Company Report

NAVER
035420

Oct 13, 2022

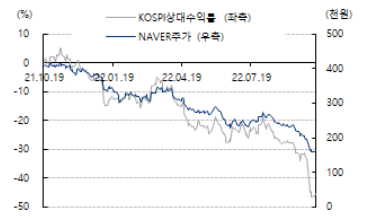
Buy 유지

TP 300,000 원 하향

Company Data

현재가(10/12)	162,000 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	417,500 원
52 주 최저가(보통주)	158,500 원
KOSPI (10/12)	2,202.47p
KOSDAQ (10/12)	671.67p
자본금	165 억원
시가총액	265,760 억원
발행주식수(보통주)	16,405 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	140.2 만주
평균거래대금(60 일)	2,537 억원
외국인지분(보통주)	50.11%
주요주주	
국민연금공단	8.17%
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.05%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-30.0	-47.5	-56.5
상대주가	-24.2	-36.4	-42.3

인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

KYOBO 교보증권

광고 성장 둔화에 따른 마진 축소

3Q22 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 예상

NAVER 3Q22 매출은 2조 641억원(YoY +19.5%)으로 시장 전망치에 부합하였으나, 고마진 사업부인 광고 매출 성장 둔화로 영업이익은 3,201억원(YoY -8.5%, OPM 15.5%)을 기록, 컨센서스(3,497억원) 하회했을 것으로 예상. 서치플랫폼은 경기 불확실성에 따른 광고주들의 마케팅 제한으로 YoY +8.1% 성장에 그쳤을 것으로 추정. DA광고 YoY +5.8%, 검색 광고 +9.0% 수준. 커머스 매출은 YoY +19.3% 전망. 이는 신규 버티컬 서비스(브랜드스토어, 라이브쇼핑 등) 고성장에 따른 CPS 매출 성장성 유지되는 동시에 예약, 여행 관련 거래액 성장 영향으로 파악. 스마트스토어 연계성이 큰 핀테크 매출은 +25.5% 예상. 컨텐츠 매출은 이북재팬 인수 효과로 YoY +79.2% 성장 기대, 반면 클라우드는 4분기 공공 결산이 집중되는 공공 클라우드 특성 두드러지며 3Q22는 YoY -5.7% 예상.

3Q22 영업비용 1조 7,440억원으로 OPM은 전분기비 -0.9%p 축소된 15.5% 기록할 것으로 예상. 마진 축소에 가장 큰 영향을 미친 파트너비는 광고 외 부문 매출 비중 확대 지속, 이북재팬 관련 원가 증가로 매출 대비 36.4% 수준(1H22 34.5%) 추정. 인건비 등 포괄하는 개발운영비는 임직원 수 증가와 스톡옵션 관련 비용 발생으로 YoY +22.2% 기록하는 반면, 마케팅비는 컨텐츠 마케팅과 페이포인트 지급 효율화로 +17.3%에 그칠 것으로 예상. 4Q22 성수기 믹스 완화로 소폭 회복된 OPM 16.3% 수준 전망.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 300,000원으로 하향

연간 실적 추정 하향과 글로벌 빅테크 peer 주가 하락, 커머스 부문 가치 산정에 있어 쿠팡 EV/GMV 대비 할인율을 50%로 상향함에 따라 목표주가를 300,000원(기존 350,000원)으로 하향. 투자의견 Buy 유지 이유는 1) 광고 시장 위축에도 검색광고 성장이 견조하게 유지되고 있으며, 2) 시장 둔화 상황에서 브랜드스토어, 여행/예약 거래액 성장을 중심으로 이커머스 MS 확대 지속중이기 때문. 3) 커머스, 컨텐츠 부문에서 자사 기술과 IP 바탕으로 해외 진출하기 위한 인수(이북재팬, Poshmark) 전략은 중장기적 이익 기여 기대

Forecast earnings & Valuation

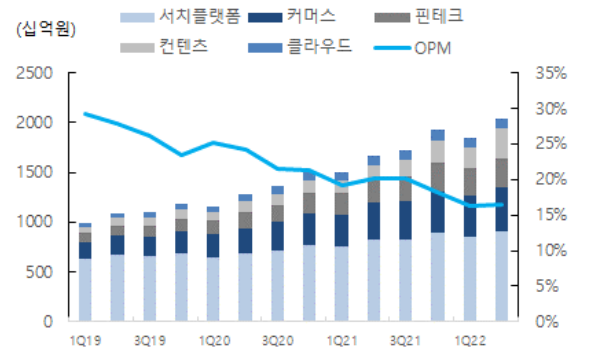
12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	5,304	6,818	8,264	9,903	11,669
YoY(%)	21.8	28.5	21.2	19.8	17.8
영업이익(십억원)	1,215	1,325	1,333	1,489	1,995
OP 마진(%)	22.9	19.4	16.1	15.0	17.1
순이익(십억원)	845	16,478	1,042	1,144	1,481
EPS(원)	6,097	100,400	6,354	6,981	9,034
YoY(%)	72.4	1,546.6	-93.7	9.9	29.4
PER(배)	48.0	3.8	25.5	23.2	17.9
PCR(배)	24.4	29.7	-1.8	-1.8	-1.9
PBR(배)	6.5	2.6	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	27.5	35.7	17.3	16.7	13.2
ROE(%)	15.2	106.7	4.3	4.6	5.6

[도표 1] NAVER 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
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	1,845.2	2,045.8	2,064.1	2,309.2	5,304.1	6,817.6	8,264.2	9,902.6
성장률(YoY %)	*16.3%*	*17.2%*	*24.2%*	*28.3%*	*29.8%*	*30.4%*	*26.9%*	*27.4%*	*23.1%*	*23.0%*	*19.5%*	*19.8%*	*21.8%*	*28.5%*	*21.2%*	*19.8%*
서치플랫폼	650.0	681.6	715.9	772.5	754.5	828.4	829.5	895.5	849.9	905.5	896.7	983.7	2,820.0	3,307.9	3,635.8	3,924.0
검색	518.1	524.8	540.5	562.0	566.9	603.2	601.1	628.6	623.0	660.7	655.0	688.2	2,145.4	2,399.8	2,626.9	2,825.8
디스플레이	131.9	156.8	175.4	210.5	187.6	225.2	228.4	266.9	226.9	244.8	241.6	295.5	674.6	908.1	1,008.9	1,098.4
커머스	231.7	256.7	286.4	317.5	325.8	367.2	383.9	411.5	416.5	439.5	458.0	509.0	1,092.3	1,488.4	1,823.0	2,150.8
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	241.7	295.2	274.8	295.7	303.4	338.9	677.4	979.0	1,212.8	1,466.5
컨텐츠	86.1	106.2	106.6	132.5	124.7	140.4	175.9	218.7	212.0	300.2	315.3	350.6	431.4	659.7	1,178.1	1,918.7
클라우드	49.3	66.9	77.8	89.0	84.5	94.9	96.2	106.9	92.1	104.9	90.7	127.0	283.0	382.5	414.7	442.6
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,210.2	1,327.9	1,377.5	1,576.5	1,543.4	1,709.6	1,744.0	1,933.8	4,088.8	5,492.2	6,930.8	8,413.8
개발&운영	298.2	318.7	339.1	345.8	406.2	432.0	419.6	494.9	472.1	515.1	512.7	549.0	1,301.8	1,752.7	2,048.9	2,559.1
파트너	344.9	392.4	420.6	492.1	457.7	526.9	548.8	638.3	623.7	720.1	751.3	856.7	1,650.0	2,171.7	2,951.8	3,537.0
인프라	82.9	92.0	98.5	101.0	108.5	120.5	127.6	139.5	132.7	141.4	149.7	158.6	374.4	496.1	582.4	683.8
마케팅	136.9	164.9	210.9	249.9	237.8	248.5	281.6	303.8	315.0	333.0	330.3	369.5	762.5	1,071.8	1,347.7	1,633.9
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.8	288.8	335.6	349.8	351.2	301.8	336.2	320.1	375.4	1,215.3	1,325.4	1,333.4	1,488.7
성장률(YoY %)	*0.6%*	*1.6%*	*1.8%*	*17.6%*	*-1.0%*	*8.9%*	*19.9%*	*8.5%*	*4.5%*	*0.2%*	*-8.5%*	*6.9%*	*5.2%*	*9.1%*	*0.6%*	*11.6%*
OPM(%)	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	16.4%	16.4%	15.5%	16.3%	22.9%	19.4%	16.1%	15.0%
순이익	134.9	90.7	235.3	384.1	15,314.5	540.6	322.7	299.8	151.5	158.5	352.4	379.4	845.0	16,477.6	1,041.8	1,144.5
NPM(%)	11.7%	7.1%	17.3%	25.4%	1021.6%	32.5%	18.7%	15.6%	8.2%	7.7%	17.1%	16.4%	15.9%	241.7%	12.6%	11.6%

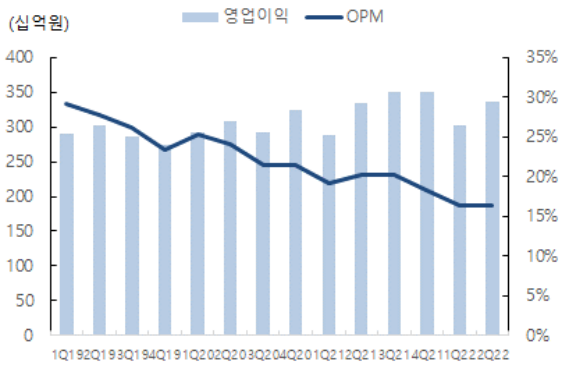
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 2] NAVER 사업부별 매출 & 영업이익률 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 3] NAVER 영업이익 & 영업이익률 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 4] NAVER SOTP Valuation

부문	단위	2022F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		48,238	
서치플랫폼	십억원	부문 가치	9,959	
	십억원	2022년 예상 매출액	3,636	
	%	영업이익률	40%	
	%	세율	35%	
	십억원	2022년 예상 순이익	945	
	배	target P/E	10.54	Alphabet, Baidu, Meta Platforms, 카카오 평균 P/E 30% 할인
커머스	십억원	부문 가치	20,697	
	십억원	2022년 예상 거래액	41,455	
	배	target EV/GMV	0.50	쿠팡 2022년 EV/GMV 50% 할인
파이낸셜	십억원	부문 가치	3,702	
	십억원	2022년 예상 거래대금	49,096	
	배	target EV/TPV	0.11	Paypal, Block, Affirm Holdings 평균 EV/TPV 30% 할인
	%	지분율	69%	
웹툰	십억원	부문 가치	3,657	
	십억원	2022년 예상 거래액	1,813	
	배	target P/S	2.02	Netflix, Disney, Spotify, Tencent, China Literature 평균 P/S 20%할인
클라우드	십억원	부문 가치	1,279	
	십억원	2022년 예상 매출액	443	
	배	target P/S	3.08	Amazon, Microsoft, Alphabet, Alibaba P/S 20% 할인
Z홀딩스	십억원	부문 가치	6,552	
	십억원	시가총액	28,625	
	%	지분율	32.7%	
	%	할인율	30%	
자사주	십억원		2,392	
지분법 회사/자회사 가치			1,310	
CJ대한통운	십억원	지분 가치	99	할인율 30% 적용
		시가총액	1,793	
		지분율	7.9%	
CJ ENM	십억원	지분 가치	58	할인율 30% 적용
		시가총액	1,656	
		지분율	5.0%	
스튜디오드래곤	십억원	지분 가치	80	할인율 30% 적용
		시가총액	1,828	
		지분율	6.3%	
이마트	십억원	지분 가치	50	할인율 30% 적용
		시가총액	2,431	
		지분율	3.0%	
신세계인터내셔날	십억원	지분 가치	42	할인율 30% 적용
		시가총액	885	
		지분율	6.9%	
미래에셋증권	십억원	지분 가치	204	할인율 30% 적용
		시가총액	3,833	
		지분율	7.6%	
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		49,548	
순현금	십억원		200	
적정시가총액	십억원		49,748	
발행주식수	천 주		164,049	
적정 주가	원		303,250	
목표 주가	원		300,000	
현재 주가	원		162,000	
상승 여력	%		85.2%	

자료: 교보증권 리서치센터

[NAVER 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,304	6,818	8,264	9,903	11,669
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,304	6,818	8,264	9,903	11,669
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	4,089	5,492	6,931	8,414	9,674
영업이익	1,215	1,325	1,333	1,489	1,995
영업이익률 (%)	22.9	19.4	16.1	15.0	17.1
EBITDA	1,711	1,759	1,650	1,721	2,166
EBITDA Margin (%)	32.3	25.8	20.0	17.4	18.6
영업외손익	418	801	243	243	245
관계기업손익	116	545	9	9	9
금융수익	525	786	789	789	792
금융비용	-146	-349	-566	-566	-566
기타	-75	-180	11	11	11
법인세비용차감전순손익	1,634	2,126	1,576	1,731	2,240
법인세비용	493	649	534	587	760
계속사업순손익	1,141	1,478	1,042	1,144	1,481
중단사업순손익	-296	15,000	0	0	0
당기순이익	845	16,478	1,042	1,144	1,481
당기순이익률 (%)	15.9	241.7	12.6	11.6	12.7
비지배지분순이익	-157	-12	-1	-1	-1
지배지분순이익	1,002	16,490	1,042	1,145	1,482
지배순이익률 (%)	18.9	241.9	12.6	11.6	12.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	221	-253	-161	-161	-161
포괄순이익	1,066	16,225	880	983	1,320
비지배지분포괄이익	-154	-8	0	-1	-1
지배지분포괄이익	1,220	16,233	881	984	1,320

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

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	10,545	5,528	4,932	5,692	7,036
현금및현금성자산	1,600	2,781	1,683	1,776	2,234
매출채권 및 기타채권	985	1,328	1,790	2,413	3,252
재고자산	4	6	7	9	11
기타유동자산	7,955	1,412	1,452	1,494	1,539
비유동자산	6,470	28,163	28,986	29,911	30,928
유형자산	1,685	2,111	1,814	1,601	1,447
관계기업투자금	1,199	20,090	21,200	22,310	23,421
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	33,918	35,603	37,963
유동부채	7,912	3,923	4,119	4,487	5,057
매입채무 및 기타채무	1,856	2,383	2,383	2,383	2,383
차입금	481	343	503	664	824
유동성채무	95	119	50	53	57
기타유동부채	5,480	1,079	1,182	1,387	1,793
비유동부채	847	5,740	4,786	5,011	5,366
차입금	151	1,552	1,562	1,572	1,582
사채	0	1,637	1,687	1,737	1,787
기타비유동부채	697	2,551	1,537	1,702	1,997
부채총계	8,759	9,664	8,905	9,498	10,424
지배지분	7,367	23,536	24,502	25,571	26,976
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,793	1,490	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	6,655	23,080	24,047	25,115	26,521
기타자본변동	-1,204	-880	-880	-880	-880
비지배지분	888	492	512	534	564
자본총계	8,255	24,027	25,014	26,105	27,540
총차입금	844	4,365	4,537	4,784	5,033

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,447	1,380	-14,869	-14,850	-14,575
당기순이익	845	16,478	1,042	1,144	1,481
비현금항목의 가감	970	-14,398	-15,364	-15,394	-15,282
감가상각비	465	412	297	214	154
외환손익	20	30	-19	-19	-19
지분법평가손익	-70	-545	-9	-9	-9
기타	554	-14,295	-15,633	-15,580	-15,408
자산부채의 증감	227	-10	-47	-48	-48
기타현금흐름	-595	-690	-499	-553	-726
투자활동 현금흐름	-2,503	-13,999	-12,656	-12,658	-12,660
투자자산	-1,567	-789	-565	-565	-565
유형자산	-759	-754	0	0	0
기타	-176	-12,456	-12,090	-12,092	-12,094
재무활동 현금흐름	1,192	11,642	868	940	941
단기차입금	1,201	-269	161	161	161
사채	-783	9,404	50	50	50
장기차입금	887	1,598	10	10	10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-55	-60	-76	-76	-76
기타	-58	969	724	796	797
현금의 증감	-2,140	-1,064	-1,099	93	458
기초 현금	3,741	1,600	2,781	1,683	1,776
기말 현금	1,600	536	1,683	1,776	2,234
NOPLAT	849	921	881	984	1,319
FCF	812	591	1,150	1,169	1,442

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	6,097	100,400	6,354	6,981	9,034
PER	48.0	3.8	25.5	23.2	17.9
BPS	44,850	143,467	149,356	155,872	164,440
PBR	6.5	2.6	1.1	1.0	1.0
EBITDAPS	10,408	10,709	10,056	10,490	13,206
EV/EBITDA	27.5	35.7	17.3	16.7	13.2
SPS	32,274	41,510	50,377	60,364	71,133
PSR	9.1	9.1	3.2	2.7	2.3
CFPS	4,940	3,596	7,012	7,123	8,792
DPS	402	511	511	511	511

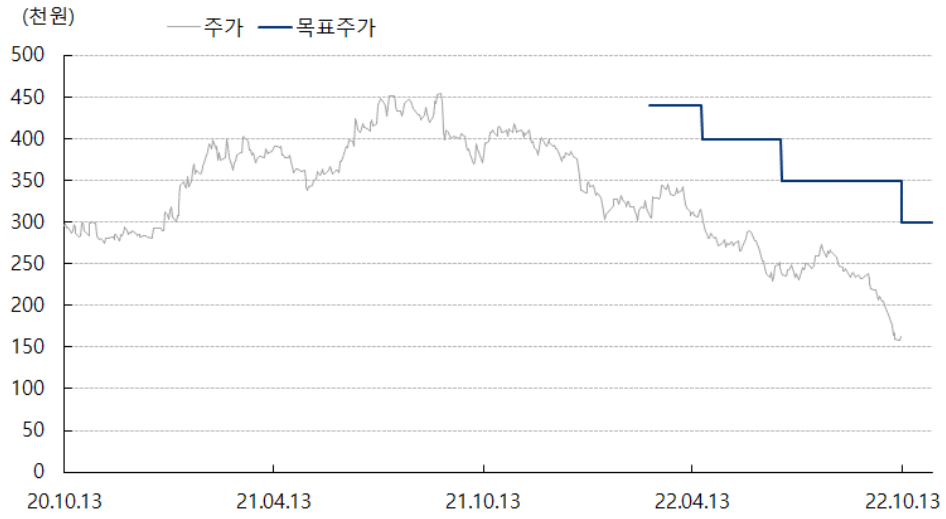
재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	21.8	28.5	21.2	19.8	17.8
영업이익 증가율	5.2	9.1	0.6	11.7	34.0
순이익 증가율	112.9	1,850.0	-93.7	9.9	29.4
수익성					
ROIC	63.7	54.2	72.2	66.0	65.3
ROA	6.8	65.0	3.1	3.3	4.0
ROE	15.2	106.7	4.3	4.6	5.6
안정성					
부채비율	106.1	40.2	35.6	36.4	37.8
순차입금비율	5.0	13.0	13.4	13.4	13.3
이자보상배율	56.1	29.3	28.4	30.0	38.2

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

NAVER 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 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)		담당자 변경			
2021.01.13	매수	400,000	(26.36)	(11.25)	2022.03.07	매수	440,000	(25.8)	(21.5)
2021.01.29	매수	440,000	(15.36)	(9.55)	2022.04.22	매수	400,000	(32.9)	(25.0)
2021.02.22	매수	480,000	(20.93)	(16.77)	2022.06.30	매수	350,000	(41.5)	(28.0)
2021.03.17	매수	480,000	(20.17)	(15.94)	2022.08.08	매수	350,000	(57.5)	(30.8)
2021.04.19	매수	480,000	(20.31)	(15.94)	2022.10.13	매수	300,000		
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 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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_2022.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	100.0%	0.0%	0.0%	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
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하