

NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (M)
현재주가 (10/4)	176,500원
상승여력	155%

시가총액	289,547억원
총발행주식수	164,049,085주
60일 평균 거래대금	1,434억원
60일 평균 거래량	612,501주
52주 고	417,500원
52주 저	176,500원
외인지분율	51.66%
주요주주	국민연금공단 8.17%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(24.6)	(24.9)	(53.8)
상대	(17.7)	(21.8)	(36.9)
절대(달러환산)	(28.0)	(31.7)	(61.5)

과매도

미국 중고거래 플랫폼 Poshmark 인수

인수금액: 전체 기업가치 16억달러. 기업 내 현금 5억달러 포함 시 실제 지불 금액 12억달러. 주당 \$17.9으로 지분 100% 인수, 이는 Poshmark(POSH, NASDAQ) 10월 4일 종가 \$15.57 대비 15% 프리미엄. Poshmark의 2021년 GMV는 18억달러로 인수가격/GMV = 0.89 수준, 쿠팡 현재 시가총액(43조원)/GMV(34조원) = 1.3 보다 낮아 시가 및 이커머스 기업 대비 비싼 인수는 아니라는 의견임 (2021년 7월 28일 상장일 증가 \$40.91)

Poshmark의 2022년 상반기 매출액은 1.8억달러로 (YoY +10.9%), 2021년, 2020년 YoY 성장률 24.4%, 27.7% 대비 엔데믹에 따른 성장률 둔화가 보임, 또한 마케팅비 증가로 인한 영업손실 37백만달러 기록(YoY +66%). 인수 후 연결 편입 시 NAVER 전체 영업이익률 하락에 대한 우려가 인수 발표일(10월 4일) 과매도와 주가 급락으로 나타난 것으로 추정됨

미국 중고거래 시장 & Poshmark

미국 중고거래 시장규모는 약 800억달러 규모로 2025년까지 연평균 20% 성장을 전망함(출처: Activate reCommerce Consumer Survey). 저성장, 경기침체, 물가상승에 따른 실질 가처분소득 감소로 인해 미국의 중고거래 시장은 국내 '당근마켓'이 고성장을 시현한 경로와 같이 고성장 전망

'당근마켓'은 거래 시 수수료가 없는 수익모델이지만(21년 매출액 257억원, 비상장거래가 기준 시가총액 1.4조원), Poshmark의 경우 중고물품 거래 시 수수료 20%(결제수수료 포함, 2021년 매출액 3.4억달러, GP Margin 85%)를 수취하는 고수익 사업모델로 '당근마켓' 대비 저평가인 것으로 판단함

향후 전망 & 전략

Poshmark는 월간 1,840만명이 방문하며 미국 전역에서 이용하는 소셜 커뮤니티 기반 북미 1위 패션 특화 버티컬 커머스 플랫폼임. 향후 NAVER 쇼핑에서 성공한 상품 검색, AI 상품 추천 기술 등을 접목하여, 글로벌 리커머스 플랫폼으로 확장 시 웹툰과 함께 NAVER 해외 성장을 견인할 수 있을 것으로 전망. 인수 발표 후 NAVER 전체 마진율 하락 우려에 따른 주가 급락은 성장주 저가 매수 기회라는 의견임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	20,809	20.5	1.7	20,948	-0.7
영업이익	3,017	-13.8	-10.3	3,549	-15.0
세전계속사업이익	3,437	-30.6	30.6	4,171	-17.6
지배순이익	2,824	-14.9	54.1	3,145	-10.2
영업이익률 (%)	14.5	-5.8 %pt	-1.9 %pt	16.9	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	13.6	-5.6 %pt	+4.6 %pt	15.0	-1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	53,041	68,176	82,421	99,167
영업이익	12,153	13,255	13,319	17,881
지배순이익	10,021	164,898	10,530	16,540
PER	40.4	3.9	27.5	17.5
PBR	4.9	2.5	1.1	1.0
EV/EBITDA	23.0	36.8	23.1	16.8
ROE	15.2	106.7	4.5	6.7

자료: 유안타증권

	2019	2020	2021	1H21	1H22
매출액	205	262	326	162	180
YoY	38.4%	27.7%	24.4%	30.9%	10.9%
마케팅비	132	93	143	68	87
영업이익(손실)	-50	23	-44	-23	-37

자료: Poshmark, 유안타증권 리서치센터

Poshmark 주요 지표

등록 사용자수	사용자 일평균 사용시간	총거래액 (GMV,2021)	수수료율(Take Rate)	Gross Margin	Active Buyers	구매자 중 5년 내 판매자 전환율	Active sellers
8,000만명	25분	18억달러	20%	85%	800만명	52%	450만명

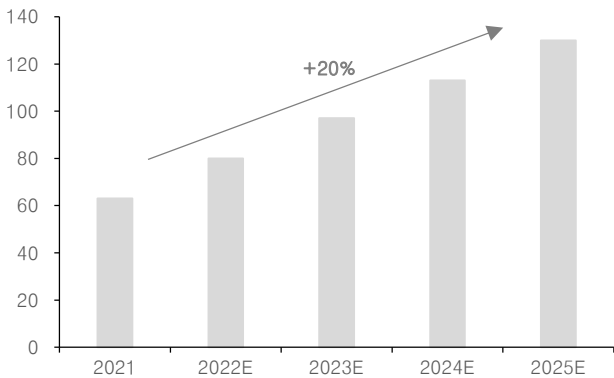
자료: NAVER, Poshmark, 유안타증권

Poshmark vs 당근마켓 vs 쿠팡 (단위: 억원, 만명)

	PoshMark	당근마켓	쿠팡
시가총액	17,122	14,421	440,599
인수금액	22,400	-	-
매출액(2021년)	4,811	257	257,600
영업이익(2021년)	-622	-352	-20,860
거래금액(GMV)	25,200	-	340,000
MAU	1,840	1,631	2,767
인수금액(시가총액)/GMV	0.89	-	1.3

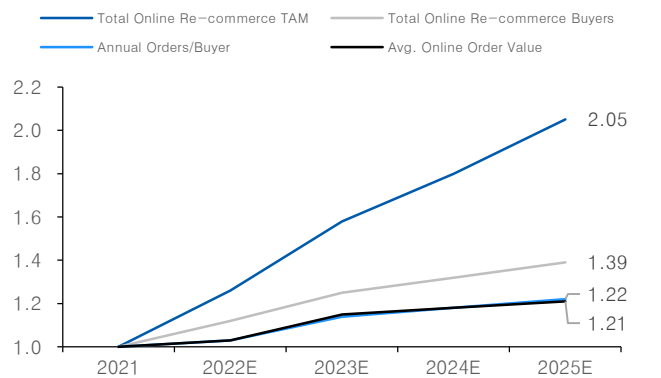
자료: DART, 모바일인덱스, Bloomberg, 서울거래소 주: 당근마켓 시가총액은 비상장주식 거래사이트 '서울거래소' 비상장 주식거래가액 기준임

미국 온라인 리커머스 시장 규모 추이 및 전망 (단위: 십억달러)



자료: Activate reCommerce Consumer Survey, Poshmark, 유안타증권 리서치센터

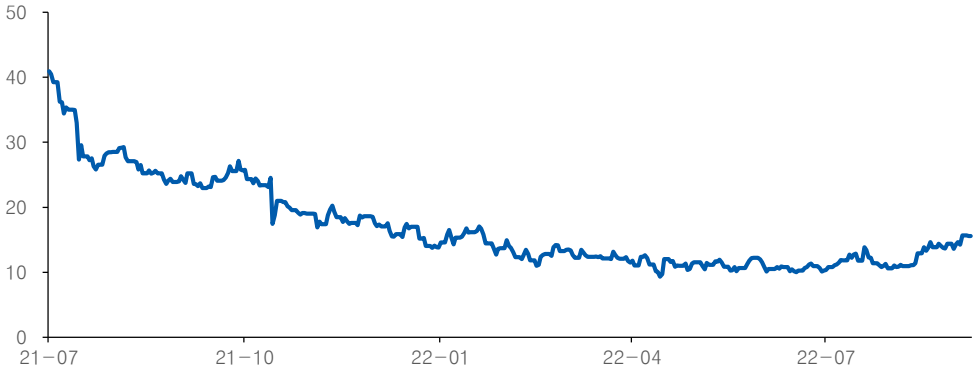
리커머스 시장 부문별 성장률 (단위: 배)



자료: Activate reCommerce Consumer Survey, Poshmark, 유안타증권 리서치센터

Poshmark 주가 추이

(단위: 달러)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	53,041	68,176	82,421	99,167	118,662
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	53,041	68,176	82,421	99,167	118,662
판매비	40,888	54,921	69,101	81,286	94,972
영업이익	12,153	13,255	13,319	17,881	23,691
EBITDA	17,106	17,589	13,319	17,881	23,691
영업외손익	4,182	8,009	371	3,623	4,702
외환관련손익	-122	-261	0	0	0
이자손익	-57	-252	47	116	154
관계기업관련손익	1,156	5,447	25	3,155	4,176
기타	3,205	3,075	299	352	372
법인세비용차감전순손익	16,336	21,264	13,690	21,504	28,393
법인세비용	4,925	6,487	4,273	6,712	8,862
계속사업순손익	11,410	14,777	9,417	14,792	19,531
중단사업순손익	-2,960	149,999	0	0	0
당기순이익	8,450	164,776	9,417	14,792	19,531
지배지분순이익	10,021	164,898	10,530	16,540	21,839
포괄순이익	10,662	162,251	-23,616	7,630	12,369
지배지분포괄이익	12,198	162,334	-22,594	7,300	11,834

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	14,472	13,799	10,057	17,232	20,947
당기순이익	8,450	164,776	9,417	14,792	19,531
감가상각비	4,653	4,123	0	0	0
외환손익	202	301	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-696	-5,447	-2,100	-3,155	-4,176
자산부채의 증감	2,271	-101	1,926	-274	-276
기타현금흐름	-409	-149,853	814	5,869	5,869
투자활동 현금흐름	-25,032	-139,988	-82,402	-76,064	-75,971
투자자산	-15,674	-7,887	-4,812	2,144	2,294
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,594	-7,539	-14,951	-14,951	-14,951
유형자산 감소	90	67	22	22	22
기타현금흐름	-1,854	-124,628	-62,662	-63,280	-63,337
재무활동 현금흐름	11,921	116,423	1,586	-2,690	-2,849
단기차입금	12,014	-2,686	-733	-476	-535
사채 및 장기차입금	1,035	110,019	289	-4,211	-4,211
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-549	-598	-768	-800	-900
기타현금흐름	-577	9,689	2,798	2,798	2,798
연결범위변동 등 기타	-22,764	-877	63,808	63,976	57,689
현금의 증감	-21,402	-10,643	-6,952	2,454	-183
기초 현금	37,405	38,457	27,814	20,861	23,315
기말 현금	16,003	27,814	20,861	23,315	23,132
NOPLAT	12,153	13,255	13,319	17,881	23,691
FCF	6,878	6,260	-4,894	2,282	5,997

자료: 유안타증권

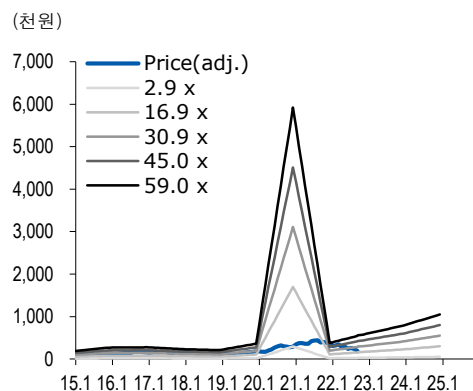
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	105,447	55,279	52,424	57,011	59,171
현금및현금성자산	16,003	27,814	20,861	23,315	23,132
매출채권 및 기타채권	9,851	13,279	14,212	15,634	17,197
재고자산	43	61	72	86	103
비유동자산	64,696	281,631	288,417	305,252	323,038
유형자산	16,846	21,113	34,392	49,320	64,249
관계기업등 지분관련자산	11,994	200,903	185,003	186,013	187,895
기타투자자산	31,471	45,218	44,011	44,018	44,025
자산총계	170,142	336,910	340,841	362,262	382,209
유동부채	79,118	39,233	38,699	41,906	45,388
매입채무 및 기타채무	18,555	23,830	12,593	13,852	15,237
단기차입금	4,812	3,426	2,788	2,312	1,777
유동성장기부채	950	1,187	1,290	1,590	1,890
비유동부채	8,474	57,403	62,581	57,425	52,816
장기차입금	1,507	15,520	14,493	14,981	15,470
사채	0	16,368	17,233	12,233	7,233
부채총계	87,591	96,636	101,279	99,331	98,203
지배지분	73,672	235,356	233,452	256,822	277,896
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	17,933	14,902	15,093	15,093	15,093
이익잉여금	66,548	230,804	240,845	256,621	277,695
비지배지분	8,879	4,917	6,109	6,109	6,109
자본총계	82,551	240,274	239,562	262,931	284,006
순차입금	-19,721	2,969	11,871	5,407	1,553
총차입금	8,442	43,648	48,141	44,697	41,282

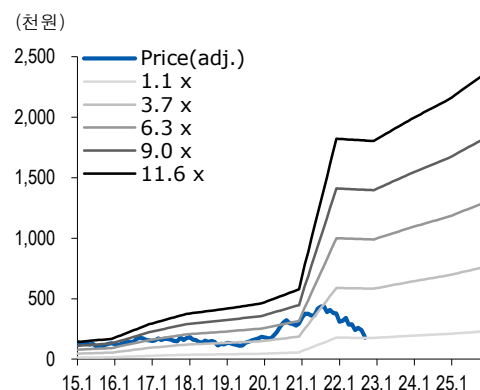
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	6,097	100,400	6,419	10,082	13,312
BPS	49,961	157,641	156,043	171,664	185,750
EBITDAPS	10,408	10,709	8,119	10,900	14,441
SPS	32,274	41,510	50,241	60,450	72,333
DPS	402	511	511	511	511
PER	40.4	3.9	27.5	17.5	13.3
PBR	4.9	2.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	23.0	36.8	23.1	16.8	12.5
PSR	7.6	9.4	3.5	2.9	2.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	21.8	28.5	20.9	20.3	19.7
영업이익 증가율 (%)	5.2	9.1	0.5	34.2	32.5
지배순이익 증가율 (%)	71.9	1,545.6	-93.6	57.1	32.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	22.9	19.4	16.2	18.0	20.0
지배순이익률 (%)	18.9	241.9	12.8	16.7	18.4
EBITDA 마진 (%)	32.3	25.8	16.2	18.0	20.0
ROIC	63.7	54.2	41.5	31.3	31.0
ROA	6.8	65.0	3.1	4.7	5.9
ROE	15.2	106.7	4.5	6.7	8.2
부채비율 (%)	106.1	40.2	42.3	37.8	34.6
순차입금/자기자본 (%)	-26.8	1.3	5.1	2.1	0.6
영업이익/금융비용 (배)	56.1	29.3	47.0	71.1	108.0

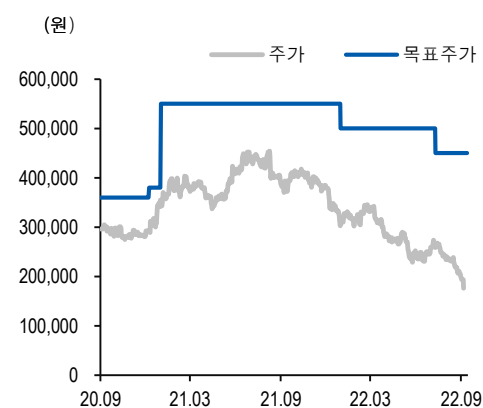
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-10-05	BUY	450,000	1년		
2022-08-08	BUY	450,000	1년		
2022-01-28	BUY	500,000	1년	-42.50	-30.90
2021-01-29	BUY	550,000	1년	-28.85	-17.45
2021-01-05	BUY	380,000	1년	-16.22	-6.58
2020-06-22	BUY	360,000	1년	-18.45	-5.83

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-10-02

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.