

이제는 효자 노릇하는 AI

매수
(유지)목표가: 340,000원
상승여력: 59.6%

임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

AI 사업 현황

국내 최초 초거대 AI 개발하며 AI 기술 상용화 본격화

- 21년 5월 초거대 AI 하이퍼클로바 공개. GPT-3를 능가하는 2,040억 파라미터 보유
- 클로바, 클로바더빙, 클로바노트(음성 기록) 등의 서비스들을 통해 AI 기술 상용화 중
- 음성인식 AI 앱 클로바노트 월간 다운로드 20만건 돌파, MAU 50만명 이상 추정
- 5월 진출한 일본 지역 다운로드 수도 7만건 이상을 유지. 글로벌 확장 가능성 기대
- 2Q22 클로바/랩스 부문 매출액은 131억원으로 전체 매출의 0.6% 비중

사업부문별

AI 시너지 효과

AI 기술이 주요 사업부문 성장의 핵심 키로 작용하기 시작

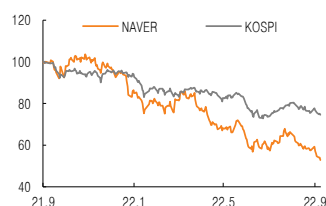
- 광고는 AI 기반 타게팅 기술 고도화로 체류시간당 광고 매출액 고속 성장 지속 전망
2Q NAVER 체류시간 1분당 서치플랫폼 발생 매출액 YoY 20% 성장 추정(그림 4)
- 커머스는 AI를 통한 상품 추천 최적화로 체류시간당 소비 금액 증가가 지속될 전망
2Q 네이버쇼핑 체류시간 1분당 소비금액은 27%, 커머스 광고 매출은 24% 증가 추정
- 웹툰은 AI 툴 도입을 통한 생산성 향상으로 플랫폼 내 양질의 콘텐츠 공급 증가 기대
AI 기반 불법 방지 시스템으로 콘텐츠 피해 규모 최소화. 연 2천억원 이상 효과 추정

투자 의견 및 목표주가

투자 의견 '매수', 목표주가 340,000원 유지

- 전방시장 침체 속 단기 주가 모멘텀 부재. 반등을 위해서는 수익성 개선 확인이 필요
- AI 기반 타게팅 작업 고도화로 광고 효율성이 증가하고 있는 부분 긍정적(그림 4)
- 22년 동사 광고 부문 성장률 둔화에는 플랫폼 체류시간 하락(그림 3) 영향도 존재
- 1) 20~21년 코로나로 높았던 플랫폼 체류시간 기저 효과가 사라지고, 2) AI 고도화에 따른 광고 효율성 향상이 지속될 경우 23년 광고 부문 성장세 반등 가능할 전망

Key data



현재주가(22/9/21, 원)	213,000	시가총액(십억원)	34,942
영업이익(22F, 십억원)	1,393	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	1,381	유동주식비율(%)	83.0
EPS 성장률(22F, %)	-93.1	외국인 보유비중(%)	52.9
P/E(22F, x)	30.8	베타(12M) 일간수익률	1.34
MKT P/E(22F, x)	9.7	52주 최저가(원)	213,000
KOSPI	2,347.21	52주 최고가(원)	417,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.1	-37.2	-47.1
상대주가	-8.8	-28.1	-29.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	4,356	5,304	6,818	8,307	9,685	11,057
영업이익 (십억원)	1,155	1,215	1,325	1,393	1,703	2,022
영업이익률 (%)	26.5	22.9	19.4	16.8	17.6	18.3
순이익 (십억원)	583	1,002	16,490	1,135	1,600	1,934
EPS (원)	3,538	6,097	100,400	6,916	9,754	11,787
ROE (%)	10.6	15.2	106.7	4.7	6.3	7.1
P/E (배)	52.7	48.0	3.8	30.8	21.8	18.1
P/B (배)	4.3	5.6	2.5	1.4	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

AI 사업 현황

국내 최초 초거대 AI 개발

NAVER는 지난해 5월 국내 최초로 초거대 AI인 하이퍼클로바를 공개했다. 초거대 AI 사업은 인프라 비용이 높은 관계로 대규모 자본을 필요로 하며 국내에서는 대형 플랫폼사 및 통신사들이 경쟁을 벌이고 있다. NAVER, 카카오, SKT, KT, LG가 대표적이다.

앞서의 기업 모두 대규모 MAU를 보유했기에 AI 기술 접목 효과가 기대되지만 그 시너지는 NAVER가 가장 클 것이라고 판단한다. NAVER는 카카오(연락), 통신사(연락, 여가)와 달리 정보 검색을 주 목적으로 유저들이 이용하는 플랫폼이기 때문이다. 맞춤형 정보 제공에 특화된 AI 기술의 검색엔진 접목은 광고 효율을 극대화해 플랫폼 광고 매출 상승을 견인할 전망이다.

초거대 AI 기술 상용화

NAVER는 초거대 AI 상용화 속도에 있어서 경쟁자들을 앞서 나가고 있다. 경쟁업체들은 아직 TV, 스피커 등에 초거대 AI 기술을 접목해보는 단계에 불과하지만 동사는 이미 하이퍼클로바를 기존 주요 사업부인 광고, 커머스, 콘텐츠 영역에 접목시켜 사업부 간 시너지 효과를 극대화하고 있다.

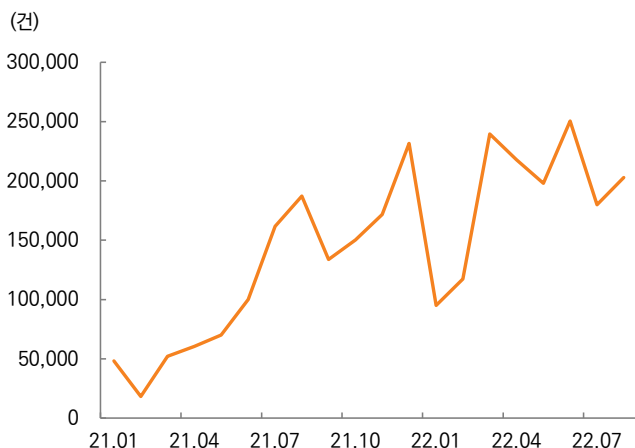
AI 기반 서비스 앱 클로바, 클로바노트, 클로바더빙은 편리함을 인정받으며 이미 이용자들에게 인기를 끌고 있다. 특히 AI 음성인식 서비스를 제공하는 클로바노트는 국내 인기에 힘입어 지난 5월 일본 시장에 진출했으며 이미 전체 다운로드의 3분의 1 이상이 일본에서 발생하고 있다.

표 27. 국내 초거대 AI 현황

구분	명칭	시기	컴퓨팅 인프라	모델 크기 (파라미터 수)	적용 분야
네이버	하이퍼클로바	21년 5월 공개	엔비디아 GPU	2,040억개	노코드 AI도구, AI 음성기록 앱, AI 콜 서비스, 쇼픽(AI 리뷰 요약, 추천메시지), AI 검색어 교정, AI 클라우드 등
카카오	KoGPT (GPT-3 기반)	21년 11월 공개	구글 TPU	60억개 (300억개 시험 중)	AI 아티스트(시 쓰는 AI 모델 '시아'), 항체 신약 개발 설계 플랫폼(AI 신약 개발사 '갤럭시'), 이미지 생성 멀티모달 프로그램 등
SK텔레콤	미정 (GPT-3 기반)	22년 5월 서비스 시작	사피온 X220	1,750억개	성장형 AI 서비스 A.(에이닷), NUGU(AI 스피커, AI버서, B2B 서비스 '누구 비즈콜' 등 음성인식 기반 AI 서비스) 등
KT	미정	22년 연내 목표	엔비디아 GPU, 리벨리온 AI 반도체	2,000억개(목표)	AI 클라우드, AI 스피커(가가지니 → 스마트홈, 로봇, 인공지능 개발 서비스 등), AI 통화버서, AI 빌딩 오퍼레이터, 원격제어 등
LG	엑사원	21년 12월 공개	LG8111	3,000억개	AI 콘텐츠 큐레이터(IPTV에서 개인 맞춤 소개 문구 자동완성), AI CCTV, 자율주행 진단 기술 등

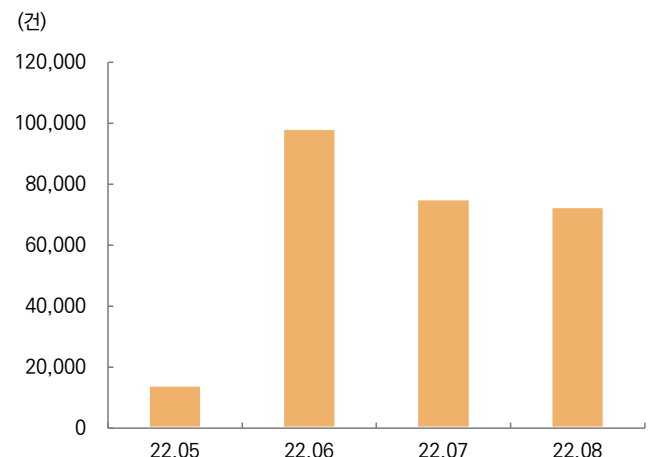
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 255. 클로바노트 글로벌 월간 다운로드수



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 256. 클로바노트 일본 월간 다운로드수



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

주요 사업부와의 시너지 효과는 이미 발생 중

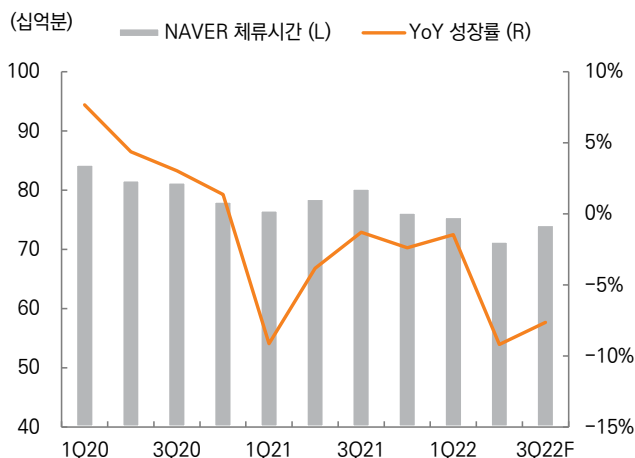
1) 검색

AI 기술 도입의 시너지 효과가 가장 돋보이는 영역은 서치플랫폼 부문이다. NAVER는 AI 기술을 적극적으로 활용한 성과형 디스플레이 광고(GFA)를 2020년 5월 도입했다. GFA는 <그림 5>와 같이 이용자의 특성과 관심사를 고려해 적절한 광고를 타게팅하여 제공한다.

2020년 5월 GFA 도입 이후 NAVER 체류시간당 발생 매출액이 고속 성장하고 있다. 2Q22 체류시간 1분당 서치플랫폼 매출액은 YoY 20% 성장(그림 4)했다. AI, 빅데이터 기술 도입이 광고 효율 증대로 이어지고 있음을 보여준다. 동사는 타게팅 광고를 기반으로 한 광고 효율 향상을 통해 플랫폼 체류시간 하락 영향을 극복하고 연 10% 수준의 서치플랫폼 매출 성장세를 유지하고 있다.

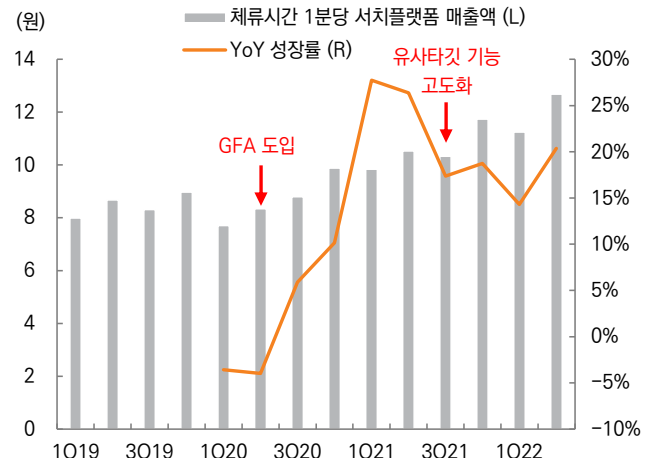
2021년 10월부터는 에어서치를 도입해 사용자 취향에 맞는 맞춤형 정보를 전달하고 있다. 이미지·동영상·쇼핑·뉴스 등 검색 결과를 정해진 분류에 따라 노출하는 기존 방식에서 벗어나 사용자 관심도를 반영한 콘텐츠 뭉치인 '스마트 블록' 형태로 제공한다. 스마트블록 검색 결과 비중은 2021년 15%에서 연내 약 30%까지 늘어날 것으로 예상된다.

그림 257. NAVER 플랫폼(PC+모바일) 총 체류시간



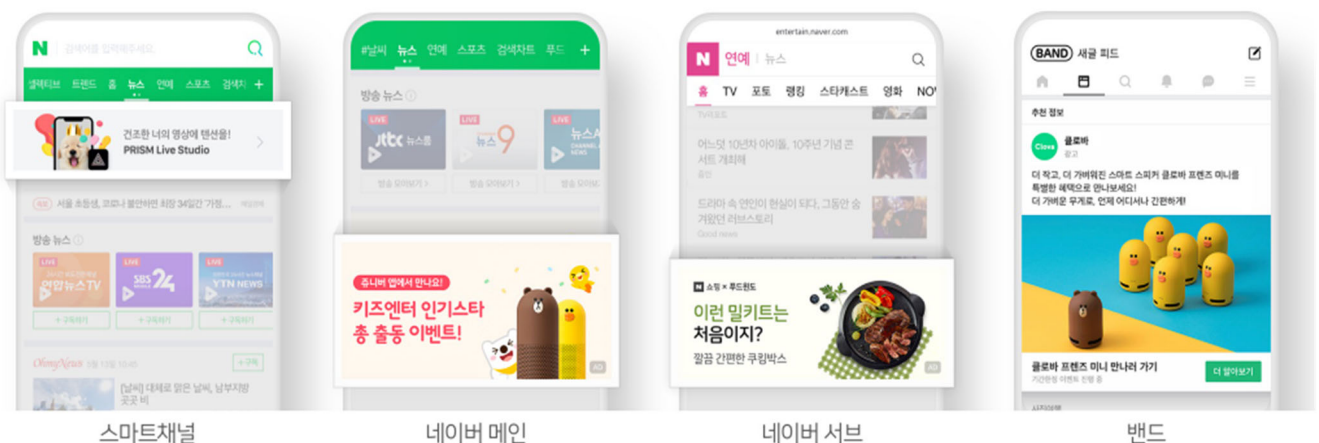
주: iOS 앱 사용 사용시간은 사용자 수 비중을 고려하여 추정치 대입
자료: 코리아인클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 258. NAVER 플랫폼 체류시간 1분당 서치플랫폼 발생 매출액



주: 체류시간 추정치를 기반으로 한 추정치로 실제와는 과리가 존재할 수 있음
자료: 코리아인클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 259. NAVER 성과형 디스플레이 광고: 잠재 고객의 관심사에 맞는 광고를 노출



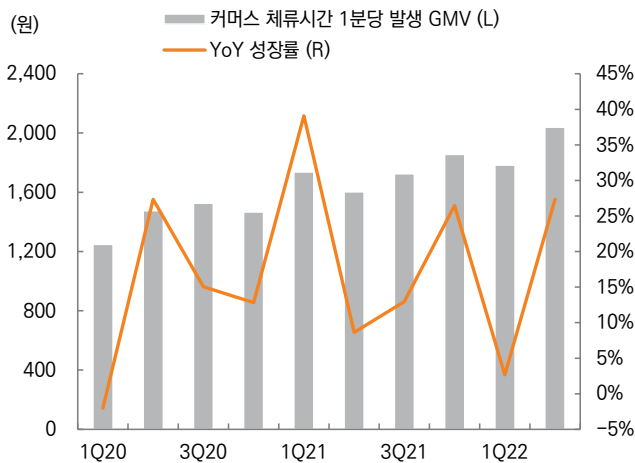
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

2) 커머스

네이버쇼핑은 AiTEMS를 2017년 도입하며 AI 기술을 커머스 영역에 본격적으로 적용하기 시작했다. 딥러닝 기반 쇼핑 추천 시스템 AiTEMS는 개인의 취향을 고려해 이용자가 원하는 상품을 더 쉽게 찾을 수 있도록 추천해준다. 2021년 7월에는 초거대 AI 하이퍼클로바도 커머스 영역에 적용되기 시작했다. 모바일 쇼핑판에 상세 스펙, 이벤트 내용 등이 전부 포함된 복잡하고 긴 상품명이 노출되면 이를 직관적이고 쉬운 상품명으로 하이퍼클로바가 자동 교정한다.

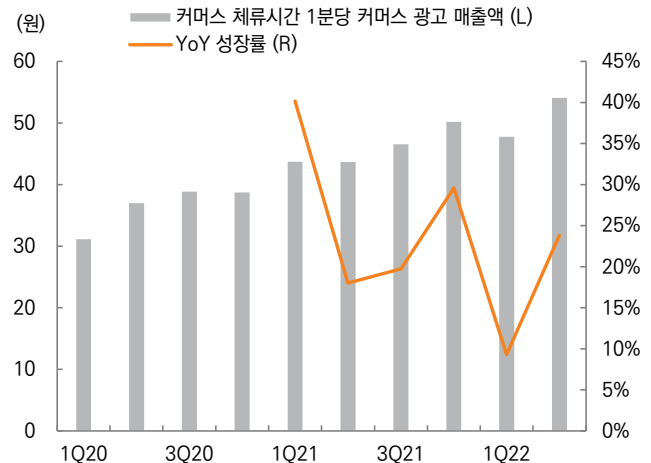
커머스 영역에서의 AI 기술 도입을 통한 소비자 편의성 향상은 이용자들의 단위 시간당 소비 금액 상승과 함께 커머스 광고 매출 증대로 이어지고 있다. 2Q22 네이버쇼핑 체류시간 1분당 발생 GMV는 YoY 27%, 커머스 광고 매출액은 24% 증가한 것으로 추정된다. NAVER GMV(쇼핑 거래액) 성장률은 전체 전자상거래 시장 성장률의 두 배 가량에 이른다.

그림 260. 네이버쇼핑 체류시간 1분당 발생 GMV



주1: 모바일 커머스 체류시간은 PC에서의 커머스 체류시간 비중(8%)를 고려하여 추정
주2: 당사 자체 추정치로 실제와는 괴리가 존재할 수 있음
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 261. 네이버쇼핑 체류시간 1분당 커머스 광고 매출액



주1: 모바일 커머스 체류시간은 PC에서의 커머스 체류시간 비중(8%)를 고려하여 추정
주2: 당사 자체 추정치로 실제와는 괴리가 존재할 수 있음
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 262. AiTEMS 추천 쇼핑

AiTEMS 추천 쇼핑

'빵' 인기 상품 중에 골라봤어요

[신라명과] 호기빵 (냉동)
4,400원

참립 옛날 밤만주 7 50g
5,040원

[홀플러스단독] 공표 통밀도너츠 240G
4,490원

콩무는 콩두가
별도구매에도 함께 판매해요

빵들은날 동남 비건빵

자료: NAVER 앱, 미래에셋증권 리서치센터

그림 263. FOR YOU: 실시간 반응형 AI 큐레이션 공간

FOR YOU Beta

원블딜 Beta 백화점원도 아울렛원

임희석님을 위한
오늘의 쇼핑 큐레이션 by AiTEMS ①

나의 관심 주제 관심사 설정

캠핑요리 NEW

호캉스 NEW

자료: NAVER 앱, 미래에셋증권 리서치센터

3) 콘텐츠

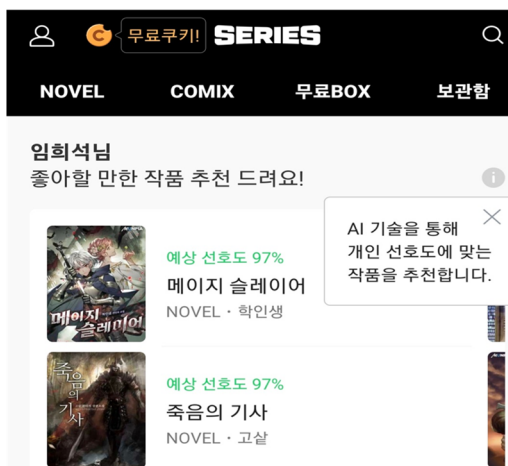
콘텐츠 영역에서의 AI 기술 적용은 소비자와 공급자 두 측면 모두에서 긍정적인 변화를 불러일으키고 있다. <그림 10>에서 보는 것처럼 개별 이용자에게 취향을 고려한 콘텐츠를 추천함으로써 네이버 콘텐츠 플랫폼 체류시간을 늘리고 콘텐츠 소비 금액을 증가시키고 있다.

AI 웹툰 보조 툴이 플랫폼 내 양질의 콘텐츠 증가로 이어져 플랫폼 경쟁력을 향상시킬 것으로 판단한다. 동사가 지난해 10월 선보인 'AI 페인터'는 클릭 한 번으로 채색이 가능하도록 작가를 도와준다. 상용화 이후 웹툰 작가들의 채색 작업 생산성을 수 배 이상 끌어올려줄 전망이다. 스토리라인만 잘 구상한다면 누구나 웹툰 작품을 낼 수 있는 시기도 머지않은 미래에 도래할 것이다.

역사적으로 콘텐츠 생산의 진입장벽 하락은 늘 거대 시장을 몰고 왔다. 게임 제작 진입장벽을 낮춘 앱스토어의 등장은 모바일 게임 시대를 열며 게임 산업의 쿼텀 점프를 이끌었다. 영상 콘텐츠 제작 진입장벽을 낮춘 유튜브의 등장은 수십 조 단위의 스트리밍 광고 시장을 만들었다. **아이디어를 웹툰으로 실현시켜 줄 수 있는 AI 툴의 등장이 새로운 거대 시장 개화의 도화선이 될지도 모른다.**

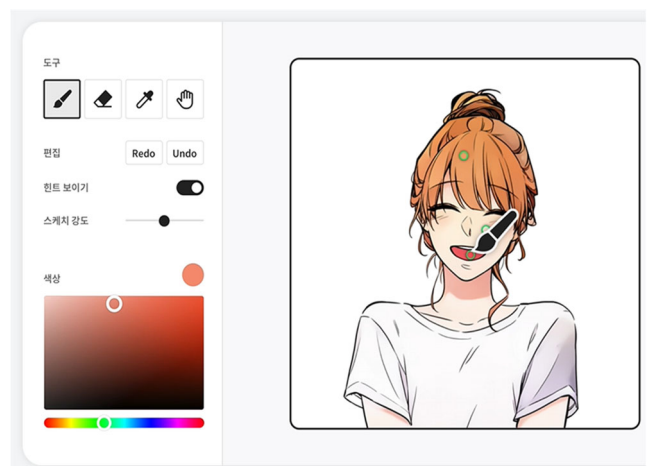
AI 기반 불법 웹툰 유통 방지 시스템 튜레이더는 이미 유의미한 매출액 기여를 하고 있다. 튜레이더를 통해 보호된 저작물의 가치는 연 2천억원 이상일 것으로 추정된다. 네이버웹툰 작년 거래액이 1조 원 수준인 것을 고려하면 튜레이더가 전체 거래액의 20% 이상을 보호했다고 볼 수 있다.

그림 264. AI 기반 웹소설 콘텐츠 추천



자료: 네이버시리즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 265. AI 기반 웹툰 자동 채색 솔루션 'AI 페인터'



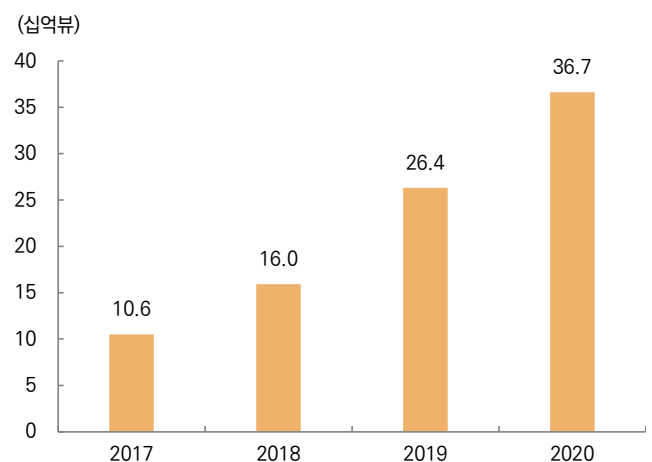
자료: AI 페인터, 미래에셋증권 리서치센터

그림 266. 라이브커머스와 결합한 '웹툰미' 기술



자료: aitime, 네이버쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

그림 267. 매년 급증 중인 불법 웹툰 사이트 트래픽



자료: 한국콘텐츠진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,818	8,307	9,685	11,057
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,307	9,685	11,057
판매비와관리비	5,492	6,914	7,982	9,035
조정영업이익	1,325	1,393	1,703	2,022
영업이익	1,325	1,393	1,703	2,022
비영업손익	801	166	403	512
금융손익	-25	-49	-39	-25
관계기업등 투자손익	545	37	450	550
세전계속사업손익	2,126	1,559	2,106	2,534
계속사업법인세비용	649	522	611	709
계속사업이익	1,478	1,037	1,496	1,824
중단사업이익	15,000	0	0	0
당기순이익	16,478	1,037	1,496	1,824
지배주주	16,490	1,135	1,600	1,934
비지배주주	-12	-97	-105	-109
총포괄이익	16,225	1,037	1,496	1,824
지배주주	16,233	1,038	1,496	1,825
비지배주주	-8	-1	-1	-1
EBITDA	1,759	2,314	1,985	2,294
FCF	626	-1,594	2,624	2,970
EBITDA 마진율 (%)	25.8	27.9	20.5	20.7
영업이익률 (%)	19.4	16.8	17.6	18.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	241.9	13.7	16.5	17.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,380	452	2,624	2,970
당기순이익	16,478	1,037	1,496	1,824
비현금수익비용가감	-14,398	1,436	877	951
유형자산감가상각비	412	869	224	202
무형자산상각비	21	52	58	70
기타	-14,831	515	595	679
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-1,507	846	874
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	76	0	0	0
법인세납부	-713	-522	-611	-709
투자활동으로 인한 현금흐름	-13,999	-1,419	-272	-372
유형자산처분(취득)	-747	-996	0	0
무형자산감소(증가)	-52	-500	-150	-250
장단기금융자산의 감소(증가)	-507	77	-122	-122
기타투자활동	-12,693	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	11,642	-60	-45	-45
장단기금융부채의 증가(감소)	3,089	16	32	31
자본의 증가(감소)	-303	0	0	0
배당금의 지급	-60	-76	-76	-76
기타재무활동	8,916	0	-1	0
현금의 증가	-1,064	622	2,306	2,553
기초현금	3,846	2,781	3,403	5,710
기말현금	2,781	3,403	5,710	8,263

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	5,528	8,401	10,893	13,600
현금 및 현금성자산	2,781	3,403	5,710	8,263
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	6	7	9	10
기타유동자산	2,741	4,991	5,174	5,327
비유동자산	28,163	26,579	26,451	26,432
관계기업투자등	20,090	18,282	18,282	18,282
유형자산	2,111	2,238	2,014	1,813
무형자산	932	1,380	1,472	1,652
자산총계	33,691	34,980	37,343	40,032
유동부채	3,923	4,160	4,785	5,407
매입채무 및 기타채무	631	769	896	1,023
단기금융부채	567	583	614	646
기타유동부채	2,725	2,808	3,275	3,738
비유동부채	5,740	5,832	6,151	6,470
장기금융부채	3,395	3,903	3,903	3,903
기타비유동부채	2,345	1,929	2,248	2,567
부채총계	9,664	9,992	10,936	11,876
지배주주지분	23,535	24,593	26,118	27,975
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	23,080	24,139	25,663	27,520
비지배주주지분	492	395	290	180
자본총계	24,027	24,988	26,408	28,155

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	3.8	30.8	21.8	18.1
P/CF (x)	29.9	14.1	14.7	12.6
P/B (x)	2.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	35.8	15.0	16.2	12.8
EPS (원)	100,400	6,916	9,754	11,787
CFPS (원)	12,665	15,080	14,462	16,917
BPS (원)	149,967	156,418	165,707	177,028
DPS (원)	511	511	511	511
배당성향 (%)	0.5	7.4	5.1	4.2
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	28.5	21.8	16.6	14.2
EBITDA증가율 (%)	2.8	31.6	-14.2	15.6
조정영업이익증가율 (%)	9.1	5.1	22.3	18.7
EPS증가율 (%)	1,546.7	-93.1	41.0	20.8
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	1,300.5	1,219.7	1,195.4	1,183.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	65.0	3.0	4.1	4.7
ROE (%)	106.7	4.7	6.3	7.1
ROIC (%)	45.2	32.8	40.8	58.6
부채비율 (%)	40.2	40.0	41.4	42.2
유동비율 (%)	140.9	201.9	227.7	251.5
순차입금/자기자본 (%)	1.6	-2.5	-11.5	-20.1
조정영업이익/금융비용 (x)	29.3	18.5	22.5	26.5

- 2022.9.22 [ARTIFICIAL INTELLIGENCE: 초거대 AI의 잠재력]에서 분리된 자료입니다.
- 각 조사분석자료에 해당하는 컴플라이언스 관련 고지사항은 당사 홈페이지에 게재된 원문에서 확인할 수 있습니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.