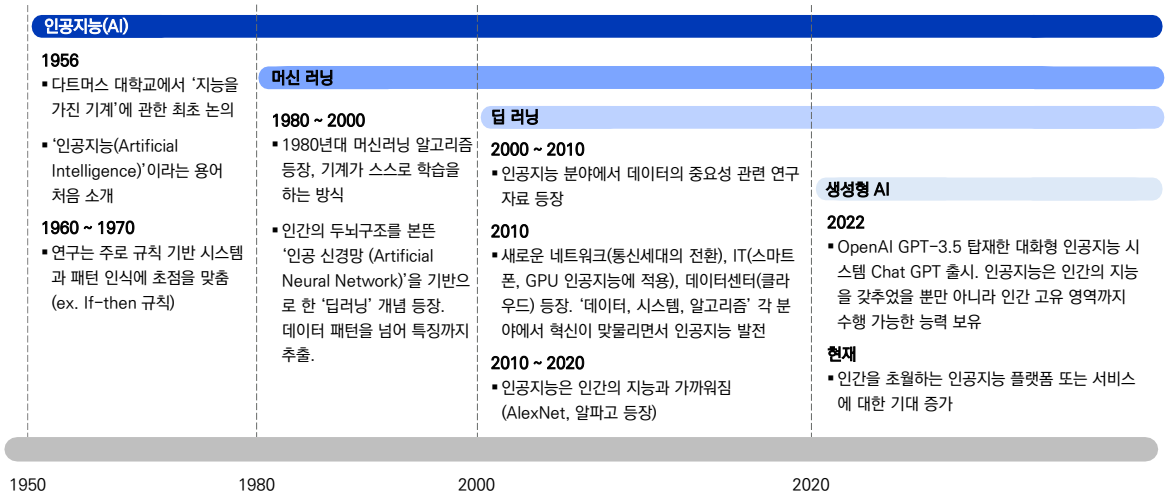
자료: Baidu Research, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 연도별 ILSVRC 우승팀 인식 오류율, GPU 를 활용한 딥러닝 모델, 시스템 영역에서 주요 마일스톤



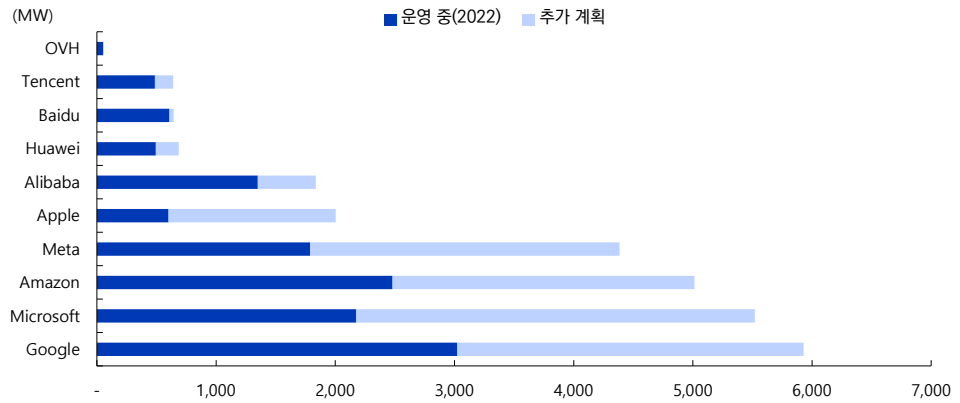
자료: "Iris Recognition with Off-the-Shelf CNN Features: A Deep Learning Perspective", IEEE ACCESS SEPT(2017), p.3, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 인공지능 역사와 주요 마일스톤 정리, 2010년대 통신세대 전환과 IT 혁신에 따른 데이터 증가 현상



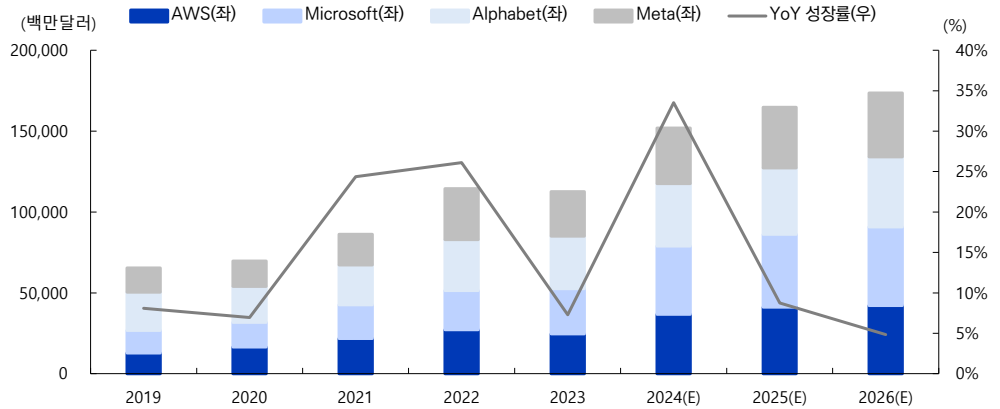
자료: Ericsson, IDC, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 향후 글로벌 빅테크들의 데이터센터 증설은 공격적으로 이루어질 것으로 전망



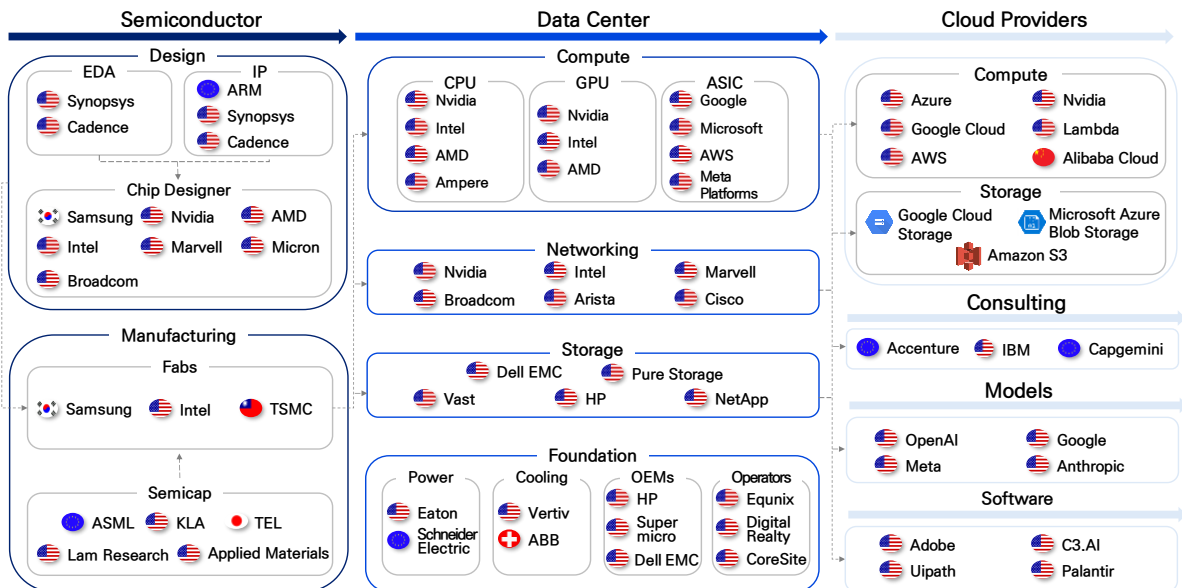
자료: Structure Research, Data Center Knowledge, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 글로벌 Top 4 빅테크의 Capex 는 2023 년 이후 지속적으로 증가 예정



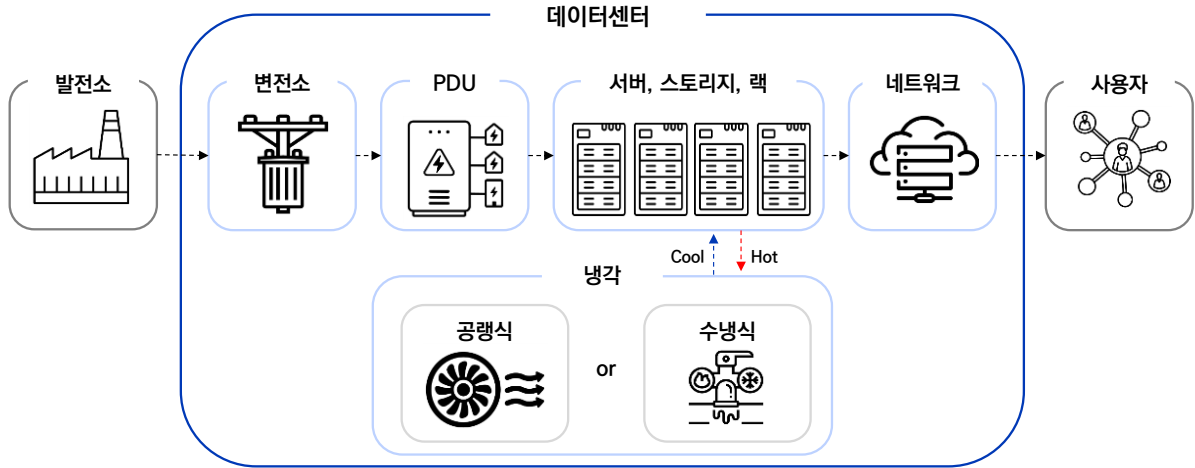
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] '데이터-시스템-알고리즘'을 기반으로 인공지능 Value Chain 정리. 과거와는 다르게 '데이터-시스템-알고리즘' 각 영역이 맞물리면서 발전함에 따라 인공지능 모멘텀 주식시장에 강하게 반영



자료: 교보증권 리서치센터

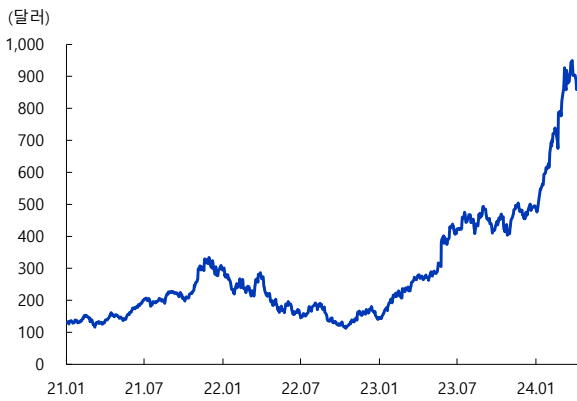
[도표 11] Value Chain 내 인프라 영역인 데이터센터의 기본 구조, 데이터센터 내 주요 제품 및 장비 제조업체 주가는 상승 중



*Power Distribution Unit(PDU): 전력을 분배하도록 설계된 여러 출력이 장착된 장치

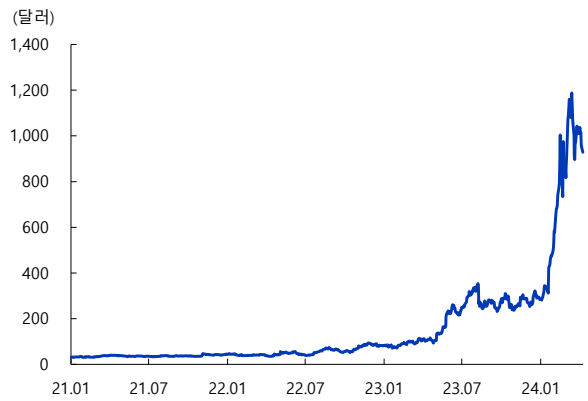
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] Nvidia 주가 추이



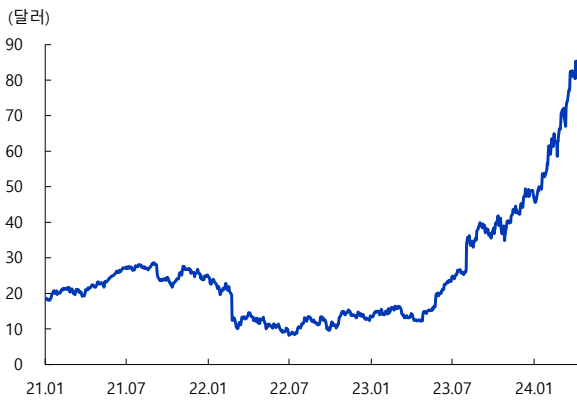
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] Super Micro Computer 주가 추이



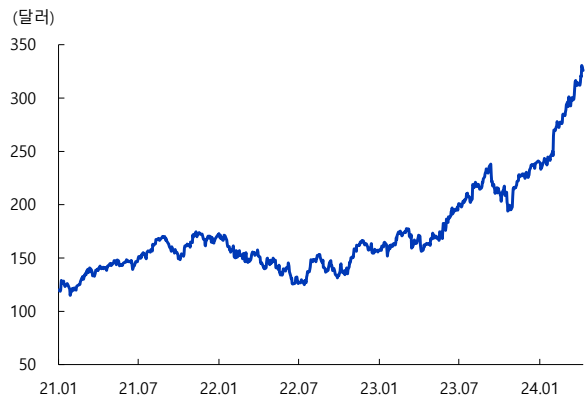
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] Vertiv 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15] Eaton 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] Open AI & Alhabet 생성형 AI 주요 발전 마일스톤: 데이터 및 하드웨어 인프라 기반 하에서 LLM의 발달. Chat GPT의 등장 이후 경쟁적, 집약적인 발전 진행중. API 제공, 멀티모달화, 용도에 따른 다양한 규모의 모델 개발중.

[OpenAI 생성형 AI 주요 발전 마일스톤]

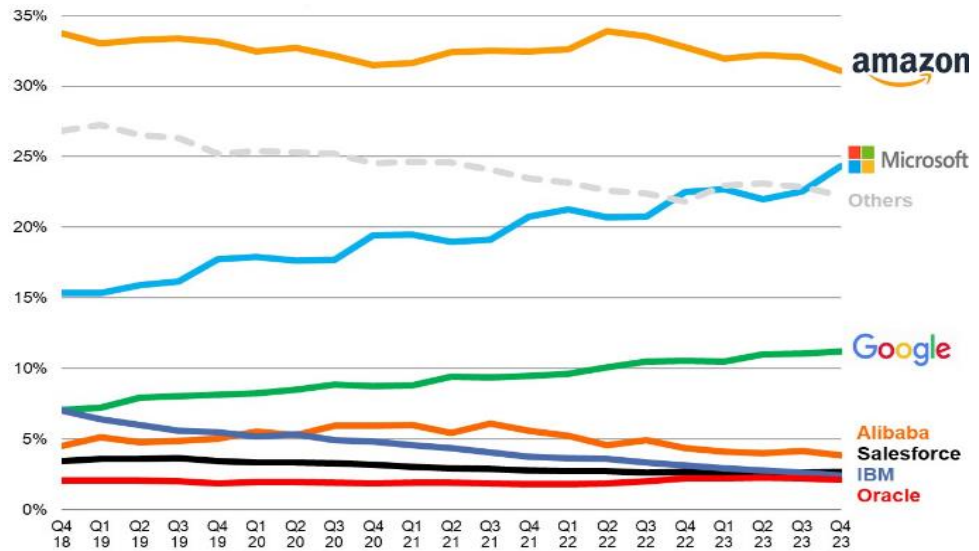


[Alphabet 생성형 AI 주요 발전 마일스톤]



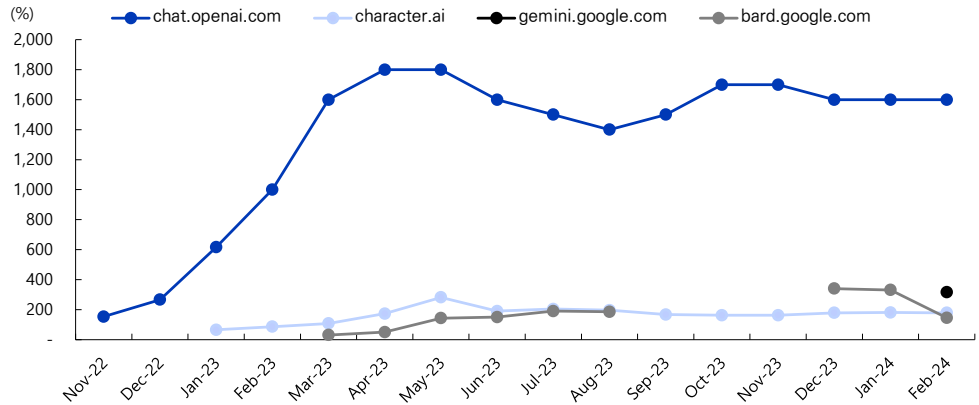
자료: OpenAI, Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 글로벌 클라우드 사업자 시장 점유율 추이: Microsoft 와 Google 의 시장 점유율 상승 지속



자료: Synergy Research Group, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 생성형 AI 서비스 월별 방문자수는 Chat GPT 가 압도하고 있음



자료: SimilarWeb, 교보증권 리서치센터

[도표 19] Open AI 2023 년 매출 breakdown 추정: 구독(B2C)과 API(B2B) 매출 구분 (단위: 달러)

구분	항목	2023 년 매출 추정
① GPT Plus (B2C)	2023 년 누적 다운로드 수	110,000,000
	구독 전환율	3%
	유료 구독자 수 추정	3,300,000
	월 구독료(\$)	20
	적용 기간(개월)	11
	구독(B2C) 매출	726,000,000
② API 호출 (B2B)	토큰 수 추정(개)	29,133,333,333,333
	호출비용(\$/백만 토큰)	30
	API 매출	874,000,000
① + ②	합계(\$)	1,600,000,000

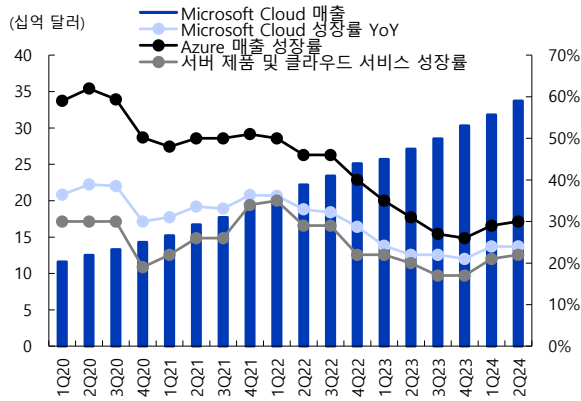
자료: OpenAI, 교보증권 리서치센터

[도표 20] OpenAI 매출 추정 및 전망(2023~2027 년): 구독 매출도 증가하지만 API 매출이 폭발적으로 증가할 것으로 기대

구분	항목	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
① B2C 매출	visits (십억회)	13	19	28	40	66
	yoy 가정		49%	49%	41%	64%
	다운로드 수	1	2	2	3	6
	유료 구독 (명)	3,300,000	4,920,576	7,331,658	10,337,638	16,953,727
	연 구독료 (\$)	220	240	240	240	240
	구독 매출	726,000,000	1,180,938,240	1,759,597,978	2,481,033,148	4,068,894,363
② B2B 매출	토큰 수(십억)	29,133	145,147	259,644	461,574	807,706
	yoy 가정		398%	79%	78%	75%
	호출비용(\$/백만 토큰)	30	30	30	30	30
	API 매출	874,000,000	4,354,423,762	7,789,330,297	13,847,223,327	24,231,174,059
① + ②	합계(\$)	1,600,000,000	5,535,362,002	9,548,928,275	16,328,256,475	28,300,068,423
	yoy		246.0%	72.5%	71.0%	73.3%

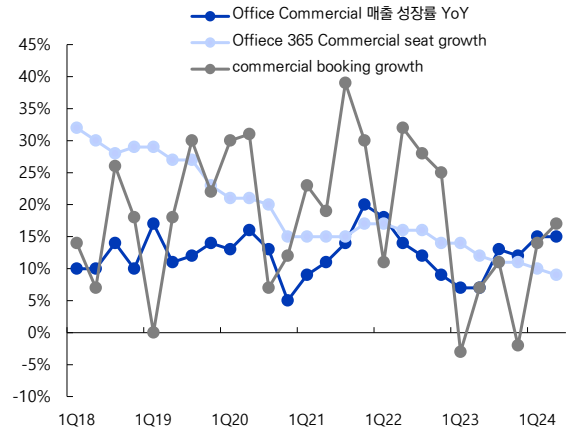
자료: OpenAI, 교보증권 리서치센터

[도표 21] Microsoft 클라우드 매출 성장률의 반등 확인



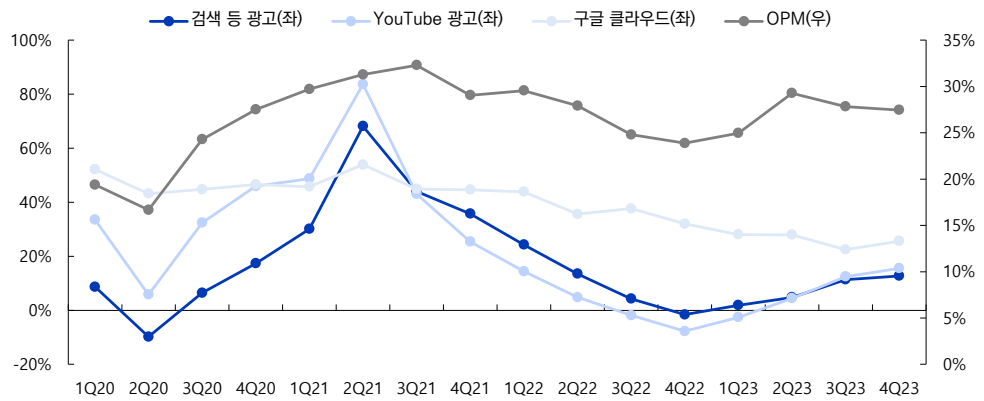
자료: Microsoft, 교보증권 리서치센터

[도표 22] Microsoft Office Commercial: ARPU의 증가로 성장



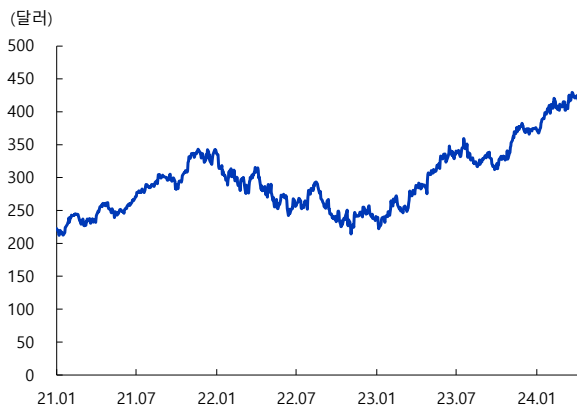
자료: Microsoft, 교보증권 리서치센터

[도표 23] Alphabet 역시 클라우드 매출 성장률 반등. 시장 대비 높은 성장률로 점유율 확대중.



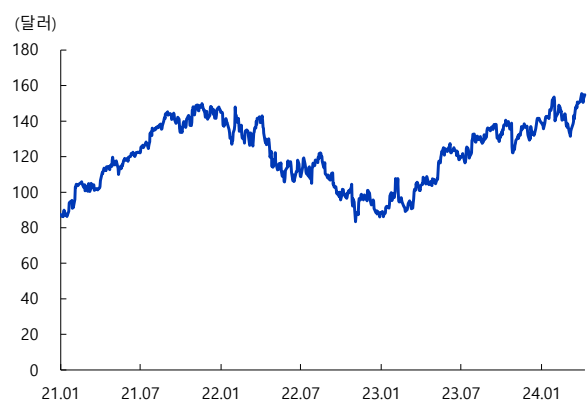
자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 24] Microsoft 주가 추이



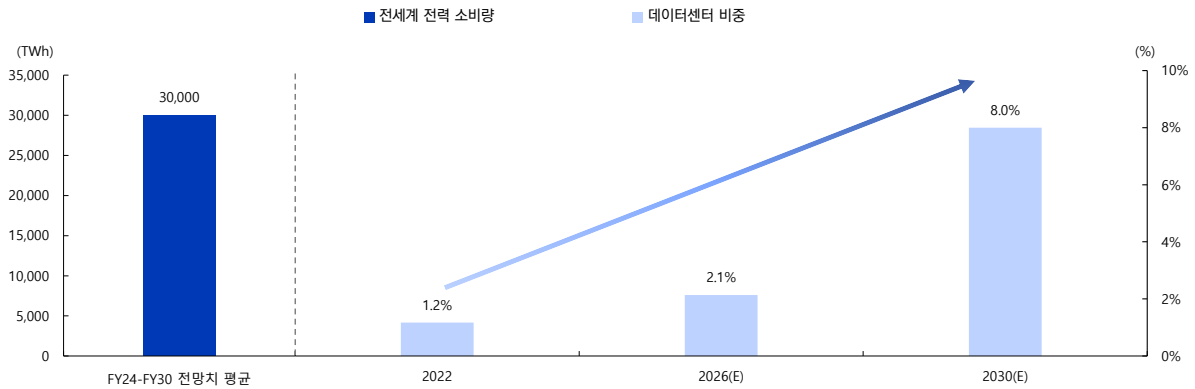
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] Alphabet 주가 추이



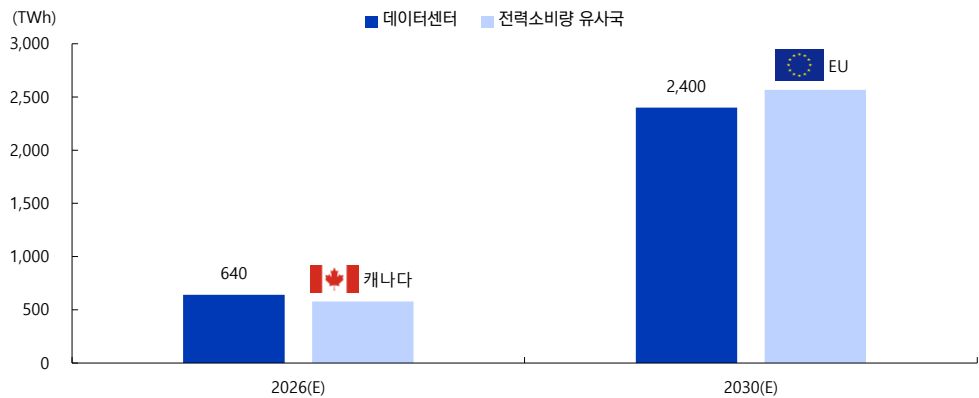
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 데이터센터 증가함에 따라 전력 사용량도 큰 이슈, 전 세계 전력 사용량 내 데이터센터 전력 사용량 비중 전망치 주목



자료: IEA, 산업 자료, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 데이터센터 전력 소비량은 국가 전력 소비량 수준



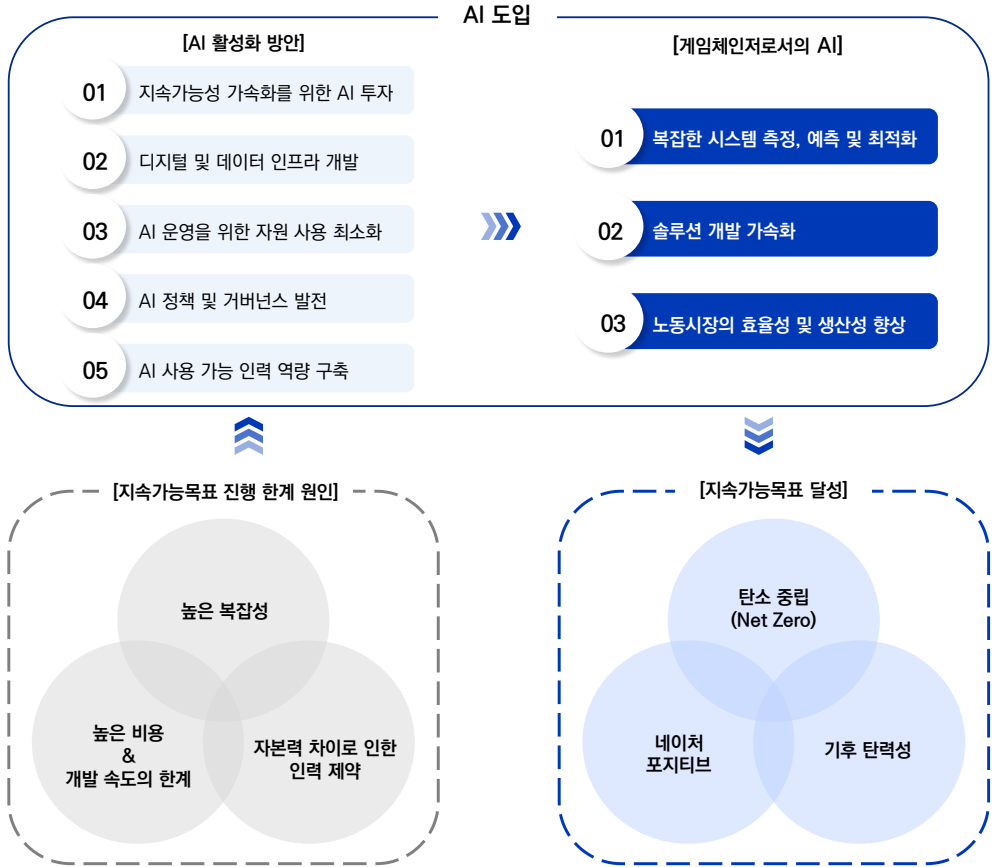
자료: IEA, Enerdata, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 데이터센터 증설 중인 글로벌 빅테크 RE100 가입 여부, 빅테크들의 RE100 추진은 재생에너지 기업에게도 기회로 작용

	Microsoft	Alphabet	Amazon	Meta
RE100 가입여부	○	○	X	○
RE100 가입연도	2015년	2015년	-	2016년
RE100 달성도	2018년 100%	2017년 100%	22년 90%, '30년 100%	2020년 100%
CFE 달성도	2030년 100%	2022년 64%, 2030년 100%	2040년 100%	2030년 100%
데이터센터 효율성 전략	<ul style="list-style-type: none"> · 피크전력 감소 및 서버 밀도 증가 · 에너지 저장 · 클라우드 컴퓨팅 냉각 · 전력 백업 시 청정 연료 사용 · UPS 배터리 통한 그리드 수요 절감 · PEM 연료 전지 백업 · 발전기 통한 그린 수소 활용 	<ul style="list-style-type: none"> · 저탄소 자재 사용 · 고성능 서버 · 고급냉각기술 · 스마트 온도, 조명 및 냉각 제어 장치 배포 	<ul style="list-style-type: none"> · AWS 기계 학습 칩 투자 · AWS 클라우드 기술 사용 	<ul style="list-style-type: none"> · 저탄소 자재 사용 · 수명주기 평가 및 내부 시각화 도구 개발 (탄소 배출량 식별 목적) · Meta AI 시스템 및 머신러닝 활용
PUE	PUE 1에 맞춰 건설 (최신 데이터센터 PUE 1.12)	2022년 PUE 1.1	2025년 평균 PUE 1.15	2022년 PUE 1.08

자료: RE100, 교보증권 리서치센터

[도표 29] Microsoft 가 바라보는 Sustainable AI(지속가능한 인공지능)



자료: Microsoft, 교보증권 리서치센터

[도표 30] Google 이 인공지능에 투자하는 이유(Why we focus on AI(and to what end))

[Why?]

01. 정보를 더 유용하게 만들고, 유용한 정보를 모두가 언제 어디서나 이용할 수 있도록 할 것(접근성, 장애, 언어 극복)
02. 개인과 조직이 의사 결정 및 문제해결 시 지원, 나아가 일상생활 및 조직생활에서 더욱 생산적이고 창의적이 되도록 지원
03. 인류의 가장 큰 미래 기회와 과제(예: 의료 진단, 신약 발견, 기후 예측)를 달성 및 해결하기 위한 혁신을 일으킬 것

[END]

유용하고 혁신적인 AI 기반 인프라, 제품 및 서비스를 더 많은 사람, 기업, 조직(대규모 및 소규모) 및 경제에 제공

- 컴퓨팅(예: Tensor 처리 장치, Google Tensor 및 Colab)과 널리 사용되는 소프트웨어 프레임워크(예: TensorFlow, Jax, Android ML 및 Private Compute)를 포함하여 안전하고 사용하기 쉬운 최첨단 AI 인프라를 구축. 전 세계 다양한 조직의 수백만 명의 개발자, 학생 및 연구원이 이 AI 인프라를 다양한 오픈 소스 도구와 함께 사용할 수 있도록 지원.
- AI 발전을 핵심 제품 및 서비스에 적용하여 구글 검색, 구글 포토, 구글 맵, 구글 워크스페이스, 하드웨어 장치(예: 픽셀 및 네스트)에 걸쳐 수십억 명의 사람들과 장애인을 위한 모든 핵심 제품 및 서비스의 유용성과 가치를 향상시키고 고품질의 단계적 변화 개선, 혁신 및 새로운 경험을 제공

현재와 미래에 사회의 가장 큰 도전과 기회를 해결하는 데 도움이 되는 AI를 적용하기 위해 구글을 넘어 다른 많은 사람들과 협력

- 자연 재해, 공중 보건 위기, 기후 변화 및 지속 가능성과 같은 사회의 가장 시급한 과제에 AI를 적용하기 위해 협력
- 주요 돌파구 및 관련 인공지능(예: 논문, 오픈 소스 릴리스 및 알파폴드 단백질 데이터 세트와 같은 데이터 세트)을 공유하고 연구 협업에 참여하여 AI 분야를 확장하고 활성화
- 과학자를 위한 최첨단 ML 계산 하드웨어(예: TPU 리서치 클라우드)에 무료로 액세스하는 것을 포함하여 학생 및 교육자(예: Google Scholar 및 Colab, 수백만 명의 학습자가 정기적으로 사용)가 도구를 널리 사용할 수 있도록 함

자료: Google, 교보증권 리서치센터

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 연구위원

kun.park@iprovest.com

김동우 책임연구원

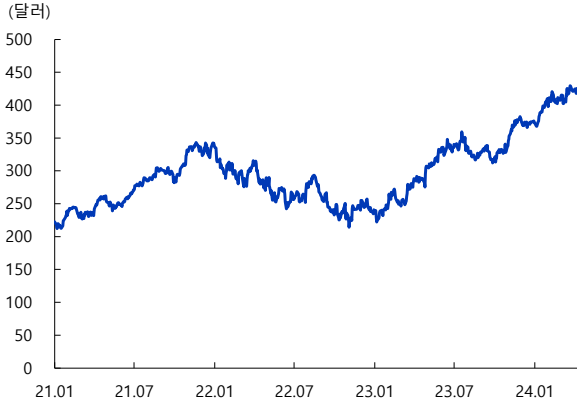
20210135@iprovest.com

교보증권 리서치센터

research@iprovest.com

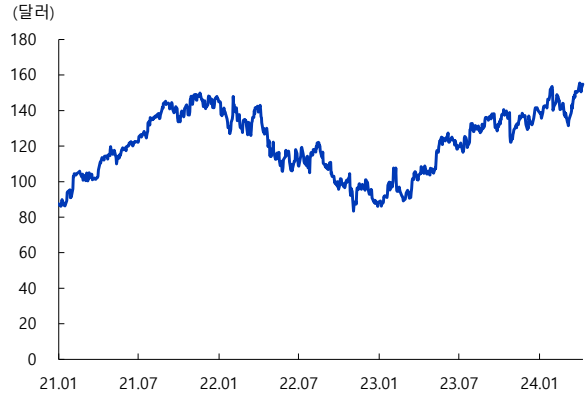
Appendix – AI Value Chain 내 주요 기업 주가 추이

[도표 31] Microsoft 주가 추이



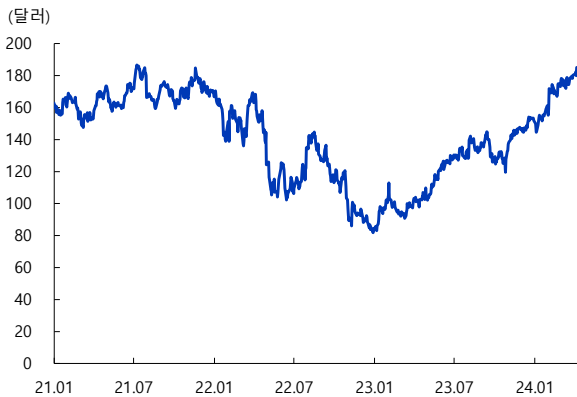
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 32] Alphabet 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 33] Amazon 주가 추이



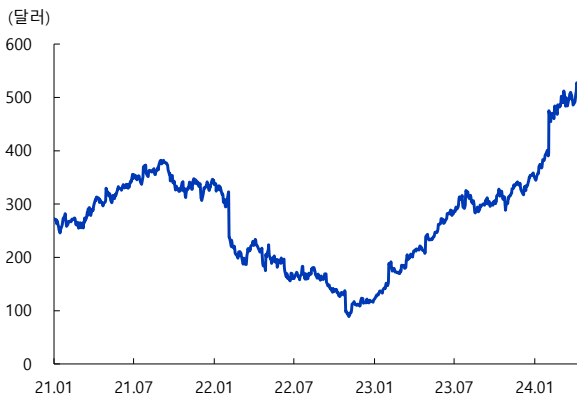
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 34] Nvidia 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 35] Meta 주가 추이



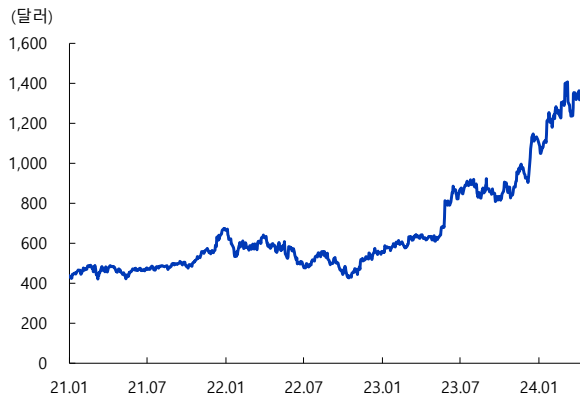
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 36] TSMC 주가 추이



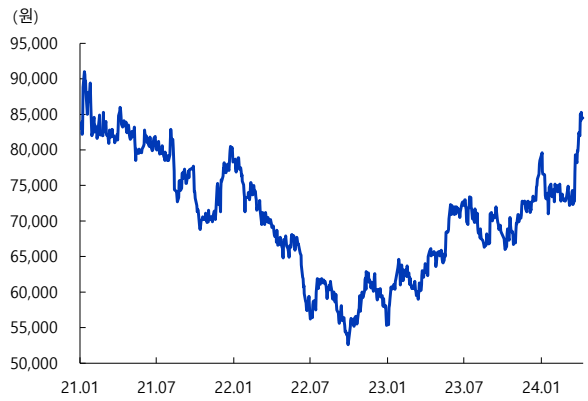
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 37] Broadcom 주가 추이



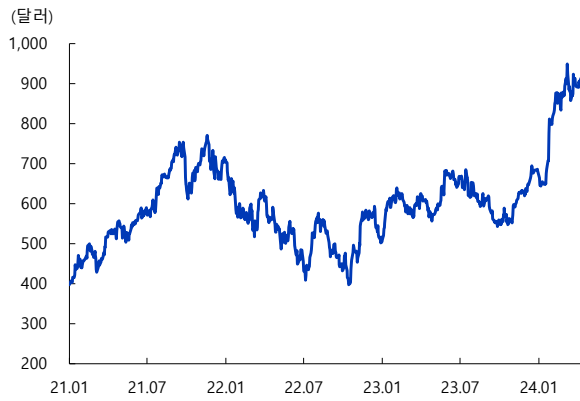
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 삼성전자 주가 추이



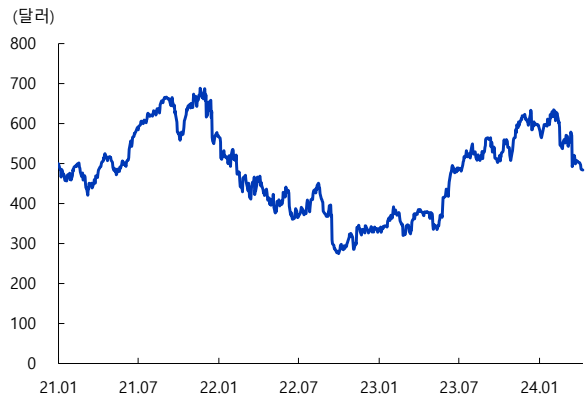
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 39] ASML 주가 추이



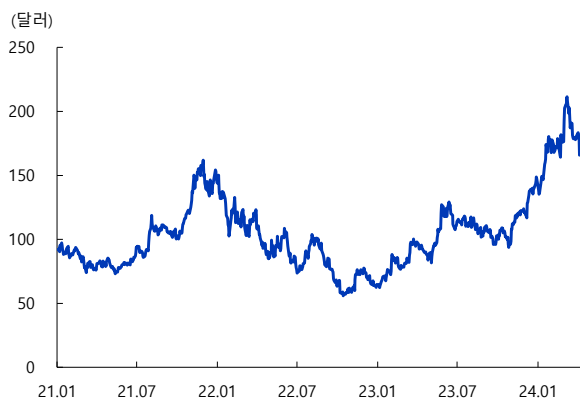
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 40] Adobe 주가 추이



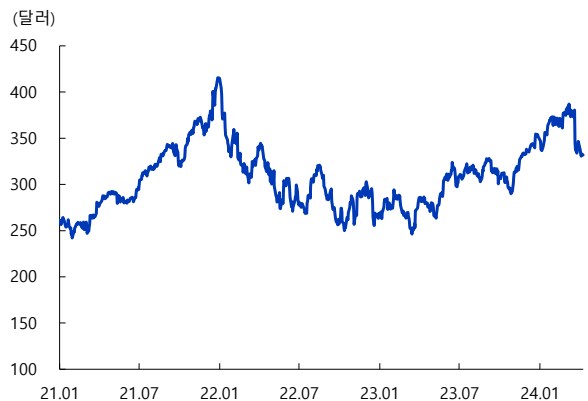
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 41] Advanced Micro Devices(AMD) 주가 추이



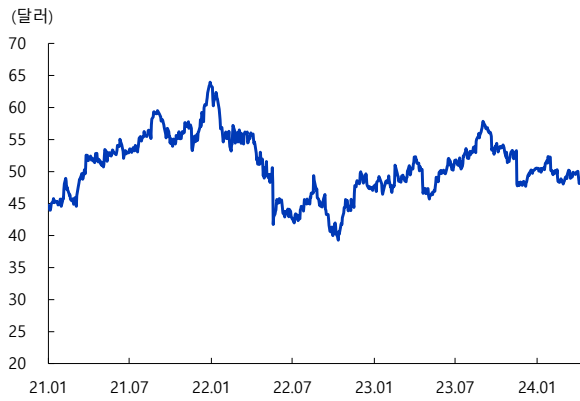
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 42] Accenture 주가 추이



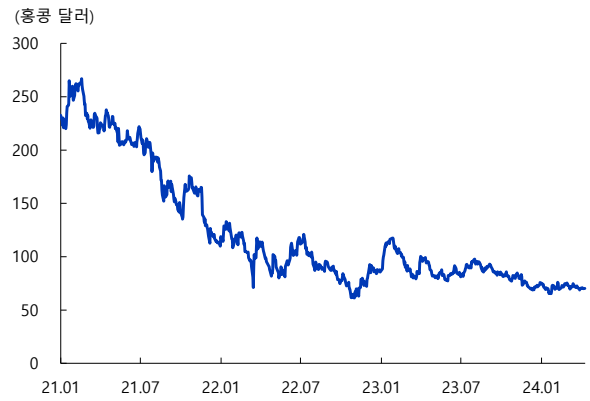
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 43] Cisco Systems 주가 추이



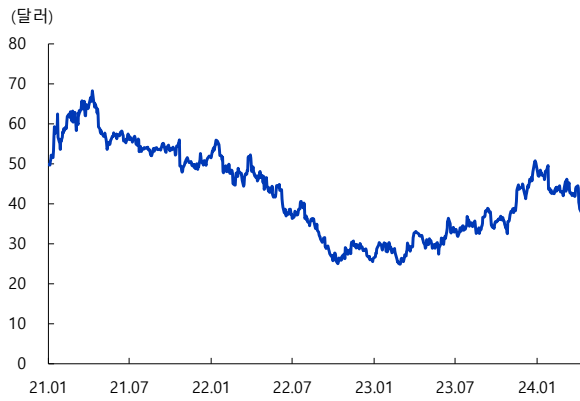
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 44] Alibaba 주가 추이



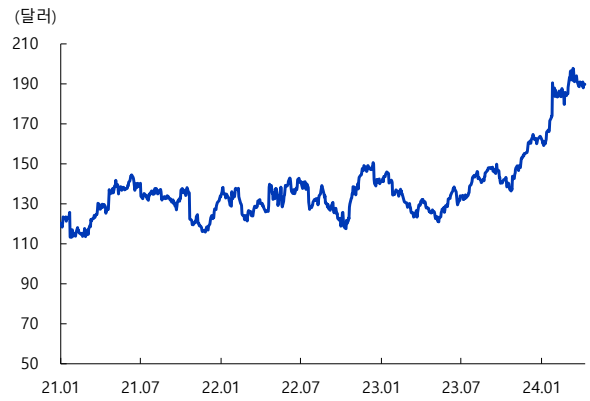
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 45] Intel 주가 추이



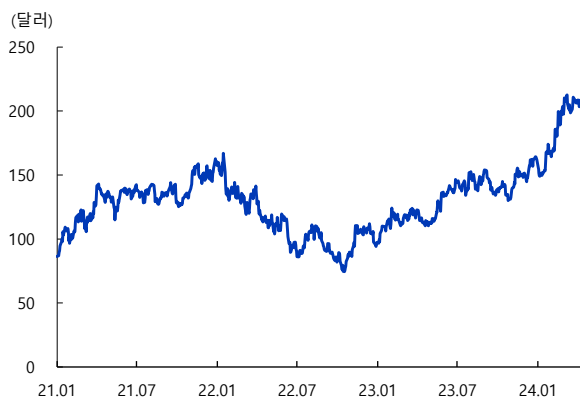
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 46] IBM 주가 추이



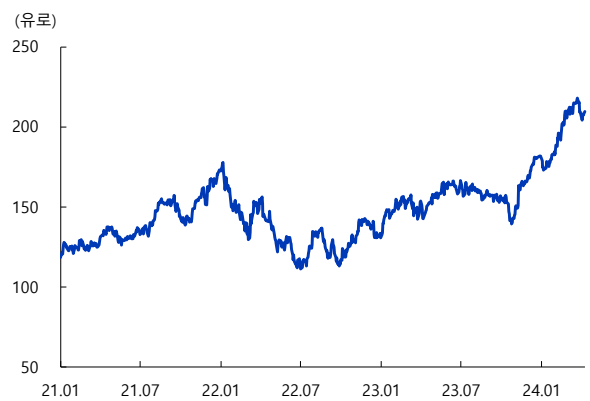
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] Applied Materials 주가 추이



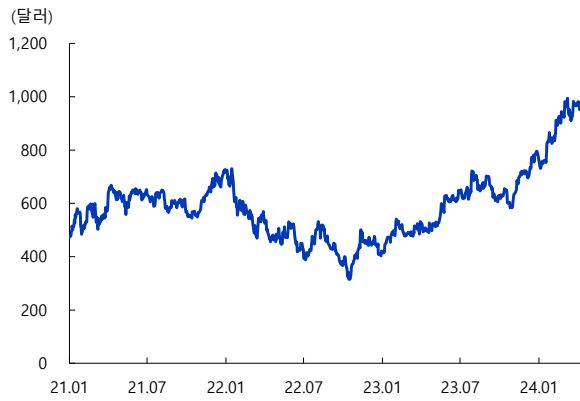
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 48] Schneider Electric 주가 추이



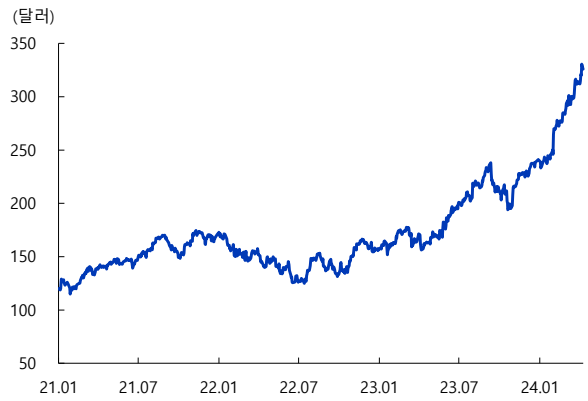
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 49] Lam Research 주가 추이



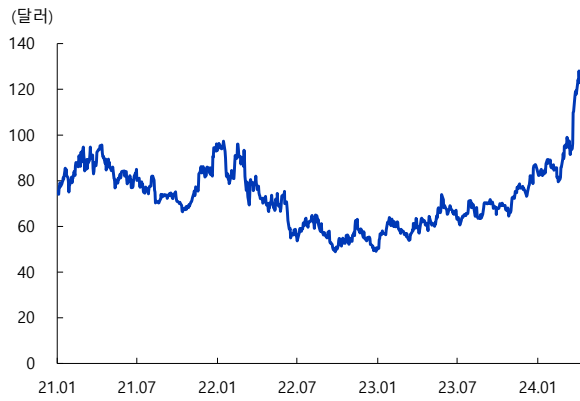
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] Eaton 주가 추이



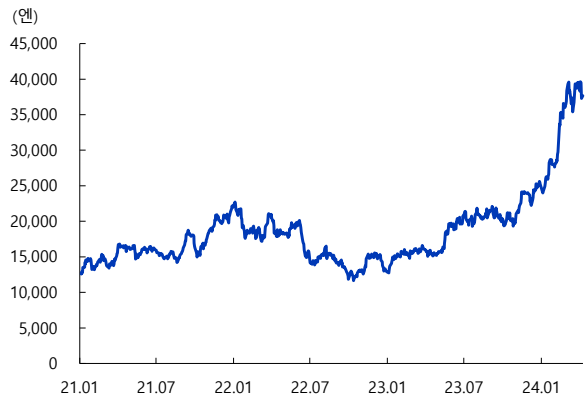
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 51] Micron 주가 추이



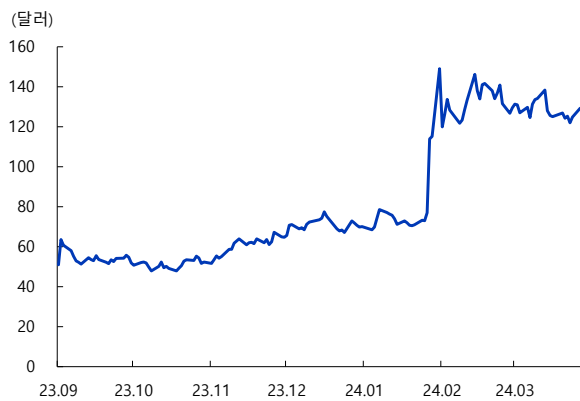
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 52] Tokyo Electron 주가 추이



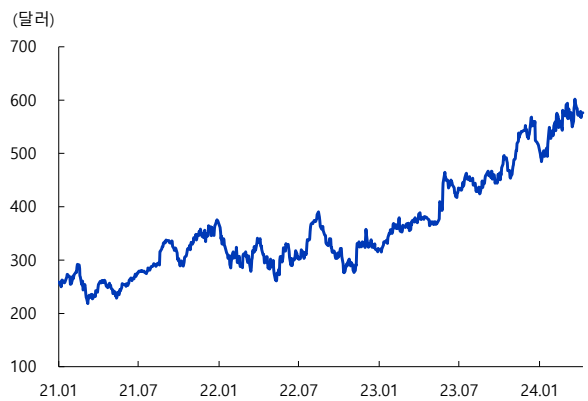
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] ARM 주가 추이



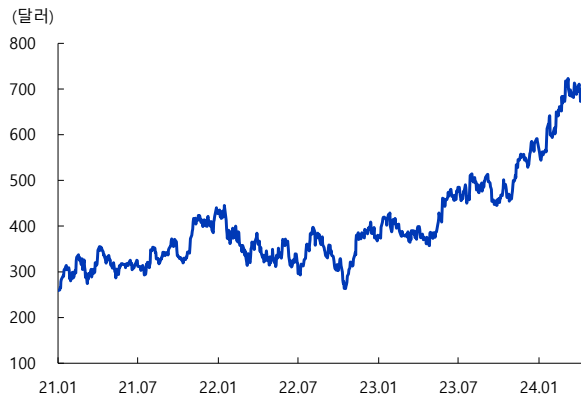
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] Synopsys 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 55] KLA 주가 추이



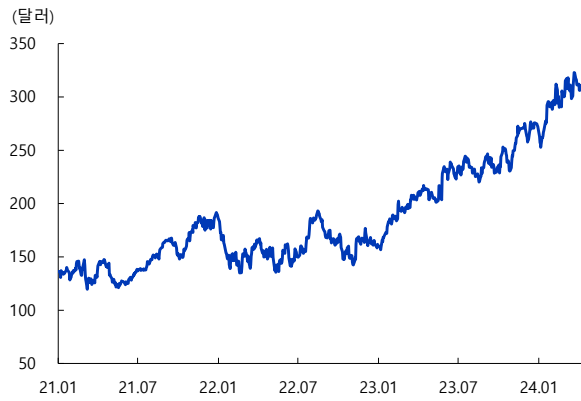
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 56] Arista Networks 주가 추이



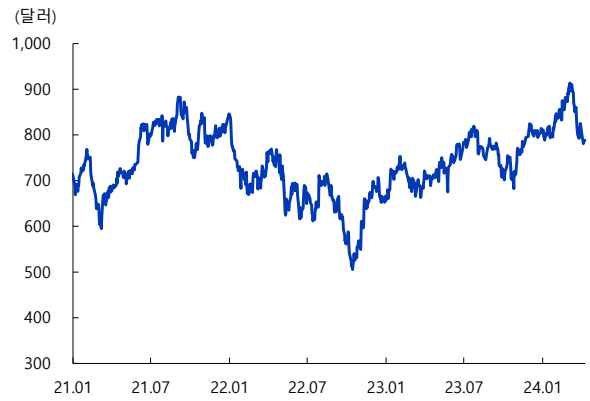
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 57] Cadence Design Systems 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 58] Equinix 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] ABB 주가 추이



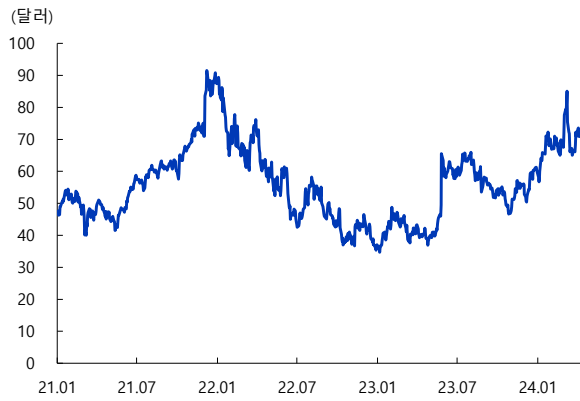
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 60] Dell Technologies 주가 추이



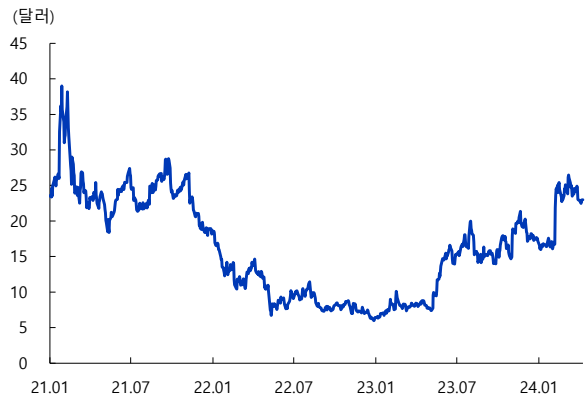
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 61] Marvell Technology 주가 추이



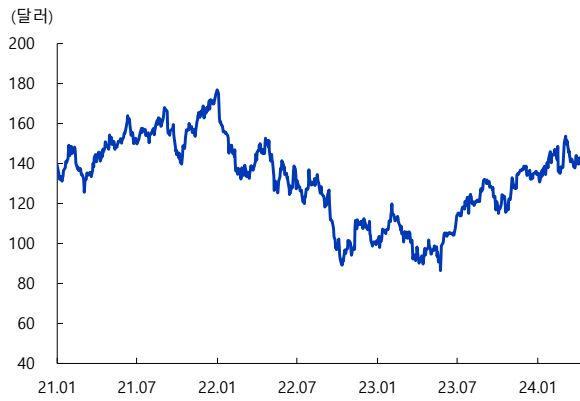
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 62] Palantir Technologies 주가 추이



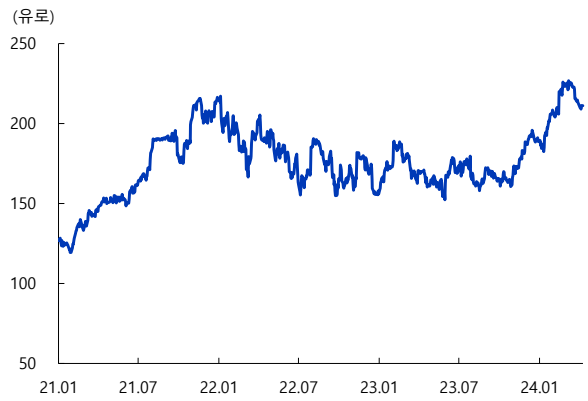
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 63] Digital Realty Trust 주가 추이



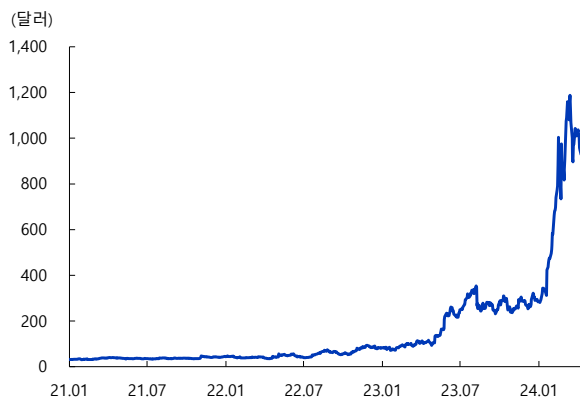
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] Capgemini 주가 추이



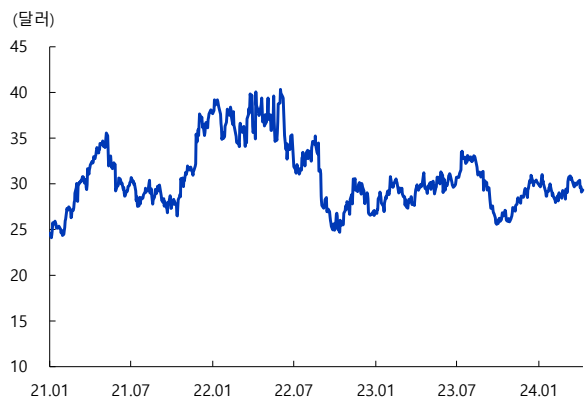
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] Super Micro Computer 주가 추이



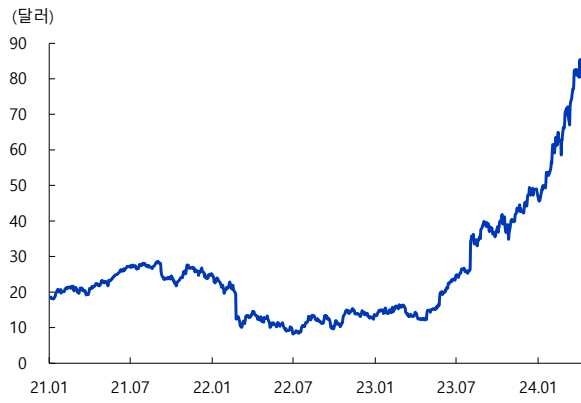
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 66] HP 주가 추이



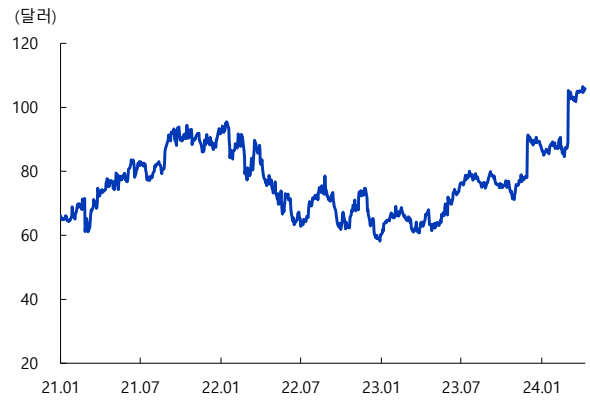
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 67] Vertiv 주가 추이



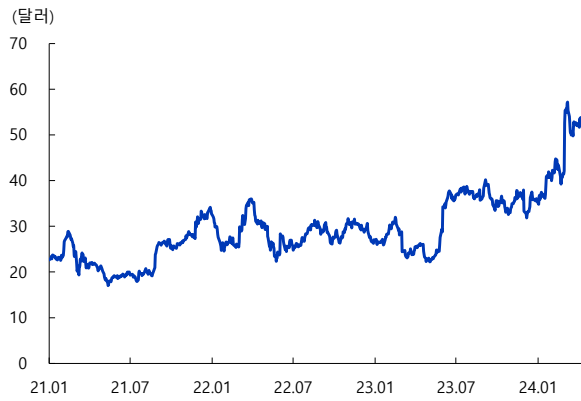
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] NetApp 주가 추이



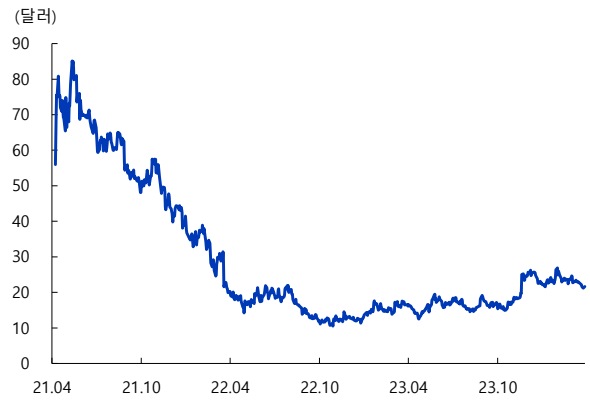
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 69] Pure Storage 주가 추이



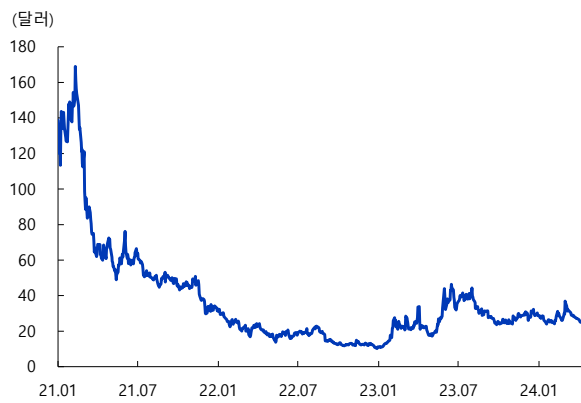
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 70] UiPath 주가 추이



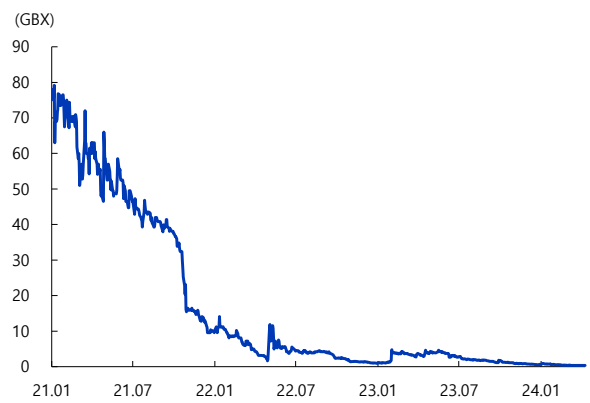
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 71] C3.ai 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 72] Vast Resources 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



KYOBO Securities

이 페이지는 편집상 공백입니다.

기업분석

기업명	기업코드	투자의견	제목
NAVER	035420 KR	Buy (TP: 280,000)	본격적인 클라우드 성과를 기다리며
카카오	035720 KR	Buy (TP: 64,000)	쇄신 후 드러날 AI 전략에 초점
NHN	181710 KR	Buy (TP: 30,000)	국내 공공 클라우드 및 일본 MSP 성장 전망

NAVER 035420

Apr 16, 2024

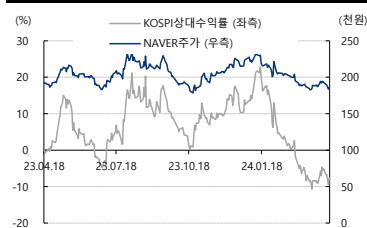
본격적인 클라우드 성과를 기다리며

Buy 유지
TP 280,000 원 하향

Company Data

현재가(04/15)	182,800 원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	234,500 원
52주 최저가(보통주)	178,300 원
KOSPI (04/15)	2,670.43p
KOSDAQ (04/15)	852.42p
자본금	165 억원
시가총액	296,883 억원
발행주식수(보통주)	16,241 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	83.5 만주
평균거래대금(60일)	1,573 억원
외국인지분(보통주)	45.49%
주요주주	
국민연금공단	8.23%
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.10%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	-4.0	-6.1
상대주가	-2.4	-11.2	-10.7

1Q24 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

1Q24 매출 2.49조원(YoY +9.2%), 영업이익 3,907억원(YoY +18.2%)을 기록, 시장 예상치(매출 2.50조원, 영업이익 3,898억원)에 부합했을 것으로 추정. 서치 플랫폼(YoY +4.0%, SA +4.8%, DA +3.2%) 매출은 SA 수요 견조하게 유지되는 가운데, 홈페이지 및 클럽 도입에 따른 체류시간 확대 및 지면 확대 효과로 DA 매출이 YoY 역성장 기조 탈피했을 것으로 예상. 한편 커머스 매출은 쇼핑 광고는 저조하나, 1) 브랜드스토어 거래액의 성장과 2) 브랜드솔루션(2%) & 도착보장(1.5%) 수수료 부과 효과 영향으로 YoY +8.3% 증가 예상. 클라우드 매출은 전년 동기 낮은 기저와 뉴로클라우드 매출의 반영으로 YoY +26.1% 예상. 콘텐츠 매출은 웹툰 수익화 확대에 +14.9% 성장 추정. 클

1Q24 영업비용은 2.1조원(YoY +7.7%), OPM은 15.7% 기록 예상. 개발/운영비는 효율적 인력 운용에 따라 YoY +4.7% 증가에 그쳤을 것으로 전망. 마케팅비는 웹툰 및 페이, 커머스 마케팅의 효율적 집행기조(매출 대비 14.6% 추정) 유지했을 것으로 추정. 한편 인프라비는 AI 투자 지속으로 YoY +21.5% 예상.

투자의견 Buy, 목표주가 280,000원으로 하향

투자의견 매수 유지, 목표주가는 280,000원으로 하향. 목표주가 하향은 일본 사업 축소 가능성을 반영하여 LY Coporation 지분에 대한 할인율을 50%로 상향하고, 클라우드 사업의 재무적 성과 가시화 속도와 웹툰 거래액 성장 둔화 추이를 반영해 클라우드 및 웹툰 부문에 적용되는 target multiple에 대한 global peer 대비 할인율을 50%로 상향함에 따름. 도입 속도에 대해서는 기대와 격차가 있으나, 1Q24 처음 온기로 반영되는 '뉴로클라우드'가 공공기관 및 금융권을 중심으로 적용처를 확대해나감에 클라우드 부문 B2B 사업자로서의 입지를 강화될 것으로 기대. 또한, 한국은행 및 금융감독원과 AI 관련 협업 체계를 준비하고 있어 B2B 클라우드 서비스의 신뢰도 역시 향상될 것으로 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	8,220	9,671	10,754	11,899	13,103
YoY(%)	20.6	17.6	11.2	10.6	10.1
영업이익(십억원)	1,305	1,489	1,708	1,993	2,349
OP마진(%)	15.9	15.4	15.9	16.7	17.9
순이익(십억원)	673	985	1,300	1,490	1,726
EPS(원)	4,634	6,180	8,228	9,427	10,925
YoY(%)	-95.4	33.4	33.1	14.6	15.9
PER(배)	38.3	36.2	22.6	19.7	17.0
PCR(배)	14.0	15.7	11.4	10.3	9.2
PBR(배)	1.3	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	16.0	17.8	13.1	11.0	9.2
ROE(%)	3.3	4.4	5.6	6.1	6.7



인터넷/게임 김동우

3771-9249,
20210135@iprovest.com

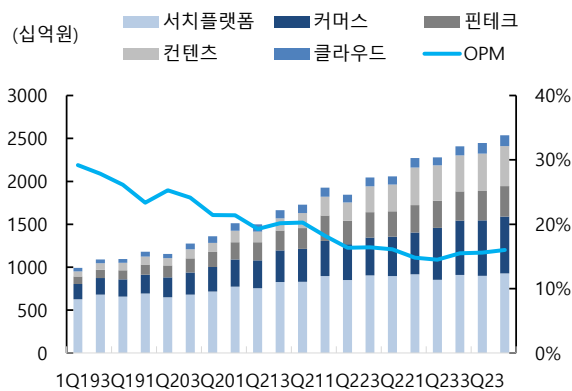
[도표 73] NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	1,845	2,046	2,057	2,272	2,280	2,408	2,445	2,537	2,491	2,654	2,729	2,881	6,818	8,220	9,671	10,754
성장률(YoY%)	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	9.2%	10.2%	11.6%	13.6%	28.5%	20.6%	17.6%	11.2%
서치플랫폼	850	906	896	916	852	910	899	928	886	953	952	996	3,308	3,568	3,589	3,787
검색	623	661	665	660	656	689	688	692	687	723	724	741	2,400	2,609	2,725	2,874
디스플레이	221	241	229	250	192	217	207	230	199	231	228	256	885	941	846	913
커머스	417	440	458	487	606	633	647	661	656	698	713	771	1,488	1,801	2,547	2,839
핀테크	275	296	296	320	318	340	341	356	358	375	387	409	979	1,187	1,355	1,528
콘텐츠	212	300	312	438	411	420	435	466	472	489	528	535	660	1,262	1,733	2,025
클라우드	92	105	95	111	93	105	124	126	118	139	148	170	383	403	447	575
영업비용	1,543	1,710	1,727	1,935	1,950	2,035	2,065	2,132	2,100	2,242	2,283	2,422	5,492	6,915	8,182	9,046
개발&운영	472	515	522	562	636	644	631	662	665	691	673	705	1,753	2,070	2,573	2,734
파트너	624	720	722	898	832	866	886	950	910	970	1,001	1,060	2,172	2,964	3,534	3,941
인프라	133	141	152	154	133	142	157	164	161	175	186	202	496	581	596	724
마케팅	315	333	331	322	350	383	390	357	364	406	423	455	1,072	1,301	1,480	1,648
영업이익	302	336	330	337	331	373	380	406	391	412	446	459	1,325	1,305	1,489	1,708
성장률(YoY%)	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	18.2%	10.7%	17.3%	13.2%	9.1%	-1.6%	14.1%	14.7%
OPM(%)	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	15.7%	15.5%	16.3%	15.9%	19.4%	15.9%	15.4%	15.9%
당기순이익	152	159	232	132	44	287	356	302	254	306	379	360	16,478	673	988	1,300
NPM(%)	8.2%	7.7%	11.3%	5.8%	1.9%	11.9%	14.6%	11.9%	10.2%	11.5%	13.9%	12.5%	241.7%	8.2%	10.2%	12.1%

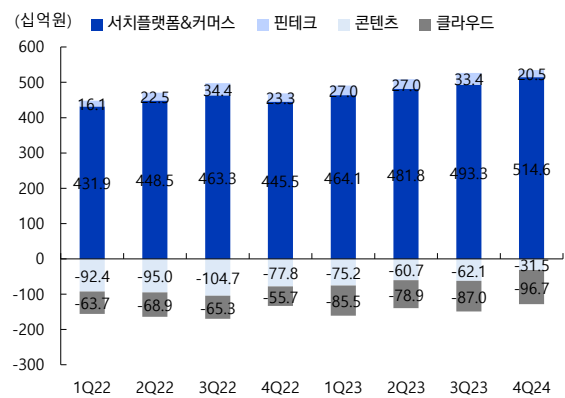
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 74] NAVER 사업부별 매출 & 영업이익률 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 75] NAVER 부문별 손익 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 76] NAVER SOTP Valuation

부문	단위	2024F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		43,562	
서치플랫폼	십억원	부문 가치	9,639	
	십억원	2024F 예상 매출액	3,787	
	%	영업이익률	35%	
	%	세율	35%	
	십억원	2024F 예상 순이익	862	
	배	target P/E	11.19	Amazon, Alphabet, Baidu, Meta, LY Corporation 가중평균 P/E 50% 할인
커머스	십억원	부문 가치	18,551	
	십억원	2024F 예상 거래액	49,206	Poshmark 제외
	배	target EV/GMV	0.38	쿠팡 12MF EV/GMV 50% 할인
파이낸셜	십억원	부문 가치	5,048	
	십억원	2024F 예상 거래대금	71,410	
	배	target EV/TPV	0.10	Paypal, Block, Affirm Holdings 평균 EV/TPV 50% 할인
	%	지분율	69%	
웹툰	십억원	부문 가치	2,456	
	십억원	2024F 예상 매출	1,756	
	배	target P/S	2.00	Netflix, Disney, Spotify, Tencent 평균 P/S 50%할인
	%	할인율	30%	상장 계획 고려, 30% 할인
클라우드	십억원	부문 가치	1,648	
	십억원	2024F 예상 매출액	575	
	배	target P/S	2.87	Amazon, Microsoft, Alphabet, Alibaba P/S 50% 할인
LY Corporation	십억원	부문 가치	4,096	
	십억원	시가총액	25,054	
	%	지분율	32.7%	
	%	할인율	50%	
자사주	십억원		2,124	
지분법 회사/자회사 가치			2,508	
CJ대한통운	십억원	지분 가치	148	할인율 30% 적용
		시가총액	2,696	
		지분율	7.9%	
CJ ENM	십억원	지분 가치	57	할인율 30% 적용
		시가총액	1,616	
		지분율	5.0%	
스튜디오드래곤	십억원	지분 가치	55	할인율 30% 적용
		시가총액	1,263	
		지분율	6.3%	
이마트	십억원	지분 가치	35	할인율 30% 적용
		시가총액	1,698	
		지분율	3.0%	
신세계인터내셔널	십억원	지분 가치	29	할인율 30% 적용
		시가총액	611	
		지분율	6.9%	
미래에셋증권	십억원	지분 가치	241	할인율 30% 적용
		시가총액	4,524	
		지분율	7.6%	
비엔엑스(위버스)	십억원	지분 가치	288	2021년 1월 4,118 억원 투자로 지분 49% 획득, 할인율 30% 적용
		지분율	49.0%	
포쉬마크	십억원	지분 가치	1,167	2023년 1월 5일 지분 100% 취득, 할인율 30% 적용
		지분율	100.0%	
왓패드	십억원	지분 가치	488	할인율 30% 적용
		기업 가치	697	
		지분율	100.0%	
총기업가치	십억원		46,071	
발행주식수	천 주		162,409	
적정 주가	원		283,673	
목표 주가	원		280,000	
현재 주가	원		182,800	
상승 여력	%		53.2%	

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[NAVER 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,754	11,899	13,103
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,754	11,899	13,103
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	6,915	8,182	9,046	9,906	10,753
영업이익	1,305	1,489	1,708	1,993	2,349
영업이익률 (%)	15.9	15.4	15.9	16.8	17.9
EBITDA	1,866	2,071	2,301	2,612	2,989
EBITDA Margin (%)	22.7	21.4	21.4	21.9	22.8
영업외손익	-221	-7	247	247	247
관계기업손익	97	267	397	397	397
금융수익	679	603	589	589	589
금융비용	-932	-683	-672	-672	-672
기타	-65	-195	-67	-67	-67
법인세비용차감전순손익	1,084	1,481	1,955	2,240	2,596
법인세비용	411	496	655	751	870
계속사업순손익	673	985	1,300	1,490	1,726
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,300	1,490	1,726
당기순이익률 (%)	8.2	10.2	12.1	12.5	13.2
비재계분순이익	-87	-27	-36	-41	-48
지배지분순이익	760	1,012	1,336	1,531	1,774
지배순이익률 (%)	9.2	10.5	12.4	12.9	13.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1,388	-261	-292	-292	-292
포괄순이익	-715	724	1,008	1,198	1,434
비재계분포괄이익	-34	-24	-34	-40	-48
지배지분포괄이익	-681	749	1,042	1,238	1,483

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453	2,002	1,904	2,117	2,371
당기순이익	673	985	1,300	1,490	1,726
비현금항목의 가감	1,318	1,327	1,314	1,404	1,508
감가상각비	519	528	541	570	594
외환손익	80	-30	-62	-62	-62
지분법평가손익	-97	-267	-397	-397	-397
기타	816	1,096	1,231	1,292	1,373
자산부채의 증감	307	360	-84	-88	-91
기타현금흐름	-845	-670	-625	-689	-773
투자활동 현금흐름	-1,216	-950	-1,173	-1,366	-1,428
투자자산	101	602	534	534	534
유형자산	-701	-641	-600	-700	-700
기타	-616	-911	-1,107	-1,200	-1,262
재무활동 현금흐름	-339	-110	-55	-230	-230
단기차입금	-219	-371	-371	-371	-371
사채	0	177	177	177	177
장기차입금	6	218	218	218	218
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-213	-62	-181	-182	-182
기타	87	-71	102	-71	-71
현금의 증감	-57	852	1,161	1,429	1,579
기초 현금	2,781	2,724	3,576	4,738	6,167
기말 현금	2,724	3,576	4,738	6,167	7,746
NOPLAT	810	990	1,136	1,325	1,562
FCF	978	1,291	1,044	1,156	1,411

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,440	7,028	8,251	9,903	11,850
현금및현금성자산	2,724	3,576	4,738	6,167	7,746
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	2,043	2,448	2,936
재고자산	9	15	16	18	20
기타유동자산	2,191	1,731	1,454	1,270	1,147
비유동자산	27,459	28,710	28,456	28,278	28,080
유형자산	2,458	2,742	2,800	2,930	3,036
관계기업투자금	18,541	17,589	17,322	17,054	16,787
기타금융자산	3,803	3,642	3,642	3,642	3,642
기타비유동자산	2,658	4,737	4,692	4,651	4,614
자산총계	33,899	35,738	36,707	38,181	39,929
유동부채	5,481	6,306	5,704	5,394	5,097
매입채무 및 기타채무	2,935	3,873	3,873	3,873	3,873
차입금	261	333	-38	-409	-780
유동성채무	1,120	443	617	617	617
기타금융부채	1,164	1,657	1,252	1,313	1,387
비유동부채	4,968	5,194	5,559	5,933	6,315
차입금	328	994	1,212	1,430	1,648
사채	1,705	1,656	1,832	2,009	2,185
기타비유동부채	2,936	2,545	2,515	2,494	2,482
부채총계	10,449	11,500	11,263	11,327	11,413
지배지분	22,744	23,206	24,361	25,710	27,302
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	23,646	24,544	25,699	27,048	28,641
기타자본변동	-840	-607	-607	-607	-607
비지배지분	706	1,032	1,083	1,143	1,214
자본총계	23,450	24,238	25,444	26,853	28,517
총차입금	4,760	4,648	4,784	4,753	4,729

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	8,228	9,427	10,925
PER	38.3	36.2	22.6	19.7	17.0
BPS	138,642	142,887	149,998	158,305	168,110
PBR	1.3	1.6	1.2	1.2	1.1
EBITDAPS	11,372	12,644	14,166	16,081	18,402
EV/EBITDA	16.0	17.8	13.1	11.0	9.2
SPS	50,107	59,039	66,218	73,268	80,678
PSR	3.5	3.8	2.8	2.5	2.3
CFPS	5,962	7,884	6,427	7,119	8,686
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	20.6	17.6	11.2	10.6	10.1
영업이익 증가율	-1.6	14.1	14.7	16.7	17.9
순이익 증가율	-95.9	46.3	32.0	14.6	15.9
수익성					
ROIC	54.4	38.8	32.9	34.3	35.6
ROA	2.2	2.9	3.7	4.1	4.5
ROE	3.3	4.4	5.6	6.1	6.7
안정성					
부채비율	44.6	47.4	44.3	42.2	40.0
순차입금비용	14.0	13.0	13.0	12.4	11.8
이자보상배율	18.2	11.7	12.8	14.9	17.4

카카오 035720

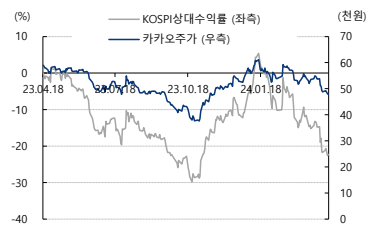
Apr 16, 2024

쇄신 후 드러날 AI 전략에 초점

Buy 유지
TP 64,000 원 하향

Company Data	
현재가(04/15)	47,750 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	61,100 원
52 주 최저가(보통주)	37,600 원
KOSPI (04/15)	2,670.43p
KOSDAQ (04/15)	852.42p
자본금	445 억원
시가총액	212,604 억원
발행주식수(보통주)	44,328 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	123.7 만주
평균거래대금(60 일)	639 억원
외국인지분(보통주)	28.06%
주요주주	
김범수 외 92 인	24.13%
MAXIMO PTE	6.29%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.2	9.6	-18.5
상대주가	-14.2	1.4	-22.5



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

1Q24 preview: 매출 컨센서스 부합 & 영업이익 하회 예상

1Q24 매출은 1조 9,751억원(YoY +21.6%)으로 시장 추정치(1조 9,768억원)에 부합한 반면, 영업이익은 1,103억원(YoY +76.2%)로 컨센서스(1,223억원)을 하회했을 것으로 추정. 특비즈 광고 매출은 광고 경기 회복이 더딘 가운데 계절성 반영되며 2,965억원(QoQ -2.8%) 추정. 거래형 매출은 선물하기 수익 인식 시점 변화(결제→사용 시점) 기준 2,375억원 기록(QoQ +2.1%, YoY +2.0%) 예상. 플랫폼 기타는 모빌리티 회계 변경(총액→순액) 기준 3,365억원(QoQ +1.6%, YoY +20.2%) 추정. 콘텐츠 중 게임 매출은 R.O.M 출시에도 기존작 매출 하향 영향으로 2,394억원(QoQ +3.3%, YoY -3.2%) 추정. 뮤직 부문은 엔씨티 드림 컴백 활동 반영일수 제한적임에 따라 4,740억원(QoQ -4.8%, YoY +104.3%) 예상.

1Q24 영업이익은 1,103억원으로 컨센서스(1,223원) 하회, OPM은 5.6% 수준 기록 예상. 인건비는 상여 인식 영향으로 QoQ +5.1%, YoY +10.8% 증가 추정. 감가상각비는 데이터센터 증가에 따른 상각비 반영으로 QoQ +10.2%, YoY +54.1% 기록 추정. 마케팅비는 게임 및 스토리 마케팅 효율적 집행으로 QoQ +2.6%, Yoy +9.9% 수준 예상.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 64,000원으로 하향

투자 의견 매수 유지, 목표주가는 64,000원으로 하향. 목표주가 하향은 자회사 & 투자회사 지분가치 조정을 반영. 감가상각비 및 상여금 반영으로 1Q24 영업이익은 시장 눈높이를 하회할 것으로 전망하지만, 가벼워진 비용 구조 하에서 OPM 상승을 동반한 매출 성장이 이루어지는 방향성은 기존과 동일. 전사 조직 개편이 이루어지면서 신사업(헬스케어, 오픈채팅 및 로컬서비스, AI 콘텐츠봇 등)의 도입 속도가 더뎠고 있으나, 신임 CEO 체제 하 AI 사업 로드맵에 따라 새로운 기대감이 형성 가능할 것으로 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(억원)	6,799	7,557	8,586	9,639	10,703
YoY(%)	15.0	11.2	13.6	12.3	11.0
영업이익(억원)	569	461	683	926	1,186
OP 마진(%)	8.4	6.1	8.0	9.6	11.1
순이익(억원)	1,067	-1,817	496	670	856
EPS(원)	3,049	-2,276	1,099	1,487	1,901
YoY(%)	-2.3	적전	흑전	35.3	27.8
PER(배)	17.4	-23.9	43.5	32.2	25.2
PCR(배)	15.9	12.1	5.7	5.3	4.9
PBR(배)	2.4	2.5	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	21.3	20.7	15.5	13.0	11.3
ROE(%)	13.6	-10.3	4.9	6.3	7.5

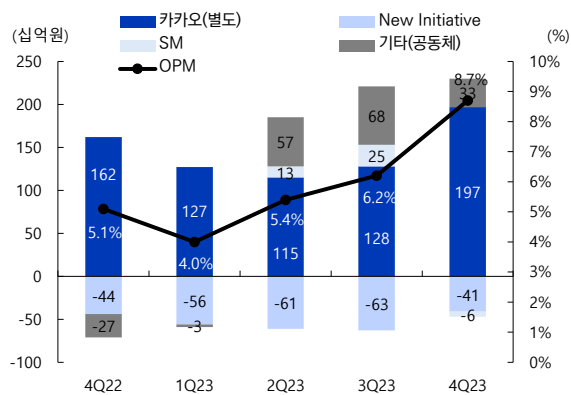
[도표 77] 카카오 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	1,623.8	1,923.3	2,011.5	1,998.5	1,975.1	2,103.7	2,196.8	2,310.8	6,799.0	7,557.0	8,586.5
성장률(YoY %)	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	21.6%	9.4%	9.2%	15.6%	10.8%	11.1%	13.6%
플랫폼부문	848.1	869.5	880.0	956.8	953.9	962.9	994.2	1,051.4	3,462.6	3,554.4	3,962.4
특비즈	484.7	480.4	479.5	537.6	534.0	527.5	545.9	594.1	1,901.7	1,982.2	2,201.6
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	83.4	85.1	86.8	92.2	424.1	344.3	347.6
플랫폼 기타	279.8	299.6	317.3	331.2	336.5	350.2	361.4	365.1	1,136.8	1,227.9	1,413.2
콘텐츠부문	775.6	1,053.8	1,131.5	1,041.7	1,021.2	1,140.8	1,202.6	1,259.4	3,336.5	4,002.6	4,624.1
뮤직	232.0	480.7	513.3	497.9	474.0	521.4	533.8	574.2	920.9	922.1	925.2
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	225.2	229.0	239.9	231.1	920.9	922.1	925.2
게임	247.3	268.6	262.0	231.6	239.4	299.0	331.4	350.0	1,109.5	1,009.5	1,219.8
미디어	67.7	73.5	107.0	98.8	82.7	91.4	97.6	104.1	412.0	347.0	375.8
영업비용	1,561.2	1,810.2	1,887.2	1,837.6	1,864.8	1,940.9	2,015.1	2,083.1	6,229.7	7,096.1	7,903.9
인건비	448.0	472.4	467.5	472.3	496.3	491.8	501.8	506.6	1,701.0	1,860.2	1,996.5
매출연동비	642.4	780.4	849.4	714.2	705.1	757.3	797.4	831.9	2,654.4	2,986.4	3,091.8
외주인프라비	174.0	205.2	198.8	256.8	258.1	273.6	284.8	298.4	684.4	834.9	1,114.8
마케팅비	97.0	100.4	104.5	103.9	106.6	110.5	115.6	122.0	417.2	405.8	454.7
상각비	150.3	192.2	198.4	210.1	231.6	236.3	241.0	245.8	580.4	750.9	954.7
기타	49.6	59.6	68.6	80.2	67.0	71.4	74.6	78.4	192.4	258.0	291.4
영업이익	62.6	113.1	124.3	160.9	110.3	162.8	181.7	227.8	569.4	460.9	682.6
성장률(YoY %)	-58.6%	-33.5%	-16.4%	61.4%	76.2%	44.0%	46.2%	41.6%	-4.3%	-19.1%	48.1%
OPM(%)	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	5.6%	7.7%	8.3%	9.9%	8.4%	6.1%	7.9%
지배주주순이익	70.7	56.1	21.1	-1,160.4	79.3	113.7	119.7	175.1	1,358.0	-1,012.6	487.8
NPM(%)	4.4%	2.9%	1.0%	-58.1%	4.0%	5.4%	5.5%	7.6%	20.0%	-13.4%	5.7%

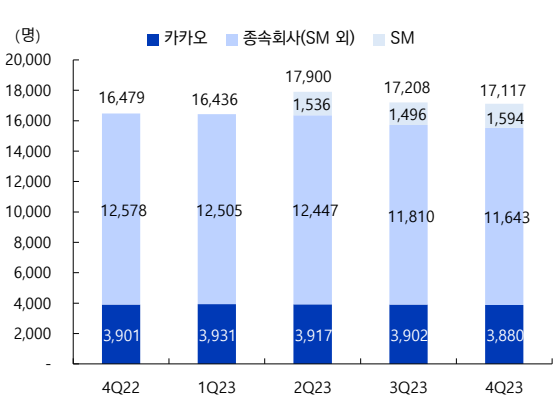
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 카카오 사업부별 영업손익 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 카카오 분기별 인원 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 80] 카카오 SOTP Valuation

부문	단위	2024F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		12,042	
광고	십억원	부문 가치	7,791	
	십억원	2024년 예상 매출액	1,582	특비즈 광고 + 포털 광고
	%	영업이익률	35%	
	%	세율	30%	
	십억원	2024년 예상 순이익	388	
	배	target P/E	20.1	Alphabet, Meta Platforms, Tencent, Baidu P/E 가중평균
커머스	십억원	부문 가치	4,252	
	십억원	2024년 예상 거래액	11,189	
	배	target EV/GMV	0.38	쿠팡 EV/GMV 50% 할인
지분 가치			15,875	
카카오페이	십억원	부문 가치	1,087	
	십억원	시가총액	4,675	
	%	지분율	46.5%	
	%	할인율	50%	상장사 50% 할인
카카오게임즈	십억원	부문 가치	347	
	십억원	시가총액	1,698	
	%	지분율	40.9%	
	%	할인율	50%	상장사 50% 할인
카카오뱅크	십억원	지분 가치	1,612	
	십억원	시가총액	11,852	
	%	지분율	27.2%	
	%	할인율	50%	상장사 50% 할인
카카오엔터테인먼트	십억원	지분 가치	4,732	2021년 10월 25일 직원 대상으로 주당 255,116 원에 유상증자(기업가치 10조)
	%	지분율	66.0%	
	%	할인율	30.0%	30% 할인
픽코마	십억원	지분 가치	5,612	
	십억원	기업가치	8,800	2021년 5월 홍콩계 PEF Anchor Equity가 5,600억원 투자로 지분 7.1% 확보(기업가치 8.8조)
	%	지분율	91.1%	
	%	할인율	30.0%	30% 할인
모빌리티	십억원	지분 가치	965	
	십억원	기업가치	2,405	2024년 매출 전망치 6685억원 및 우버 PSR 3.6배 적용
	%	지분율	57.3%	
	%	할인율	30%	30% 할인
카카오엔터프라이즈	십억원	지분 가치	851	
	%	지분율	85.1%	
두나무	십억원	지분 가치	316	두나무 자기주식 처분 결정가 기준 기업가치 2.9조원 적용
	%	지분율	10.9%	
에스엠	십억원	부문 가치	353	
	십억원	시가총액	1,772	
	%	지분율	39.9%	
	%	할인율	50%	상장사 50% 할인
총기업가치	십억원		27,917	
자사주	십억원		581	
적정시가총액	십억원		28,498	
발행주식수	천 주		444,850	
적정주가	원		64,062	
목표주가	원		64,000	
현재주가	원		47,750	
상승여력	%		34%	

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

NHN 181710

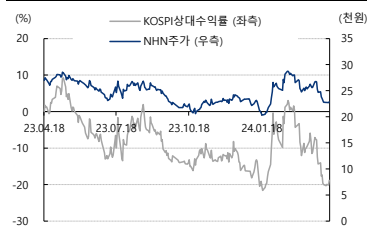
Apr 16, 2024

국내 공공 클라우드 및 일본 MSP 성장 전망

Buy 유지
TP 30,000 원 유지

Company Data	
현재가(04/15)	22,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	28,750 원
52 주 최저가(보통주)	20,350 원
KOSPI (04/15)	2,670.43p
KOSDAQ (04/15)	852.42p
자본금	188 억원
시가총액	7,564 억원
발행주식수(보통주)	3,377 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.8 만주
평균거래대금(60 일)	15 억원
외국인지분(보통주)	11.41%
주요주주	
이준호 외 21 인	55.20%
국민연금공단	8.83%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.6	1.6	-15.2
상대주가	-8.6	-6.1	-19.4



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

1Q24 preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

NHN 1Q24 매출은 5,963억원(YoY +8.7%, QoQ -0.3%), 영업이익은 232억원(YoY +21.2%, QoQ 호갯전환)으로 시장 예상치(매출 6,039억원, 이익 237억원)에 부합했을 것으로 추정. 게임 매출은 웹보드 계절적 성수기 효과로 1,208억원(YoY +8.1%, QoQ +3.3%)을 기록했을 것으로 예상. 결제&광고 매출은 페이코 및 NHN KCP 매출 성장이 지속되며 2,816억원(YoY +12.9%, QoQ -3.9%), 커머스 매출은 아이코닉 인수 효과 반영으로 672억원(YoY +32.9%, QoQ -8.4%)을 기록했을 것으로 추정. 기술 매출은 전년 동기 이연 매출 반영에 따른 높은 기저 영향으로 931억원(YoY -7.0%, QoQ +18.0%) 기록 전망.

1Q24 영업비용은 5,731억원 기록 추정. 항목별로 지급수수료는 전년 동기비 결제, 커머스 매출 증가에 따라 3,852억원(YoY +10.4%, 매출 대비 64.6%), 감가상각비는 광주 AI 데이터센터 관련 상각비 인식에 따라 264억원(YoY +26.4%) 기록 추정. 인건비는 보수적인 채용 기조에 따라 1,178억원(QoQ +4.5%, YoY +2.8%) 추정.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 30,000원 유지

투자의견 Buy 유지, 목표주가 30,000원으로 유지. 2024년 국내 공공 클라우드 전환 예산 집행이 전년에 비해 적극적으로 이루어질 것으로 예상되며, 일본, 한국 등 아시아 지역에 대한 글로벌 빅테크의 공격적인 투자에 따라 동사의 MSP 사업 수혜가 가능할 것으로 전망. 특히 NHN 테코러스는 'AWS 프리미어 티어 컨설팅 파트너'로서 일본 지역 AWS 클라우드 구축, 운영, 컨설팅, 기술 지원 등을 제공하는 종합지원 서비스 'C-Chorus'를 통한 성장이 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(억원)	2,115	2,270	2,555	2,845	3,135
YoY(%)	9.9	7.3	12.6	11.3	10.2
영업이익(억원)	39	56	103	155	210
OP 마진(%)	1.8	2.5	4.0	5.4	6.7
순이익(억원)	-32	-23	79	118	160
EPS(원)	-869	-243	2,220	3,318	4,494
YoY(%)	적전	적지	흑전	49.5	35.4
PER(배)	-28.7	-96.3	10.3	6.9	5.1
PCR(배)	6.1	3.7	2.9	2.5	2.2
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	2.6	1.8	1.2
ROE(%)	-1.8	-0.5	4.5	6.5	8.2

[도표 81] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	520.5	511.3	522.4	560.7	548.3	551.4	571.5	598.3	596.3	613.0	644.3	701.8	2,114.9	2,269.6	2,555.4
성장률(YoY %)	15.2%	12.8%	10.6%	2.7%	5.4%	7.8%	9.4%	6.7%	8.7%	11.2%	12.7%	17.3%	9.9%	7.3%	12.6%
게임매출	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	107.2	110.2	111.8	120.8	115.9	117.1	121.7	437.7	446.2	475.6
PC	42.9	41.0	44.6	39.7	43.2	40.7	39.8	39.2	41.6	39.2	39.9	41.9	168.2	162.9	162.6
모바일	65.9	63.1	71.3	69.2	73.8	66.6	70.4	72.5	79.3	76.7	78.0	83.1	269.5	283.3	317.0
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	258.0	265.1	293.0	281.6	294.0	309.1	320.8	889.8	1,065.5	1,205.6
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	51.9	60.7	73.4	67.2	66.9	66.3	77.5	326.5	236.5	277.9
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	93.6	95.4	78.9	93.1	98.7	112.7	142.2	308.9	368.0	446.8
컨텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	50.0	49.8	43.4	47.4	48.9	49.4	197.5	192.1	189.0
기타/내부거래	-12.8	-10.0	-9.0	-13.7	-10.6	-9.7	-9.9	-9.8	-9.9	-9.8	-9.9	-9.8	-45.6	-40.1	-39.4
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	529.2	530.5	548.2	606.1	573.1	589.4	617.1	673.0	2,075.8	2,214.0	2,452.5
지급수수료	338.2	327.4	335.5	364.1	352.4	355.8	367.9	414.7	385.2	397.3	420.7	466.7	1,365.3	1,490.6	1,669.8
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	114.5	115.9	115.7	112.8	117.8	119.4	118.5	122.1	419.2	458.9	477.8
광고선전비	27.4	37.4	33.9	28.1	20.1	19.4	19.8	19.1	19.7	20.8	22.6	24.9	126.8	78.3	88.0
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.6	21.0	20.0	21.1	31.7	26.4	26.2	26.4	26.7	78.8	93.9	105.7
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.5	6.5	6.0	-3.3	4.1	4.2	4.5	4.8	25.8	15.7	17.7
기타	12.4	15.9	15.6	16.1	14.7	13.0	17.8	31.1	19.9	21.5	24.4	27.8	60.0	76.6	93.6
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	19.1	20.9	23.4	-7.8	23.2	23.7	27.3	28.8	39.1	55.6	102.9
성장률(YoY %)	-3.8%	-7.4%	-7.0%	-6.0%	2.3%	30.2%	18.1%	-17.7%	2.1%	1.3%	1.7%	-47.1%	-60.1%	42.4%	85.0%
OPM(%)	3.0%	1.0%	1.6%	1.8%	3.5%	3.8%	4.1%	-1.3%	3.9%	3.9%	4.2%	4.1%	1.8%	2.4%	4.0%
순이익	-4.5	-5.3	21.4	-43.4	25.6	15.4	8.0	-72.1	23.3	20.1	21.3	14.2	-31.8	-23.1	78.9
NPM(%)	-0.9%	-1.0%	4.1%	-7.7%	4.7%	2.8%	1.4%	-12.0%	3.9%	3.3%	3.3%	2.0%	-1.5%	-1.0%	3.1%

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 82] NHN 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024	다키스트데이즈	좀비 아포칼립스	글로벌	PC/콘솔	NHN 퍼블리싱 & 개발
	우파루오딧세이 글로벌	SNG	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱
	프로젝트 G	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발
	스텔라 판타지	서브컬처 수집형 RPG	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱
	페블시티	블록체인 소셜카지노	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
	히든위치	퍼즐	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
2025	프로젝트 RE	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN 퍼블리싱
	프로젝트 BA	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발
	타이거게이트	캐주얼 PvP	글로벌	-	NHN PlayArts 퍼블리싱 & 개발
	드림해커	액션	글로벌	-	NHN PlayArt 퍼블리싱 & 개발
	프로젝트 MM	퍼즐	글로벌	-	NHN 퍼블리싱 & 개발
	프로젝트 D	액션	글로벌	-	NHN PlayArt 퍼블리싱 & 개발

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 83] NHN SOTP Valuation

(단위: 십억원, 천 주)

부문	단위	12MF	가치 산정	비고
게임 부문 가치	십억원		360	
	십억원	12MF 게임 NOPLAT	35.7	영업이익률 10%, 법인세율 25% 가정 글로벌 게임사 peer 12MF PER 평균 50% 할인
	배	target PER	10.1	
자산 가치			735	
페이코 가치	십억원	부문 가치	188	
	십억원	시가총액	785	외부 투자 유치 가치 7,850 억원
	%	지분율	48%	
	%	할인율	50%	
				자회사 할인 50% 적용
NHN 클라우드	십억원	부문 가치	435	
	십억원	시가총액	1,000	외부 투자 유치 가치 1 조원
	%	지분율	87%	
	%	할인율	50%	자회사 할인 50% 적용
NHN KCP	십억원	지분 가치	98	
	십억원	시가총액	461	상장자회사 50% 할인
	%	지분율	42.6%	
	%	할인율	50%	
NHN 박스	십억원	지분 가치	15	
	십억원	시가총액	66	상장자회사 50% 할인
	%	지분율	45.3%	
	%	할인율	50%	
적정시가총액	십억원		1,095	
발행주식수	천 주		36,017	
적정주가	원		30,401	
목표주가	원		30,000	
현재주가	원		22,400	
상승여력	%		33.9%	

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 84] NHN 서브컬처 ARPG '스텔라 판타지'



자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 85] NHN 좀비 아포칼립스 루트슈터 '다키스트 데이즈'



자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,115	2,270	2,555	2,845	3,135
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,115	2,270	2,555	2,845	3,135
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,076	2,214	2,453	2,690	2,925
영업이익	39	56	103	155	210
영업이익률 (%)	1.8	2.4	4.0	5.4	6.7
EBITDA	118	149	183	224	270
EBITDA Margin (%)	5.6	6.6	7.2	7.9	8.6
영업외손익	-38	-43	2	2	2
관계기업손익	-8	5	5	5	5
금융수익	74	81	81	81	81
금융비용	-85	-78	-62	-62	-62
기타	-19	-51	-22	-22	-22
법인세비용차감전순이익	2	13	105	156	212
법인세비용	33	36	26	38	52
계속사업순이익	-32	-23	79	118	160
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-32	-23	79	118	160
당기순이익률 (%)	-1.5	-1.0	3.1	4.1	5.1
비지배지분순이익	0	-15	4	6	8
지배지분순이익	-32	-9	75	112	152
지배순이익률 (%)	-1.5	-0.4	2.9	3.9	4.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-45	0	-3	-3	-3
포괄순이익	-77	-23	76	115	156
비지배지분포괄이익	5	-15	4	6	8
지배지분포괄이익	-82	-8	72	109	149

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	26	165	176	203	235
당기순이익	-32	-23	79	118	160
비현금항목의 가감	182	232	193	193	195
감가상각비	59	75	65	56	48
외환손익	3	-1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	-5	-5	-5
기타	120	157	135	145	154
자산부채의 증감	-29	15	-72	-72	-72
기타현금흐름	-95	-59	-25	-36	-47
투자활동 현금흐름	11	-294	-41	-41	-41
투자자산	230	87	15	15	15
유형자산	-130	-318	0	0	0
기타	-88	-64	-56	-56	-56
재무활동 현금흐름	1	269	108	151	151
단기차입금	-18	-9	-9	-9	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	31	167	15	15	15
자본의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
현금배당	-2	-6	-17	-16	-16
기타	-9	117	120	162	162
현금의 증감	34	141	29	101	123
기초 현금	596	631	772	801	902
기말 현금	631	772	801	902	1,024
NOPLAT	-815	-99	78	117	158
FCF	-895	-308	86	114	146

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,349	1,537	1,667	1,882	2,137
현금및현금성자산	631	772	801	902	1,024
매출채권 및 기타채권	457	493	583	688	811
재고자산	47	67	75	84	93
기타유동자산	214	206	207	208	209
비유동자산	1,677	1,912	1,812	1,724	1,646
유형자산	483	706	642	586	538
관계기업투자금	214	195	180	164	149
기타금융자산	407	337	337	337	337
기타비유동자산	572	674	654	637	622
자산총계	3,025	3,450	3,479	3,606	3,783
유동부채	747	888	826	815	805
매입채무 및 기타채무	559	664	664	664	664
차입금	41	53	44	35	26
유동성채무	22	42	0	0	0
기타유동부채	126	129	118	116	115
비유동부채	286	571	593	614	636
차입금	45	179	194	209	224
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	241	392	398	405	412
부채총계	1,033	1,460	1,419	1,429	1,441
지배지분	1,693	1,631	1,689	1,785	1,920
자본금	19	19	18	18	18
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	580	524	582	677	813
기타자본변동	-135	-141	-141	-141	-141
비지배지분	299	358	371	392	422
자본총계	1,992	1,990	2,060	2,177	2,342
총차입금	141	323	290	298	306

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

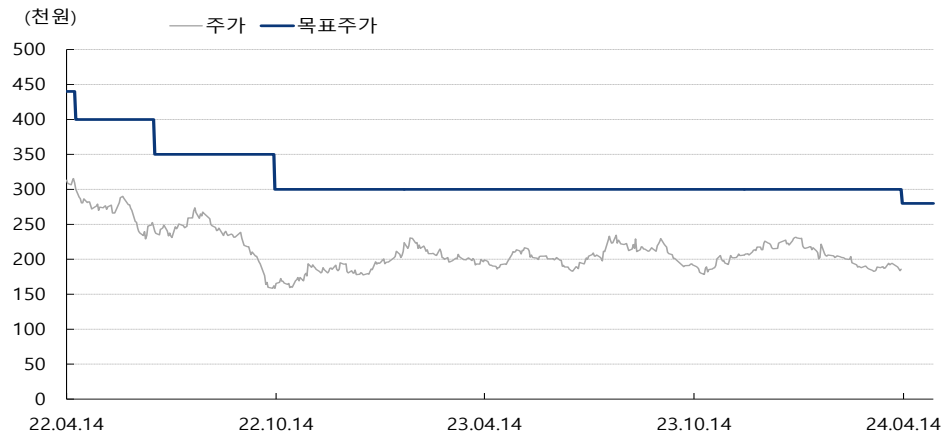
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-869	-243	2,220	3,318	4,494
PER	-28.7	-96.3	10.3	6.9	5.1
BPS	47,006	46,697	50,019	52,850	56,857
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	3,189	4,247	5,434	6,639	7,996
EV/EBITDA	4.5	3.9	2.6	1.8	1.2
SPS	57,229	64,477	75,679	84,255	92,848
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
CFPS	-24,230	-8,748	2,560	3,375	4,326
DPS	0	500	500	500	500

재무비율

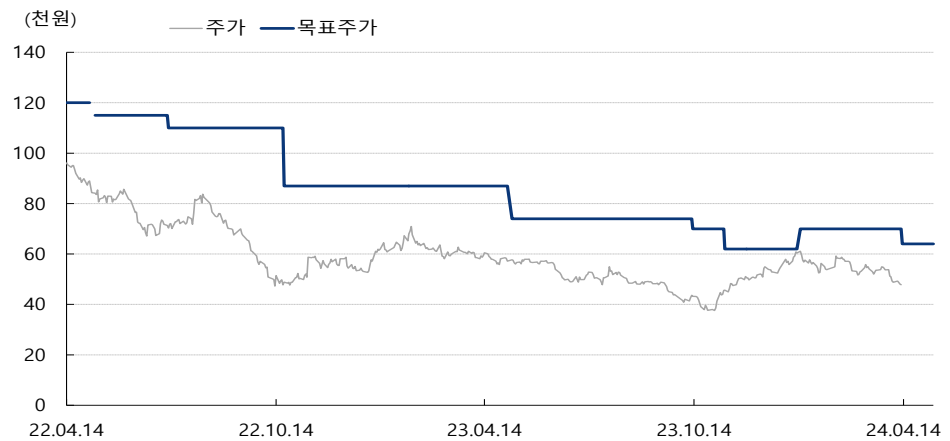
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	9.9	7.3	12.6	11.3	10.2
영업이익 증가율	-60.1	42.4	85.0	50.4	35.8
순이익 증가율	적진	적지	흑진	49.5	35.4
수익성					
ROIC	-118.7	-11.3	7.9	11.5	14.8
ROA	-1.1	-0.3	2.2	3.2	4.1
ROE	-1.8	-0.5	4.5	6.5	8.2
안정성					
부채비율	51.8	73.4	68.9	65.7	61.6
순차입금비율	4.7	9.4	8.3	8.3	8.1
이자보상배율	4.3	2.4	5.1	7.5	10.0

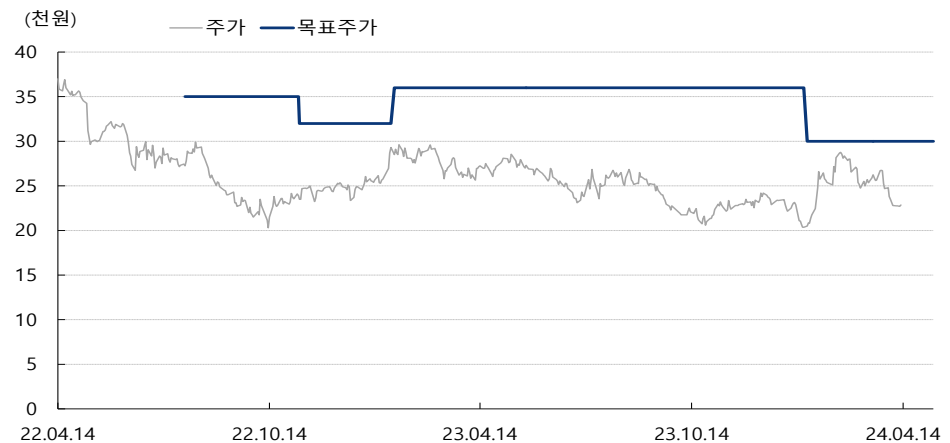
NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이



카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이



NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.06.25	매수	480,000	(20.60)	(8.13)	2023.02.06	매수	300,000	(43.0)	(30.2)
2021.07.14	매수	480,000	(19.76)	(6.46)	2023.03.29	매수	300,000	(53.8)	(44.9)
2021.07.23	매수	550,000			2023.05.08	매수	300,000	(31.4)	(27.6)
	담당자 변경				2023.06.22	매수	300,000	(58.9)	(53.5)
2022.03.07	매수	440,000	(32.9)	(25.0)	2023.07.11	매수	300,000	(42.8)	(25.8)
2022.04.22	매수	400,000	(41.5)	(28.0)	2023.08.07	매수	300,000	(39.4)	(27.9)
2022.06.30	매수	350,000	(57.5)	(30.8)	2023.10.10	매수	300,000	(59.7)	(49.6)
2022.08.08	매수	350,000	(79.9)	(72.4)	2023.11.06	매수	300,000	(41.5)	(30.7)
2022.10.13	매수	300,000	(62.4)	(52.7)	2024.01.10	매수	300,000	(37.3)	(29.6)
2022.11.08	매수	300,000	(48.9)	(34.2)	2024.02.05	매수	300,000	(54.7)	(44.2)
2023.01.10	매수	300,000	(48.9)	(34.2)	2024.04.16	매수	280,000		

자료: 교보증권 리서치센터

카카오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.08.26	매수	190,000			2023.02.13	매수	87,000	(42.7)	(33.8)
	담당자 변경				2023.04.20	매수	87,000	(51.7)	(48.7)
2022.03.07	매수	120,000	(17.8)	(10.6)	2023.05.08	매수	74,000	(31.4)	(27.6)
2022.04.19	매수	120,000	(32.3)	(26.2)	2023.06.22	매수	74,000	(46.1)	(34.8)
2022.05.07	매수	115,000	(39.3)	(34.2)	2023.08.04	매수	74,000	(54.9)	(40.2)
2022.06.12	매수	115,000	(61.2)	(34.2)	2023.10.13	매수	70,000	(53.4)	(32.6)
2022.07.12	매수	110,000	(50.3)	(34.6)	2023.11.06	매수	70,000	(57.5)	(53.5)
2022.08.05	매수	110,000	(64.9)	(31.4)	2023.11.10	매수	62,000	(18.5)	(2.0)
2022.10.21	매수	87,000	(75.7)	(66.3)	2024.01.15	매수	70,000	(24.9)	(14.6)
2022.11.04	매수	87,000	(56.3)	(42.4)	2024.02.16	매수	70,000	(28.4)	(14.6)
2023.01.10	매수	87,000	(36.1)	(22.7)	2024.04.16	매수	64,000		

자료: 교보증권 리서치센터

NHN 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	35,000	(23.2)	(20.1)					
2022.08.10	매수	35,000	(45.6)	(17.1)					
2022.11.09	매수	32,000	(27.9)	(9.2)					
2023.01.30	매수	36,000	(23.1)	(17.8)					
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)					
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)					
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)					
2023.08.14	매수	36,000	(47.8)	(34.1)					
2023.10.18	매수	36,000	(59.6)	(48.8)					
2024.01.22	매수	30,000	(18.6)	(4.3)					
2024.04.16	매수	30,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6%	2.9%	1.5%	0.0%

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하