

NAVER(035420)

우려 보다는 기대감이 부각

2023. 02. 06

4Q22 Review

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **289,000**원(상향)

현재주가: 223,500원(02/03)

시가총액: 36,665(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈 02)368-6170 uihoon0607@eugenefn.com

4Q22 Review: 시장 컨센서스 부합

네이버 4분기 실적은 매출액 2조 2,717억원 (+17.8%yoy), 영업이익 3,365억원(-4.2%yoy, OPM +14.8%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(3,367억원) 및 시장 컨센서스(3,461억원)에 부합했다. **서치플랫폼** 매출(9,164억원, +2.3%yoy)은 4분기 성수기임에도 불구하고 경기침체에 대한 우려로 광고비 집행 둔화가 이어지며 검색과 디스플레이 모두 성장을 둔화가 지속됐다. **커머스** 매출(4,868억원, +18.3%yoy)은 커머스 광고 부문이 부진했지만 수수료율이 높은 브랜드스토어, 여행, 크림 등을 중심으로 거래액 성장이 이어지며 중개 및 판매 부문이 성장을 견인했다. **콘텐츠** 매출(4,375억원, +100.1%yoy)은 웹툰 회계처리 변경으로 고 성장을 기록했지만 이를 제외하면 성장률이 둔화됐다(+79.7%yoy). 향후 웹툰 마케팅 비용에 대해 유저 수의 공격적인 확장 보다는 유저 재확장에 집중돼 거래액 성장을 둔화는 지속될 전망이다. **영업비용**에서는 연말 성과급 및 주식보상비용 기저로 개발/운영비가 다소 증가했고, 파트너 비용도 월드컵 중계권 수수료 및 웹툰 회계처리로 인한 비용 등 일회성 비용이 반영되어 증가했다. 다만 마케팅 비용은 콘텐츠 및 페이 등 지속적인 효율화로 전분기 대비 감소했다.

한국에 특화된 '서치 GPT' 올해 상반기에 출시 예정

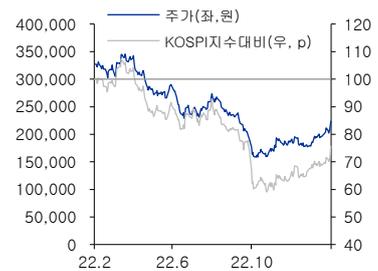
네이버는 올해 상반기 내로 자체적인 AI 기반 '서치 GPT' 서비스 출시를 예고했다. 동사가 보유한 방대한 양의 검색 데이터를 기반으로 기존 생성형 AI의 최신성 부족과 영어 기반 모델로 인한 정확성 저하 등의 단점을 보완할 전망이다. 다만 출시되더라도 네이버 검색 결과에 직접 적용되기 보다 베타 서비스의 형태로 별도 운영될 예정이다. 경기 불확실성과 높은 인플레이션 등으로 광고와 커머스 시장의 부진이 지속되고 있지만 이같은 우려는 주가에 충분히 반영됐다고 판단한다. **네이버의 목표주가를 기존 253,000 원에서 289,000 원으로 상향한다.** 목표주가 상향은 실적 추정치 상향 및 Z홀딩스 지분 가치 상승에 기인한다.

발행주식수 (천주)	164,049
52주 최고가 (원)	348,000
최저가 (원)	155,000
52주 일간 Beta	1.18
3개월 일평균거래대금 (억원)	1,830
외국인 지분율 (%)	48.1
배당수익률(2022F,%)	0.6

주구성 (%)	
자사주 (외 1인)	8.5
국민연금공단 (외 1인)	8.3

	1M	6M	12M
주가상승률	+25.2%	-16.9%	-30.3%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	289,000	253,000	▲
영업이익(22)	1,305	1,305	-
영업이익(23)	1,446	1,413	▲



(단위: 십억원, %,%p)	4Q22P					1Q23E			2021	2022		2023E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		실적	yoy	예상치	yoy
매출액	2,272	2,221	2.3	2,233	1.7	2,280	0.3	23.5	6,818	8,220	20.6	9,645	17.3
영업이익	336	337	-0.1	346	-2.8	324	-3.7	7.4	1,325	1,305	-1.6	1,446	10.8
세전이익	162	325	-50.2	339	-52.4	289	78.8	12.5	2,126	1,056	-50.3	1,304	23.5
지배순이익	141	225	-37.5	276	-49.0	228	62.0	33.3	16,490	752	-95.4	1,022	35.9
영업이익률	14.8	15.2	-0.3	15.5	-0.7	14.2	-0.6	-2.1	19.4	15.9	-3.6	15.0	-0.9
순이익률	5.4	9.1	-3.7	11.4	-6.0	8.7	3.3	0.5	241.7	8.1	-233.6	9.2	1.1
EPS(원)	3,433	5,490	-37.5	6,738	-49.0	5,562	62.0	33.3	100,518	4,586	-95.4	6,230	35.9
BPS(원)	141,301	141,815	-0.4	51,869	172.4	142,180	0.6	2.6	143,467	141,301	-1.5	147,019	4.0
ROE(%)	2.4	3.9	-1.4	13.0	-10.6	3.9	1.5	0.9	106.7	3.2	-103.5	4.3	1.1
PER(X)	65.1	40.7	-	33.2	-	40.2	-	-	3.8	48.7	-	35.9	-
PBR(X)	1.6	1.6	-	4.3	-	1.6	-	-	2.6	1.6	-	1.5	-

자료: NAVER, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 네이버 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	1845.2	2045.8	2057.3	2271.7	2279.6	2404.5	2390.7	2569.7	8220.1	9644.5
(%yoy)	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	23.5%	17.5%	16.2%	13.1%	20.6%	17.3%
서치플랫폼	849.9	905.5	896.2	916.4	891.4	951.7	956.3	991.6	3568.0	3791.0
커머스	416.5	439.5	458.3	486.8	583.0	603.9	614.6	662.8	1801.1	2464.3
핀테크	274.8	295.7	296.2	319.9	304.7	312.0	319.3	335.3	1186.6	1271.3
콘텐츠	212.0	300.2	311.9	437.5	401.5	427.3	398.1	462.2	1261.5	1689.1
클라우드	92.1	104.9	94.8	111.1	99.0	109.6	102.4	117.8	402.9	428.8
영업비용	1543.4	1709.6	1727.1	1935.3	1955.5	2040.7	2018.3	2184.3	6915.4	8198.8
(%yoy)	27.5%	28.7%	25.4%	22.8%	26.7%	19.4%	16.9%	12.9%	25.9%	18.6%
개발/운영	472.1	515.1	521.7	561.5	536.8	547.6	550.5	596.6	2070.3	2231.5
파트너	623.7	720.1	722.2	897.9	924.2	972.4	936.7	1036.2	2963.9	3869.5
인프라	132.7	141.4	152.2	154.2	161.2	169.6	176.1	185.9	580.6	692.8
마케팅	315.0	333.0	331.0	321.6	333.3	351.1	355.0	365.6	1300.6	1405.0
영업이익	301.8	336.2	330.2	336.5	324.1	363.8	372.4	385.4	1304.7	1445.7
(%yoy)	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	7.4%	8.2%	12.8%	14.5%	-1.6%	10.8%
OPM(%)	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.2%	15.1%	15.6%	15.0%	15.9%	15.0%
세전이익	256.6	263.2	374.7	161.5	288.7	330.5	331.4	353.8	1056.1	1304.4
지배주주순이익	171.2	183.3	257.0	140.8	228.1	260.0	259.6	274.2	752.3	1022.0
NPM(%)	9.3%	9.0%	12.5%	6.2%	10.0%	10.8%	10.9%	10.7%	9.2%	10.6%

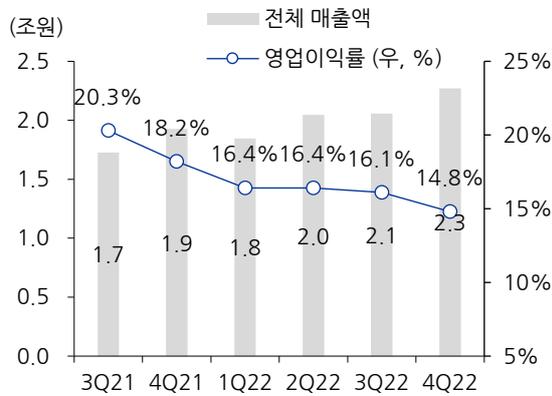
자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023E
매출액	5037.5	5304.1	6817.6	8220.1	9644.5
영업이익	518.1	1215.3	1325.5	1304.7	1445.7
세전이익	1391.3	1633.6	2126.4	1056.1	1304.4
지배순이익	583.1	1002.1	16489.8	752.3	1022.0
EPS(원)	2,408	5,141	100,518	4,586	6,230
PER(배)	39.1	40.4	2.2	48.7	35.9
OPM(%)	10.3%	22.9%	19.4%	15.9%	15.0%
NPM(%)	11.6%	18.9%	241.9%	9.2%	10.6%

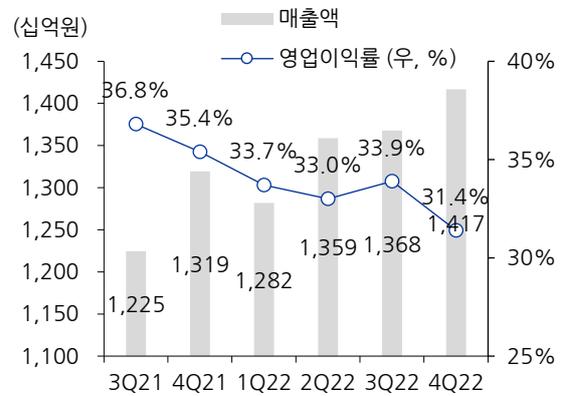
자료: 유진투자증권

도표 3. 네이버 전체



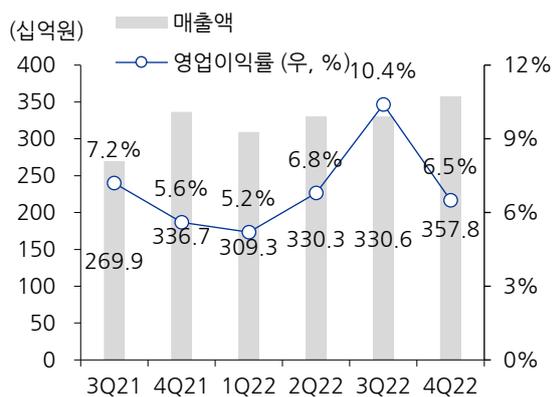
자료:NAVER, 유진투자증권

도표 4. 서치플랫폼 및 커머스



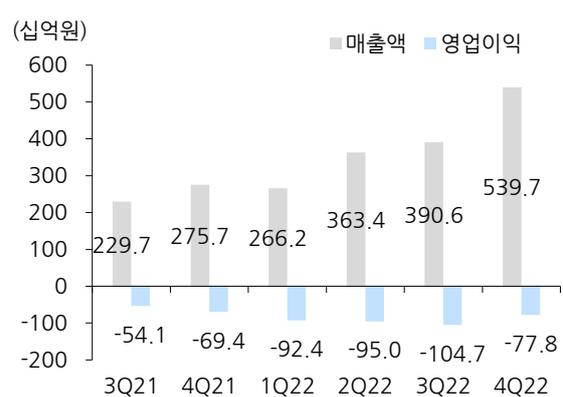
자료:NAVER, 유진투자증권

도표 5. 핀테크



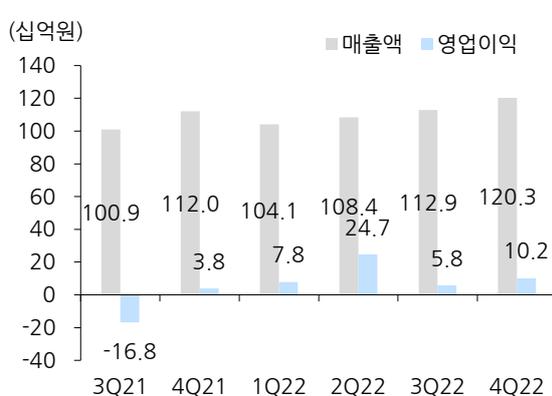
자료:NAVER, 유진투자증권

도표 6. 콘텐츠



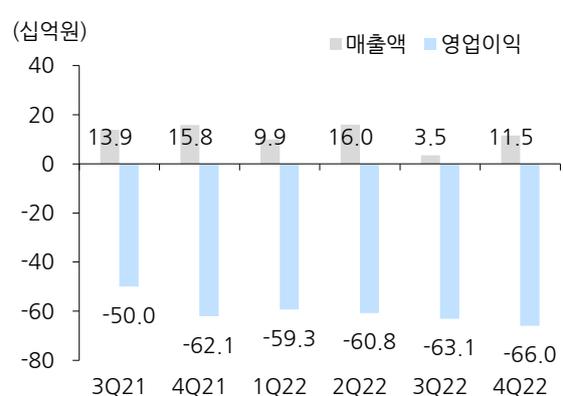
자료:NAVER, 유진투자증권

도표 7. 클라우드 및 기타(B2B)



자료:NAVER, 유진투자증권

도표 8. 클라우드 및 기타(Future Tech & R&D)



자료:NAVER, 유진투자증권

도표 9. 네이버 목표주가 산정

사업부문			비고
서치플랫폼	매출액 (십억원)	3,791.0	2023년 추정 매출액 OPM 35% 가정 법인세율 20% 가정
	영업이익 (십억원)	1,326.8	
	세후이익 (십억원)	1,061.5	
	타겟 멀티플	15.0	
	적정가치 (십억원)	15,922.1	
커머스	매출액 (십억원)	2,464.3	2023년 추정 매출액 OPM 25% 가정 글로벌 커머스 기업 2023년 EV/EBITDA 할인 적용
	영업이익 (십억원)	616.1	
	타겟 EV/EBIT	25.0	
	적정가치 (십억원)	15,402.0	
종속회사			
네이버파이낸셜	거래대금 (조원)	52.6	2023년 추정 거래대금 카카오페이 2023E EV/거래대금 적용
	타겟 EV/거래대금	0.04	
	지분율 (%)	69.0%	
	적정가치 (십억원)	1,451.0	
네이버웹툰	매출액 (십억원)	1,474.4	2023년 추정 매출액 타겟 국내 마진율 20% 대비 할인해 15% 적용 법인세율 20% 가정 글로벌 콘텐츠 기업 2023년 PER 할인 적용
	영업이익 (십억원)	221.2	
	세후이익 (십억원)	176.9	
	타겟 멀티플	25.0	
	지분율 (%)	100.0%	
	적정가치 (십억원)	4,423.1	
클라우드	매출액 (십억원)	428.8	2023년 추정 매출액 글로벌 클라우드 기업 2023년 PSR 할인 적용
	타겟 PSR (배)	2.5	
	지분율 (%)	100.0%	
	적정가치 (십억원)	1,072.0	
Z홀딩스	시가총액 (십억원)	30,587.3	2월 3일 기준 NAVER → A홀딩스(50%) → Z홀딩스(64.7%)
	지분율 (%)	32.4%	
	할인율 (%)	40.0%	
	적정가치 (십억원)	5,937.0	
자사주	(십억원)	2,140.1	
총 기업가치	(십억원)	47,394.5	
발행주식수	천주	164,049	
적정주가	(원)	288,904	
목표주가	(원)	289,000	기존 25.3만원 대비 14.2%상향

자료: 유권투자증권

NAVER(035420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
자산총계	12,300	17,014	33,691	32,971	34,245
유동자산	5,644	10,545	5,528	4,380	5,166
현금성자산	4,058	1,893	3,582	2,428	3,207
매출채권	1,195	985	1,328	1,328	1,328
재고자산	55	4	6	6	7
비유동자산	6,656	6,470	28,163	28,590	29,079
투자자산	4,718	4,680	25,120	25,141	25,163
유형자산	1,596	1,685	2,111	2,484	2,919
기타	341	105	932	965	997
부채총계	5,796	8,759	9,664	9,299	9,635
유동부채	3,773	7,912	3,923	3,489	3,753
매입채무	2,204	1,856	2,383	1,938	2,193
유동성이자부채	729	647	567	567	567
기타	840	5,410	973	983	993
비유동부채	2,022	847	5,740	5,810	5,883
비유동이자부채	1,366	251	3,903	3,903	3,903
기타	657	597	1,837	1,907	1,979
자본총계	6,504	8,255	24,027	23,672	24,610
자배지분	5,805	7,367	23,536	23,180	24,118
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,575	1,793	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	5,712	6,655	23,080	23,619	24,558
기타	(1,499)	(1,097)	(1,051)	(1,946)	(1,946)
비자배지분	699	888	492	492	492
자본총계	6,504	8,255	24,027	23,672	24,610
총차입금	2,095	898	4,470	4,470	4,470
순차입금	(1,963)	(996)	889	2,043	1,263

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업현금	1,357	1,447	1,380	223	1,988
당기순이익	397	845	16,478	664	890
자산상각비	498	495	433	558	655
기타비현금성손익	112	(383)	(48,879)	(1,981)	(1,078)
운전자본증감	567	227	(10)	(441)	257
매출채권감소(증가)	(56)	(110)	(40)	0	0
재고자산감소(증가)	0	0	0	(0)	(1)
매입채무증가(감소)	178	214	76	(445)	254
기타	444	123	(46)	4	4
투자현금	(1,078)	(2,503)	(13,999)	(1,196)	(1,159)
단기투자자산감소	52	(1,229)	(687)	(275)	5
장기투자증권감소	(603)	(379)	(565)	64	(20)
설비투자	436	759	754	909	1,067
유형자산처분	7	9	7	0	0
무형자산처분	(71)	(103)	(52)	(55)	(55)
재무현금	52	1,192	11,642	(213)	(84)
차입금증가	6	1,131	10,619	0	0
자본증가	(141)	(70)	156	(213)	(84)
배당금지급	47	55	60	213	84
현금 증감	418	(2,140)	(1,064)	(1,186)	745
기초현금	3,323	3,741	3,846	2,781	1,595
기말현금	3,741	1,600	2,781	1,595	2,340
Gross Cash flow	1,269	1,815	2,080	664	1,731
Gross Investment	564	1,048	13,322	1,362	906
Free Cash Flow	705	767	(11,242)	(698)	825

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	4,356	5,304	6,818	8,220	9,645
증가율(%)	0.0	21.8	28.5	20.6	17.3
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,356	5,304	6,818	8,220	9,645
판매 및 일반관리비	3,201	4,089	5,492	6,915	8,199
기타영업손익	0	28	34	26	19
영업이익	1,155	1,215	1,325	1,305	1,446
증가율(%)	0.0	5.2	9.1	(1.6)	10.8
EBITDA	1,653	1,711	1,759	1,862	2,100
증가율(%)	0.0	3.5	2.8	5.9	12.8
영업외손익	172	418	801	(249)	(141)
이자수익	29	40	89	34	34
이자비용	17	22	45	45	79
자본법손익	(25)	137	532	64	(20)
기타영업손익	185	263	226	(301)	(77)
세전순이익	1,391	1,634	2,126	1,056	1,304
증가율(%)	0.0	17.4	30.2	(50.3)	23.5
법인세비용	471	493	649	392	415
당기순이익	397	845	16,478	664	890
증가율(%)	0.0	112.9	1,850.0	(96.0)	34.0
지배주주지분	583	1,002	16,490	752	1,022
증가율(%)	0.0	71.9	1,545.6	(95.4)	35.9
비지배지분	(186)	(157)	(12)	(88)	(132)
EPS(원)	3,538	6,100	100,518	4,586	6,230
증가율(%)	0.0	72.4	1,547.7	(95.4)	35.9
수정EPS(원)	3,538	6,100	100,518	4,586	6,230
증가율(%)	0.0	72.4	1,547.7	(95.4)	35.9

주요투자지표

	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,538	6,100	100,518	4,586	6,230
BPS	35,223	44,850	143,467	141,301	147,019
DPS	376	402	511	1,350	1,350
밸류에이션(배, %)					
PER	52.7	47.9	2.2	48.7	35.9
PBR	5.3	6.5	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	17.4	27.5	21.4	20.8	18.1
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.6	0.6
PCR	24.2	26.5	17.6	55.2	21.2
수익성(%)					
영업이익률	26.5	22.9	19.4	15.9	15.0
EBITDA이익률	37.9	32.3	25.8	22.7	21.8
순이익률	9.1	15.9	241.7	8.1	9.2
ROE	10.6	15.2	106.7	3.2	4.3
ROIC	70.8	42.4	56.7	114.2	82.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(30.2)	(12.1)	3.7	8.6	5.1
유동비율	149.6	133.3	140.9	125.6	137.7
이자보상배율	69.8	56.1	29.3	28.9	18.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3
매출채권회전율	3.8	4.9	5.9	6.2	7.3
재고자산회전율	77.4	178.4	1,300.5	1,321.3	1,436.1
매입채무회전율	2.3	2.6	3.2	3.8	4.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

