

# NAVER 035420

## 절반의 성장과 비용 효율화

### 본업 둔화를 신사업 고성장으로 보완중

네이버에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 33만원을 유지한다. 경기변동으로 광고부문 성장은 소폭 하향하나 콘텐츠의 고성장으로 매출액은 기존 예상치를 유지할 전망이다. 비용 측면에서는 인건비 증가속도를 조절중이고 마케팅비는 커머스/핀테크에서 효율화 중이다. 서치플랫폼/커머스에 대한 마진 하락 우려는 적지만 시장의 관심은 성장이기에 본업회복이나 신사업의 고성장에 따라 기업가치는 동반 상승할 것이다.

### 2Q22 영업이익률 16.4%(+0.1%p QoQ), 3Q22 매출액 +2% 예상

2022년 2분기 매출액/영업이익은 2.05조원(+23% YoY)/3,362억원(+0%), 영업이익률 16.4%(-3.7%p)로 시장기대치(OP 3,454억원)에 부합했다. 전분기 대비로는 11%/11% 증가했다. 사업부별로는 콘텐츠가 M&A 효과 등으로 YoY 114% 성장하면서 전사 성장을 견인했다. 서치플랫폼/커머스는 9%/20% 증가했다. 영업비용은 29% 증가했는데 이북재팬 인수 등으로 파트너비가 37% 증가했고, 마케팅비도 페이/커머스/콘텐츠 부문향으로 34% 증가해 수익성에 부정적이었다. 3Q22 매출액/영업이익은 2.09조원/3,440억원(+21%/-2% YoY, +2%/+2% QoQ)을 전망한다.

### 컨콜 내용: 2Q22 서치플랫폼+커머스 마진 33%. 웹툰 국내 마진 20%

주요 사업부별 마진을 공개했다. 2Q22 기준 서치플랫폼+커머스의 통합 마진은 33.0%, 핀테크는 6.8%, 콘텐츠는 -26.1%다. 웹툰의 국내 수익성은 20%를 달성했기에 비즈니스 모델이 정착하는 2~3년 내 글로벌 사업의 수익성도 유사한 수준으로 높일 것을 계획 중이다. 2Q22 웹툰의 GMV는 4,065억원이고 일본 54%, 한국 37% 수준이다. 하반기에는 상반기 수준 마진을 목표로 하고 광고매출도 두 자릿수 성장 목표를 유지했다. 비용에서는 채용속도는 조절 중이다. 마케팅비는 페이/커머스는 효율적으로 하되 웹툰은 성장에 방침을 두면서 신규고객 획득비용을 관리할 예정이다.

#### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	5,304	6,818	8,285	9,890	11,595
영업이익	1,215	1,325	1,377	1,647	2,036
영업이익률(%)	22.9	19.4	16.6	16.7	17.6
세전이익	1,634	2,126	1,426	1,696	2,085
지배주주지분순이익	1,002	16,490	921	1,010	1,241
EPS(원)	6,100	100,518	6,168	6,762	8,314
증감률(%)	72.4	1,547.7	-93.9	9.6	22.9
ROE(%)	15.2	106.7	3.8	4.1	4.8
PER(배)	47.9	3.8	43.3	39.5	32.1
PBR(배)	6.5	2.6	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	27.5	35.8	21.4	17.9	14.5

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

구성종 2 차전자·인터넷

02-709-2337

gu.sungjoong@ds-sec.co.kr

2022.08.08

**BUY**(유지)

목표주가(유지)	330,000원
현재주가(08/05)	267,000원
상승여력	23.6%

#### Stock Data

KOSPI	2,490.8pt
시가총액(보통주)	43,801십억원
발행주식수	164,049천주
액면가	100원
자본금	16십억원
60일 평균거래량	646천주
60일 평균거래대금	165,878백만원
외국인 지분율	53.3%
52주 최고가	454,500원
52주 최저가	227,000원
주요주주	
자사주(의 1인)	8.9%
국민연금공단(의 1인)	8.2%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	9.9	3.5
3M	-5.3	1.7
6M	-18.5	-9.0

#### 주가차트

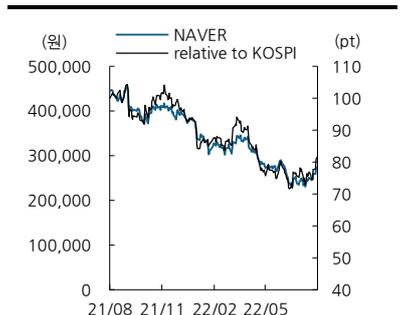


표1 네이버의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F
<b>실적</b>												
<b>매출</b>	<b>1,499</b>	<b>1,664</b>	<b>1,727</b>	<b>1,928</b>	<b>1,845</b>	<b>2,046</b>	<b>2,092</b>	<b>2,302</b>	<b>6,818</b>	<b>8,285</b>	<b>9,890</b>	<b>11,595</b>
서치플랫폼	755	828	829	895	850	906	897	958	3,308	3,611	3,876	4,117
검색	567	603	601	629	623	661	652	681	2,400	2,616	2,805	2,977
디스플레이	182	222	223	257	221	241	245	278	885	985	1,075	1,157
커머스	326	367	384	411	416	440	462	485	1,488	1,803	2,165	2,578
핀테크	210	233	242	295	275	296	304	363	979	1,238	1,478	1,729
콘텐츠	125	140	176	219	212	300	316	375	660	1,204	1,898	2,666
클라우드	85	95	96	107	92	105	112	121	383	430	473	505
<b>영업비용</b>	<b>1,210</b>	<b>1,328</b>	<b>1,377</b>	<b>1,576</b>	<b>1,543</b>	<b>1,710</b>	<b>1,747</b>	<b>1,907</b>	<b>5,492</b>	<b>6,908</b>	<b>8,243</b>	<b>9,559</b>
개발/운영	406	432	420	495	472	515	536	579	1,753	2,102	2,510	2,942
파트너	458	527	549	638	624	720	729	810	2,172	2,883	3,476	4,034
인프라	109	121	128	139	133	141	146	150	496	570	627	690
마케팅	238	249	282	304	315	333	337	367	1,072	1,352	1,630	1,892
<b>영업이익</b>	<b>289</b>	<b>336</b>	<b>350</b>	<b>351</b>	<b>302</b>	<b>336</b>	<b>344</b>	<b>395</b>	<b>1,325</b>	<b>1,377</b>	<b>1,647</b>	<b>2,036</b>
<b>순이익</b>	<b>15,310</b>	<b>528</b>	<b>332</b>	<b>320</b>	<b>171</b>	<b>183</b>	<b>267</b>	<b>300</b>	<b>16,490</b>	<b>921</b>	<b>1,010</b>	<b>1,241</b>
<b>사업부별 YoY</b>												
<b>서치플랫폼</b>	<b>16%</b>	<b>22%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>17%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
검색	9%	15%	11%	12%	10%	10%	8%	8%	12%	9%	7%	6%
디스플레이	47%	49%	33%	26%	21%	9%	10%	8%	37%	11%	9%	8%
<b>커머스</b>	<b>41%</b>	<b>43%</b>	<b>34%</b>	<b>30%</b>	<b>28%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>18%</b>	<b>36%</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>
<b>핀테크</b>	<b>52%</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>47%</b>	<b>31%</b>	<b>27%</b>	<b>26%</b>	<b>23%</b>	<b>45%</b>	<b>26%</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>
<b>콘텐츠</b>	<b>45%</b>	<b>32%</b>	<b>65%</b>	<b>65%</b>	<b>70%</b>	<b>114%</b>	<b>80%</b>	<b>72%</b>	<b>53%</b>	<b>82%</b>	<b>58%</b>	<b>40%</b>
<b>클라우드</b>	<b>71%</b>	<b>42%</b>	<b>24%</b>	<b>20%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>17%</b>	<b>13%</b>	<b>35%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>
<b>Margin</b>												
<b>영업이익률</b>	<b>19.3%</b>	<b>20.2%</b>	<b>20.2%</b>	<b>18.2%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.5%</b>	<b>17.2%</b>	<b>19.4%</b>	<b>16.6%</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.6%</b>
<b>순이익률</b>	<b>1021.4%</b>	<b>31.7%</b>	<b>19.2%</b>	<b>16.6%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>241.9%</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.7%</b>
<b>YoY</b>												
<b>매출</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>29%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>
<b>영업이익</b>	<b>-1%</b>	<b>9%</b>	<b>20%</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>	<b>0%</b>	<b>-2%</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>4%</b>	<b>20%</b>	<b>24%</b>
<b>순이익</b>	<b>8185%</b>	<b>258%</b>	<b>35%</b>	<b>-25%</b>	<b>-99%</b>	<b>-65%</b>	<b>-20%</b>	<b>-6%</b>	<b>0%</b>	<b>-94%</b>	<b>10%</b>	<b>23%</b>

자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

표1 네이버의 2Q22 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	2Q22 실적	YoY	QoQ	2Q22 DS 추정	차이 (%)	2Q22 컨센서스	차이 (%)
매출액	2,046	23	11	1,988	3	1,987	3
영업이익	336	0	11	346	(3)	345	(3)

자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

표2 네이버의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	8,235	9,698	8,285	9,890	1	2
영업이익	1,492	1,838	1,377	1,647	(8)	(10)

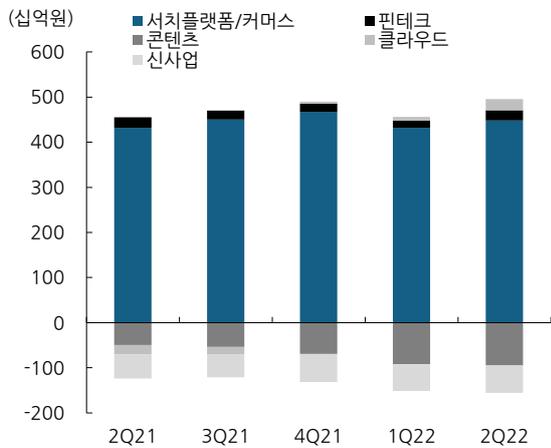
자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

표3 네이버의 목표주가 산정방식

(십억원)	부문	기업가치	가정
<b>A 본사 가치</b>		<b>31,851</b>	
검색, 디스플레이	1) 서치플랫폼	20,582	22F 매출액*순이익률 30%*PER 19 배
커머스광고, 중개/판매, 멤버십	2) 커머스	11,268	22F 매출액*순이익률 25%*PER 25 배
<b>B 종속회사 가치</b>		<b>12,713</b>	
네이버 파이낸셜	3) 핀테크	5,258	21년 TPV*거래액/시가총액 배수 0.2배*지분율
네이버웹툰	4) 콘텐츠	4,200	21년 GMV*거래액/시가총액 배수 4 배
라인망가	5) 콘텐츠	2,400	21년 GMV*거래액/시가총액 배수 3 배
네이버클라우드	6) 클라우드	855	
<b>C 지분 가치</b>		<b>7,563</b>	
Z 홀딩스	7) 일본 JV	7,563	시총*지분율*지주사 할인한 70%
<b>D 자산 가치</b>		<b>1,520</b>	
순현금	6) 현금	1,520	1Q22 연결재무제표 기준
	현금성 자산	3,499	1Q22 연결재무제표 기준
	차입금	1,979	1Q22 연결재무제표 기준
<b>적정 기업가치</b>		<b>53,647</b>	
현재 시가총액		43,801	
주식 수		164	(백만주)
<b>목표주가</b>		<b>330,000</b>	원
현재주가		267,000	원
<b>업사이드</b>		<b>24</b>	%

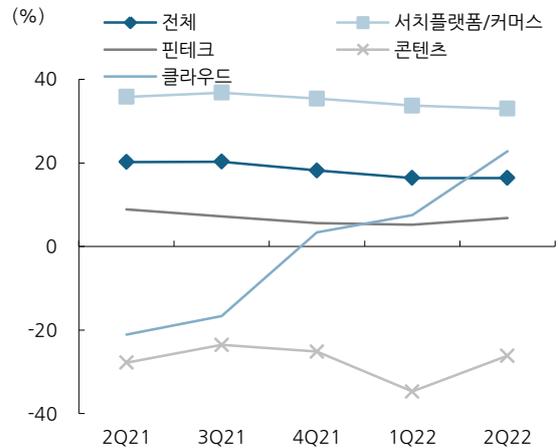
자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

그림1 네이버의 부문별 손익 현황



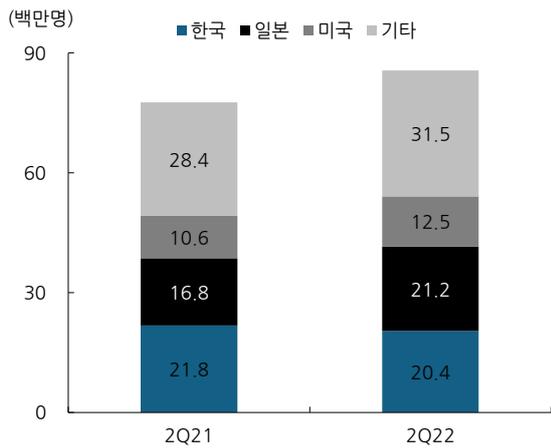
자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

그림2 네이버의 부문별 마진 추이



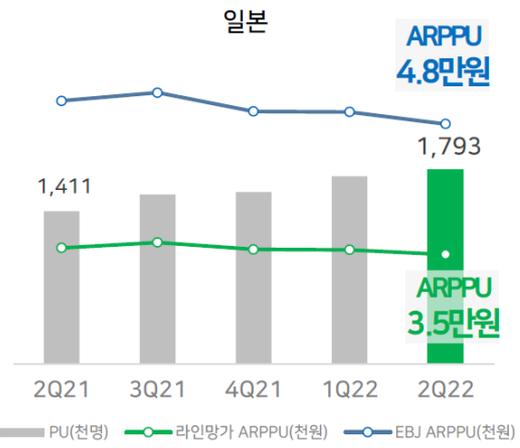
자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

그림3 네이버 웹툰사업의 지역별 MAU 추이



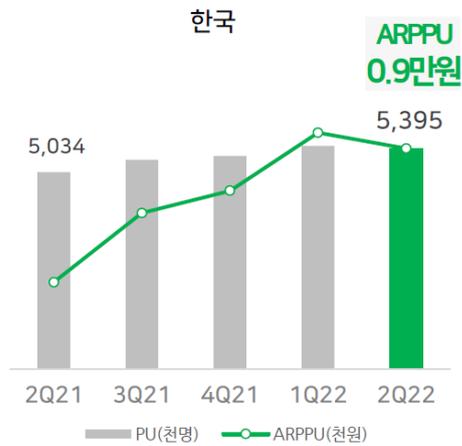
자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

그림4 일본의 월간 PU 및 ARPPU 추이



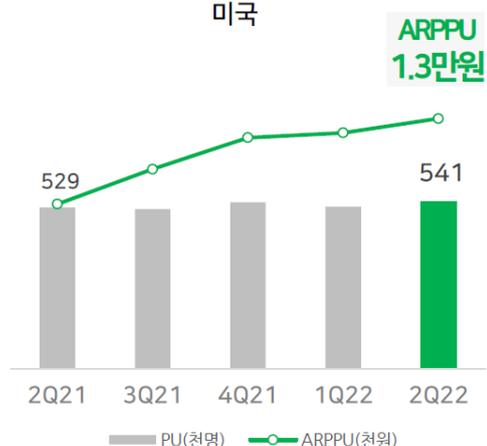
자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

그림5 한국의 월간 PU 및 ARPPU 추이



자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

그림6 미국의 월간 PU 및 ARPPU 추이



자료: Naver, DS투자증권 리서치센터

## [NAVER 035420]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	10,545	5,528	6,207	7,274	8,528	매출액	5,304	6,818	8,285	9,890	11,595
현금 및 현금성자산	1,600	2,781	3,383	4,176	5,139	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	985	1,328	1,405	1,678	1,967	매출총이익	5,304	6,818	8,285	9,890	11,595
재고자산	4	6	6	8	9	판매비 및 관리비	4,089	5,492	6,908	8,243	9,559
기타	7,955	1,412	1,412	1,412	1,412	영업이익	1,215	1,325	1,377	1,647	2,036
비유동자산	6,470	28,163	28,538	28,993	29,523	(EBITDA)	1,711	1,759	2,057	2,421	2,925
관계기업투자등	4,332	24,597	24,597	24,597	24,597	금융손익	27	63	82	84	87
유형자산	1,685	2,111	2,370	2,711	3,126	이자비용	22	45	64	64	64
무형자산	105	932	936	927	911	관계기업등 투자손익	21	-13	-13	-13	-13
자산총계	17,014	33,691	34,745	36,267	38,051	기타영업외손익	370	751	-20	-23	-25
유동부채	7,912	3,923	4,116	4,615	5,145	세전계속사업이익	1,634	2,126	1,426	1,696	2,085
매입채무 및 기타채무	1,856	2,383	2,575	3,074	3,604	계속사업법인세비용	493	649	577	686	844
단기금융부채	647	567	567	567	567	계속사업이익	1,141	1,478	849	1,010	1,241
기타유동부채	5,410	973	973	973	973	중단사업이익	-296	15,000	0	0	0
비유동부채	847	5,740	5,757	5,775	5,792	당기순이익	845	16,478	849	1,010	1,241
장기금융부채	251	3,903	3,903	3,903	3,903	지배주주	1,002	16,490	921	1,010	1,241
기타비유동부채	597	1,837	1,854	1,871	1,889	총포괄이익	1,042	16,199	849	1,010	1,241
부채총계	8,759	9,664	9,873	10,389	10,937	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	7,367	23,536	24,380	25,385	26,622	영업이익률 (%)	22.9	19.4	16.6	16.7	17.6
자본금	16	16	16	16	16	EBITDAMA진률 (%)	32.3	25.8	24.8	24.5	25.2
자본잉여금	1,793	1,490	1,490	1,490	1,490	당기순이익률 (%)	15.9	241.7	10.2	10.2	10.7
이익잉여금	6,655	23,080	23,925	24,930	26,167	ROA (%)	6.8	65.0	2.7	2.8	3.3
비지배주주지분(연결)	888	492	492	492	492	ROE (%)	15.2	106.7	3.8	4.1	4.8
자본총계	8,255	24,027	24,872	25,877	27,114	ROIC (%)	42.4	56.7	186.3	146.8	133.1

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,447	1,380	1,633	1,916	2,269	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	845	16,478	849	1,010	1,241	P/E	47.9	3.8	43.3	39.5	32.1
비현금수익비용가감	970	-14,398	669	681	789	P/B	6.5	2.6	1.8	1.7	1.6
유형자산감가상각비	465	412	658	752	867	P/S	9.1	9.1	5.3	4.4	3.8
무형자산상각비	30	21	22	22	21	EV/EBITDA	27.5	35.8	21.4	17.9	14.5
기타현금수익비용	-383	-48,879	-53	-136	-143	P/CF	26.5	29.9	28.9	25.9	21.6
영업활동 자산부채변동	227	-10	115	225	239	배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
매출채권 감소(증가)	-110	-40	-78	-272	-289	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1	매출액	21.8	28.5	21.5	19.4	17.2
매입채무 증가(감소)	214	76	192	499	530	영업이익	5.2	9.1	3.9	19.6	23.6
기타자산 부채변동	123	-46	0	0	0	세전이익	17.4	30.2	-32.9	18.9	23.0
투자활동 현금	-2,503	-13,999	-955	-1,119	-1,301	당기순이익	112.9	1,850.0	-94.8	18.9	22.9
유형자산처분(취득)	-750	-747	-916	-1,094	-1,282	EPS	72.4	1,547.7	-93.9	9.6	22.9
무형자산 감소(증가)	-103	-52	-25	-12	-6	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-1,607	-1,253	-13	-13	-13	부채비율	106.1	40.2	39.7	40.1	40.3
기타투자활동	-43	-11,947	0	0	0	유동비율	133.3	140.9	150.8	157.6	165.8
재무활동 현금	1,192	11,642	-76	-4	-4	순차입금/자기자본(x)	-12.1	3.7	1.2	-2.0	-5.4
차입금의 증가(감소)	1,131	10,619	0	0	0	영업이익/금융비용(x)	56.1	29.3	21.4	25.6	31.7
자본의 증가(감소)	-70	156	-76	-4	-4	총차입금 (십억원)	898	4,470	4,470	4,470	4,470
배당금의 지급	55	60	76	4	4	순차입금 (십억원)	-996	889	287	-506	-1,469
기타재무활동	132	867	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-2,140	-1,064	602	793	964	EPS	6,100	100,518	6,168	6,762	8,314
기초현금	3,741	3,846	2,781	3,383	4,176	BPS	44,850	143,467	148,616	154,743	162,282
기말현금	1,600	2,781	3,383	4,176	5,139	SPS	32,290	41,558	50,503	60,285	70,679
NOPLAT	849	921	820	981	1,212	CFPS	11,047	12,680	9,254	10,308	12,374
FCF	-461	-11,929	678	797	968	DPS	402	511	30	30	40

주: K-IFRS 연결기준 / 자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터

## NAVER (035420) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-01-13	Buy	510,000	-41.5	-31.8	
2022-01-13	Buy	510,000	-41.5	-31.8	
2022-07-08	담당자변경				
2022-07-08	Buy	330,000	-24.7	-17.1	
2022-08-08	Buy	330,000			

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
BUY + 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT
NEUTRAL -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
REDUCE -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT

## 투자의견 비율

기준일 2022.06.30

BUY	NEUTRAL	REDUCE
100.0%	0.0%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.