

## 믿을 것은 역시 콘텐츠

매수  
(유지)목표가: 340,000원 ▲  
상승여력: 27.3%

임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

2Q22 리뷰: 매출액 컨센서스  
상회, 영업이익 하회

## 2Q22 매출액 컨센서스 3% 상회, 영업이익은 3% 하회

- 매출액 2조 458억원(+23.0% YoY), 영업이익 3,362억원(+0.2% YoY) 기록
- EBJ, 문피아, 로커스 연결 편입으로 신규 매출 980억원 발생하며 매출액 컨센 상회
- 연결 편입 효과로 1,000억원 수준의 비용이 신규 발생하며 영업이익 컨센 하회
- 광고 시장 침체 영향으로 서치플랫폼 YoY 성장률이 9.3%로 하락. 예상치 9.8% 하회
- 이커머스 시장 성장세 둔화로 커머스 YoY 성장률이 19.7%로 하락(1Q: 27.8%)

22년 콘텐츠 매출  
전망치 4% 상향

## 22년 매출액 컨센서스 1% 상회, 영업이익 4% 하회 전망

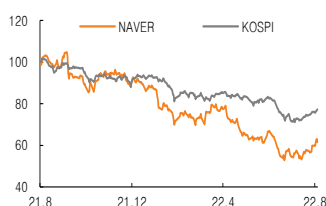
- 라인망가와 이북재팬의 결합 시너지 효과를 고려해 콘텐츠 매출 전망치 4% 상향
- 이커머스 시장 성장률 둔화세(1Q: 11.8%→2Q: 11.1%) 반영해 커머스 매출 1% 하향
- 수익성이 아직 낮은 콘텐츠 매출 비중 상승함에 따라 영업이익률은 16.8%에 그칠 전망
- 급락한 엔화 가치 회복세에 따라 하반기 웹툰 매출 호조 가능성 존재. 2Q22 현지 통화 기준 웹툰 매출(EJB 제외) 전분기 대비 성장했으나 환율 효과로 5% 감소 기록

## 목표주가 6% 상향

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 340,000원으로 6% 상향

- 콘텐츠 매출 전망치 상향으로 SOTP 산출 기업 가치를 55.8조원으로 조정
- 부문별 가치는 서치플랫폼 18.6조원, 커머스 14.9조원, 웹툰 7.2조원 산정
- 이커머스 시장 둔화 속에서도 시장 성장률을 두 배 가까이 상회하는 GMV 성장률을 유지하며 시장 점유율(2Q22: 20.4% 추정)을 상승시키고 있는 점이 긍정적
- 다만 기대치에 미치지 못하는 수익성 개선세를 고려 시 본격적인 주가 반등을 위해서는 글로벌 영역(콘텐츠 or 커머스)에서의 고성장 지표 확인이 필수적일 것으로 판단

## Key data



현재주가(22/8/5, 원)	267,000	시가총액(십억원)	43,801
영업이익(22F, 십억원)	1,393	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	1,428	유동주식비율(%)	82.9
EPS 성장률(22F, %)	-93.1	외국인 보유비중(%)	53.2
P/E(22F, x)	38.6	베타(12M) 일간수익률	1.37
MKT P/E(22F, x)	9.9	52주 최저가(원)	229,000
KOSPI	2,490.80	52주 최고가(원)	454,000

## Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.9	-18.5	-39.7
상대주가	3.3	-10.0	-20.6

## 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	7.2
P/E (배)	52.7	48.0	3.8	38.6	27.4	22.7
P/B (배)	4.3	5.6	2.5	1.7	1.6	1.5
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,499	1,664	1,727	1,928	1,845	2,046	2,095	2,321	6,818	8,307	9,685	11,057
(% YoY)	29.8%	30.4%	26.9%	27.4%	23.1%	23.0%	21.3%	20.4%	28.5%	21.9%	16.6%	14.2%
서치플랫폼	755	828	829	895	850	906	905	981	3,308	3,641	3,992	4,375
검색	567	603	601	629	623	661	657	690	2,400	2,630	2,841	3,065
디스플레이	182	222	223	257	221	241	242	280	885	984	1,122	1,278
기타	5	3	5	9	6	4	6	11	23	26	29	32
커머스	326	367	384	411	416	439	455	511	1,488	1,822	2,136	2,451
커머스 광고	204	235	238	266	261	274	283	317	944	1,134	1,325	1,517
중개 및 판매	108	113	122	134	132	142	147	165	476	586	680	776
멤버십	14	19	24	12	24	24	26	29	69	102	131	158
핀테크	210	233	242	295	275	296	304	347	979	1,221	1,526	1,831
콘텐츠	125	140	176	219	212	300	325	365	660	1,202	1,547	1,821
웹툰	91	106	130	164	164	251	272	305	492	992	1,310	1,560
스노우	10	14	24	36	33	27	30	40	84	130	150	169
기타	23	20	22	18	15	22	24	19	84	80	86	92
클라우드	85	95	96	107	92	105	106	118	383	421	484	578
NCP/웍스(B2B)	71	83	84	92	86	92	92	102	329	371	427	512
클로바/랩스	14	12	13	15	7	13	14	16	53	50	57	66
영업비용	1,210	1,328	1,377	1,576	1,543	1,710	1,741	1,920	5,492	6,914	7,982	9,035
개발/운영비용	406	432	420	495	472	515	524	576	1,753	2,087	2,373	2,687
파트너	458	527	549	638	624	720	737	817	2,172	2,898	3,390	3,870
인프라	109	121	128	139	133	141	145	160	496	579	670	764
마케팅	238	249	282	304	315	333	335	367	1,072	1,350	1,550	1,714
영업이익	289	336	350	351	302	336	354	401	1,325	1,393	1,703	2,022
(% YoY)	-1.0%	8.9%	19.9%	8.5%	4.5%	0.2%	1.1%	14.3%	9.1%	5.1%	22.3%	18.7%
영업이익률	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	16.4%	16.4%	16.9%	17.3%	19.4%	16.8%	17.6%	18.3%
지배주주순이익	15,310	528	332	320	171	183	360	420	16,490	1,135	1,600	1,934
NPM	1021.3%	31.7%	19.2%	16.6%	9.3%	9.0%	17.2%	18.1%	241.9%	13.7%	16.5%	17.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	8,258	9,619	8,307	9,685	1%	1%	8,186	9,649	1%	0%	
영업이익	1,392	1,683	1,393	1,703	0%	1%	1,445	1,765	-4%	-4%	
지배주주순이익	1,316	1,655	1,135	1,600	-14%	-3%	1,350	1,677	-16%	-5%	
영업이익률	16.9%	17.5%	16.8%	17.6%	-	-	17.7%	18.3%	-	-	
순이익률	15.9%	17.2%	13.7%	16.5%	-	-	16.5%	17.4%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q22 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,046	2,050	0%	1,987	3%
영업이익	336	344	-2%	345	-3%
지배주주순이익	183	345	-47%	341	-46%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 3Q22 실적 추정치 변경

(십억원)

	신규	기존	변경률	컨센서스	과리율
매출액	2,095	2,094	0%	2,062	2%
영업이익	354	355	0%	371	-5%
지배주주순이익	360	375	-4%	353	2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. NAVER SOTP 밸류에이션

(십억원, 배, 원)

구분	23F	비고
<b>서치플랫폼</b>	<b>18,651</b>	
23F 매출액	3,992	
23F 순이익	1,048	OPM 40%, 유효법인세율 25%
Target P/E	17.8	구글 23F P/E
<b>커머스</b>	<b>14,860</b>	
23F GMV	48,933	
23F 매출액	2,136	
23F 순이익	561	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target P/E	26.5	아마존, 야후재팬, 알리바바, 징둥닷컴 23F P/E 평균
<b>핀테크</b>	<b>3,214</b>	
23F TPV	62,039	
Target EV/TPV	0.07	카카오페이 23F EV/TPV 적용
지분율	70.0%	
<b>웹툰</b>	<b>7,243</b>	
23F GMV	2,344	
23F 매출액	1,310	
Target P/S	8.3	넷플릭스 19~20년 P/S 평균. 글로벌 확장 가속
지분율	66.6%	
<b>클라우드</b>	<b>1,337</b>	
23F 매출액	484	
Target P/S	2.8	아마존, 구글, MS 평균 22F P/S 50% 할인
<b>Z홀딩스</b>	<b>7,555</b>	
시가총액	33,005	8/4일 종가 기준
지분율	32.7%	
할인율	30.0%	
순현금	-170	
자사주	3,118	20% 할인
<b>적정 기업가치</b>	<b>55,807</b>	
현재 시가총액	43,801	
발행주식수(천주)	164,049	
적정주가	340,184	
<b>목표주가</b>	<b>340,000</b>	
현재주가	267,000	
<b>상승여력</b>	<b>27.3%</b>	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## NAVER (035420)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>6,818</b>	<b>8,307</b>	<b>9,685</b>	<b>11,057</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>6,818</b>	<b>8,307</b>	<b>9,685</b>	<b>11,057</b>
판매비와관리비	5,492	6,914	7,982	9,035
<b>조정영업이익</b>	<b>1,325</b>	<b>1,393</b>	<b>1,703</b>	<b>2,022</b>
<b>영업이익</b>	<b>1,325</b>	<b>1,393</b>	<b>1,703</b>	<b>2,022</b>
비영업손익	801	166	403	512
금융손익	-25	-46	-34	-22
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
<b>당기순이익</b>	<b>16,478</b>	<b>1,037</b>	<b>1,496</b>	<b>1,824</b>
지배주주	16,490	1,135	1,600	1,934
비지배주주	-12	-97	-105	-109
<b>총포괄이익</b>	<b>16,225</b>	<b>1,037</b>	<b>1,496</b>	<b>1,824</b>
지배주주	16,233	1,038	1,496	1,825
비지배주주	-8	-1	-1	-1
EBITDA	1,759	1,811	2,135	2,477
FCF	626	1,811	2,257	2,571
EBITDA 마진율 (%)	25.8	21.8	22.0	22.4
영업이익률 (%)	19.4	16.8	17.6	18.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	241.9	13.7	16.5	17.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	<b>5,528</b>	<b>7,530</b>	<b>9,867</b>	<b>12,535</b>
현금 및 현금성자산	2,781	4,289	6,170	8,383
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	6	7	9	10
기타유동자산	2,741	3,234	3,688	4,142
<b>비유동자산</b>	<b>28,163</b>	<b>28,162</b>	<b>28,306</b>	<b>28,436</b>
관계기업투자등	20,090	19,990	20,030	20,010
유형자산	2,111	2,177	2,199	2,239
무형자산	932	962	1,042	1,149
<b>자산총계</b>	<b>33,691</b>	<b>35,691</b>	<b>38,173</b>	<b>40,971</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,923</b>	<b>4,561</b>	<b>5,261</b>	<b>5,957</b>
매입채무 및 기타채무	631	769	896	1,023
단기금융부채	567	471	493	514
기타유동부채	2,725	3,321	3,872	4,420
<b>비유동부채</b>	<b>5,740</b>	<b>6,142</b>	<b>6,513</b>	<b>6,882</b>
장기금융부채	3,395	3,903	3,903	3,903
기타비유동부채	2,345	2,239	2,610	2,979
<b>부채총계</b>	<b>9,664</b>	<b>10,703</b>	<b>11,773</b>	<b>12,840</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>23,535</b>	<b>24,593</b>	<b>26,110</b>	<b>27,952</b>
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	23,080	24,139	25,655	27,496
<b>비지배주주지분</b>	<b>492</b>	<b>395</b>	<b>290</b>	<b>180</b>
<b>자본총계</b>	<b>24,027</b>	<b>24,988</b>	<b>26,400</b>	<b>28,132</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,380</b>	<b>2,272</b>	<b>2,682</b>	<b>3,030</b>
당기순이익	16,478	1,037	1,496	1,824
비현금수익비용가감	-14,398	931	1,023	1,132
유형자산감가상각비	412	395	403	419
무형자산상각비	21	23	29	36
기타	-14,831	513	591	677
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	816	754	751
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
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-13,999</b>	<b>-692</b>	<b>-699</b>	<b>-766</b>
유형자산처분(취득)	-747	-461	-425	-459
무형자산감소(증가)	-52	-53	-109	-143
장단기금융자산의 감소(증가)	-507	-178	-165	-164
기타투자활동	-12,693	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>11,642</b>	<b>-172</b>	<b>-63</b>	<b>-71</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	3,089	-96	21	21
자본의 증가(감소)	-303	0	0	0
배당금의 지급	-60	-76	-84	-92
기타재무활동	8,916	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-1,064</b>	<b>1,508</b>	<b>1,881</b>	<b>2,213</b>
기초현금	3,846	2,781	4,289	6,170
기말현금	2,781	4,289	6,170	8,383

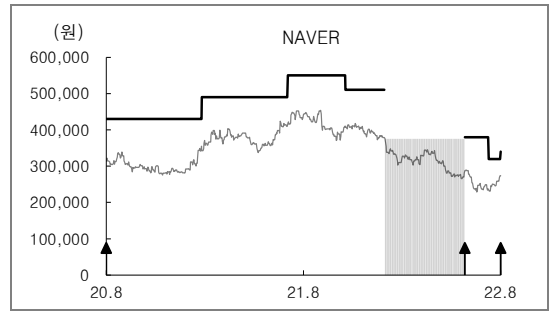
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	3.8	38.6	27.4	22.7
P/CF (x)	29.9	22.2	17.4	14.8
P/B (x)	2.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	35.8	23.6	19.1	15.4
EPS (원)	100,400	6,916	9,754	11,787
CFPS (원)	12,665	12,000	15,350	18,018
BPS (원)	149,967	156,418	165,661	176,885
DPS (원)	511	562	618	680
배당성향 (%)	0.5	8.1	6.2	5.6
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.3
매출액증가율 (%)	28.5	21.8	16.6	14.2
EBITDA증가율 (%)	2.8	3.0	17.9	16.0
조정영업이익증가율 (%)	9.1	5.1	22.3	18.7
EPS증가율 (%)	1,546.7	-93.1	41.0	20.8
매출채권 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)	1,300.5	1,219.7	1,195.4	1,183.8
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	65.0	3.0	4.0	4.6
ROE (%)	106.7	4.7	6.3	7.2
ROIC (%)	45.2	84.0	130.5	198.8
부채비율 (%)	40.2	42.8	44.6	45.6
유동비율 (%)	140.9	165.1	187.6	210.4
순차입금/자기자본 (%)	1.6	-5.5	-12.9	-20.4
조정영업이익/금융비용 (x)	29.3	18.7	23.1	27.3

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2022.08.08	매수	340,000	-	-
2022.07.14	매수	320,000	-21.40	-14.53
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2021.10.22	매수	510,000	-22.15	-18.14
2021.07.07	매수	550,000	-23.41	-17.45
2021.01.29	매수	490,000	-22.82	-13.57
2020.07.24	매수	430,000	-30.25	-17.44



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
87.42%	5.96%	5.96%	0.66%

\* 2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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.