

2023. 6. 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 (6.5) **204,500 원**

상승여력 **41.8%**

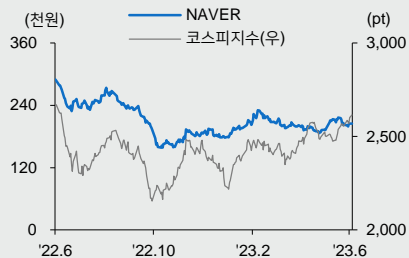
KOSPI	2,615.41pt
시가총액	335,480억원
발행주식수	16,405만주
유동주식비율	83.30%
외국인비중	48.00%
52주 최고/최저가	287,500원/158,500원
평균거래대금	1,475.1억원

주요주주(%)

국민연금공단	8.29
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	6.8	-28.9
상대주가	-0.3	-1.2	-27.4

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	9,615.9	1,506.0	1,281.7	7,813	84.1	145,079	26.2	1.4	19.5	5.5	43.5
2024E	10,253.3	1,590.2	1,404.8	8,715	11.5	155,496	23.5	1.3	17.7	5.8	41.5
2025E	10,882.5	1,756.3	1,559.7	9,774	10.5	164,916	20.9	1.2	15.5	6.1	36.1

NAVER 035420

생성 AI, 다음 스텝은?

- ✓ 네이버 애널리스트데이 통해 방향성 확인
- ✓ 생성 AI 기술을 이용한 B2C 시도는 정점을 지났을 가능성 높아
- ✓ 높은 유지 비용 고려 시 다음 목적지는 B2B나 커머스가 유력
- ✓ 커머스는 동사 강점 분야. 콘텐츠 산업 내 기술이 변화 촉발하는 것도 지켜볼 사항
- ✓ 신기술에 대한 관심, 시장 재편에 베풀었다면 현 주가는 매력적 수준. Top pick 유지

네이버 애널리스트데이 후기

지난주 네이버 애널리스트데이를 통해 하이퍼클로바 관련 질의 시간을 가졌다. 당사가 확인하고자 했던 점은 1) 네이버만의 데이터가 존재하는지, 그리고 2) 하이퍼클로바X를 통한 수익화 방향성이었다. 질의를 통해 글로벌 업체가 도달하지 못하는 동사만의 데이터가 존재함을 확인했다. 수익화에 대해서는 기존 광고 문구 생성을 넘어 셀러를 위한 쇼핑 라이브 큐시트 제공 등 시장을 성장시키는 데 기술을 활용할 예정임을 밝혔다. 더불어 서치 GPT를 통해 동사 커머스 내 높은 성장을 보이는 여행/예약 카테고리에서 성과를 도출하는 방식이 예고되었다.

생성 AI 기술, 다음 스텝은?

새로운 기술의 등장으로 높아졌던 주가 기대감은 주요 사업부의 큰 변화가 드러나지 않고 검색 점유율 관련 노이즈가 커지며 상승분을 다수 반납했다.

구글이 Bard를 공개하며 생성 AI 기술을 이용한 B2C 시도는 정점을 지났을 가능성이 높다. 기존 기술 대비 현격하게 높은 비용이 요구되는 점을 감안 시 다음 목적지는 B2B나 커머스가 유력해 보인다. 네이버의 수익화 방향성은 커머스 분야에서 성공 가능성이 높다. 미국 플랫폼의 높은 기술적 성과가 공개되며 투자자 우려 높으나 생각보다 이들이 커머스 분야에서 성공적 성과를 거둔 경우는 드물다.

관점을 바꿔야 하는 산업도 있다. 신기술로 새로운 생산성 향상 초입에 직면한 산업이 이에 해당한다. 사용 범위에 대한 논란이 거세나 웹툰/웹소설과 같은 콘텐츠 산업이 생성 AI를 통해 새로운 성장 국면에 진입한 것으로 보인다. 신기술에 대한 관심, 시장의 재편에 베풀었다면 동사의 현 주가는 매력적인 수준이라고 판단된다. 플랫폼 최선호주로 유지한다.

Q&A

Q 경쟁력은 무엇인가, 어떤 전략으로 격차 줄일 수 있나?

- A**
- 구글이 한국에 들어오는데 아무래도 집중화된 데이터가 다르니까 한계가 있을 것
 - 상품을 만드는 것과 연구하는 곳이 구글은 따로 있지만 네이버는 이 두 개가 원래부터 같이 진행되기 때문에 성과에서도 다를 수 있다

Q 하이퍼클로바X 기반 서비스 출시 타임라인, 기업향 API, 구독 등 도입 계획, 어떤 비즈니스 모델을 예상하는가

- A**
- 안정성, 비용 등 문제로 천천히 진행. B2B는 상대적으로 안정적이기 때문에 여기부터 나갈 예정
 - 하반기부터 본격화. 이미 클로바스튜디오에서 하이퍼클로바 커스터마이징해서 할 수 있는 영역 보고 있다

Q 하이퍼클로바 어떻게 접목되고 있고, 추가 확장 계획은?

- A**
- 서치할 때 제목 지저분해졌던 걸 읽기 좋은 형태로 클렌징
 - 마케팅 문구 출시, 중소기업 사내자들 상품 문구 자동 생성하는 서비스는 이미 출시
 - 최근 AI 방송작가 테스트 중. 쇼핑라이브 대사 진행 어려운데 소상공인들 큐시트 만들어주며 라이브커머스 누구나 쉽게 가능하도록 할 것

Q 텍스트 뿐 아니라 이미지, 영상 결합한 멀티모달 기능이 하이퍼클로바X 통해 경쟁력 있게 구현될 수 있을까

- A**
- GPT4 결과 놀라웠고 우리도 시도해 본 결과 초거대 AI는 멀티모달 생각보다 잘된다는 걸 찾았음
 - 연내 GPT4에 대응할 수 있는 이미지/비디오 멀티모달 준비할 것

Q 하이퍼클로바X 일본/글로벌 시장 확장 염두?

- A**
- AI 주권에 관해 한국 정부와 논의. 동남아 등에서도 관심 많은 상황. 미/중 제외하면 플레이어 몇 개 없는데 구축형으로 들어가는 것은 네이버가 유일. 사우디 MOU도 비슷

Q AI 규제 관련 논의, 윤리/프라이버시 등 잠재적 이슈 어떻게 대비?

- A**
- 네이버가 제시하면 오해 일으킬 수 있어 서울대 SAPI(SNU AI Policy Initiative) 통해 공론화하는 작업 중

Q 객관적 지표로 클로바X가 얼마나 달라졌나. 웹플러그인 연동해서 생태계 만드는데 전략은?

- A**
- 코딩/영어 지식(논리적 추론능력)이 크게 개선. 플러그인 생태계 확장 중요. 네이버 예약 등이 LLM으로 연결 될 때 생태계 레버리지는 우리가 더 클 수 있다

Q AI 환각에 대한 입장과 API 공개 시기

- A**
- 이미 API 공개. AI 환각 없애긴 어렵지만 LLM 고도화되면 개선될 것

Q 검색 내 생성 AI 고도화에 따라 광고 및 체류시간 어떻게 예상하나

- A**
- 구글과 비슷한 고민을 했음. 인터넷에 수많은 정보 중에 사용자가 본인 니즈를 모른 채로 검색하는 경우도 많기 때문에 이 부분 개선하면 니즈 지속될 것으로 예상
 - 셀러/블로거/창작자 등이 네이버 안에서 더 많이 창작하고 거래할 수 있게 도울 수 있는 방식을 고민 중
 - 검색광고 디스플레이와 같은 기본 BM이 바뀔 것으로 생각하지 않음
 - 이용자 목적이 다변화되고 있어서 이용시간이 줄어들지 않을 것
 - 유튜브 검색이 검색 광고에 영향을 주지 않는 것처럼 광고주들은 AI가 다른 메체라는 것을 알고 있음
 - 챗 트랙이 검색시장을 뺏어가고 있다고 생각해서 최근에 마이크로소프트 전략 변화

Q 일본에서 네이버 검색/커머스 생태계 잘 구현될까. 네이버-Z holdings 경쟁우위는?

- A**
- 스마트스토어 가장 큰 고민은 메신저 통한 마케팅의 어려움. 하지만 일본은페이페이, 라인 있기 때문에 일본에 경쟁 우위 있다고 봄. 오히려 이걸 어떻게 켜서 하나의 프로덕트처럼 이용자들이 느끼게 할 수 있을까를 고민 중
 - 경영 통합한지 오래지만 올해 되어서야 합병이 완료됨

Q 검색점유율, 수치 관련 동의? 간극을 좁히는 관점에서 구글의 직관적 답변이 트렌드로 여겨지는데 검색서비스 개편 방안, 에셋 효율성 등 감안한 견해는?

- A**
- 영어로 된 데이터를 구글은 다량 보유하고 웹문서 많이 나열하면 소비자가 만족도 느낄 가능성 높음. 우리는 그것이 불가능해 지식인, 오픈채팅, 블로그 등 롱테일로 채우려는 것
 - 드래그해서 원하는 것을 찾아가는 소비자 과정을 단축시키는 방향성 자연어 처리를 통해 드래그 최소화하고 할 수 있게 검색 방향성 만들어가는 중

Q 전체 온라인 쇼핑 문화 속에서도 버티컬 성공하는데 네이버의 방향성은?

- A**
- 자사몰 대부분 갖고 있는데 AI 적용을 네이버 안에서 가능하게 UI 개편 준비 중

지난주 네이버 애널리스트데이를 통해 동사의 초거대 AI인 하이퍼클로바 관련 질의 시간을 가졌다. 확인하고자 했던 부분은 1) 네이버만의 데이터가 존재하는지, 그리고 2) 하이퍼클로바X(GPT-3, GPT-4와 같이 하이퍼클로바의 신버전)를 통한 수익화 방향성이었다.

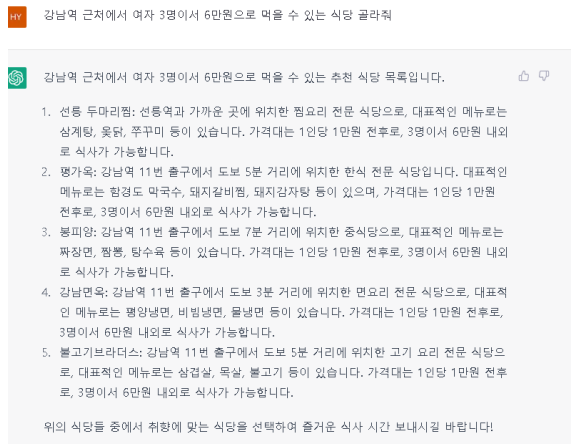
행사를 통해 1) 커머스, 지도와 같은 분야에서 네이버만의 데이터셋이 존재하며, 2) 하이퍼클로바X는 스마트스토어, 여행/예약과 같은 커머스 부문에서 수익화를 계획하고 있음을 확인했다. 오히려 글로벌 빅테크보다 수익화에 있어서는 네이버가 빠를 수도 있겠다는 느낌을 받았다.

1) 데이터

당사는 지도/커머스 등 국지적/가변적 정보에 대한 원천 데이터를 확보하고 있는 네이버가 새로운 시장에서도 지위를 유지할 수 있을 것이라고 판단한다. 주장의 설득력을 높이기 위해서는 오픈 AI, 구글은 접근할 수 없는 네이버만의 데이터 영역이 존재해야 한다. 관련 질의에서 네이버는 ‘오픈 AI가 chat GPT 개발에 활용한 데이터는 오픈 AI의 독점 데이터가 아니다. 반대로 네이버는 네이버만이 접근할 수 있는 데이터가 있다’ 고 밝혔다.

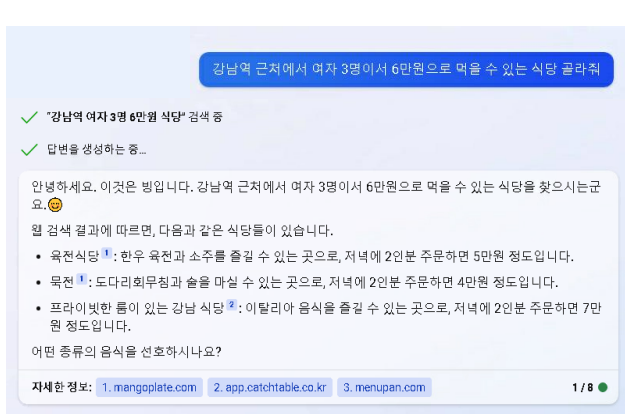
생성 AI 시대에도 결국 초거대 AI를 학습시키는 ‘데이터’ 가 없다면 아무것도 생성할 수 없기 때문이다. <그림1>이 그 예다. Chat GPT에 ‘강남역 근처에서 여자 3명이 6만원으로 먹을 수 있는 식당을 골라달라’ 고 질문하면 1) 강남역 근처에 존재하지 않거나 2) 잘못된 메뉴를 제공한다. 관련 데이터가 없기 때문에 이 같은 문제가 발생한다. Bing과 최근 Chat GPT에는 오픈 테이블 등 다른 사이트로 검색 결과를 연결해준다. 그러나 다수의 추가 클릭이 필요한데 이 경우 일반적으로 검색이 잘 된다고 이야기하지 않는다.

그림1 챗GPT: 3개는 없는 식당, 2개 식당은 잘못된 메뉴



주: 3월 초 검색 결과
자료: OpenAI

그림2 Bing 챗봇 검색 결과: 추가 클릭(검색) 필요



주: 3월 초 검색 결과
자료: Bing

생성 AI가 투자를 촉발할 것이라 데 베팅 하는 시장

Chat GPT를 도입하며 마이크로소프트에 대한 관심이 증가하자 구글은 고심하던 Bard(구글의 초거대 AI에 기반한 챗봇)를 대중에 공개했다. 최근 엔비디아를 중심으로 반도체 산업이 다시 움직이기 시작한 것도 생성 AI에 대한 투자가 증가할 것이라 전망에 기인한다고 볼 수 있다.

그러나 투자 지속되기 위해서는 수익화 필수

그러나 투자가 지속되기 위해서는 수익화가 필수적이다. 구글에 따르면, 기존 검색 대비 초거대 AI를 활용하여 검색하는 순간 비용은 10배 가까이 증가한다고 한다. 출혈 경쟁이 지속될 수는 없음을 의미한다.

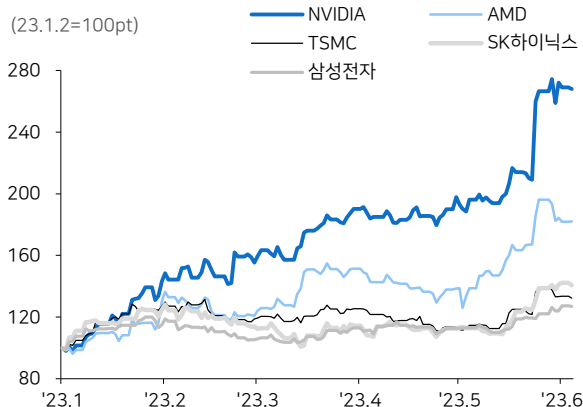
안타깝게도 글로벌 빅테크조차 아직 비용을 커버할 수 있는 뚜렷한 수익화 방안은 찾지 못한 것으로 보여진다. 구글도 Bard를 일부 내놓았지만 이렇다 할 수익 모델을 붙이지 못한 상황이다. 클라우드 사업에 MS 대응 차원의 기술 서비스가 도입된 정도다.

지금은 B2C 측면에서 소비자의 호응에 기반하여 글로벌 빅테크가 서비스를 유지하고 있지만 제 아무리 대단한 혁신이라 한들 시간이 지날수록 사람들은 이에 무더질 수 밖에 없다. Chat GPT부터 Bard, Stable Diffusion과 같은 생성 AI 서비스에 대한 사람들의 반응도 그렇다. Chat GPT에 세종대왕이 맥북을 던진 사건을 물어 본다거나 Stable Diffusion에 텍스트를 입력해 추출한 그림을 커뮤니티에서 공유하며 놀았던 사람들은 불과 몇 달 새 크게 줄었다.

생성 AI 수익화는 결국 서비스 이용자에게 직접 수취하는 B2B, 커머스가 가능성 가장 높아

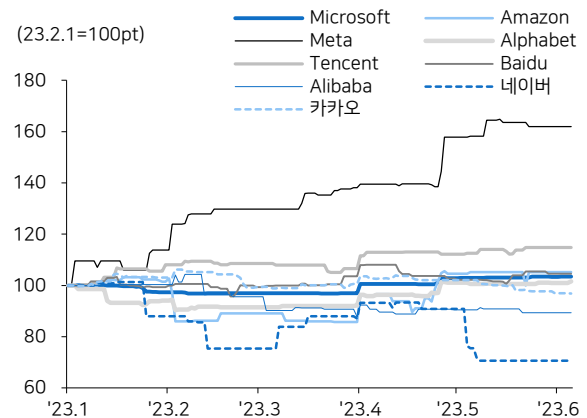
그렇다면 생성 AI는 제 2의 메타버스, 제 2의 블록체인일까? 그러기에는 기업, 개인 측면에서 생산성을 크게 향상시키고 있다는 것이 증명되고 있다. 이는 생성 AI에 대한 시장의 투자가 수익화가 가까운 영역을 중심으로 유효할 것임을 의미한다. 결국 기술 제공업체들은 B2B, 혹은 커머스와 같이 서비스 이용자에게 직접 비용을 수취하는 게 필요하다.

그림3 반도체 주가 상승은 생성 AI 투자 전망에 기인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

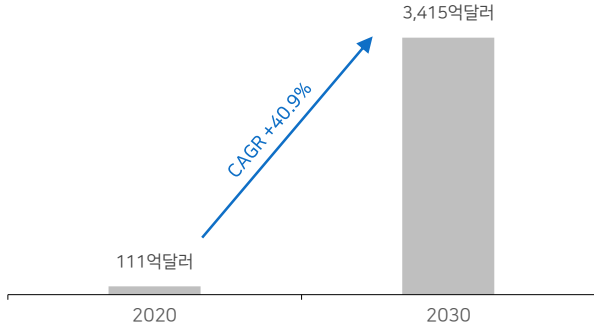
그림4 반면 메타 제외하면 큰 변화가 없는 플랫폼 EPS??



주: 2023.1.2 EPS를 100pt로 기준

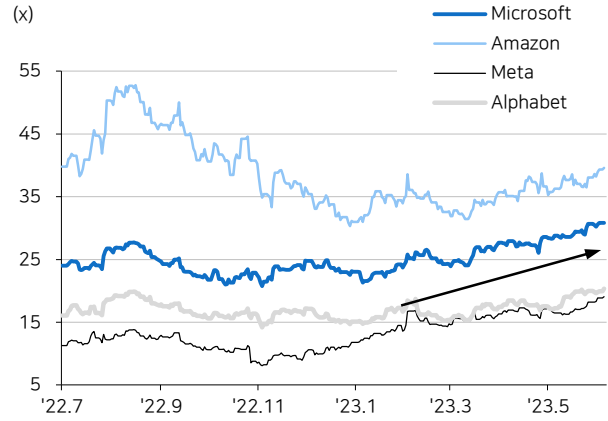
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 자연어 처리시장 '30까지 CAGR 41% 성장: 기업과 사회가 인건비로 지출하던 비용 산업화됨 의미



자료: Allied Market Research, 메리츠증권 리서치센터

그림6 생산성 향상에 베팅하는 글로벌 빅테크 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

MS, 광고 수익 증가 할 것이나 비용 증가에 비하면 미미할 것

마이크로소프트는 1) 트래픽 증가에 기인하여 DA(디스플레이 광고) 물량을 확보하고 있을 것으로 예상된다. 그러나 Chat GPT 도입에 따른 AI 가동 비용을 고려한다면 광고 수익은 조족지혈에 불과하다.

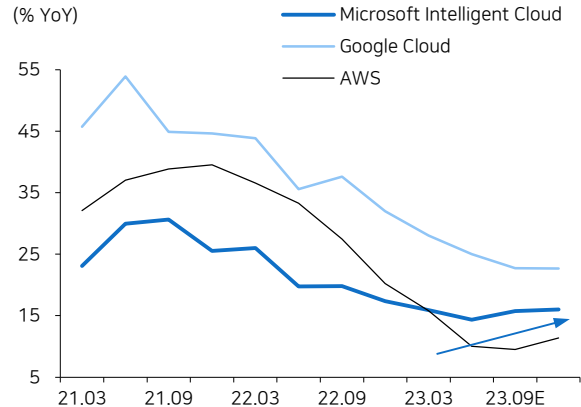
반면, 2) 클라우드는 AI 서비스 도입을 매개로 신규 고객을 확보하는데 도움을 주고 있다고 한다. MS는 chat GPT의 클라우드 우선 사용 권한을 보유하고 있다. 서비스 도입이 3월 이루어지기 시작했는데, MS에 따르면 AI 서비스로 인한 클라우드 매출 성장률은 1%p 상승하며 도입 효과가 이미 포착되고 있다.

그림7 MS, Chat GPT 도입 효과 클라우드 성장률 1%p 상승

For Intelligent Cloud, we expect revenue to grow between 15% and 16% in constant-currency, or \$23.6 billion to \$23.9 billion. Revenue will continue to be driven by Azure, which as a reminder, can have quarterly variability, primarily from our per-user business and from in-period revenue recognition, depending on the mix of contracts. In Azure. We expect revenue growth to be 26% to 27% in constant-currency including roughly one point from AI services growth continues to be driven by our Azure consumption business.

자료: Microsoft 실적 발표 발췌

그림8 Chat GPT 매개로 신규 고객 빠르게 확보하며 MS 반등 가장 빨라



주: Microsoft Intelligent Cloud는 Azure 외 기타 클라우드 서비스 포함
 자료: Bloomberg 컨센서스, 메리츠증권 리서치센터

빌 게이츠 “AI 비서 나오면 검색/커머스 사이트 갈 필요 없어져”

지난 5월 23일, 빌 게이츠는 <AI 포워드 2023>에서 “AI 개인 비서의 등장으로 사람들은 검색 사이트나 아마존에 갈 필요가 없어질 것” 이라고 발언했다. MS가 윈도우 11에 AI 비서 ‘코파일럿’ 을 탑재한다고 밝힌 직후였다.

코파일럿 기본 기능 설명

코파일럿 기능을 통해 보고 있는 콘텐츠를 요약하거나 다시 작성, 혹은 설명을 요청하는 등 현재 chat GPT에 사용자가 입력할 수 있는 기능들이 탑재된다. 윈도우와 결합된 기능으로는 화면 밝기를 조정하는 등 환경 설정을 위해 일일이 검색할 필요 없이 입력만 하면 실행이 가능하단 설명이다.

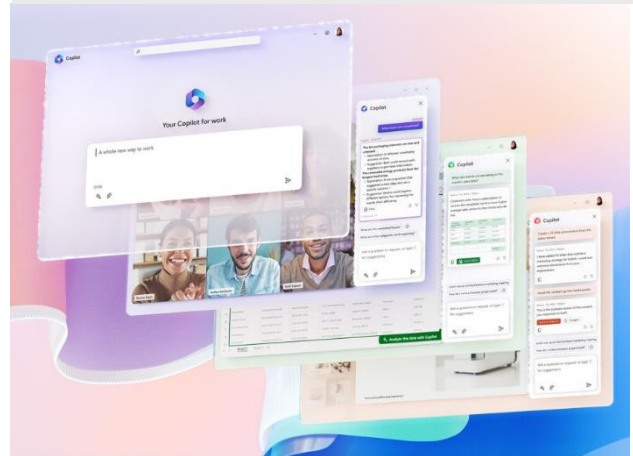
당사는 생성 AI 기능이 탑재된 AI 개인 비서가 등장하더라도 구매의 최종 영역은 인간의 컨펌을 필요로 하는 선택지로 남아있을 것으로 판단한다.

그림9 <AI 포워드 2023>에서 연설 중인 빌 게이츠



자료: The Times

그림10 윈도우 11에 탑재될 AI 비서 ‘코파일럿’



자료: Microsoft

아마존의 혁신 발명품으로 평가 받았던 '대시 버튼'	2015년 아마존은 버튼을 누르면 설정한 물건이 자동 주문되고 배송까지 이어지는 '대시 버튼' 서비스를 런칭한 바 있다. 혁신적이라고 평가 받았던 이 서비스는 결국 아마존의 역사 속으로 사라졌다.
대시 버튼에 대한 소비자 불만족 사항	당시 월스트리트 저널에서 관련 설문조사를 시행했는데, 소비자들은 1) 아마존 대시 버튼 판매가 많지 않고 2) 대시 버튼(과거 물리 버튼이었음)을 구입한 사람 중 실제 구매를 하는 사람은 절반에 불과했으며 3) 버튼 구매자의 사용 빈도가 평균 2개월에 한 번 정도로 낮았으며 4) 구매 버튼을 눌렀지만 상품 가격이나 진행 사항을 알 수 없어 불편하다는 점을 지적했다.
편리성에도 결국 사업 중단된 건 법적 이슈 때문	편리성에 근거하여 사용하던 소비자들이 존재했음에도 최종적으로 중지할 수 밖에 없었던 결정적 원인은 대시 버튼이 독일 법원에서 소비자 보호법을 위반했다는 판결을 받았기 때문이었다. 쇼핑 과정에서 소비자에게 가격을 비롯한 제품에 대한 정보를 충분히 제공하지 않았다는 것이 이유였다. 코파일럿 특성 상 제한적으로 제공될 정보량, 그리고 결제 책임성이 전가됨을 고려했을 때 MS가 커머스 산업에 손을 뺏기는 쉽지 않을 것으로 예상된다. 법적 책임에서 서비스 기술 제공자들이 보호되는 가장 중요한 근거는 소비자의 '자의'에 의한 선택이란 점이다. 그러나 AI 개인 비서가 '자의'의 영역을 대신하는 순간 책임 소재는 모호해질 수 있다. 미래 소비자들이 아마존에 들어갈 필요는 없어질 지 몰라도 그 이유가 코파일럿 때문일 가능성은 낮다고 판단하는 이유다.

Chat GPT 도입 후 비용 커진 MS의 수익화 시도

전술한 바와 같이 마이크로소프트는 초거대 AI가 도입된 검색 서비스로 인해 상당한 규모의 비용을 지출하고 있는 것으로 추정된다. 수익화를 위해 chat GPT와 챗봇 플러그인에서 레스토랑 예약 앱인 오픈테이블을 이용해 레스토랑을 찾고 예약할 수 있는 서비스를 준비하고 있다.

당사가 식당 검색 결과를 통해 제시한 바와 같이 마이크로소프트와 구글은 국내 장소 관련 데이터가 부족하다. 여행/예약의 기반이 되는 플레이스 관련 정보는 가변성이 높기 때문에 네이버가 우위를 점하는 분야다. 이용자들이 네이버 지도를 저버리고 구글맵을 이용하지 않는 한 현 우위는 유지될 가능성이 높다.

생성 AI는 네이버 지도와 같은 원천 데이터가 없다면 결과를 생성해 낼 수 없다. 더불어 트래픽이 증가할 경우 노쇼 방지를 위한 예약금이 일반화될 것으로 예상되는데 네이버는 최신 데이터에 기반한 추천부터 지불까지 streamline 서비스가 가능해 글로벌 사업자의 진격에도 지위가 강화될 것으로 예상된다.

그림11 아마존 대시버튼



자료: TechCrunch

그림12 챗GPT, 오픈테이블과 레스토랑 예약 서비스 준비 중

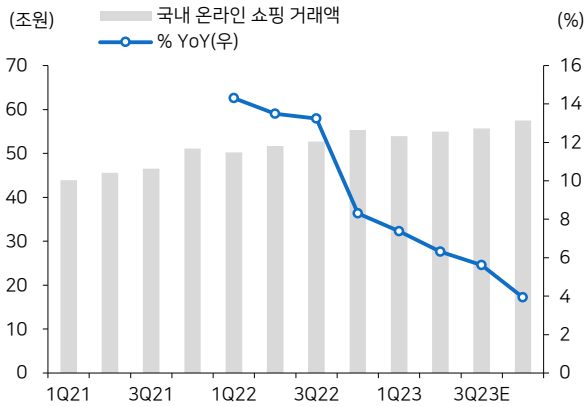


자료: OpenTable

네이버의 여행/예약 서비스는 국내 온라인 여행/예약(여행 및 교통 서비스로 갈음) 거래액의 27%에 달한다. 코로나 기간 언택트 산업의 가팔랐던 성장으로 국내 온라인 성장률은 지난해 4분기 이후 한 자릿수로 내려 앉았다. 네이버는 이를 10%p 상회하고 있는데 여행/예약과 같은 리오프닝 상품군 비중을 전략적으로 확대한 덕분이다. 여행/예약 거래액의 비중 증가는 take rate에도 긍정적이다.

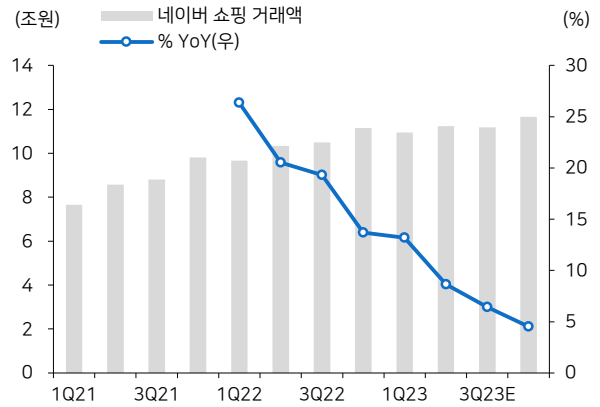
지난 5월 네이버의 컨퍼런스콜을 통해 밝힌 하이퍼클로바X 수익화 방안도 이 부분이 핵심이었다. 동사는 쇼핑 추천, 셀러툴 여행 예약 등 고객 서비스와 결합할 수 있는 하이브리드 클라우드(B2B)를 준비하고 있다고 밝혔다.

그림13 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이



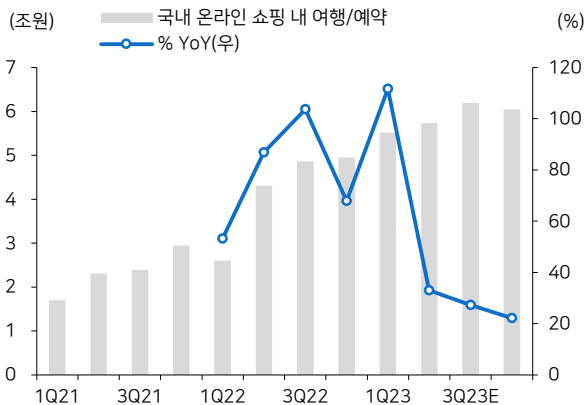
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림14 네이버 쇼핑 거래액 추이



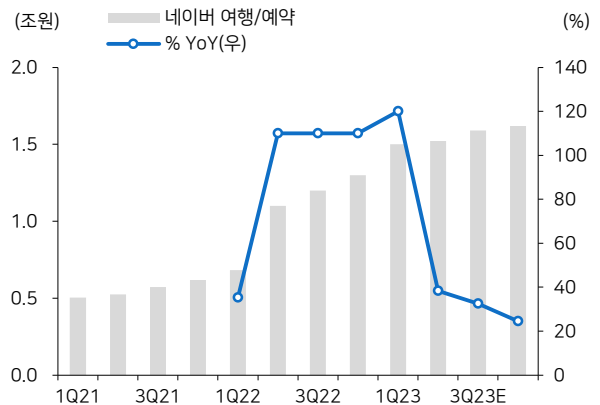
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림15 국내 온라인 쇼핑 내 여행/예약 카테고리 추이



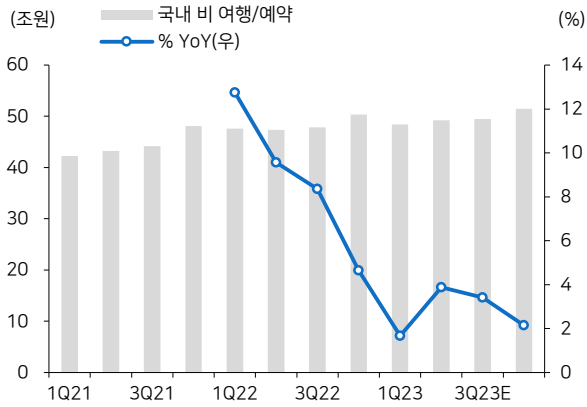
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림16 네이버 쇼핑 내 여행/예약 카테고리 추이



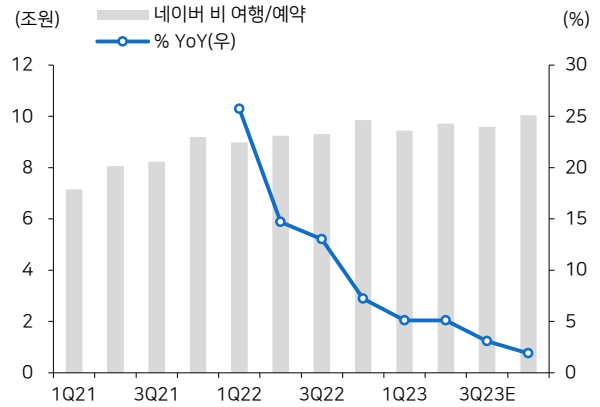
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림17 리오프닝성 상품 제외, 성장률은 하락 중



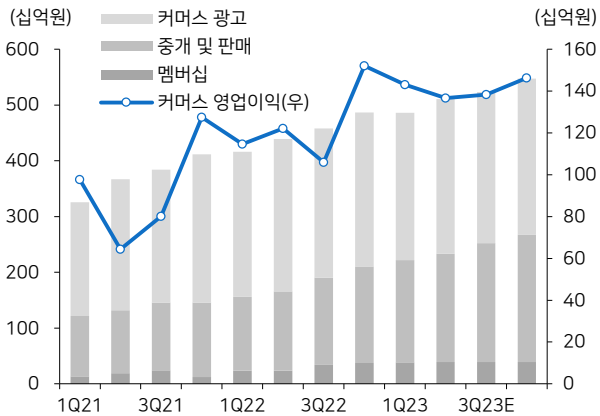
주: 국내 온라인 쇼핑 내 비 여행/예약 카테고리 추이
 자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림18 온라인성 상품군은 네이버도 성장률 하락



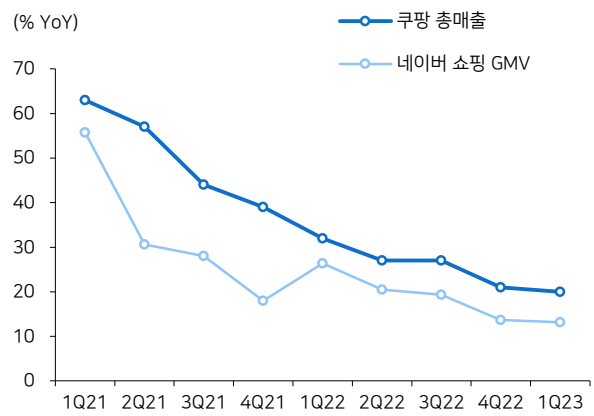
주: 네이버 쇼핑 내 비 여행/예약 카테고리 추이
 자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림19 네이버 별도 커머스 분기 매출 및 영업이익



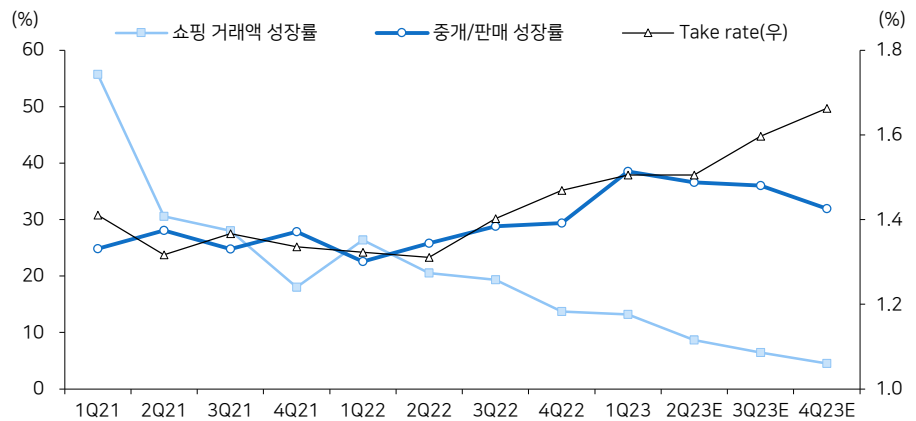
주: 커머스 별도 영업이익 기준
 자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림20 네이버 별도 커머스 거래액 및 쿠팡 매출 성장률



주: 쿠팡 매출 성장률은 고정환율 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 쇼핑 GMV 성장률 낮아지나 take rate 높아지며 매출성장률은 이를 상회



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

커머스 셀러를 위한 상품 문구 작성 등 마케팅 도구에도 생성 AI 기술 활용

뿐만 아니라 물리적 딜리버리가 동반되는 일반 커머스 사업에서도 생성 AI를 이용한 기술을 선보이고 있다. 주지하는 바와 같이 동사는 스마트 스토어 서비스를 통해 많은 셀러를 보유하고 있다. 중소형 사업자의 경우 상품 문구를 작성하는 데 어려움을 겪곤 하는데 하이퍼클로바 구독 서비스를 이용한 셀러들은 이미 상품 문구를 자동 생성하는 기술을 활용하고 있다.

대본 작성의 부담 느끼던 중소형 셀러 위한 라이브 커머스에도 새로운 성장 동력 될 수 있어

최근 동사가 테스트 하는 방향은 AI 방송 스크립트 작성 분야다. 최근 관련된 테스트가 진행되었는데, 쇼핑 라이브에서 경험이 부족한 중소상인들이 어떻게 방송을 이어가야 할지 곤란해하는 경우가 많다. 동사는 하이퍼클로바 기술을 활용하여 이들을 위한 큐시트 제공하며 라이브 커머스를 누구나 쉽게 시도할 수 있도록 지원하고 있다. 스마트 스토어 도입을 통해 누구나 쉽게 셀러가 되었듯이 새로운 기술은 라이브 커머스 사업이 성장하는 새로운 성장 동력이 될 수 있다.

그림22 하이브리드 클라우드로 활용될 네이버의 신기술 B2B 전략



자료: NAVER

그림23 네이버, 현백에 카피라이터 역할해주는 하이퍼클로바 기반 API 판매



자료: 현대백화점

그림24 소상공인 부담 높았던 라이브커머스도 신기술이 도움



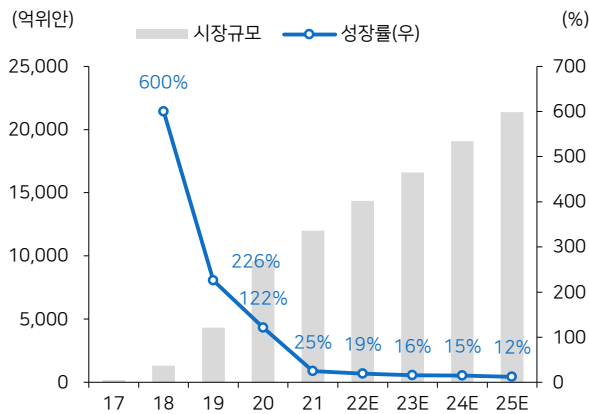
자료: 네이버쇼핑

중국 라이브 커머스 비중 10%

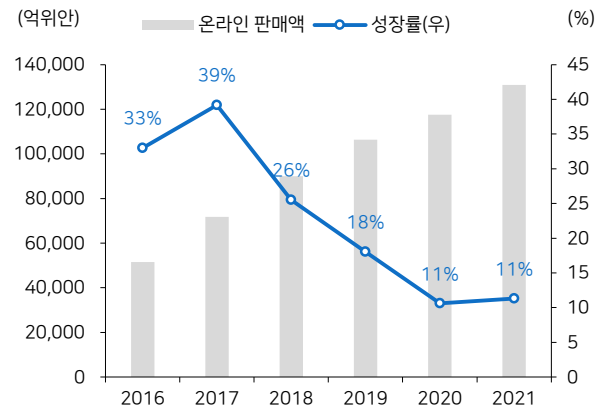
라이브 커머스에 대한 관심은 중국의 빠른 성장에서 착안되었다. KOTRA에 따르면, 2021년 기준 중국 온라인 판매액의 약 10%가 라이브 커머스가 차지했다. 온라인 시장 성장률을 라이브 커머스 성장률이 상회한다는 점을 고려했을 때 라이브 커머스의 비중은 현재 상승한 것으로 추정된다.

국내는 1%에 불과

통계청에 따르면, 2022년 국내 이커머스 거래액은 210조원으로 전년 대비 12% 성장했다. 라방바 데이터랩에 따르면, 2022년 국내 라이브 커머스 거래액은 2조원으로 전체 이커머스 거래액의 1%에 불과하다. 침투 여력이 풍부함을 의미한다.

그림25 중국 라이브 커머스, 2021년 이미 시장 10% 차지

자료: KORTA, 메리츠증권 리서치센터

그림26 중국 온라인 판매액 규모

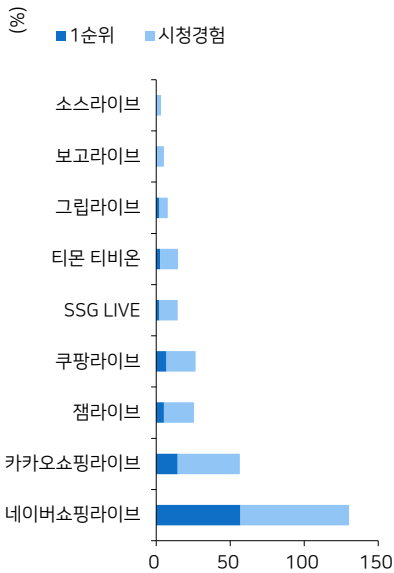
자료: KORTA, 메리츠증권 리서치센터

국내 라이브 커머스 경험 1위는 네이버

오픈서베이에 따르면, 국내 라이브 커머스 소비자 경험에 있어 네이버는 압도적 1위를 기록하고 있다. 1순위 측면에서는 쿠팡 라이브 대비 8배 높은 시청 경험을 보이며 동사가 시장을 선도하고 있음을 알 수 있다.

네이버의 라이브 커머스는 오픈형 전략을 택했다. 자사 쇼핑 라이브 지원에 그치는 것이 아닌 모든 판매자에게 라이브방송을 위한 오픈 플랫폼을 제공하는 방식을 띤다. 이는 장기적으로 현재의 커머스 중개 거래자가 아닌, 기술 제공자로의 기회를 암시하기도 한다..

그림27 국내 라이브 커머스 시청 경험



주: 22.07~12 설문조사 결과. 복수 응답 가능
 자료: 오픈서베이, 메리츠증권 리서치센터

그림28 2022년 대한민국 라이브커머스 브랜드 단독 판매 순위

2022 대한민국 라이브 커머스 총 결산
Labanga (2022)

2022년을 빛낸 라이브 방송 TOP 10

TOP	일자	플랫폼	매출액	방송명	대표상품
1	08/16	기번가	53.2억	갤럭시 Z시리즈 사전판매 라이브 단독혜택	갤럭시 Z폴딩/폴터4
2	02/23	네이버 쇼핑	24.7억	과도한 열손상 없이 다양한 에어스타일링! 다이슨 에어랩	다이슨 에어랩 스타일러 콤팩트
3	02/14	G마켓	19.7억	[장사의 신동xLG그램] LG그램 최저가 혜택 LIVE	LG그램 노트북(i6ZD90P-GX5TK)
4	02/16	보고	16.3억	[신원카드#마이샵] VOGO 과자&편안면 선물 박스 세트	과자&편안면 선물 박스 세트
5	08/24	G마켓	14.4억	한가위백세일 '로보락'편	로보락 S7 MaxV Ultra 로봇청소기
6	10/04	SSG	12.5억	[월간호광속] 파리디자이너스티어 인천 역대급 혜택 앵콜 라이브	[SSG.LIVE] 디락스 2박 + 2인조식 1회
7	12/23	네이버 쇼핑	11.6억	네슬레공식을 2022년 연말결산 LIVE	스타벅스 by 네스프레소 캡슐 5개 구성 + 스타벅스 크림 리드 머그 용정
8	11/01	G마켓	10.4억	LG전자 워시타워/주방가전 LIVE	LG전자 트롤 워시타워 W20WD 세탁 24kg 건조 20kg
9	12/21	네이버 쇼핑	9.8억	올해 마지막 메디큐브 이지잘 4종 특가 구매나 블랙딜	에이지알 VIP 클라닉 4종 에이지알 에어샷 + 힐러
10	10/20	네이버 쇼핑	9.8억	[라비앙]2022년 최대 프로모션 지금! 정일타이밍	라비앙 풀기세포(필라멘트, 엠블, 크림) 3종 세트

* 동일 브랜드 유사 카테고리 방송 제외

주: 동일 브랜드 유사 카테고리 방송 제외한 매출 기준 브랜드 단독 순위
 자료: 라방바 데이터랩

유튜브도 라이브 커머스 진출 여
스뎃 3년차, 그러나 성과 미미

지난해 12월, 유튜브는 국내 라이브 커머스 시장에 본격적인 진출을 밝힌 바 있다. 2021년 이용자가 영상을 통해 제품을 판매하도록 지원하는 서비스인 ‘유튜브 쇼핑’을 1년 여간의 시범 운영한 끝에 쇼핑 콘텐츠만 모아 보여주는 페이지를 신설했다. 카페 24와의 협력 및 홈쇼핑 등 사업자들을 적극적으로 유치하며 시장을 긴장시킨 바 있으나 성과 측면에서는 다소 미미한 행보다.

과거 인스타그램도 커머스 시도했
으나 결국 접어

과거 인스타그램도 트래픽을 매개로 커머스 사업에 진출한 바 있으나 2022년 8월, 서비스를 중단하기에 이르렀다. 유튜브의 커머스 시도도 유사한 전철을 밟을 가능성이 높아 보인다. 커머스 사업은 1) 풍부한 상품 공급자와 2) 소비자의 트래픽, 그리고 3) 결제 시스템이 결합되어야 완성된다.

생각보다 빅테크의 커머스 성공
사례 많지 않아: 커머스는 결제까
지의 유선헤가 핵심

인스타그램과 유튜브 라이브 커머스는 트래픽은 풍부하나 상품 구매를 위해서는 결국 해당 상품 공급자의 사이트로 이동해야 하는 불편이 존재하며 결제 시스템도 서로 상이하다. 마이크로소프트의 코퍼일렛이 커머스 시장에서 성과를 내는 것도 같은 맥락에서 쉽지 않을 것으로 판단한다. 생각보다 글로벌 빅테크 조차 커머스 사업에 진출해 성공한 사례가 많지 않다.

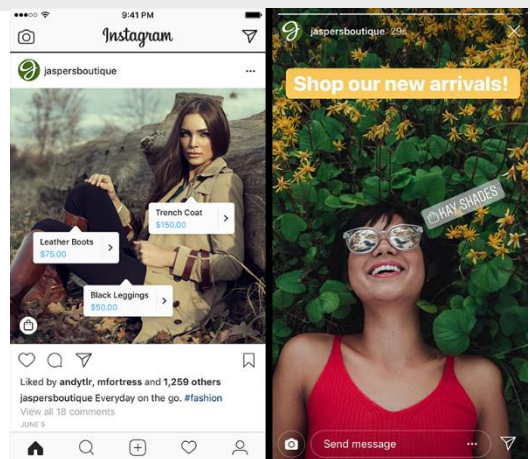
오히려 네이버의 커머스 확장 전략을 라인-야후 재팬의 합병 법인에 적용하는 방향이 가능성은 높아 보인다. 결제 시스템(페이페이)과 모바일 마케팅 창구(라인)을 보유했기 때문이다. 일본 커머스 사업의 성공 관건은 1) 너무 늦지 않은 진출, 그리고 2) 국내 성공의 key였던 셀러를 얼마나 빠르게 확보하느냐에 달려 있을 것으로 보인다.

그림29 유튜브 쇼핑라이브



자료: Youtube

그림30 인스타그램 쇼핑



자료: Instagram

표1 트래픽을 모은 플랫폼들의 커머스 시도들		
오늘의집	2014.07 인테리어 정보 커뮤니티, 인테리어 콘텐츠 공유 플랫폼으로 시작	<p>■오늘의집 매출(십억원)</p> <p>연매출 2018년 72억원에서 2021년 1,176억원으로 성장</p>
	2016.07 인테리어 커머스 서비스 도입 앱 메인에는 스토어 아닌 인테리어 콘텐츠 강조 집들이, 비포 앤 애프터 이미지에 상품 태그해 구매 유도	
	2019.04 시공업체 정보 비교 서비스 출시	
	2018 7.2	
인스타그램 커머스	2020.07 shop 기능 추가	2019 24.3
	2020.11 shop 별도 탭 도입	2020 75.9
	2022.08 제휴 커머스 프로그램 중단	2021 117.6
	2022.09 사내 메모 통해 shop 탭 없애고 간소화된 쇼핑 기능인 'Tab Lite' 테스트할 계획 밝힘	
당근마켓	2015 지역기반 중고거래 커뮤니티로 시작	
	2021.02 지역 상점이 주민들과 소통할 수 있는 채널 '비즈프로필' 도입	
	2022.02 지역기반 간편 결제 서비스 '당근페이' 출시	
	2022.08 비즈프로필, 브랜드프로필, 광고 등 마케팅 통합 서비스 '당근비즈니스' 출시 일부 지역에서 당근비즈니스 통해 상품 판매 및 정산, 예약 등 커머스 기능 시범 운영 중	

자료: 버킷플레이스, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠, 신기술이 새로운 동력 될 수 있어

코로나 기간 광폭의 성장 뒤 콘텐츠 산업의 성장성은 다소 주춤해진 모습이다. 다음 성장을 위해서는 노동 집약적 성격의 input의 생산성 향상이 필요한데 생성 AI 기술이 이에 대한 해답이 될 것으로 기대된다.

최근 웹소설 시장에 AI 표지 논란이 점화되고 있다. 기존 프리랜서 일러스트레이터에 맡기던 표지를 미드저니, 노벨 AI 등 생성 AI를 이용해 대체하고 있기 때문이다. 업계에 따르면, 일러스트레이터 작품 의뢰 비용은 최소 100만원 안팎이며 제작 기간도 2~3주가 소요된다. 그러나 프리랜서 플랫폼 '크몽'에서 '웹소설 표지'로 검색하면 10만원 안팎에 불과한 금액으로 구매할 수 있다.

인간의 창작물을 동의 없이 모아 짜깁기하는 형태라는 이유로 창작자와 소비자들의 비판이 거세다. 최근 AI를 활용한 웹툰 도전작도 허용하겠다고 밝혔던 네이버는 논란이 커지며 인간이 창작한 작품으로 한정하는 방향으로 선회한 바 있다.

그림31 AI 생성물 논란 일었던 웹소설 표지



자료: 머니투데이 'AI 표지' 웹소설계 발각 뒤집었다... "도둑질로 만든 그림"

그림32 프리랜서 플랫폼 '크몽'에서 '웹소설 표지'로 검색한 결과

<p>웹소설 표지, 삽화, 일러스트 그려 드립니다.</p> <p>60,000원- S.O. 8개의 평가</p>	<p>웹소설 표지, 초상화, 방송용 만화대입 러스트 그려 드립니다.</p> <p>110,000원- S.O. 4개의 평가</p>	<p>AI 일러스트 소설표지/삽화 인물 위주</p> <p>30,000원- S.O. 3개의 평가</p>	<p>AI 고화질러 웹소설 표지, 웹소설 제작</p> <p>49,000원 S.O. 2개의 평가</p>
<p>웹소설 표지, 삽화 등 다양한캐릭터일러스트 작업합니다.</p> <p>95,000원-</p>	<p>웹소설 표지 / 일러스트 작업합니다.</p> <p>150,000원-</p>	<p>캐주얼 게임 캐릭터, 웹소설 표지 일러스트 작업합니다.</p> <p>800,000원</p>	<p>캐릭터 일러스트 / 웹소설 표지 / 방송화면 / 프로모션</p> <p>35,000원</p>

자료: 머니투데이 'AI 표지' 웹소설계 발각 뒤집었다... "도둑질로 만든 그림"

그림33 AI 활용 논란으로 흑명 받았던 네이버웹툰 '신과 함께 돌아온 기사왕님'



주: 좌측부터 왼손이 없어진 캐릭터, 칼 손잡이에 잘린 주인공 손, <가디언즈 오브 갤럭시> 그루트와 매우 유사한 캐릭터
 자료: 네이버웹툰 '신과 함께 돌아온 기사왕님'

당사는 특정 일러스트레이터가 자신의 그림으로만 학습한 AI를 사용하는 등 절충안이 도래될 것으로 예상한다. 네이버의 기존 방향성은 웹툰 작가들의 반복적이고 고된 노동을 줄이는 기술 개발에 집중되어 왔다. <2022 컴퓨터 비전 및 패턴 인식 컨퍼런스 학술대회>에서 네이버는 '자동 배경 분리'와 장면을 웹툰처럼 바꾸주는 '웹툰미' 기술 등 웹툰 전용 편집 AI 기술을 발표한 바 있다.

그러나 <승리의 여신: 니케>의 개발사 시프트업 김형태 대표는 자신의 과거 자료를 Stable diffusion에 학습시켜 몇 줄의 텍스트 입력만으로도 새로운 그림을 그려내는 등 이미 그래픽 분야의 도입은 시작되었다. 기술은 개발되었고, 이용하는 사람이 늘어나는 한 지금부터는 새로운 기술을 빠르게 활용하여 자신의 생산성을 높이는 순서로 성장을 차지할 가능성이 높다.

콘텐츠 사업의 또다른 수익성 핵심 요소는 OSMU에 기인한다. 생성AI 기술이 접목되며 콘텐츠 생산 속도가 가속화될 경우 다음 성장 동력이 될 것으로 기대된다.

그림34 네이버 AI 실사 자동 웹툰화, 웹툰미



자료: 네이버 Webtoon Me

그림35 문구만 입력하면 원하는 그림을 만들어주는 다양한 이미지 생성 AI



자료: 각 사

그림36 시프트업 대표의 그림체를 Stable Diffusion에 학습시킨 뒤 '제복 입은 여자 둘, 내려다보는 이미지' 요구하자 오른쪽 그림 자동 형성



김형태 대표 기존 일러스트

김형태
3월 28일 오전 11:41 · 🌐

트위터에는 계속 올리고 있었습니다만, 여기서도 많은 분들이 언급 하시길래, Stable diffusion과 제자가 학습모델을 이용한 AI작업을 올려봅니다. 사용할 때마다 참 복잡한 생각이 드는 건 어쩔 수 없는 듯...



Stable Diffusion 생성 그림

자료: 시프트업, 김형태 대표 트위터

작가 협회의 '러다이트 운동'?

미국 작가협회(WGA, Writers Guild of America West)는 지난 5월 2일부터 파업을 시작했다. 이번 작가들의 파업으로 인해 ABC의 <지미 키멜 라이브!>와 같은 심야 TV쇼가 결방되었을 뿐 아니라 영화와 드라마 제작도 중단되었다. 다수의 OTT 작품 제작 또한 상당한 타격을 받고 있다.

협회의 주요 요구 사항 중 하나가 인공지능의 활용에 관한다. WGA는 AI를 활용해 신규 대본을 작성하거나 작가들이 작업한 대본을 AI를 통해 수정하거나 각색해서는 안되며, AI를 훈련하는 데 사용되어서도 안 된다고 주장하고 있다. 그러나 AMPTP(영화 및 TV 프로듀서 연합)는 이를 거부하며 더 논의하자는 입장을 고수하고 있다.

최근 미국 대형 미디어 업체들은 chat GPT와 같은 생성 AI로 뽑아낸 스토리를 작가들에게 고치도록 요구하기 시작했다. 이 경우 시나리오의 핵심 아이디어가 작가가 아닌 AI로부터 도출된 것이기 때문에 저작권(대본)의 가장 큰 부분이 AI(혹은 이를 이용한 업체)가 된다. 수정 작업 성격의 일이 일임된 작가들은 당연히 기존 대비 턱없이 낮은 보수를 받을 수 밖에 없다.

생성 AI는 입력된 데이터셋이라는 한계가 존재. 생성 AI의 스토리는 장기적 유효성 떨어져

생성 AI는 입력된 데이터에 기반하여 결과물을 도출한다. AI가 만들어 내는 스토리는 결국 데이터셋이라는 한계에 갇힐 수 밖에 없다. 특히 생성 AI가 작동하는 원리는 입력된 단어 뒤 '도출될 확률'이 가장 높은 단어를 선택하기 때문에 관련된 결과물은 이미 시장에 다수 존재하는 작품일 가능성이 높다. 결국 생성 AI가 만들어 내는 스토리는 장기적 관점에서 소비자들에게 신선함을 주기 어렵다.

그림37 WGA, 아마존 스튜디오 부지 밖 피켓 시위 모습



자료: PD저널 23.05.08 <파업 나선 美 작가노조, OTT가 촉발한 갈등 겹겹>, 뉴스시스

그림38 할리우드 및 TV 작가 1만여명이 07년 이후 첫 파업

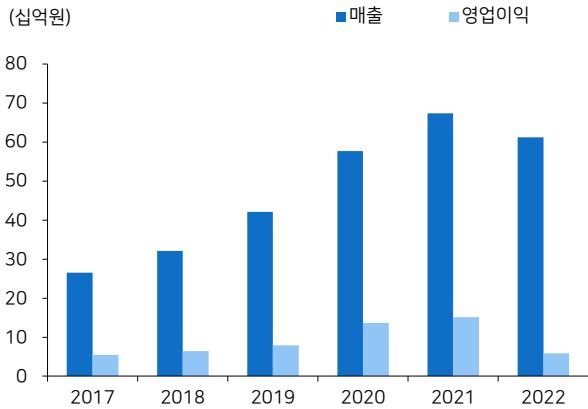


자료: PD저널 23.05.08 <파업 나선 美 작가노조, OTT가 촉발한 갈등 겹겹>, 뉴스시스

다만 웹소설 부분에서 변화의 동인이 될 수는 있다. 네이버와 카카오는 디앤씨미디어와 같은 업체를 통해 웹툰과 웹소설 상당 부분을 공급받는다. 디앤씨미디어와 같은 업체는 작가 수급 경쟁력과 편집부 기반의 조직을 통해 콘텐츠를 제작하고 이를 대형 플랫폼을 통해 출판/유통하는 사업을 영위하고 있다.

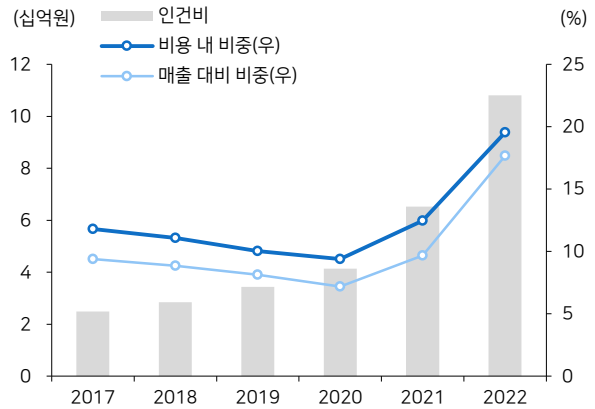
디앤씨미디어와 같은 업체가 작품 제작에서 주로 하는 역할은 1) 작가를 관리하고 2) 작품의 교정/스토리 라인에서 맞지 않는 부분을 편집하는 데 있다. 이 중 편집의 역할은 생성 AI를 통해 생산성을 향상시킬 수 있다. 결과는 두 방향으로 예측된다. 대부분의 소비재처럼 중간자로 축출되거나 생산성 향상을 기업 내 내재화하며 대형 플랫폼과의 bargaining power를 강화하는 방향이다.

그림39 디앤씨미디어 매출/영업이익



자료: 디앤씨미디어, 메리츠증권 리서치센터

그림40 디앤씨미디어 인건비 및 비용 내 비중/매출 대비 비중



자료: 디앤씨미디어, 메리츠증권 리서치센터

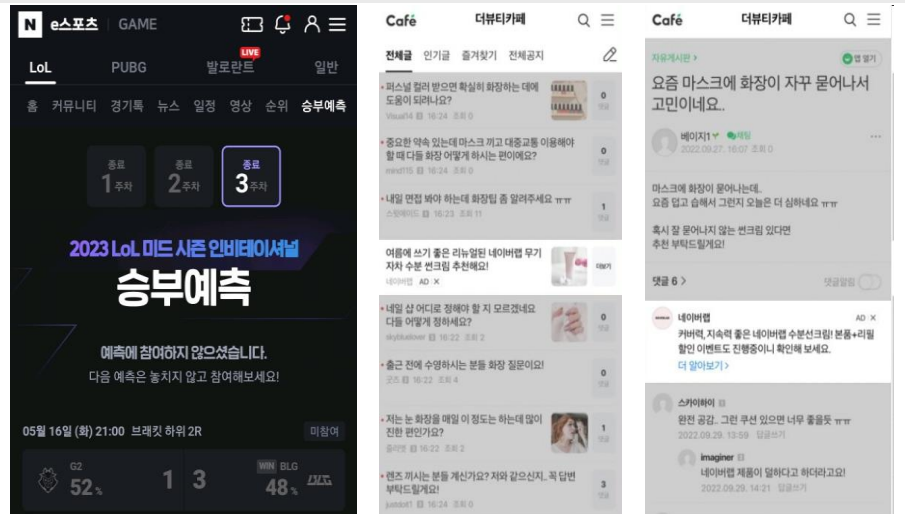
2H23 실적

1. 광고

2022년 6월 이후 국내 광고 경기는 본격적으로 악화일로를 걸었다. 이를 고려했을 때 상반기 부진했던 광고 경기는 기저 효과(low base)만으로도 하반기 개선 가능성이 높다. SA의 경기 방어적 성장세, DA의 경기 민감도가 드러나는 실적이 이어질 것으로 전망한다.

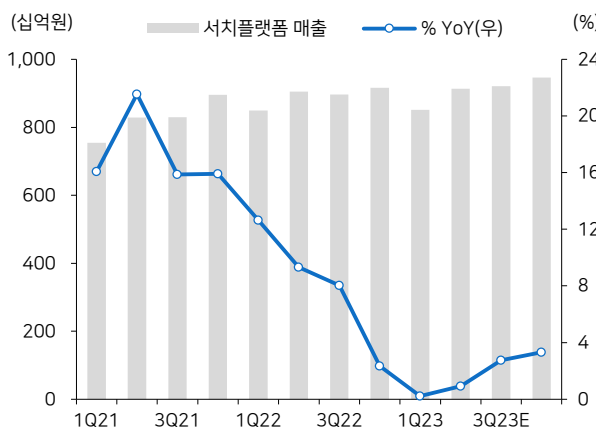
네이버는 스포츠/이스포츠 대회 유치를 통해 트래픽을 확보하는 전략을 취하고 있다. 이를 통해 카카오가 이끌던 관심사 위주의 오픈채팅 시장 진입도 시도하고 있다. 더불어 최근 네이버 카페 내 '커뮤니케이션 애드' 상품을 출시하며 소비자 반응을 체크하고 있다. 하반기 공개 예정인 서치 GPT의 광고주 및 소비자 반응이 추후 광고 매출 성장률을 결정하는 동인이 될 것으로 전망한다.

그림41 대회 유치로 트래픽 제고& 신규 광고 상품 공개



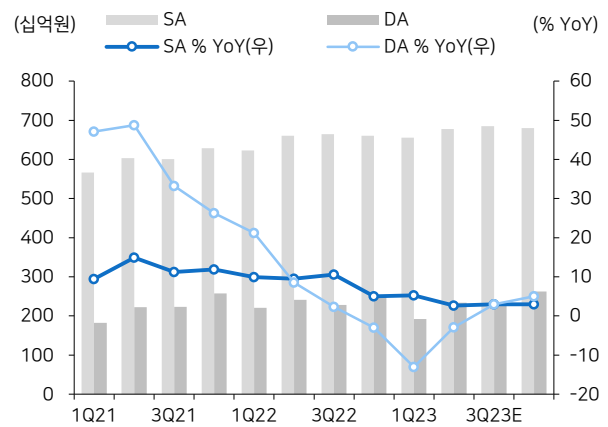
자료: NAVER

그림42 네이버 서치플랫폼 매출 및 성장률



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림43 네이버 SA vs. DA



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

구글 점유율 상승은 chat GPT 효과 가능성 높아

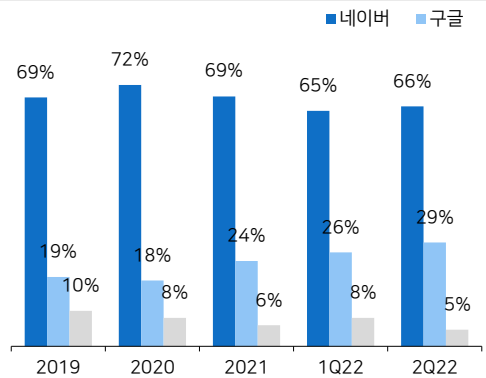
최근 한 조사에서 2023년 1분기 국내 검색시장에서 네이버의 점유율이 직전 분기 대비 10%p 가까이 하락했다는 자료가 발표되며 투자자 우려가 높아지고 있다.

당사는 12월 서비스가 시작된 챗GPT가 국내 인기몰이를 하며 관련된 정보를 찾기 위한 구글 서치가 증가했을 가능성이 크다고 본다. 절대적 정보량 측면에서 국내 데이터 비중이 많은 네이버보다는 영문 데이터 접근이 쉬운 구글이 유리하기 때문이다. 필자도 생성 AI 최신 자료 대부분을 구글 서치를 통해 확보했다.

그러나 한 개 분기 만에 점유율이 과도하게 변한 것은 모수의 오류 혹은 측정 방식의 한계에서 비롯되었을 가능성이 높다. 하기 내용은 NHN데이터 검색 광고 점유율 추출 상 오류가 발생하는 부분으로 추정되는 사항이다.

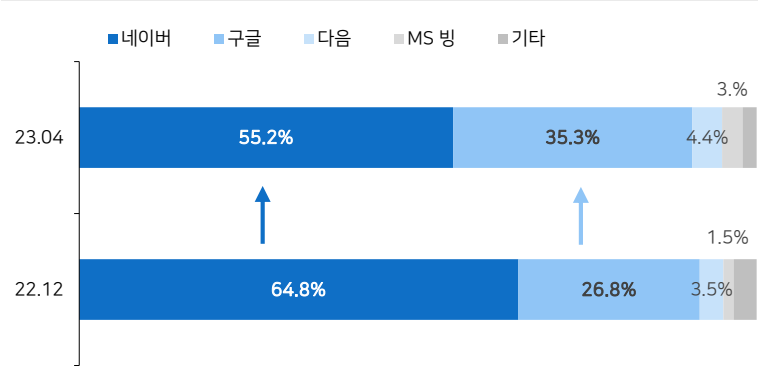
- 검색광고 유입률 자료는 전체 광고주(약 30만) 대비 적은 모수의 데이터로 추정한 결과
- 유입량이 상당한 쇼핑검색광고, 플레이스(지도 등)광고, 블로그 등 검색광고 상품의 랜딩페이지가 네이버인 경우 측정 불가
- 구글애즈는 네이버 검색광고에 비해 유튜브, 디스플레이 광고 등 다른 성격의 광고도 포함된 데이터로 추측

그림44 검색광고 평균 유입률



자료: NHN 데이터, 메리츠증권 리서치센터

그림45 인터넷트렌드에 따르면, 네이버 점유율 4개월만에 10%p 하락

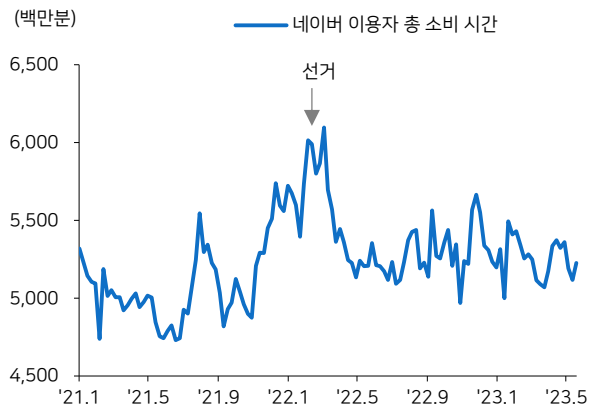


주: 한국경제 23.05.23 <검색창 대신 AI가 답하기 시작했다...'초조한 1위' 네이버> 발췌
 자료: 한국경제, 인터넷트렌드, 모바일인덱스, 메리츠증권 리서치센터

예를 들면, 네이버의 이용자 체류 시간은 유사한 수준으로 유지되고 있지만 플레 이스 검색 대부분이 이루어지는 네이버 지도의 이용자 총 사용 시간은 전년 동기 대비 40% 가까이 증가했다.

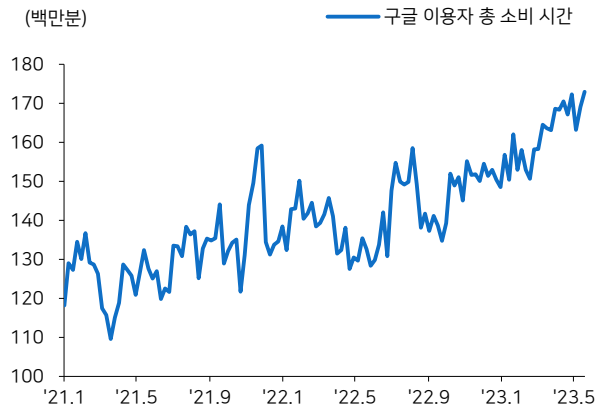
다만 변화 자체는 주지의 사실일 것 최근 실시간 검색어와 유사한 서비스를 준비하는 등 과거 민감했던 주제를 국내 업체들이 다시 꺼내고 있는 것을 볼 때 폭의 문제일 뿐 변화가 감지되고 있는 것은 부정할 수 없는 사실로 보여진다. 일반적/불변의 정보에 대한 글로벌 검색 엔진으로의 이동은 과거부터 포착되어 왔다. 동사의 강점은 지도/커머스 등 국지적/가 변적 데이터에 기반한 성과이기 때문에 서치 GPT 출시를 통해 관련 사업의 강점을 강화하는 방향이 필요해 보인다.

그림46 네이버 주간 단위 이용자 총 소비 시간



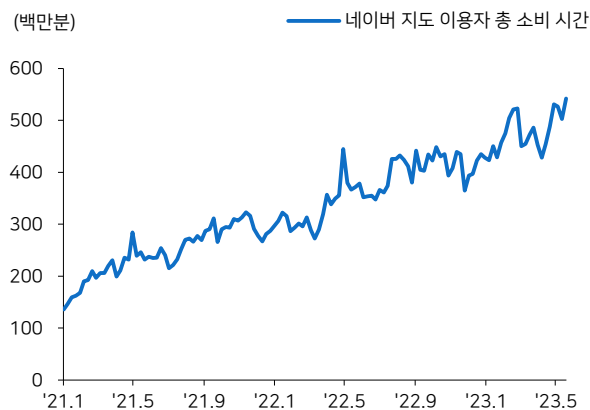
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림47 구글 주간 단위 이용자 총 소비 시간



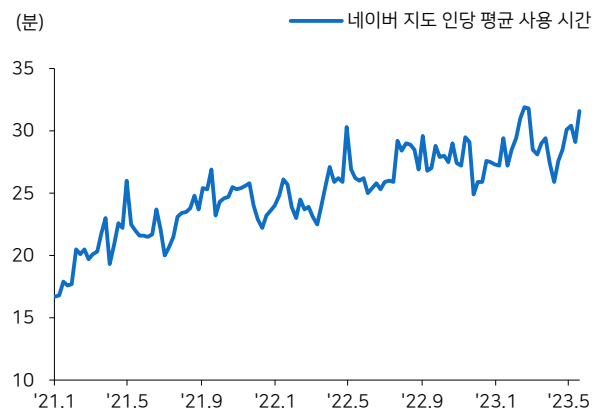
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림48 네이버 지도 주간 단위 이용자 총 소비 시간



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림49 네이버 지도 주간 단위 인당 평균 사용 시간



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

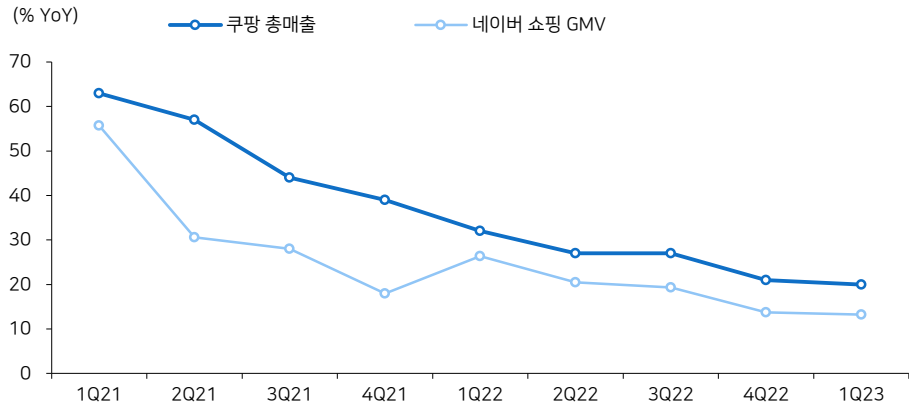
2. 커머스

1Q23 국내 온라인 쇼핑 거래액은 YoY 7% 성장한 53.9조원을 기록하며 단 자릿수로 내려앉았다. 2010년대 온라인 침투율을 꾸준히 높여온 데 더해 코로나 기간 언택트 전환이 마무리 단계에 진입한 모습이다.

동사는 1) 오프라인 상품군의 침투율을 높이고 2) 2% 언더인 take rate의 점진적 상승을 통해 시장 대비 높은 성장을 기록하고 있다. 포시마크를 제외한 네이버의 1분기 쇼핑 GMV는 10.9조원(+13% YoY)을 기록했다. 동기간 쿠팡의 총매출은 58억달러(7.4조원)으로 전년 동기 대비 13% 성장하며 국내 온라인 쇼핑 성장의 대부분을 양사가 향유한 것으로 보여진다.

다만 양사 모두 상품 판매 매출 성장률은 거래액 성장률을 상회했는데, 네이버는 상품 믹스 변화에 따른 take rate 상승 효과, 쿠팡은 자체 판매 매출 비중 증가 효과에 기인한 것으로 추정된다.

그림50 쿠팡 총매출(Total revenue) 성장률 vs. 네이버 쇼핑 GMV 성장률



주: 쿠팡 성장률은 고정환율 기준
 자료: 쿠팡, NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표2 쿠팡 분기별 매출 및 성장률

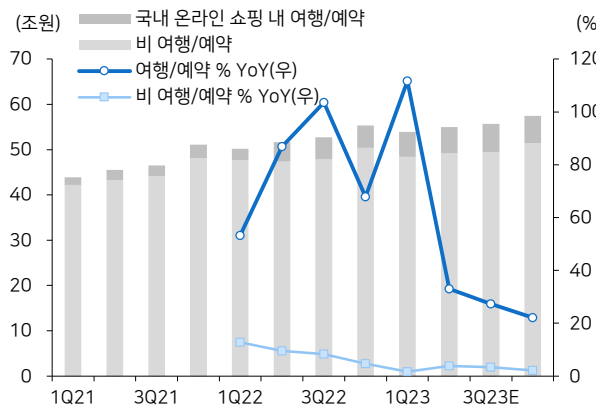
(백만달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
매출(Reported)	4,207	4,478	4,645	5,077	5,117	5,038	5,101	5,327	5,801
Product commerce	4,098	4,333	4,482	4,926	4,936	4,878	4,947	5,194	5,658
Developing offerings	109	145	163	151	181	160	154	133	142
% YoY	74%	71%	48%	33%	22%	12%	10%	5%	13%
Product commerce					20%	13%	10%	5%	15%
Developing offerings					65%	10%	-6%	-12%	-21%
% YoY (CC basis)	63%	57%	44%	39%	32%	27%	27%	21%	20%
Product commerce					30%	27%	28%	21%	21%
Developing offerings					79%	24%	10%	2%	-17%

자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

네이버의 경우, 전체 성장 둔화를 방어할 수 있었던 것은 오프라인성 커머스에 해당하는 여행/예약 거래액의 빠른 증가세 덕이다. 1분기 동 부문 국내 거래액은 5.5조원으로 YoY 2배 성장했는데, 동기간 네이버의 카테고리 거래액도 1.5조원을 달성하며 YoY 2.2배 증가했다.

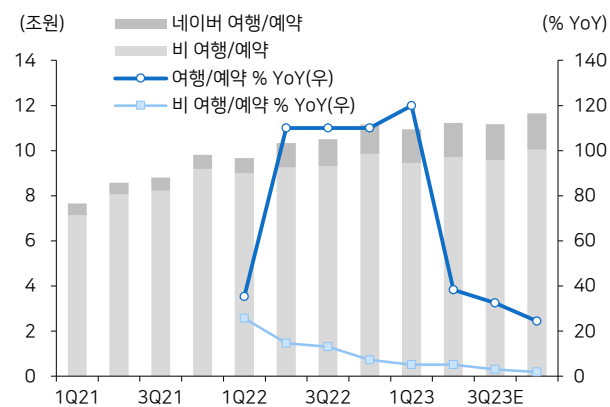
여행/예약 비중의 증가는 take rate에도 긍정적 영향을 미치고 있는 것으로 추정된다. 기존 상품군이 2% 내외인 데 반해 여행/예약은 (영세업자는 아직 수수료를 수취하고 있지 않지만) 대기업/프랜차이즈 위주로 이를 상회하는 수수료율을 수취한다. 관련 상품 비중은 증가하는 take rate 상승에도 장기적으로 유리하다. 시장을 상회하는 거래액 증가율에 더해 take rate 상승 효과가 더해지며 2023년 중개/판매 매출은 YoY 36% 증가할 것으로 기대된다.

그림51 국내 온라인 쇼핑 내 여행/예약 및 비 여행/예약 카테고리 추이



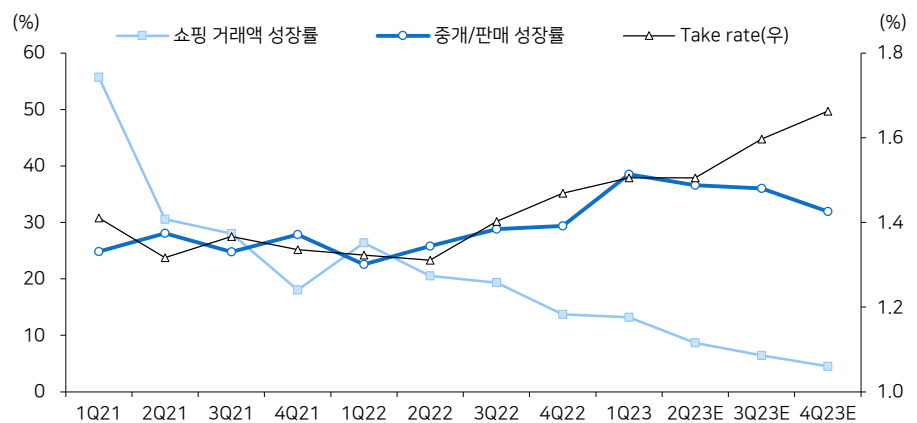
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림52 네이버 온라인 쇼핑 내 여행/예약 및 비 여행/예약 카테고리 추이



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림53 쇼핑 GMV 성장률 낮아지나 take rate 높아지며 매출성장률은 이를 상회



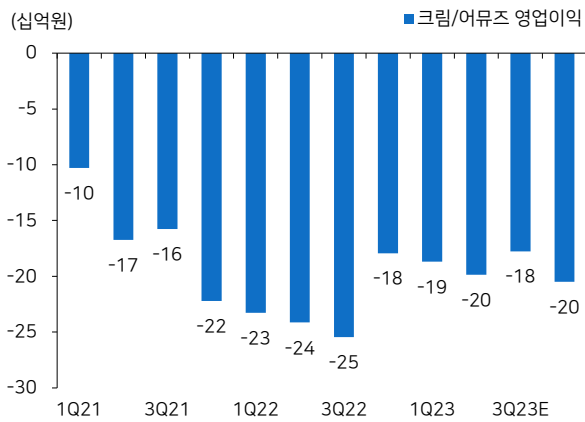
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

커머스 새로운 연결 법인 포시마크, 흑자는 아니지만 우려는 정점 지나

포시마크는 인수 전 주식 보상 비용이 대부분 소멸된 것으로 추정된다. 1분기 조정 EBITDA 기준 200만달러 이상의 흑자를 기록했는데, 연중 흑자 기조를 유지하는 선에서 새로운 시도를 추진할 계획임을 밝혔다. 뚜렷한 수익화 방안이 포착되기 전까지는 1분기 high single 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

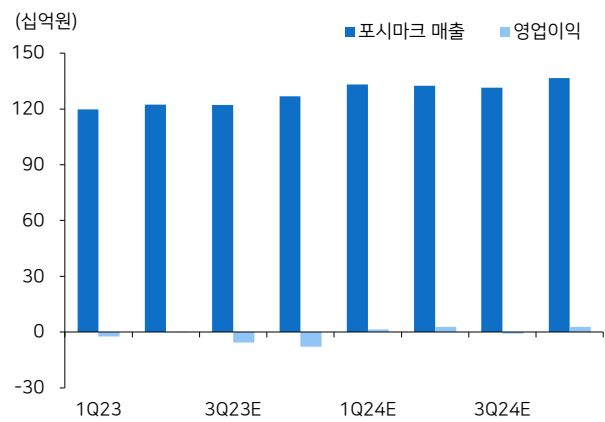
관련 우려가 정점을 지났다는 점은 긍정적으로 해석된다. 다만 크림/어뮤즈와 같이 포시마크 또한 영업적자 기조가 당분간 유지되며 연결 마진은 다소 훼손되는 모습이 이어질 전망이다.

그림54 크림/어뮤즈 영업이익



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림55 포시마크 매출/영업이익



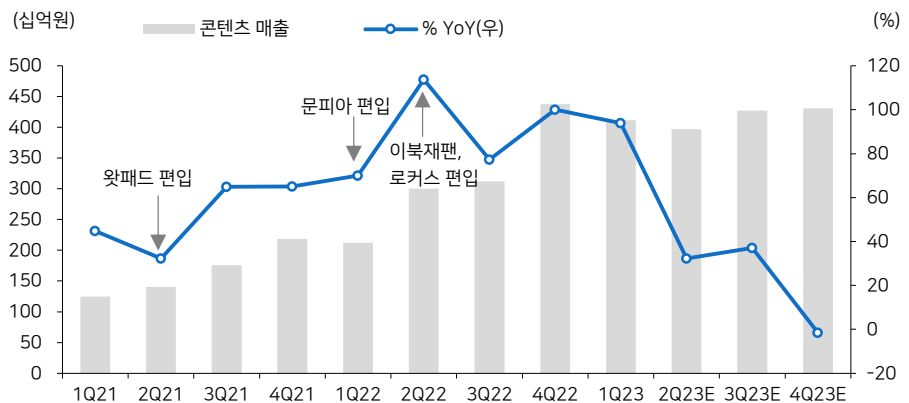
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

3. 콘텐츠

코로나 기간 광폭의 성장 구간을 지나 2021년 하반기 이후 콘텐츠 산업의 탑라인 성장을 이끌어 온 것은 M&A 효과가 주요했다. 동사는 컨퍼런스콜을 통해 네이버 웹툰의 상장 가능성을 시인했다. 이를 위해서는 탑라인 성장과 더불어 사업 부분의 적자 축소를 보여줄 필요가 있다.

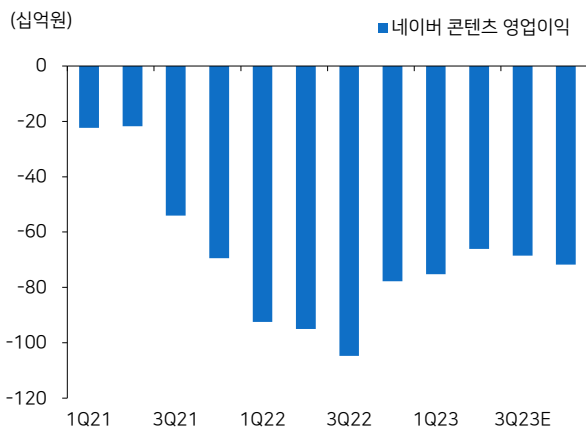
2022년 9월 이후 네이버 웹툰의 매스 마케팅이 축소되기 시작했는데, 1분기 동사가 밝힌 네이버 웹툰의 적자는 200억원대 수준이다. 기존 분기 1천억원까지 확대되었던 콘텐츠 부문의 적자가 700억원대까지 감소한 현재, 큰 폭의 적자 축소를 기대하기는 다소 어려우나 상장을 고려하는 한 급진적 마케팅 전략 선회의 가능성은 당분간 제쳐 두어도 될 것으로 보인다. 성장의 관건은 1) 원천 IP를 활용한 할리우드 작품 성과, 그리고 2) 새로운 기술 도입에 의한 콘텐츠 생산 속도 향상에 달려 있다.

그림56 M&A 효과가 주로 이끌어 온 네이버 콘텐츠 성장세



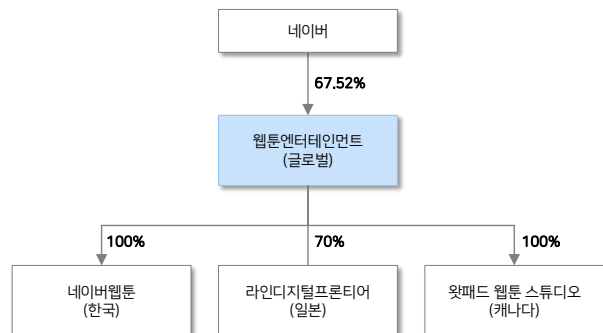
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림57 네이버 콘텐츠 영업적자



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림58 네이버 웹툰 지배구조도



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

4. 결론

새로운 기술의 등장으로 투자 기대감이 높아지고 관련 업체들의 주가 움직임이 본격적으로 진행되고 있음에도 동사 주가는 최근 상승폭을 다수 반납했다. 새로운 기술이 등장했지만 주요 사업부의 큰 변화가 아직 포착되고 있지 않자 수익실현 욕구가 강화된 영향으로 보여진다.

그러나 생성 AI 기술에 노출되어 있는 대부분의 글로벌 빅테크 또한 메타를 제외한다면 EPS 변화가 크지 않다. 대부분 밸류에이션 확장이 주가의 동인으로 작용하고 있다. 수익화까지 시간이 다소 소요되더라도 선점할 기술 확보가 중요해진 시기인 만큼 투자 비용을 자산화하며 표면 밸류에이션은 높은 수준을 이어가는 현 상황이 지속될 것으로 전망한다.

생성 AI 기술, B2C 시도 정점
지난 것으로 보여

후발주자의 반격에 대응하고자 구글이 Bard를 대중에 공개하는 등 B2C 시도는 정점을 지났을 가능성이 높다. 생성 AI가 기존 기술 대비 현격하게 높은 비용을 요구한다는 점을 고려했을 때 시장의 다음 목적지는 B2B, 혹은 커머스가 유력해 보인다.

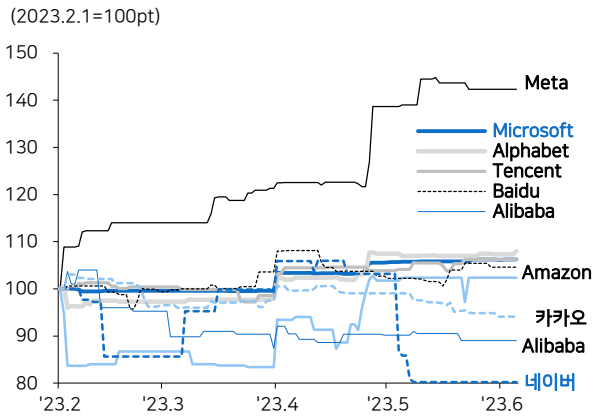
기술의 다음 목적지는 B2B 혹은
커머스

올 여름 공개 예정인 하이퍼클로바X를 통한 동사의 수익화 방향성 또한 공급자의 생산성 향상에 초점이 맞춰져 있다. 스마트스토어 사업자들을 위한 상품 문구 생성 기술을 제공하는 데서 한 발 더 나아가 서치 GPT를 통해 여행/예약 상품에서 성과를 확보하거나 쇼핑 라이브에 생성 AI를 이용해 소상공인을 위한 스크립트를 생성하는 등이 이에 해당한다.

유튜브, 인스타그램의 보여진 바와 같이 트래픽을 보유하더라도 생각보다 글로벌 빅테크(본체가 커머스가 아닌 업체 기준)가 커머스 사업에서 성과를 낸 경우는 드물다. 이는 공급부터 결제까지 원스탑으로 이루어진 시스템이 갖는 힘을 방증한다. 특히 라인-야후 재팬 합병 법인 내 네이버의 커머스 모델이 투입되면 페이페이(결제)-라인(모바일 마케팅 도구)를 보유했다는 점에서 성과를 기대할 만하다. 신기술이 사용되며 변곡점을 맞은 콘텐츠 산업 또한 동사가 노출된 분야이다.

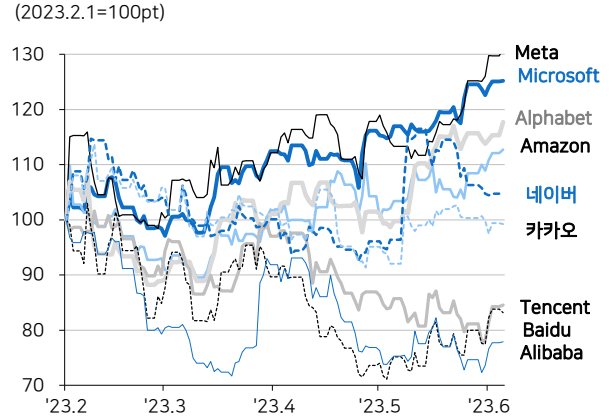
美 플랫폼 사업자들의 높은 기술적 성과가 공개되며 투자자 우려가 커지고 있다. 그러나 B2C에서 이용자의 관심을 환기한 신기술은 이제 수익화에 집중하며 B2B, 혹은 커머스에서 성과를 드러내야 한다. 이 중 커머스 분야는 동사의 강점에 해당한다. 신기술의 성과에 집중한다면 그 과실은 예상과 달리 동사가 빠르게 도출할 가능성이 높아진 시기다. 기술에 대한 관심, 이에 대한 시장의 재편에 베풀었다면 동사의 현 주가는 매력적인 수준이라고 판단한다. 플랫폼 최선호주로 유지한다.

그림59 메타 제외 시 EPS 큰 증가 없었지만



주: 2023.2.1 EPS를 100pt로 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림60 신기술 대응 가능 업체 중심으로 밸류에이션 확대 중



주: 2023.2.1 12M Fwd PER을 100pt로 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,817.6	8,220.1	9,615.9	10,253.3	10,882.5
매출액증가율 (%)	28.5	20.6	17.0	6.6	6.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,817.6	8,220.1	9,615.9	10,253.3	10,882.5
판매관리비	5,492.1	6,915.4	8,109.9	8,663.1	9,126.2
영업이익	1,325.5	1,304.7	1,506.0	1,590.2	1,756.3
영업이익률	19.4	15.9	15.7	15.5	16.1
금융손익	436.4	-252.6	209.8	147.6	202.5
중속/관계기업손익	544.7	96.8	118.9	156.7	157.4
기타영업외손익	-180.1	-65.1	-54.4	-7.4	-43.1
세전계속사업이익	2,126.4	1,083.7	1,780.3	1,887.0	2,073.0
법인세비용	648.7	410.5	540.8	528.7	587.3
당기순이익	16,477.6	673.2	1,239.5	1,358.3	1,485.7
지배주주지분 손이익	16,489.9	760.3	1,281.7	1,404.8	1,559.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,527.9	6,439.6	4,504.8	5,978.8	6,689.4
현금및현금성자산	2,781.4	2,724.2	1,532.5	3,030.9	3,740.3
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	30,803.7	30,687.3	30,486.9
유형자산	2,111.3	2,457.8	2,468.0	2,465.9	2,445.7
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
자산총계	33,691.0	33,899.0	35,308.6	36,666.1	37,176.3
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	5,457.0	5,053.0	4,290.4
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	10,702.0	10,748.0	9,865.2
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	24,373.6	25,250.1	26,177.8
비지배주주지분	491.7	706.2	806.5	916.7	1,060.4
자본총계	24,027.4	23,450.3	24,606.6	25,918.1	27,311.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,379.9	1,453.4	2,278.9	1,790.5	1,762.6
당기순이익(손실)	16,477.6	673.2	1,239.5	1,358.3	1,485.7
유형자산상각비	412.3	518.6	289.8	317.2	344.6
무형자산상각비	21.2	42.3	48.1	48.1	46.1
운전자본의 증감	-10.1	307.5	764.3	66.9	-113.8
투자활동 현금흐름	-13,998.8	-1,215.9	-2,915.0	-188.9	-136.3
유형자산의증가(CAPEX)	-753.9	-700.7	-300.0	-315.0	-324.5
투자자산의감소(증가)	-19,720.8	2,367.0	-1,806.6	66.2	134.1
재무활동 현금흐름	11,642.3	-339.5	-555.6	-103.3	-916.8
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	-1,191.7	1,498.4	709.4
기초현금	3,845.7	2,781.4	2,724.2	1,532.5	3,030.9
기말현금	2,781.4	2,724.2	1,532.5	3,030.9	3,740.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	41,510	50,107	58,616	63,610	68,196
EPS(지배주주)	100,400	4,634	7,813	8,715	9,774
CFPS	12,665	12,138	12,362	13,795	14,955
EBITDAPS	10,709	11,372	11,240	12,132	13,454
BPS	143,467	138,642	145,079	155,496	164,916
DPS	511	914	554	312	617
배당수익률(%)	0.1	0.5	0.3	0.2	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	38.3	26.2	23.5	20.9
PCR	29.9	14.6	16.5	14.8	13.7
PSR	9.1	3.5	3.5	3.2	3.0
PBR	2.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDA	1,758.9	1,865.6	1,843.9	1,955.5	2,147.0
EV/EBITDA	35.8	16.1	19.5	17.7	15.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	106.7	3.3	5.5	5.8	6.1
EBITDA 이익률	25.8	22.7	19.2	19.1	19.7
부채비율	40.2	44.6	43.5	41.5	36.1
금융비용부담률	0.7	0.9	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	29.3	18.2	21.2	23.8	29.3
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1,300.5	1,111.4	1,479.7	1,955.8	1,471.4

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 하시기를 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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 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	-	-	