

NAVER

035420

Apr 11, 2022

Buy

유지

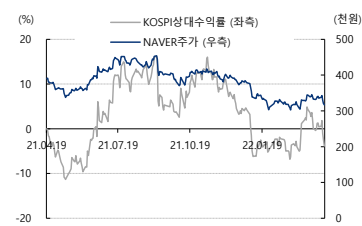
TP 440,000 원

유지

Company Data

현재가(04/08)	316,500 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	454,000 원
52 주 최저가(보통주)	302,500 원
KOSPI (04/08)	2,700.39p
KOSDAQ (04/08)	934.73p
자본금	165 억원
시가총액	519,215 억원
발행주식수(보통주)	16,405 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	52.1 만주
평균거래대금(60 일)	1,747 억원
외국인자분(보통주)	54.60%
주요주주	
국민연금공단	9.19%
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.05%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.9	-18.5	-17.0
상대주가	0.9	-10.8	-3.4

수익성 점진 개선될 것

1Q22 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 예상

NAVER 1Q22 매출은 1조 8,711억원(YoY +24.8%), 영업이익은 3,177억원(YoY +10.0%) 수준을 기록할 전망. 컨센서스는 매출액 1조 8,879억원, 영업이익 3,517억원 수준. 서치플랫폼은 비수기 영향 & 전년 동기 높은 기저 효과로 매출 성장 다소 둔화되나, 빅브랜드 프리미엄 DA 채택 증가 & 지면 확대에 상반기까지 디스플레이 광고 성장은 20% 이상 유지 예상. 커머스 역시 성장 둔화 및 CJ 택배 파업 영향으로 매출 성장 YoY +26.2%에 그치고 핀테크는 +37.1% 전망. 콘텐츠는 웹툰, 스노우 성장으로 +69% 성장 전망하나 클라우드는 비수기 영향으로 +19.8%에 그칠 것으로 예상.

1Q22 영업비용은 1조 5,535억원으로 컨센서스인 1조 5,362억원을 소폭 상회, 1분기 OPM은 17% 수준 기록 예상. 인건비 등 포괄하는 개발운영비는 올해 급여 인상 반영하여 YoY +20.7% 증가 전망되며, 마케팅비는 웹툰 글로벌 마케팅 강화, 페이포인트 지급 지속 영향으로 +34.6% 증가 예상. 마케팅 비용 효율적 집행으로 영업이익률 상반기 대비 상향 기대. 연간 OPM 18.4% 수준 전망. 특히 콘텐츠 매출 성장은 연간 +53.5% 기대

투자의견 Buy, 목표주가 440,000원 유지

SOTP Valuation 상 target EV/GMV 기준으로 삼은 쿠팡 주가 하락에 따른 커머스 부문 가치 하향에도 불구하고, 투자의견 Buy와 목표주가 440,000원 유지. 목표주가 유지 이유는 1) 3월 18일 네이버 사내 간담회를 통해 네이버 파이낸셜 IPO를 추진하지 않겠다고 밝혀 할인 요인 제거, 2)국내 커머스 시장 성장 둔화에도 국내 시장 지배력 확대와 브랜드스토어, 라이브커머스, 장보기 등 시장 성장 상회 요인 충분하며 3)웹툰, 제페토 등 신사업 부문에 서의 매출 고성장 유지되고 있기 때문

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	5,304	6,818	8,411	9,993	11,497
YoY(%)	21.8	28.5	23.4	18.8	15.0
영업이익(십억원)	1,215	1,325	1,550	1,894	2,229
OP 마진(%)	22.9	19.4	18.4	19.0	19.4
순이익(십억원)	845	16,478	1,723	2,019	2,284
EPS(원)	6,097	100,400	10,513	12,316	13,932
YoY(%)	72.4	1,546.6	-89.5	17.1	13.1
PER(배)	48.0	3.8	30.1	25.7	22.7
PCR(배)	24.4	29.7	-3.8	-3.9	-4.0
PBR(배)	6.5	2.6	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	27.5	35.7	27.6	23.6	20.2
ROE(%)	15.2	106.7	7.1	7.7	8.1



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

1. 1Q22 실적 전망

1분기 매출은 컨센서스 수준 예상

NAVER의 1Q22 매출은 1조 8,711억원(YoY +24.8%), 영업이익은 3,177억원(YoY +10.0%) 수준을 기록할 것으로 전망한다. 매출액은 컨센서스(1조 8,879억원)에 부합하나, 영업이익은 시장 예상치(4월 8일 기준) 3,517억원에 10.7% 미달할 것으로 전망한다.

서치플랫폼 부문은 1Q22 비수기 영향과 전년 동기 높은 기저로 매출 성장률(YoY +13.7%)이 다소 둔화되나, 4Q21 런칭한 프리미엄 DA에 대한 빅브랜드들의 채택이 늘면서 P 인상 효과와 지면 확대 지속에 따른 Q 증대 효과에 따라 상반기까지 디스플레이 광고 매출 성장은 YoY +20% 이상 유지될 것으로 예상한다. 커머스 부문 매출은 전년 동기 높은 기저 및 비수기 영향, 그리고 올해 초 발생한 CJ대한통운 택배 파업 영향으로 YoY 매출 성장률은 +26.2%에 그칠 것으로 예상하며, 스마트스토어 연계성이 큰 핀테크 매출도 1분기 커머스 성장률 둔화 영향으로 YoY +37.1% 성장을 기록할 것으로 전망한다.

한편 콘텐츠 부문은 웹툰과 스노우 성장으로 YoY +69.0%의 견조한 매출 성장세를 보일 것으로 기대된다. 반면 주로 하반기에 정부 기관들의 예산 집행이 반영되는 클라우드 매출은 비수기 효과로 YoY +19.8%에 그칠 것으로 전망한다.

[도표 1] NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,499.1	1,663.5	1,727.3	1,927.7	1,871.1	2,079.3	2,151.7	2,308.9	5,304.1	6,817.6	8,411.0
성장률(YoY %)	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	26.9%	27.4%	24.8%	25.0%	24.6%	19.8%	21.8%	28.5%	23.4%
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	826.0	824.9	886.9	855.6	939.7	921.8	983.6	2,803.2	3,290.5	3,700.7
검색	519.6	527.6	542.0	565.4	569.7	603.2	601.1	628.6	632.4	672.3	653.5	684.8	2,154.7	2,402.6	2,643.0
디스플레이	125.1	150.5	168.1	204.8	183.0	222.8	223.8	258.3	223.3	267.4	268.3	298.8	648.5	887.9	1,057.7
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	365.3	380.3	405.2	409.3	466.3	475.1	507.0	1,089.6	1,475.2	1,857.8
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	241.7	295.2	287.3	320.6	339.4	359.4	677.4	979.0	1,306.7
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	144.8	184.1	233.3	221.0	238.5	289.4	315.0	460.2	693.0	1,063.8
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	94.9	96.2	107.2	97.9	114.3	125.9	144.0	273.7	380.0	482.1
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,210.2	1,327.9	1,377.5	1,576.5	1,553.5	1,689.4	1,740.5	1,877.8	4,088.8	5,492.2	6,861.2
개발&운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	393.2	389.0	466.2	451.8	481.6	506.0	562.6	1,196.6	1,622.7	2,002.0
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	581.7	608.8	714.5	695.2	772.6	799.5	857.9	1,796.6	2,415.0	3,125.1
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	170.6	178.2	182.9	176.3	194.0	202.6	208.0	549.8	686.7	780.9
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	170.9	182.3	201.5	212.9	230.1	241.2	232.4	249.4	545.9	767.7	953.1
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.8	288.8	335.6	349.8	351.2	317.7	389.9	411.2	431.1	1,215.3	1,325.5	1,549.8
성장률(YoY %)	0.6%	1.6%	1.8%	17.6%	-1.0%	8.9%	19.9%	8.5%	10.0%	16.2%	17.6%	22.7%	5.2%	9.1%	16.9%
OPM(%)	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	17.0%	18.8%	19.1%	18.7%	22.9%	19.4%	18.4%
순이익	134.9	90.7	235.3	384.1	15,314.5	540.6	322.7	299.8	417.9	487.0	419.7	398.9	845.0	16,477.6	1,723.4
NPM(%)	11.7%	7.1%	17.3%	25.4%	1021.6%	32.5%	18.7%	15.6%	22.3%	23.4%	19.5%	17.3%	15.9%	241.7%	20.5%

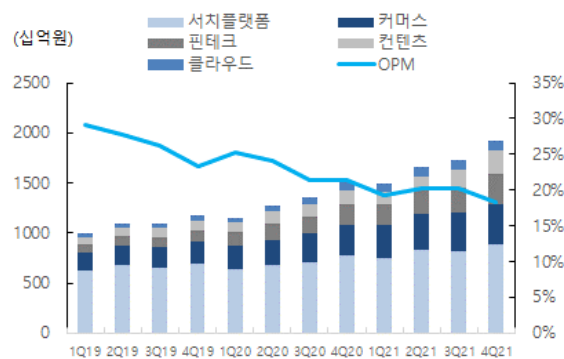
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

영업이익 컨센서스 하회 예상

1Q22 영업 비용은 1조 5,535억원으로 컨센서스(1조 5,362억원)를 소폭 상회하며 1분기 OPM은 17.0% 수준을 기록할 것으로 예상된다. 인건비 등을 포괄하는 개발운영비는 올해 급여 인상을 반영하여 YoY +20.7% 증가할 것으로 전망되며, 마케팅비는 웹툰 글로벌 마케팅 강화,페이 포인트 지급 지속 영향으로 약 +34.6% 증가 예상된다. 하반기부터는 상반기 대비페이 적립금 지급 관련 조정 등 마케팅 비용의 효율적 집행에 따라 영업이익률이 상향될 것으로 기대된다. 연간 OPM 18.4% 수준을 기록할 것으로 전망한다.

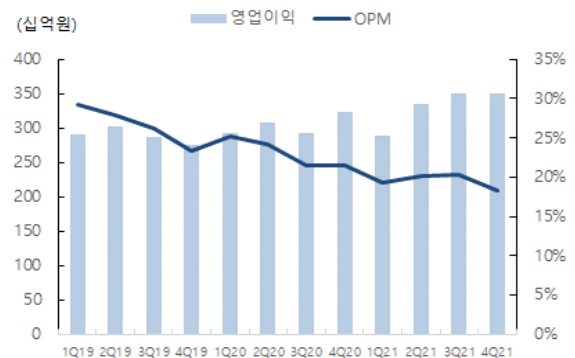
주요 사업부문의 매출 성장이 전년비 둔화에도 견조히 유지되는 가운데, 1분기 중 이루어진 이북이니셔티브 재팬 인수를 통한 시너지 효과 및 제페토와 크림 고성장으로 콘텐츠 매출 성장은 2022년(+53.5%)에도 지속될 것으로 전망한다.

[도표 2] NAVER 사업부별 매출 & 영업이익률 추이



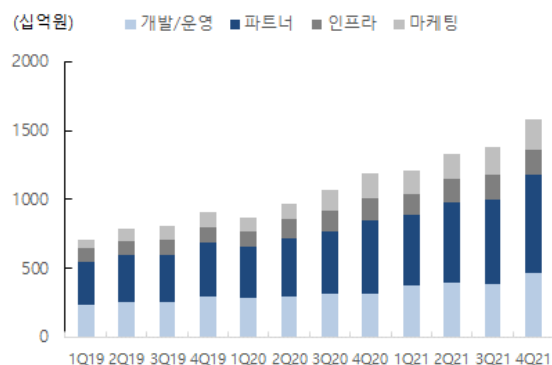
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 3] NAVER 영업이익 & 영업이익률 추이



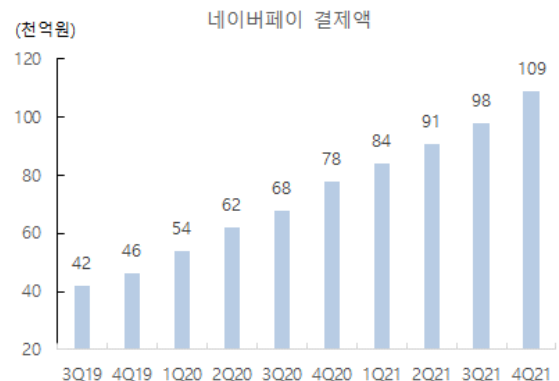
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 4] NAVER 항목별 영업비용 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 네이버페이 분기별 결제액 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

2. Valuation

[도표 6] NAVER SOTP Valuation

부문	단위	2022F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		69,668	
서치플랫폼	십억원	부문 가치	18,814	
	십억원	2022년 예상 매출액	3,701	
	%	영업이익률	40%	
	%	세율	30%	
	십억원	2022년 예상 순이익	1,036	
	배	target P/E	18.16	Alphabet, Baidu, Meta Platforms, 카카오 평균 P/E 30% 할인
커머스	십억원	부문 가치	25,221	
	십억원	2022년 예상 거래액	44,152	
	배	target EV/GMV	0.57	쿠팡 2022년 EV/GMV 30% 할인
파이낸셜	십억원	부문 가치	7,211	
	십억원	2022년 예상 거래대금	51,042	
	배	target EV/TPV	0.20	Paypal, Block, Affirm Holdings 평균 EV/TPV 30% 할인
	%	지분율	69%	
헬스	십억원	부문 가치	4,142	
	십억원	2022년 예상 거래액	1,512	
	배	target P/S	2.74	Netflix, Disney, Spotify, Tencent, China Literature 평균 P/S 20% 할인
클라우드	십억원	부문 가치	2,073	
	십억원	2022년 예상 매출액	482	
	배	target P/S	4.30	Amazon, Microsoft, Alphabet, Alibaba P/S 20% 할인
Z홀딩스	십억원	부문 가치	8,936	
	십억원	시가총액	39,039	
	%	지분율	32.7%	
	%	할인율	30%	
자사주	십억원		3,272	
지분법 회사/자회사 가치			1,562	
CJ대한통운	십억원	지분 가치	153	할인율 30% 적용
		시가총액	2,783	
		지분율	7.9%	
CJ ENM	십억원	지분 가치	97	할인율 30% 적용
		시가총액	2,765	
		지분율	5.0%	
스튜디오드래곤	십억원	지분 가치	121	할인율 30% 적용
		시가총액	2,761	
		지분율	6.3%	
이마트	십억원	지분 가치	79	할인율 30% 적용
		시가총액	3,805	
		지분율	3.0%	
신세계인터내셔널	십억원	지분 가치	57	할인율 30% 적용
		시가총액	1,192	
		지분율	6.9%	
미래에셋증권	십억원	지분 가치	279	할인율 30% 적용
		시가총액	5,175	
		지분율	7.7%	
비엔엑스(위버스)	십억원	지분 가치	288	2021년 1월 4,118억원 투자로 지분 49% 획득, 할인율 30% 적용
		지분율	49.0%	
왓패드	십억원	지분 가치	488	할인율 30% 적용
		기업 가치	697	
		지분율	100.0%	
총기업가치	십억원		71,230	
순현금	십억원		200	
적정시가총액	십억원		71,430	
발행주식수	천 주		164,049	
적정 주가	원		435,416	
목표 주가	원		440,000	
현재 주가	원		316,500	
상승 여력	%		39.0%	

자료: 교보증권 리서치센터

[NAVER 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,304	6,818	8,411	9,993	11,497
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,304	6,818	8,411	9,993	11,497
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	4,089	5,492	6,861	8,099	9,268
영업이익	1,215	1,325	1,550	1,894	2,229
영업이익률 (%)	22.9	19.4	18.4	19.0	19.4
EBITDA	1,711	1,759	1,866	2,126	2,400
EBITDA Margin (%)	32.3	25.8	22.2	21.3	20.9
영업외손익	418	801	748	798	816
관계기업손익	116	545	257	257	257
금융수익	525	786	839	889	907
금융비용	-146	-349	-168	-168	-168
기타	-75	-180	-180	-180	-180
법인세비용차감전순이익	1,634	2,126	2,298	2,692	3,045
법인세비용	493	649	574	673	761
계속사업순이익	1,141	1,478	1,723	2,019	2,284
중단사업순이익	-296	15,000	0	0	0
당기순이익	845	16,478	1,723	2,019	2,284
당기순이익률 (%)	15.9	241.7	20.5	20.2	19.9
비지배지분순이익	-157	-12	-1	-1	-2
지배지분순이익	1,002	16,490	1,725	2,020	2,286
지배순이익률 (%)	18.9	241.9	20.5	20.2	19.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	221	-253	-161	-161	-161
포괄순이익	1,066	16,225	1,562	1,858	2,123
비지배지분포괄이익	-154	-8	-1	-1	-1
지배지분포괄이익	1,220	16,233	1,563	1,859	2,124

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,447	1,380	-14,435	-14,224	-14,020
당기순이익	845	16,478	1,723	2,019	2,284
비현금항목의 가감	970	-14,398	-15,516	-15,426	-15,291
감가상각비	465	412	297	214	154
외환손익	20	30	-19	-19	-19
자본법평가손익	-70	-545	-257	-257	-257
기타	554	-14,295	-15,536	-15,363	-15,168
자산부채의 증감	227	-10	-47	-47	-47
기타현금흐름	-595	-690	-595	-770	-966
투자활동 현금흐름	-2,503	-13,999	-1,339	-3,738	-10,292
투자자산	-1,567	-789	100	100	100
유형자산	-759	-754	0	0	0
기타	-176	-12,456	-1,439	-3,838	-10,392
재무활동 현금흐름	1,192	11,642	11,331	11,450	11,450
단기차입금	1,201	-269	-269	-269	-269
사채	-783	9,404	9,404	9,404	9,404
장기차입금	887	1,598	1,598	1,598	1,598
자본의 증개(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-55	-60	-76	-76	-76
기타	-58	969	674	793	793
현금의 증감	-2,140	-1,064	13,003	8,951	3,283
기초 현금	3,741	1,600	536	13,539	22,491
기말 현금	1,600	536	13,539	22,491	25,774
NOPLAT	849	921	1,162	1,421	1,672
FCF	812	591	1,431	1,605	1,795

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	10,545	5,528	18,135	31,496	45,959
현금및현금성자산	1,600	2,781	13,539	22,491	25,774
매출채권 및 기타채권	985	1,328	1,790	2,413	3,252
재고자산	4	6	8	9	10
기타유동자산	7,955	1,412	2,798	6,583	16,922
비유동자산	6,470	28,163	28,321	28,581	28,932
유형자산	1,685	2,111	1,814	1,601	1,447
관계기업투자금	1,199	20,090	20,535	20,980	21,424
기타금융자산	3,147	4,522	4,522	4,522	4,522
기타비유동자산	438	1,440	1,449	1,479	1,539
자산총계	17,014	33,691	46,456	60,076	74,890
유동부채	7,912	3,923	3,639	3,576	3,713
매입채무 및 기타채무	1,856	2,383	2,383	2,383	2,383
차입금	481	343	74	-195	-463
유동상채무	95	119	0	0	0
기타유동부채	5,480	1,079	1,182	1,387	1,793
비유동부채	847	5,740	17,106	28,806	41,227
차입금	151	1,552	3,150	4,748	6,346
사채	0	1,637	11,041	20,445	29,848
기타비유동부채	697	2,551	2,915	3,613	5,033
부채총계	8,759	9,664	20,745	32,381	44,940
지배지분	7,367	23,536	25,184	27,128	29,338
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,793	1,490	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	6,655	23,080	24,729	26,673	28,882
이익잉여금변동	-1,204	-880	-880	-880	-880
비지배지분	888	492	526	567	613
자본총계	8,255	24,027	25,710	27,695	29,950
총차입금	844	4,365	15,233	26,531	38,525

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	6,097	100,400	10,513	12,316	13,932
PER	48.0	3.8	30.1	25.7	22.7
BPS	44,850	143,467	153,515	165,367	178,834
PBR	6.5	2.6	2.1	1.9	1.8
EBITDAPS	10,408	10,709	11,375	12,960	14,630
EV/EBITDA	27.5	35.7	27.6	23.6	20.2
SPS	32,274	41,510	51,271	60,915	70,082
PSR	9.1	9.1	6.2	5.2	4.5
CFPS	4,940	3,596	8,724	9,784	10,944
DPS	402	511	511	511	511

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	21.8	28.5	23.4	18.8	15.0
영업이익 증가율	5.2	9.1	16.9	22.2	17.7
순이익 증가율	112.9	1,850.0	-89.5	17.1	13.1
수익성					
ROIC	63.7	54.2	95.2	95.3	82.7
ROA	6.8	65.0	4.3	3.8	3.4
ROE	15.2	106.7	7.1	7.7	8.1
안정성					
부채비율	106.1	40.2	80.7	116.9	150.0
순차입금비율	5.0	13.0	32.8	44.2	51.4
이자보상배율	56.1	29.3	9.1	6.4	5.3

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.09.22	매수	400,000	(25.51)	(23.75)	2021.06.25	매수	480,000	(20.60)	(8.13)
2020.10.15	매수	400,000	(26.34)	(23.75)	2021.07.14	매수	480,000	(19.76)	(6.46)
2020.10.30	매수	400,000	(26.44)	(23.75)	2021.07.23	매수	550,000		
2020.11.09	매수	400,000	(27.63)	(22.00)	2022.03.07	담당자 변경			
2021.01.13	매수	400,000	(26.36)	(11.25)		매수	440,000		
2021.01.29	매수	440,000	(15.36)	(9.55)					
2021.02.22	매수	480,000	(20.93)	(16.77)					
2021.03.17	매수	480,000	(20.17)	(15.94)					
2021.04.19	매수	480,000	(20.31)	(15.94)					
2021.04.30	매수	480,000	(21.94)	(15.94)					
2021.06.23	매수	480,000	(21.71)	(11.77)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.8%	0.0%	1.2%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하