

2023. 7. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **290,000 원**

현재주가 (7.7) **195,000 원**

상승여력 **48.7%**

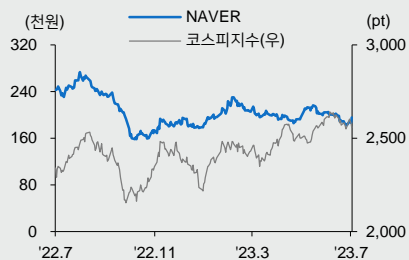
KOSPI	2,526.71pt
시가총액	319,896억원
발행주식수	16,405만주
유동주식비율	83.45%
외국인비중	46.72%
52주 최고/최저가	273,500원/158,500원
평균거래대금	1,450.1억원

주요주주(%)

국민연금공단	8.29
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	5.4	-20.4
상대주가	-1.5	-4.5	-26.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	6,817.6	1,325.5	16,489.9	100,400	1,851.3	143,467	3.8	2.6	35.8	106.7	40.2
2022	8,220.1	1,304.7	760.3	4,634	-95.9	138,642	38.3	1.3	16.1	3.3	44.6
2023E	9,619.8	1,528.5	1,092.6	6,660	57.1	144,067	29.3	1.4	16.3	4.7	43.8
2024E	10,331.4	1,652.2	1,435.5	8,905	35.9	154,660	21.9	1.3	14.5	5.9	41.7
2025E	11,048.0	1,904.3	1,654.3	10,367	15.0	164,998	18.8	1.2	12.2	6.5	36.2

# NAVER 035420

## 오해는 실적으로 해소

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 3,805억원으로 기대치 상회하는 실적 예상
- ✓ 노이즈 있었던 검색은 실적으로 견고함 증명하며 커머스/컨텐츠도 이상無
- ✓ 생성 AI 테마 중심으로 미국 중심 다수 업체가 높은 주가 상승률 기록
- ✓ 동행하던 동사 주가는 검색 관련 노이즈 발생, 투자자 우려 키우며 디커플링 시작
- ✓ 2분기 실적으로 논란은 해소되며 신기술, 커머스 중심으로 성과 드러낼 시기

### 노이즈를 가라앉힐 2분기 실적

네이버 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 4,015억원(+17% YoY, 이하 동일)과 3,805억원(+13%)으로 양호한 실적을 전망한다. 투자자 우려가 많았던 검색 노이즈는 실적(1Q +5% vs. 2Q +4%)을 통해 견조함을 증명할 것이며 커머스/컨텐츠는 예상보다 좋았다. 예상대로 DA는 QoQ 하락폭을 줄이는 데 그치나 커머스 광고 성장률이 재차 상승한 점이 긍정적이다. 별도 커머스 거래액은 여행/예약 고성장에 더해 일반 상품군 성장이 뒷받침되며 11% 성장을 전망한다. 상품믹스 변화에 따른 매출 전환율 상승 효과로 중개/판매 매출은 이를 상회하는 42% 성장을 예상한다.

콘텐츠 비용 절감 노력이 중심이 되어 별도를 제외한 자회사 합산 적자는 QoQ 10% 감소한 558억원을 예상한다. 다만 1) 주식보상비용 및 2) 최근 완공된 세종 데이터센터 및 AI 인프라 설비 추가와 관련한 비용은 다소 변동 가능하다.

### 논란은 해소되고 결과물은 앞둔 시기: 오해가 일으킨 갭 메우기 예상

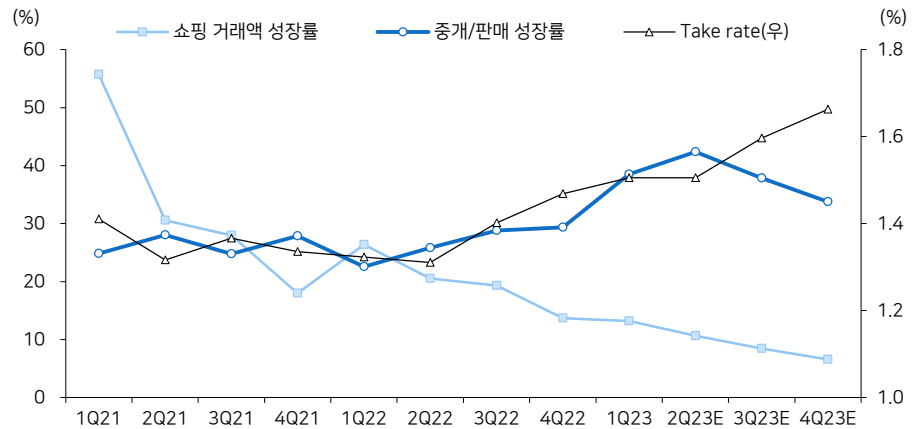
마이크로소프트 방식과 같이 생성 AI 기술을 보유한 외부 업체 투자 발표만으로도 상반기 미국 내 생성 AI 테마에 엮인 다수의 업체가 높은 주가 상승률을 기록했다. 관련 기술을 보유한 동사의 지난 2개월 부진은 검색 관련 이슈로 해석된다. 그러나 2분기 실적을 통해 샘플 사이즈 문제에 따른 노이즈에 불과하다는 점이 확인되며 갭 메우기가 예상된다. 구글 바드가 공개되며 B2C 시도는 정점을 지났다고 판단된다. 높은 운영 비용을 감안 시 다음 목적지는 B2B나 커머스를 통한 수익화가 유력하다. 커머스는 기술 이용자의 수익화에 가장 직접적으로 접촉된 분야인 만큼 신기술 수익화 시도는 글로벌 플랫폼 대비 네이버가 뒤쳐지지 않을 것이란 기존 전망을 유지한다.(23/06/07 네이버 <생성 AI, 다음 스텝은?> 참고) 주가를 놀려온 노이즈는 해소되고 신기술 결과를 앞둔 시기임을 주지할 때다.

표1 네이버 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	2,401.5	2,045.8	17.4	2,280.4	5.3	2,431.6	-1.2
영업이익	380.5	336.2	13.2	330.5	15.1	362.0	5.1
세전이익	346.6	263.2	31.7	116.6	197.3	368.9	-6.0
지배순이익	252.8	183.3	37.9	55.1	359.2	269.1	-6.1

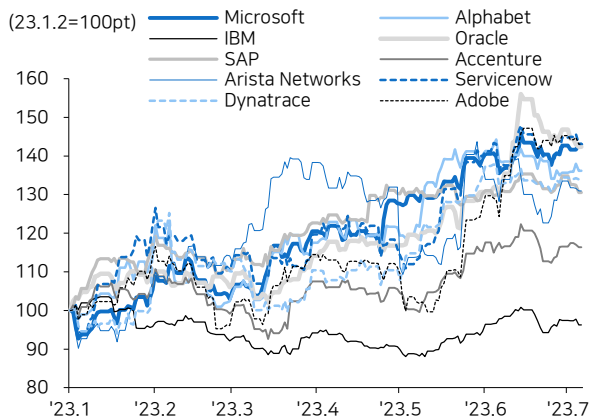
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 쇼핑 GMV 성장률 낮아지나 take rate 높아지며 매출성장률은 이를 상회



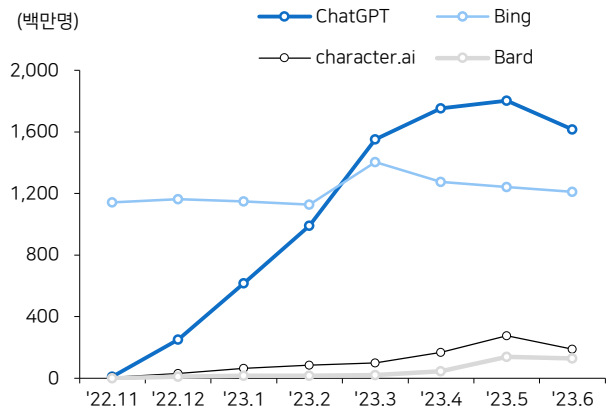
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림2 글로벌 AI 관련주 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 생성 AI, B2C 시도 정점 지난 것으로 보여



주: 글로벌 웹+모바일 월간 방문자수  
 자료: similarweb, 메리츠증권 리서치센터

표2 네이버 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>1,845</b>	<b>2,046</b>	<b>2,057</b>	<b>2,272</b>	<b>2,280</b>	<b>2,401</b>	<b>2,411</b>	<b>2,527</b>	<b>6,818</b>	<b>8,220</b>	<b>9,620</b>	<b>10,331</b>
서치플랫폼	850	906	896	916	852	908	906	947	3,308	3,568	3,613	3,787
검색	623	661	665	660	656	687	685	680	2,400	2,609	2,708	2,843
디스플레이	221	241	228	250	192	219	220	262	885	941	894	933
커머스	416	439	458	487	606	651	658	693	1,488	1,801	2,607	2,881
커머스 광고	261	274	268	276	264	287	281	290	944	1,078	1,121	1,181
중개 및 판매	132	142	157	173	183	202	216	231	476	604	833	968
포시마크					120	123	122	132			497	563
핀테크	275	296	296	320	318	341	333	351	979	1,187	1,344	1,453
콘텐츠	212	300	312	437	411	398	409	420	660	1,262	1,639	1,719
클라우드	92	105	95	111	93	103	104	116	383	403	417	491
<b>% YoY</b>												
<b>매출</b>	<b>23.1</b>	<b>23.0</b>	<b>19.1</b>	<b>17.8</b>	<b>23.6</b>	<b>17.4</b>	<b>17.2</b>	<b>11.2</b>	<b>28.5</b>	<b>20.6</b>	<b>17.0</b>	<b>7.4</b>
서치플랫폼	12.6	9.3	8.0	2.3	0.2	0.3	1.1	3.3	17.3	7.9	1.3	4.8
검색	9.9	9.5	10.6	5.0	5.3	4.0	3.0	3.0	11.9	8.7	3.8	5.0
디스플레이	21.2	8.5	2.3	-2.9	-13.1	-9.0	-3.5	5.0	37.3	6.2	-4.9	4.4
커머스	27.8	19.7	19.4	18.3	45.5	48.2	43.5	42.2	36.3	21.0	44.8	10.5
커머스 광고	27.5	16.5	12.3	4.0	1.4	4.8	4.9	4.7	34.5	14.3	4.0	5.4
중개 및 판매	22.6	25.8	28.8	29.4	38.5	42.4	37.9	33.8	26.4	26.8	37.9	16.2
포시마크					N/A	N/A	N/A	N/A			N/A	13.4
핀테크	31.1	27.1	22.5	8.4	15.8	15.3	12.5	9.8	44.5	21.2	13.3	8.1
콘텐츠	70.1	113.8	77.3	100.1	94.0	32.7	31.2	-3.9	52.9	91.3	29.9	4.9
클라우드	8.9	10.5	-1.5	3.9	1.2	-1.9	10.1	4.7	35.2	5.3	3.5	17.9
<b>영업비용</b>	<b>1,543</b>	<b>1,710</b>	<b>1,727</b>	<b>1,935</b>	<b>1,950</b>	<b>2,021</b>	<b>2,023</b>	<b>2,098</b>	<b>5,492</b>	<b>6,915</b>	<b>8,091</b>	<b>8,679</b>
% to sales	83.6	83.6	83.9	85.2	85.5	84.2	83.9	83.0	80.6	84.1	84.1	84.0
% YoY	27.5	28.7	25.4	22.8	26.3	18.2	17.1	8.4	34.3	25.9	17.0	7.3
개발/운영비용	472	515	522	562	635	664	649	673	1,753	2,070	2,623	2,898
주식보상비용	23.6	-0.1	30.1	41.9	75.0	51.9	75.0	75.6	238	96	278	306
파트너	624	720	722	898	832	849	859	914	2,172	2,964	3,454	3,676
인프라	133	141	152	154	133	144	146	144	496	581	566	581
마케팅	315	333	331	322	350	364	368	366	1,072	1,301	1,449	1,524
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>302</b>	<b>336</b>	<b>330</b>	<b>336</b>	<b>330</b>	<b>380</b>	<b>388</b>	<b>430</b>	<b>1,325</b>	<b>1,305</b>	<b>1,528</b>	<b>1,652</b>
% YoY	4.5	0.2	-5.6	-4.2	9.5	13.2	17.4	27.7	9.1	-1.6	17.2	8.1
영업이익률(%)	16.4	16.4	16.1	14.8	14.5	15.8	16.1	17.0	19.4	15.9	15.9	16.0
세전이익	257	263	375	189	117	347	343	684	2,126	1,084	1,490	1,953
% YoY	-39.6	-59.3	-24.3	-66.2	-54.6	31.7	-8.5	261.7	30.2	-49.0	37.5	31.0
지배주주순이익	171	183	257	149	55	253	205	580	16,490	760	1,093	1,435
% YoY	-98.9	-65.3	-22.6	-53.5	-67.8	37.9	-20.3	289.7	1,545.6	-95.4	43.7	31.4

주: 콘텐츠는 총매출 인식으로 변경되며 분기 변동성 커지는 구간

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

## NAVER (035420)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>6,817.6</b>	<b>8,220.1</b>	<b>9,619.8</b>	<b>10,331.4</b>	<b>11,048.0</b>
매출액증가율 (%)	28.5	20.6	17.0	7.4	6.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,817.6	8,220.1	9,619.8	10,331.4	11,048.0
판매관리비	5,492.1	6,915.4	8,091.3	8,679.2	9,143.7
<b>영업이익</b>	<b>1,325.5</b>	<b>1,304.7</b>	<b>1,528.5</b>	<b>1,652.2</b>	<b>1,904.3</b>
영업이익률	19.4	15.9	15.9	16.0	17.2
금융손익	436.4	-252.6	-18.9	151.2	223.6
중속/관계기업손익	544.7	96.8	118.9	156.7	157.4
기타영업외손익	-180.1	-65.1	-138.2	-7.4	-43.1
세전계속사업이익	2,126.4	1,083.7	1,490.2	1,952.7	2,242.1
법인세비용	648.7	410.5	432.5	540.4	633.8
<b>당기순이익</b>	<b>16,477.6</b>	<b>673.2</b>	<b>1,057.7</b>	<b>1,412.2</b>	<b>1,608.3</b>
지배주주지분 손이익	16,489.9	760.3	1,092.6	1,435.5	1,654.3

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>5,527.9</b>	<b>6,439.6</b>	<b>4,364.5</b>	<b>6,208.1</b>	<b>7,396.2</b>
현금및현금성자산	2,781.4	2,724.2	1,392.2	3,260.2	4,440.3
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	6.1	8.7	4.3	6.1	8.7
<b>비유동자산</b>	<b>28,163.1</b>	<b>27,459.5</b>	<b>30,753.7</b>	<b>30,285.0</b>	<b>29,732.4</b>
유형자산	2,111.3	2,457.8	2,418.0	2,063.6	1,691.2
무형자산	932.2	1,481.4	3,008.8	2,960.7	2,914.6
투자자산	24,612.1	22,341.9	24,148.5	24,082.3	23,948.2
<b>자산총계</b>	<b>33,691.0</b>	<b>33,899.0</b>	<b>35,118.2</b>	<b>36,493.1</b>	<b>37,128.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,923.3</b>	<b>5,480.6</b>	<b>5,245.0</b>	<b>5,695.0</b>	<b>5,574.9</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	461.3	1,381.4	831.4	831.4	831.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	250.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>5,740.3</b>	<b>4,968.1</b>	<b>5,448.4</b>	<b>5,051.1</b>	<b>4,288.4</b>
사채	1,636.8	1,704.5	1,404.5	1,154.5	1,154.5
장기차입금	1,552.0	328.0	628.0	628.0	28.0
<b>부채총계</b>	<b>9,663.6</b>	<b>10,448.7</b>	<b>10,693.5</b>	<b>10,746.1</b>	<b>9,863.3</b>
<b>자본금</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>
자본잉여금	1,490.2	1,556.5	1,556.5	1,556.5	1,556.5
기타포괄이익누계액	-171.9	-1,634.8	-1,634.8	-1,634.8	-1,634.8
이익잉여금	23,080.4	23,645.7	24,207.6	25,115.5	26,190.9
비지배주주지분	491.7	706.2	790.7	880.1	1,001.5
<b>자본총계</b>	<b>24,027.4</b>	<b>23,450.3</b>	<b>24,424.8</b>	<b>25,747.0</b>	<b>27,265.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,379.9</b>	<b>1,453.4</b>	<b>2,406.2</b>	<b>2,045.2</b>	<b>2,157.9</b>
당기순이익(손실)	16,477.6	673.2	1,057.7	1,412.2	1,608.3
유형자산상각비	412.3	518.6	539.8	554.4	578.4
무형자산상각비	21.2	42.3	48.1	48.1	46.1
운전자본의 증감	-10.1	307.5	823.4	30.4	-75.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-13,998.8</b>	<b>-1,215.9</b>	<b>-3,115.0</b>	<b>-73.9</b>	<b>-17.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-753.9	-700.7	-500.0	-200.0	-206.0
투자자산의감소(증가)	-19,720.8	2,367.0	-1,806.6	66.2	134.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>11,642.3</b>	<b>-339.5</b>	<b>-623.3</b>	<b>-103.3</b>	<b>-960.0</b>
차입금의 증감	3,572.9	482.7	-555.6	-20.0	-870.0
자본의 증가	-303.1	66.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,064.3	-57.2	-1,332.0	1,868.1	1,180.0
기초현금	3,845.7	2,781.4	2,724.2	1,392.2	3,260.2
기말현금	2,781.4	2,724.2	1,392.2	3,260.2	4,440.3

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	41,510	50,107	58,640	64,095	69,233
EPS(지배주주)	100,400	4,634	6,660	8,905	10,367
CFPS	12,665	12,138	12,124	15,670	17,410
EBITDAPS	10,709	11,372	12,901	13,988	15,847
BPS	143,467	138,642	144,067	154,660	164,998
DPS	511	914	554	599	599
배당수익률(%)	0.1	0.5	0.3	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	3.8	38.3	29.3	21.9	18.8
PCR	29.9	14.6	16.1	12.4	11.2
PSR	9.1	3.5	3.3	3.0	2.8
PBR	2.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDA	1,758.9	1,865.6	2,116.4	2,254.7	2,528.8
EV/EBITDA	35.8	16.1	16.3	14.5	12.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	106.7	3.3	4.7	5.9	6.5
EBITDA 이익률	25.8	22.7	22.0	21.8	22.9
부채비율	40.2	44.6	43.8	41.7	36.2
금융비용부담률	0.7	0.9	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	29.3	18.2	21.5	24.7	31.7
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1,300.5	1,111.4	1,480.3	1,970.7	1,493.8

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**NAVER (035420) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.06.01	산업분석	Buy	520,000	김동희	-23.6	-14.6	
2021.07.15	산업브리프	Buy	590,000	김동희	-32.2	-23.1	
2022.01.28	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-40.9	-37.2	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	250,000	이효진	-33.9	-30.4	
2022.11.03	산업분석	Buy	210,000	이효진	-12.5	-6.4	
2023.01.10	산업브리프	Buy	230,000	이효진	-12.4	-2.8	
2023.02.06	기업브리프	Buy	240,000	이효진	-10.6	-4.0	
2023.03.13	산업분석	Buy	260,000	이효진	-23.0	-16.7	
2023.05.26	산업분석	Buy	290,000	이효진	-	-	