

독보적인 성장률

Analyst 김현용

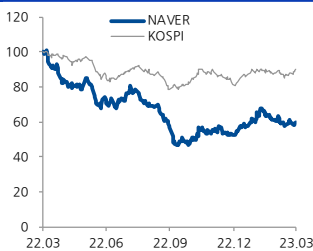
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

현재주가 (03/31)	202,000원		
상승여력	43.6%		
시가총액	331,379억원		
발행주식수	164,049천주		
자본금/액면가	165억원/100원		
52주 최고가/최저가	342,500원/158,500원		
일평균 거래대금 (60일)	1,919억원		
외국인지분율	47.47%		
주요주주	국민연금공단 8.29%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.1	13.8	4.4
상대주가(%p)	-5.6	2.8	-9.2

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	6,720	7,412	290,000
After	6,713	7,493	290,000
Consensus	6,890	8,411	281,526
Cons. 차이	-2.6%	-10.9%	3.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

광고 힘들지만 커머스 & 콘텐츠가 21% 타라인 성장 견인하는 1분기

-동사 1분기 실적은 영업수익 2조 2,306억원(YoY +20.9%), 영업이익 3,107억원(YoY +2.9%)으로 탁월한 타라인 성장률을 유지하며 이익 측면에서도 증익 기조로 돌아설 것으로 전망. 광고업황이 비수기와 역기저 부담에도 검색을 중심으로 견조한 성장세가 유지되었고, 포쉬마크 연결 실적도 1월초부터 편입됨에 따라 커머스가 콘텐츠와 더불어 전사 성장을 견인할 것으로 전망. 영업이익률은 13.9%로 디스플레이 광고 비수기 효과 및 포쉬마크 영향으로 전분기비 0.9%p 감소가 예상됨

포쉬마크 고도화하고, 믹스 개선으로 평균 수수료율 올라가는 커머스

-커머스 부문은 1분기 매출액 5,652억원(YoY +35.7%)으로 시장 성장률을 크게 상회하며 검색 광고의 85% 이상 규모로 급성장할 전망. 포쉬마크는 2~3분기 중으로 라이브 커머스의 도입, 쇼핑 렌즈의 적용 등 고도화 작업을 거칠 예정. 아울러 국내 사업도 패션타운 수익화 개시, 도착 보장과 같은 차별화 서비스의 거래액 성장 기여로 20% 수준의 양호한 성장세를 유지할 전망. 서비스 믹스 개선, 무료 서비스의 수익화 개시, C2C 수수료 인상 효과가 겹치며 평균 수수료율은 우상향 추세를 이어갈 것으로 예상

콘텐츠 해외 수익화 개시하고, 적자 줄이기 전략도 본격화

-콘텐츠는 메이저 인수합병이 작년까지 일단락된 만큼, 올해는 해외사업 수익화 개시 및 연결적자 감소에 주력할 계획. 수익화의 경우 해외 웹툰 및 왓패드 사업을 중심으로 국내 웹툰과 유사한 BM들을 순차적으로 도입할 예정. 그리고 매스 마케팅보다는 유료 이용자로의 전환에 마케팅을 집중하고, 웹툰 외 콘텐츠 부문에 대한 투자 규모의 적정성을 집중 검토함으로써 연결 적자(2022년 3,700억원)를 의미 있게 줄일 것으로 전망됨

7월 서치GPT 출시로 AI 경쟁 대열 합류

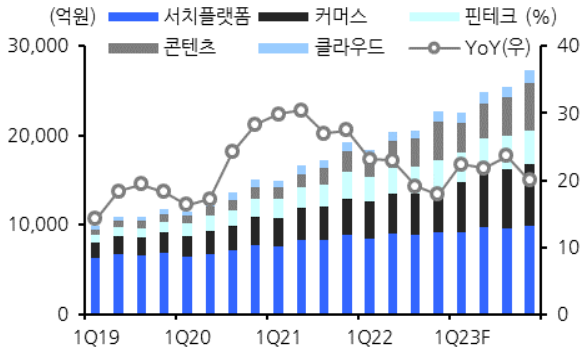
-동사는 7월 서치GPT 출시를 목표로 하고 있는 것으로 파악됨. 네이버는 카페, 밴드, 블로그, 지식인 등의 서비스를 운영하고 있어 AI 최신성 유지, 풍부한 제휴 데이터 확보, 반응형 데이터 기반 구축 측면에서 유리할 전망. 후발주자임에도 글로벌 경쟁사 대비 차별화 포인트가 부각되며 시장 연착륙에 성공할 것으로 예상

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	68,176	13,255	164,898	17,589	100,400	1,546.6	3.8	2.6	35.7	106.7	0.1
2022	82,201	13,047	7,603	18,656	4,634	-95.4	38.3	1.3	15.8	3.3	0.5
2023F	99,901	14,328	11,012	25,176	6,713	44.8	30.1	1.4	12.4	4.7	0.7
2024F	114,029	13,490	12,292	17,875	7,493	11.6	27.0	1.3	17.4	5.1	0.7
2025F	129,055	19,115	16,425	21,029	10,012	33.6	20.2	1.3	13.3	6.5	0.7

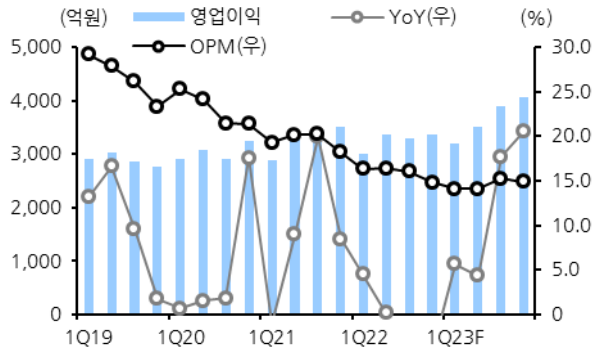
* KIFRS 연결 기준

<그림1> 분기별 부문별 영업수익 전망



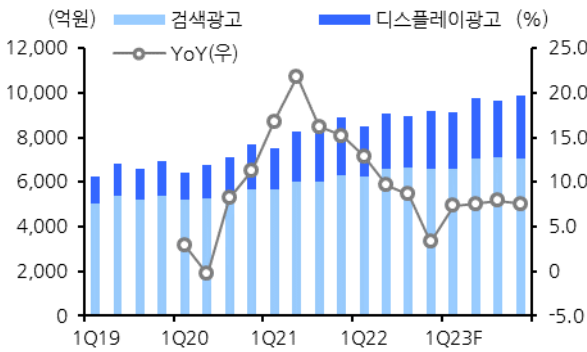
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망



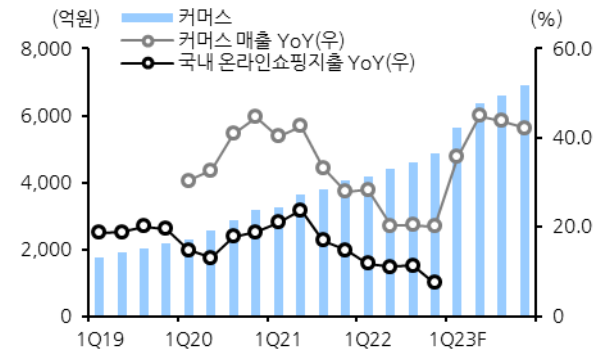
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림3> 서치플랫폼 분기별 영업수익 전망



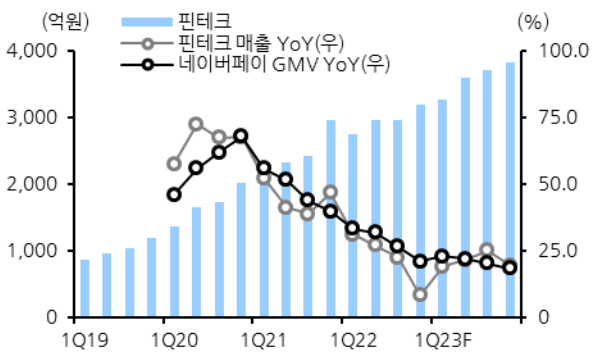
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림4> 커머스 분기별 영업수익 전망



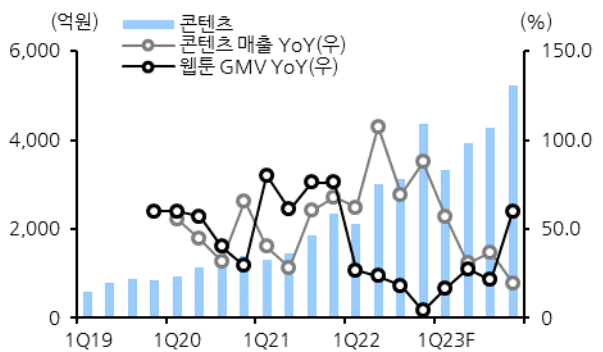
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림5> 핀테크 분기별 영업수익 전망



자료 : NAVER, 현대차증권

<그림6> 콘텐츠 분기별 영업수익 전망



자료 : NAVER, 현대차증권

〈표1〉NAVER 실적 전망 상세 내역

(단위: 억원, 만명, %)

항목	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
영업수익	14,991	16,635	17,273	19,277	18,453	20,458	20,573	22,717	22,306	24,916	25,420	27,259	53,041	68,176	82,201	99,901
- 서치플랫폼(광고)	7,527	8,260	8,249	8,869	8,499	9,055	8,962	9,164	9,022	9,737	9,670	9,857	28,032	32,905	35,680	38,286
- 검색광고	5,697	6,032	6,011	6,286	6,230	6,607	6,647	6,602	6,610	7,056	7,112	7,077	21,547	24,026	26,086	27,856
- 디스플레이	1,830	2,228	2,238	2,583	2,269	2,448	2,315	2,562	2,412	2,681	2,558	2,780	6,485	8,879	9,594	10,430
- 커머스(쇼핑)	3,244	3,653	3,803	4,052	4,165	4,395	4,583	4,868	5,652	6,370	6,589	6,921	10,896	14,752	18,011	25,533
- 핀테크(페이)	2,095	2,326	2,417	2,952	2,748	2,957	2,962	3,199	3,273	3,593	3,705	3,826	6,774	9,790	11,866	14,397
- 콘텐츠(웹툰/뮤직)	1,308	1,448	1,841	2,333	2,120	3,002	3,119	4,375	3,319	3,927	4,264	5,228	4,602	6,930	12,616	16,737
- 클라우드	817	948	962	1,072	921	1,049	947	1,111	1,040	1,289	1,191	1,427	2,737	3,799	4,028	4,947
% YoY	29.8	30.4	26.9	27.4	23.1	23.0	19.1	17.8	20.9	21.8	23.6	20.0	21.8	28.5	20.6	21.5
- 서치플랫폼	16.8	21.8	16.2	15.2	12.9	9.6	8.6	3.3	6.2	7.5	7.9	7.6	5.6	17.4	8.4	7.3
- 검색광고	9.6	14.3	10.9	11.2	9.4	9.5	10.6	5.0	6.1	6.8	7.0	7.2	2.6	11.5	8.6	6.8
- 디스플레이	46.3	48.0	33.1	26.1	24.0	9.9	3.4	-0.8	10.7	9.5	10.5	8.5	17.1	36.9	8.1	8.7
- 커머스(쇼핑)	40.3	42.6	33.3	27.9	28.4	20.3	20.5	20.1	35.7	44.9	43.8	42.2	37.6	35.4	22.1	41.8
- 핀테크(페이)	52.3	41.2	38.9	46.8	31.2	27.1	22.5	8.4	19.1	21.5	25.1	19.6	66.6	44.5	21.2	21.3
- 콘텐츠(웹툰/뮤직)	40.0	28.3	60.1	68.0	62.1	107.3	69.4	87.5	56.5	30.8	36.7	19.5	48.8	50.6	82.0	32.7
- 클라우드	70.9	48.1	26.1	25.2	12.8	10.7	-1.6	3.6	30.8	22.9	25.8	28.4	41.4	38.8	6.0	22.8
영업비용	12,102	13,279	13,775	15,764	15,435	17,096	17,271	19,352	19,199	21,438	21,633	23,303	40,888	54,920	69,154	85,573
영업이익	2,888	3,356	3,498	3,513	3,018	3,362	3,302	3,365	3,107	3,478	3,787	3,956	12,153	13,255	13,047	14,328
영업이익률(%)	19.3	20.2	20.3	18.2	16.4	16.4	16.1	14.8	13.9	14.0	14.9	14.5	22.9	19.4	15.9	14.3
검색외 광고시장	7,416	8,337	8,174	8,577	8,483	8,721	9,027	9,369	-	-	-	-	26,650	32,505	35,600	38,000
- 모바일 DA 시장	3,036	3,430	3,459	3,481	3,052	3,202	3,366	3,609	-	-	-	-	10,815	13,405	13,229	-
- PC DA 시장	2,568	2,907	2,746	2,818	3,325	3,549	3,644	3,739	-	-	-	-	8,778	11,039	14,257	-
- 동영상 광고시장	1,812	2,001	1,969	2,279	2,106	1,970	2,017	2,021	-	-	-	-	7,058	8,061	8,114	-
% YoY	29.6	34.9	14.9	12.3	14.4	4.6	10.4	9.2	-	-	-	-	3.3	22.0	9.5	6.7
온라인 쇼핑시장	43.9	45.5	46.5	51.1	49.1	50.6	51.9	54.9	-	-	-	-	157.3	187.1	206.5	226.1
% YoY	21.0	23.8	17.0	14.9	11.8	11.1	11.4	7.5	-	-	-	-	16.3	18.9	10.4	9.5
커머스 GMV (조원)	8.1	8.6	8.8	9.8	9.7	10.3	10.5	11.2	12.1	13.1	13.3	14.1	24.9	35.3	41.7	52.6
% YoY	+56	+50	+38	+21	+20	+20	+19	+14	+25	+27	+27	+26	+55	+42	+18	+26
- 스마트스토어	6.1	6.2	6.4	6.7	7.0	7.3	7.4	7.6	7.9	8.3	8.4	8.6	-	25.5	29.3	33.2
- 여행/예약	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.9	-	2.2	4.4	6.5
- 브랜드스토어	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4	1.5	-	2.0	3.3	5.1
Take Rate (%)	4.05	3.84	4.02	4.05	4.01	4.05	4.04	4.04	4.33	4.54	4.60	4.53	1.24	3.98	4.03	4.51
핀테크 GMV (조원)	8.4	9.1	9.8	10.9	11.2	12.0	12.4	13.2	13.8	14.7	14.9	15.6	25.6	38.2	48.8	59.0
% YoY	+69	+52	+44	+40	+33	+32	+27	+21	+23	+22	+20	+18	-	+49	+28	+21
- 네이버	6.0	6.2	6.5	7.2	7.2	7.4	7.6	8.1	8.2	8.4	8.5	9.0	-	26.0	30.3	34.0
- 대외	2.4	2.9	3.2	3.7	4.0	4.6	4.8	5.1	5.6	6.2	6.5	6.7	-	12.2	18.5	25.0
Take Rate (%)	2.49	2.56	2.47	2.71	2.45	2.46	2.39	2.42	2.37	2.45	2.48	2.45	2.65	2.56	2.43	2.44
콘텐츠 매출액	1,308	1,448	1,841	2,333	2,120	3,002	3,119	4,375	3,319	3,927	4,264	5,228	4,602	6,930	12,616	16,737
% YoY	40.0	28.3	60.1	68.0	62.1	107.3	69.4	87.5	56.5	30.8	36.7	19.5	-	50.6	82.0	32.7
- 웹툰	913	1,062	1,299	1,643	1,639	2,511	2,685	3,829	2,749	3,405	3,655	4,526	-	4,917	10,664	14,335
- 스노우	100	142	237	365	331	274	290	384	437	356	392	490	-	844	1,279	1,674
- 기타	295	244	305	325	150	217	144	162	133	166	217	212	-	1,169	673	728
웹툰 GMV	3,244	3,303	3,871	3,874	4,114	4,083	4,570	4,033	4,253	5,005	5,372	6,320	8,250	14,292	16,800	20,949
웹툰 MAU	7,400	7,600	7,800	8,000	8,300	8,560	8,900	9,200	9,400	9,600	9,800	10,000	7,200	8,000	9,200	10,000

자료 : NAVER, 디지털광고협회, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	68,176	82,201	99,901	114,029	129,055
증가율 (%)	28.5	20.6	21.5	14.1	13.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	68,176	82,201	99,901	114,029	129,055
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	28.5	20.6	21.5	14.1	13.2
판매관리비	54,921	69,154	85,573	100,539	109,940
판매비율 (%)	80.6	84.1	85.7	88.2	85.2
EBITDA	17,589	18,656	25,176	17,875	21,029
EBITDA 이익률 (%)	25.8	22.7	25.2	15.7	16.3
증가율 (%)	2.8	6.1	35.0	-29.0	17.6
영업이익	13,255	13,047	14,328	13,490	19,115
영업이익률 (%)	19.4	15.9	14.3	11.8	14.8
증가율 (%)	9.1	-1.6	9.8	-5.9	41.7
영업외손익	2,562	-3,177	-2,177	-942	576
금융수익	7,857	6,789	3,221	3,522	3,502
금융비용	3,493	9,315	3,427	3,564	2,925
기타영업외손익	-1,801	-651	-1,971	-900	0
종속/관계기업관련손익	5,447	968	1,064	2,182	0
세전계속사업이익	21,264	10,837	13,215	14,729	19,692
세전계속사업이익률	31.2	13.2	13.2	12.9	15.3
증가율 (%)	30.2	-49.0	21.9	11.5	33.7
법인세비용	6,487	4,105	3,294	3,655	4,895
계속사업이익	14,777	6,732	9,921	11,074	14,797
중단사업이익					
당기순이익	164,776	6,732	9,921	11,074	14,797
당기순이익률 (%)	241.7	8.2	9.9	9.7	11.5
증가율 (%)	1,850.0	-95.9	47.4	11.6	33.6
지배주주지분 순이익	164,898	7,603	11,012	12,292	16,425
비지배주주지분 순이익	-122	-871	-1,091	-1,218	-1,628
기타포괄이익	-2,526	-13,880	0	0	0
총포괄이익	162,251	-7,148	9,921	11,074	14,797

(단위: 억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	13,799	14,534	26,536	11,039	11,720
당기순이익	164,776	6,732	9,921	11,074	14,797
유형자산 상각비	4,123	5,186	10,292	3,887	1,468
무형자산 상각비	212	423	556	498	446
외환손익	301	804	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-101	3,075	6,831	-2,238	-4,991
기타	-	-1,685	-1,064	-2,182	0
투자활동으로인한현금흐름	-	-12,159	-6,396	-10,926	22,657
투자자산의 감소(증가)	-	8,328	-4,222	-8,246	20,866
유형자산의 감소	67	122	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-7,539	-7,007	0	0	0
기타	68,124	-13,601	-2,174	-2,680	1,791
재무활동으로인한현금흐름	116,423	-3,395	-986	-2,023	-2,540
차입금의 증가(감소)	14,337	-2,161	387	250	-266
사채의 증가(감소)	16,368	677	0	0	0
자본의 증가	-3,031	662	0	0	0
배당금	-598	-2,134	-1,373	-2,274	-2,274
기타	89,346	-439	0	0	0
기타현금흐름	-877	447	0	0	0
현금의증가(감소)	-10,643	-572	19,154	-1,911	31,837
기초현금	38,457	27,814	27,242	46,395	44,485
기말현금	27,814	27,242	46,395	44,485	76,322

* K-IFRS 연결기준

(단위: 억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	55,279	64,396	86,466	90,327	118,184
현금성자산	27,814	27,242	46,395	44,485	76,322
단기투자자산	8,036	12,429	14,603	17,282	15,491
매출채권	0	0	0	0	0
채고자산	61	87	104	115	103
기타유동자산	14,507	17,197	17,922	21,003	18,826
비유동자산	281,631	274,595	269,033	275,076	252,296
유형자산	21,113	24,578	14,286	10,400	8,932
무형자산	9,322	14,814	14,258	13,760	13,313
투자자산	246,121	223,418	228,705	239,133	218,267
기타비유동자산	5,076	11,784	11,784	11,784	11,784
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	336,910	338,990	355,499	365,403	370,480
유동부채	39,233	54,806	58,267	56,457	52,112
단기차입금	4,613	13,814	13,814	13,814	13,814
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	34,620	40,992	44,453	42,643	38,298
비유동부채	57,403	49,681	54,181	57,095	53,994
사채	16,368	17,045	17,045	17,045	17,045
장기차입금	15,520	3,280	3,280	3,280	3,280
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	25,515	29,355	33,855	36,769	33,668
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	96,636	104,487	112,447	113,551	106,105
지배주주지분	235,356	227,441	237,081	247,099	261,250
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	14,902	15,565	15,565	15,565	15,565
자본조정 등	-8,796	-8,397	-8,397	-8,397	-8,397
기타포괄이익누계액	-1,719	-16,348	-16,348	-16,348	-16,348
이익잉여금	230,804	236,457	246,096	256,115	270,266
비지배주주지분	4,917	7,062	5,971	4,753	3,125
자본총계	240,274	234,503	243,051	251,852	264,375

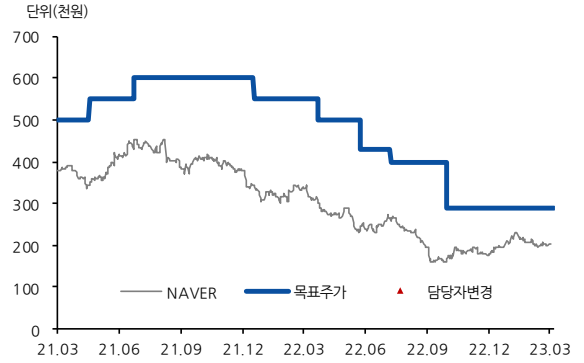
(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	100,325	4,104	6,048	6,750	9,020
EPS(지배순이익 기준)	100,400	4,634	6,713	7,493	10,012
BPS(자본총계 기준)	146,465	142,947	148,158	153,522	161,156
BPS(지배지분 기준)	143,467	138,642	144,518	150,625	159,251
DPS	511	914	1,514	1,514	1,514
P/E(당기순이익 기준)	3.8	43.3	33.4	29.9	22.4
P/E(지배순이익 기준)	3.8	38.3	30.1	27.0	20.2
P/B(자본총계 기준)	2.6	1.2	1.4	1.3	1.3
P/B(지배지분 기준)	2.6	1.3	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(Reported)	35.7	15.8	12.4	17.4	13.3
배당수익률	0.1	0.5	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	1,851.3	-95.9	47.4	11.6	33.6
EPS(지배순이익 기준)	1,546.6	-95.4	44.8	11.6	33.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	102.1	2.8	4.2	4.5	5.7
ROE(지배순이익 기준)	106.7	3.3	4.7	5.1	6.5
ROA	65.0	2.0	2.9	3.1	4.0
안정성 (%)					
부채비율	40.2	44.6	46.3	45.1	40.1
순차입금비율	0.8	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	29.3	18.2	5.0	4.6	6.5

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.02.15	BUY	500,000	-24.26	-19.30
2021.05.17	BUY	550,000	-28.14	-18.36
2021.07.23	BUY	600,000	-32.78	-24.33
2022.01.17	BUY	550,000	-41.10	-37.18
2022.04.22	BUY	500,000	-46.13	-42.00
2022.06.24	BUY	430,000	-42.44	-36.40
2022.08.08	BUY	400,000	-47.45	-33.13
2022.10.31	BUY	290,000		

▶ 최근 2년간 NAVER 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성사 김현웅의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160건	91.4%
보유	15건	8.6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.