

2023. 8. 7



▲ 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 (8.4) **223,500 원**

상승여력 **29.8%**

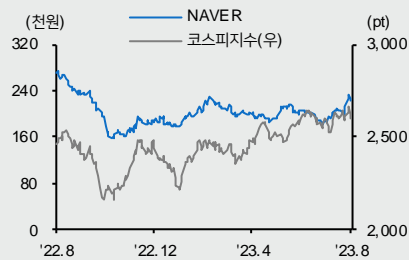
KOSPI	2,602.80pt
시가총액	366,650억원
발행주식수	16,405만주
유동주식비율	83.45%
외국인비중	47.06%
52주 최고/최저가	273,500원/158,500원
평균거래대금	1,729.7억원

주요주주(%)

국민연금공단	8.29
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.05

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

주가그래프



NAVER 035420

뚜렷한 실적 성장 재개

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 3,727억원으로 시장 기대 부합, 당사 추정 소폭 미달
- ✓ 네이버페이X삼성페이 연동, 실질 소비자페이백 상승으로 이어진 영향으로 추정
- ✓ 커머스는 온플랫폼 성장 예상대로 양호했으나 외부 제휴 감소로 미달, 웹툰은 상회
- ✓ 웹툰과 핀테크 등 마케팅 성과가 실적 성장으로 이어지는 모습
- ✓ 광고 제외 시 사업부 성장 재개 확인 및 생성 AI 공개 앞뒤 추가 매력 높은 구간

실적 성장을 위한 성장 드라이브 재개를 확인한 실적

2분기 네이버의 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 4,079억원(+18% YoY, 이하 동일)과 3,727억원(+11%)으로 당사 추정치 대비 소폭 미달했다. 3월말 시작된 네이버페이X삼성페이 연동으로 오프라인 결제액이 빠르게 증가하며 2분기 네이버페이 거래액은 예상치(13.85조원)를 크게 상회하는 14.56조원을 기록했다. 관련 이벤트 영향으로 실질 소비자페이백 비율이 기존 대비 소폭 상승, 이익은 예상을 하회했다.

시장에 노이즈가 있었던 검색 광고는 5% 전후의 성장률을 유지하였고, 글로벌 웹툰 매출은 예상을 상회하며 호실적을 기록했다. 1H22 700억원에 달했던 웹툰 적자는 지난 1분기 -214억원에 이어 2분기 -130억원까지 적자를 축소시켰다. 3분기 웹툰 성수기를 맞이하여 마케팅과 함께 매출 증가가 예상되는데, 4분기 관련 트래픽이 안착하는 데 성공한다면 연말 BEP 도달도 가능해 보인다.

반면 커머스는 기대치를 하회했다. 스마트스토어+크림 온플랫폼 거래액은 14% 증가했으나 외부 제휴 거래액 감소가 컸던 영향으로 보인다. 포시마크를 제외한 2분기 네이버쇼핑 GMV는 9% 증가했다. 신규 런칭한 도착보장 도입 스토어의 성과가 뚜렷하며 하이퍼클로바X와 연계된 신규 커머스 B2B 서비스가 예상되는 만큼 온플랫폼 위주 거래액 두 자릿수 성장 및 take rate 상승은 이어질 것으로 예상된다.

광고와 같은 외부 환경에 영향을 받은 부문을 제외하면 실적 성장을 위한 사업부 드라이브 대부분이 효과를 발휘하기 시작했다. 기저 효과 감안 시 하반기 광고의 턴어라운드 또한 예견되어 있다. B2C 사업 모델을 공개하지 않으며 폼하되던 생성 AI 성과도 오는 24일 공개되어 기대감을 높일 시기다. 커머스를 보유했던 네이버가 신기술의 수익화를 빠르게 시험할 것이란 기존 전망을 유지한다.

(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	9,756.1	1,508.3	1,034.1	6,304	52.0	144,009	35.5	1.6	18.6	4.5	43.9
2024E	10,741.4	1,632.2	1,532.3	9,506	51.0	155,283	23.5	1.4	16.6	6.3	41.6
2025E	11,722.6	1,850.0	1,595.1	9,996	5.5	165,717	22.4	1.3	14.2	6.2	36.1

(십억원)	2Q23P	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	2,407.9	2,045.8	17.7	2,280.4	5.6	2,430.6	-0.9	2,401.5	0.3
영업이익	372.7	336.2	10.9	330.5	12.8	368.4	1.2	380.5	-2.0
세전이익	421.1	263.2	60.0	116.6	261.2	338.6	24.4	346.6	21.5
지배순이익	267.7	183.3	46.0	55.1	386.2	263.2	1.7	252.8	5.9

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출	1,845	2,046	2,057	2,272	2,280	2,408	2,467	2,601	6,818	8,220	9,756	10,741
서치플랫폼	850	906	896	916	852	910	913	958	3,308	3,568	3,633	3,797
검색	623	661	665	660	656	689	691	689	2,400	2,609	2,725	2,848
디스플레이	221	241	228	250	192	217	218	262	885	941	890	930
커머스	416	439	458	487	606	633	657	699	1,488	1,801	2,594	2,958
커머스 광고	261	274	268	276	264	280	275	283	944	1,078	1,103	1,157
중개 및 판매	132	142	157	173	183	190	217	238	476	604	828	1,048
포시마크					120	121	121	132			493	559
핀테크	275	296	296	320	318	340	342	366	979	1,187	1,366	1,512
콘텐츠	212	300	312	437	411	420	447	459	660	1,262	1,738	1,980
클라우드	92	105	95	111	93	104	108	120	383	403	426	495
% YoY												
매출	23.1	23.0	19.1	17.8	23.6	17.7	19.9	14.5	28.5	20.6	18.7	10.1
서치플랫폼	12.6	9.3	8.0	2.3	0.2	0.5	1.9	4.5	17.3	7.9	1.8	4.5
검색	9.9	9.5	10.6	5.0	5.3	4.3	4.0	4.3	11.9	8.7	4.5	4.5
디스플레이	21.2	8.5	2.3	-2.9	-13.1	-9.8	-4.4	5.0	37.3	6.2	-5.3	4.4
커머스	27.8	19.7	19.4	18.3	45.5	44.0	43.3	43.5	36.3	21.0	44.0	14.0
커머스 광고	27.5	16.5	12.3	4.0	1.4	2.5	2.6	2.5	34.5	14.3	2.2	4.9
중개 및 판매	22.6	25.8	28.8	29.4	38.5	33.4	38.9	37.4	26.4	26.8	37.1	26.6
포시마크					N/A	N/A	N/A	N/A			N/A	13.3
핀테크	31.1	27.1	22.5	8.4	15.8	14.9	15.3	14.4	44.5	21.2	15.1	10.7
콘텐츠	70.1	113.8	77.3	100.1	94.0	40.1	43.4	5.0	52.9	91.3	37.8	13.9
클라우드	8.9	10.5	-1.5	3.9	1.2	-0.4	14.1	7.9	35.2	5.3	5.7	16.2
영업비용	1,543	1,710	1,727	1,935	1,950	2,035	2,086	2,177	5,492	6,915	8,248	9,109
% to sales	83.6	83.6	83.9	85.2	85.5	84.5	84.6	83.7	80.6	84.1	84.5	84.8
% YoY	27.5	28.7	25.4	22.8	26.3	19.0	20.8	12.5	34.3	25.9	19.3	10.4
개발/운영비용	472	515	522	562	635	644	642	665	1,753	2,070	2,587	2,843
주식보상비용	23.6	-0.1	30.1	41.9	75.0	54.3	75.0	75.6	238	96	280	306
파트너	624	720	722	898	832	866	877	938	2,172	2,964	3,513	3,924
인프라	133	141	152	154	133	142	151	150	496	581	575	602
마케팅	315	333	331	322	350	383	415	425	1,072	1,301	1,573	1,740
영업이익	302	336	330	336	330	373	381	424	1,325	1,305	1,508	1,632
% YoY	4.5	0.2	-5.6	-4.2	9.5	10.9	15.3	26.1	9.1	-1.6	15.6	8.2
영업이익률(%)	16.4	16.4	16.1	14.8	14.5	15.5	15.4	16.3	19.4	15.9	15.5	15.2
세전이익	257	263	375	189	117	421	385	561	2,126	1,084	1,483	2,112
% YoY	-39.6	-59.3	-24.3	-66.2	-54.6	60.0	2.6	196.6	30.2	-49.0	36.9	42.4
지배주주순이익	171	183	257	149	55	268	231	481	16,490	760	1,034	1,532
% YoY	-98.9	-65.3	-22.6	-53.5	-67.8	46.0	-10.2	223.0	1,545.6	-95.4	36.0	48.2

주: 콘텐츠는 총매출 인식으로 변경되며 분기 변동성 커지는 구간

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,817.6	8,220.1	9,756.1	10,741.4	11,722.6
매출액증가율(%)	28.5	20.6	18.7	10.1	9.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,817.6	8,220.1	9,756.1	10,741.4	11,722.6
판매관리비	5,492.1	6,915.4	8,247.8	9,109.2	9,872.6
영업이익	1,325.5	1,304.7	1,508.3	1,632.2	1,850.0
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.5	15.2	15.8
금융손익	436.4	-252.6	-136.8	145.1	212.1
종속/관계기업손익	544.7	96.8	254.6	342.5	191.0
기타영업외손익	-180.1	-65.1	-142.9	-7.4	-43.1
세전계속사업이익	2,126.4	1,083.7	1,483.3	2,112.4	2,210.0
법인세비용	648.7	410.5	460.3	594.4	624.7
당기순이익	16,477.6	673.2	1,023.0	1,518.0	1,585.3
지배주주지분 순이익	16,489.9	760.3	1,034.1	1,532.3	1,595.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,527.9	6,439.6	4,251.6	6,032.8	7,042.5
현금및현금성자산	2,781.4	2,724.2	1,279.3	3,085.0	4,067.6
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	6.1	8.7	4.3	6.1	8.7
비유동자산	28,163.1	27,459.5	30,835.4	30,533.5	30,136.5
유형자산	2,111.3	2,457.8	2,500.4	2,313.3	2,097.2
무형자산	932.2	1,481.4	3,008.2	2,959.4	2,912.6
투자자산	24,612.1	22,341.9	24,148.5	24,082.3	23,948.2
자산총계	33,691.0	33,899.0	35,087.0	36,566.3	37,178.9
유동부채	3,923.3	5,480.6	5,245.0	5,695.0	5,574.9
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
비유동부채	5,740.3	4,968.1	5,452.1	5,053.3	4,290.7
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
부채총계	9,663.6	10,448.7	10,697.1	10,748.4	9,865.6
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
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	24,198.1	25,215.8	26,305.5
비지배주주지분	491.7	706.2	765.3	850.8	934.9
자본총계	24,027.4	23,450.3	24,389.9	25,817.9	27,313.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,379.9	1,453.4	2,388.2	2,183.0	2,166.5
당기순이익(손실)	16,477.6	673.2	1,023.0	1,518.0	1,585.3
유형자산상각비	412.3	518.6	557.4	587.1	628.1
무형자산상각비	21.2	42.3	48.8	48.8	46.8
운전자본의 증감	-10.1	307.5	821.8	29.1	-93.8
투자활동 현금흐름	-13,998.8	-1,215.9	-3,215.0	-273.9	-223.9
유형자산의증가(CAPEX)	-753.9	-700.7	-600.0	-400.0	-412.0
투자자산의감소(증가)	-19,720.8	2,367.0	-1,806.6	66.2	134.1
재무활동 현금흐름	11,642.3	-339.5	-618.1	-103.4	-960.0
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	-1,444.9	1,805.7	982.6
기초현금	3,845.7	2,781.4	2,724.2	1,279.3	3,085.0
기말현금	2,781.4	2,724.2	1,279.3	3,085.0	4,067.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	41,510	50,107	59,471	66,639	73,460
EPS(지배주주)	100,400	4,634	6,304	9,506	9,996
CFPS	12,665	12,138	12,197	16,880	17,648
EBITDAPS	10,709	11,372	12,890	14,070	15,822
BPS	143,467	138,642	144,009	155,283	165,717
DPS	511	914	554	598	598
배당수익률(%)	0.1	0.5	0.2	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	38.3	35.5	23.5	22.4
PCR	29.9	14.6	18.3	13.2	12.7
PSR	9.1	3.5	3.8	3.4	3.0
PBR	2.6	1.3	1.6	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	1,758.9	1,865.6	2,114.5	2,268.0	2,524.9
EV/EBITDA	35.8	16.1	18.6	16.6	14.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	106.7	3.3	4.5	6.3	6.2
EBITDA 이익률	25.8	22.7	21.7	21.1	21.5
부채비율	40.2	44.6	43.9	41.6	36.1
금융비용부담률	0.7	0.9	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	29.3	18.2	21.2	24.4	30.8
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1,300.5	1,111.4	1,501.3	2,048.9	1,585.0

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

