

2023. 2. 6



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 240,000 원

현재주가 (2.3) 223,500 원

상승여력 7.4%

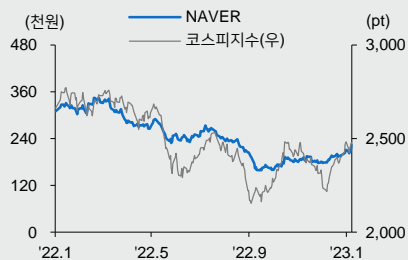
KOSPI	2,480.40pt
시가총액	366,650억원
발행주식수	16,405만주
유동주식비율	83.26%
외국인비중	48.11%
52주 최고/최저가	345,500원/158,500원
평균거래대금	1,749.1억원

주요주주(%)

국민연금공단	8.29
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	25.2	-16.9	-30.3
상대주가	12.0	-17.5	-23.9

주가그래프



NAVER 035420

Peer 내 상대적 강세 전망

- ✓ 분기 연결 영업이익은 3,365억원으로 기대치에 부합
- ✓ 커머스 판매 관련 매출은 예상 부합했으나 광고 관련 수익이 예상을 크게 하회
- ✓ 상반기 서치 GPT 베타 서비스 준비 중, 그러나 과점 사업자로 델타는 크지 않을 것
- ✓ 지난 한 달간 주가 25% 상승, Peer valuation 상승 및 AI에 대한 관심 증가가 원인
- ✓ 최근 급격한 상승은 부담, 그러나 국내 가장 고도화된 AI 보유, 상대적 강세 전망

4Q22 Review: 낮아진 컨센서스 충족한 영업이익

네이버의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 2,717억원(+17.8% YoY)과 3,365억원(-4.2% YoY, 이하 동일)으로 영업이익 기준 당사 추정치에 부합했다. 콘텐츠 부문 일회성 효과(매출 인식 변화에 따른 매출 1,368억원 및 비용 1,349억원)를 제외할 경우 4분기 연결 매출 증가율은 +12.3%로 추정치에 근사했다.

동반 상승기 지나 AI 고도화에 따른 주가 차별화 진행될 시기

핵심 사업 중 커머스 판매 매출은 예상에 부합했으나 서치 및 커머스 광고는 크게 하회했다. 검색 및 커머스 광고 성장률은 각각 5%, 4%로 한 자릿수로 내려 앉았고, DA는 역성장(-3%)을 기록했다. 동사는 상반기 서치 GPT 베타 서비스를 준비 중이다. chat GPT와 같이 트래픽 유도에 성공한다면 광고 성장률 트렌드가 반전될 수 있으나 이미 국내 검색 시장의 과반 이상을 차지하는 만큼 증가율에 대한 민감도는 낮을 수 밖에 없다. 대중 공개로 AI 모델이 고도화될 수 있는 점은 긍정적이거나 이에 따른 비용 증가 또한 필연적이다. 반면, 핀테크 수익성 증대 및 포시마크 1Q 조정 EBITDA 흑자 전망은 긍정적이다. 핀테크 OPM은 23년 8.8%(+1.1%p), 1Q 포시마크 330만 달러의 조정 EBITDA 가정 시 OP는 -139억원을 예상한다.

적정주가 산정 대상 기간을 2023년에서 2Q23-1Q24로 변경, 적정주가를 24만원으로 상향한다. 지난 한 달간 동사의 주가는 25% 상승, 벤치마크 대비로도 13%p를 상회하는 성과를 기록했다. Peer valuation 상승과 함께 chat GPT가 불러일으킨 AI에 대한 시장의 관심도가 원인으로 지목된다. 동반 상승의 시기를 지나 이제는 학습량에 따른 AI 고도화 수준이 주가 차별화를 일으킬 시기다. 최근 급격한 상승으로 다소 조정기를 겪을 수 있으나 국내에서 글로벌 수준에 부합하는 AI 모델 보유 업체는 단연 동사로, peer 내 상대적 주가 강세를 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	5,304.2	1,215.3	1,002.1	6,097	113.5	44,850	48.0	6.5	27.5	15.2	106.1
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
2022P	8,220.0	1,304.7	752.3	4,586	-96.0	146,312	38.7	1.2	15.6	3.2	45.0
2023E	9,215.8	1,387.9	1,165.8	7,106	68.6	152,482	31.5	1.5	17.4	4.8	41.1
2024E	9,992.5	1,497.5	1,205.4	7,348	2.4	159,005	30.4	1.4	15.3	4.7	39.5

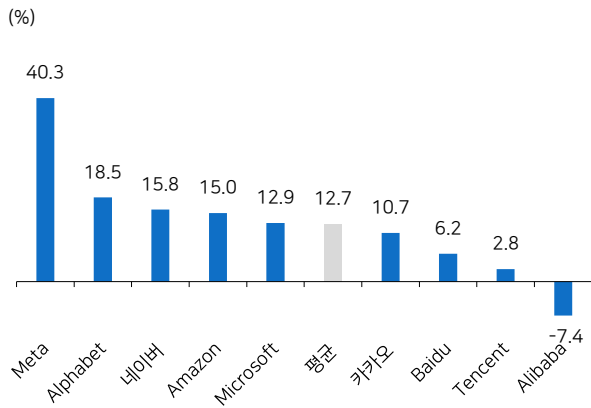
(십억원)	4Q22P	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	2,271.7	1,927.7	17.8	2,057.3	10.4	2,226.7	2.0	2,170.9	4.6
영업이익	336.5	351.2	-4.2	330.2	1.9	346.1	-2.8	334.9	0.5
세전이익	161.5	559.4	-71.1	374.7	-56.9	340.4	-52.6	370.1	-56.4
지배순이익	140.8	319.8	-56.0	257.0	-45.2	279.6	-49.6	263.5	-46.6

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

(원)	비고
EPS	7,146 2Q23-1Q24 지배순이익 (기존 2023년 지배순이익)
적정배수(X)	33.0 과거 5년 평균 30배에서 10% 할증 (기존과 동일)
적정주가	240,000 235,833원 반올림
현재주가	223,500
상승여력(%)	7.4

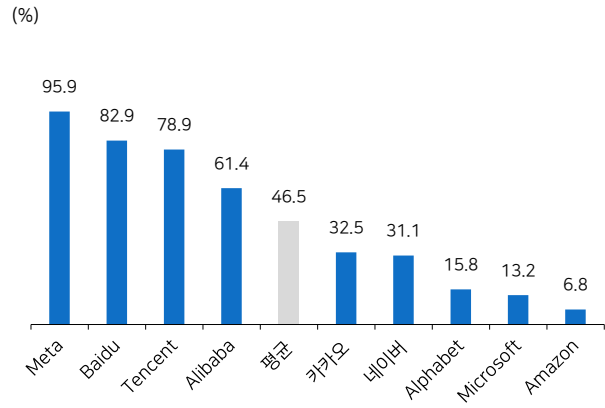
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 최근 동반 상승세에서 차별화 보이는 글로벌 빅테크



주: 지난 1/10 이후 업체별 주가 상승률
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 지난 11월 이후 글로벌 빅테크 누적 수익률



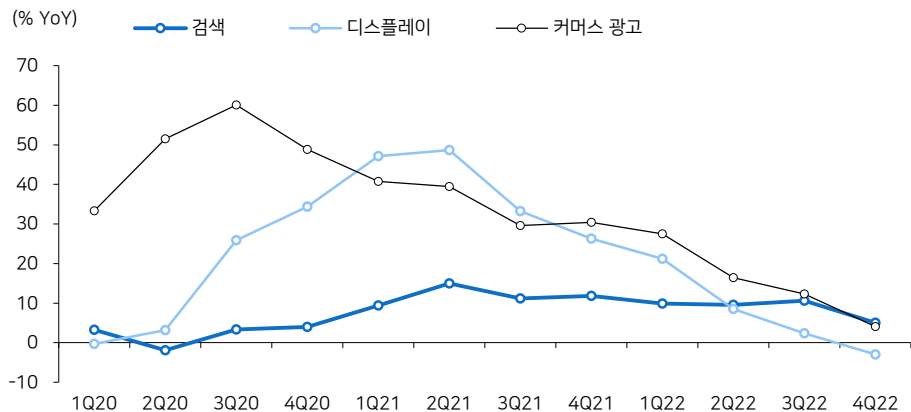
주: 2022.11.01 이후 업체별 주가 상승률
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 네이버 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
매출 추정												
매출	1,845	2,046	2,057	2,272	2,195	2,269	2,334	2,419	6,818	8,220	9,216	9,992
서치플랫폼	850	906	896	916	870	897	899	945	3,308	3,568	3,611	3,729
커머스	416	439	458	487	602	621	648	675	1,488	1,801	2,547	2,829
핀테크	275	296	296	320	314	336	358	343	979	1,187	1,350	1,535
콘텐츠	212	300	312	437	306	304	317	333	660	1,262	1,260	1,377
클라우드	92	105	95	111	103	111	112	123	383	403	448	522
% YoY												
매출	23.1	23.0	19.1	17.8	18.9	10.9	13.4	6.5	28.5	20.6	12.1	8.4
서치플랫폼	12.6	9.3	8.0	2.3	2.4	-0.9	0.3	3.1	17.3	7.9	1.2	3.3
커머스	27.8	19.7	19.4	18.3	44.6	41.4	41.4	38.7	36.3	21.0	41.4	11.1
핀테크	31.1	27.1	22.5	8.4	14.2	13.5	20.7	7.1	44.5	21.2	13.7	13.8
콘텐츠	70.1	113.8	77.3	100.1	44.3	1.2	1.7	-23.9	52.9	91.3	-0.1	9.3
클라우드	8.9	10.5	-1.5	3.9	11.6	5.6	18.2	10.4	35.2	5.3	11.3	16.5
영업비용	1,543	1,710	1,727	1,935	1,849	1,948	1,962	2,069	5,492	6,915	7,828	8,495
% to sales	83.6	83.6	83.9	85.2	84.3	85.9	84.1	85.5	80.6	84.1	84.9	85.0
% YoY	27.5	28.7	25.4	22.8	19.8	13.9	13.6	6.9	34.3	25.9	13.2	8.5
개발/운영비용	472	515	522	562	584	638	579	618	1,753	2,070	2,419	2,699
파트너	624	720	722	898	727	762	794	822	2,172	2,964	3,105	3,371
인프라	133	141	152	154	150	154	158	162	496	581	623	664
마케팅	315	333	331	322	389	394	432	466	1,072	1,301	1,681	1,761
이익 추정												
영업이익	302	336	330	337	345	321	371	350	1,325	1,305	1,388	1,498
% YoY	4.5	0.2	-5.6	-4.2	14.5	-4.5	12.4	4.1	9.1	-1.6	6.4	7.9
영업이익률(%)	16.4	16.4	16.1	14.8	15.7	14.1	15.9	14.5	19.4	15.9	15.1	15.0
세전이익	257	263	375	162	347	239	390	574	2,126	1,056	1,551	1,591
% YoY	-39.6	-59.3	-24.3	-71.1	35.3	-9.1	4.2	255.4	30.2	-50.3	46.8	2.6
지배주주순이익	171	183	257	141	236	175	232	522	16,490	752	1,166	1,205
% YoY	-98.9	-65.3	-22.6	-56.0	38.1	-4.6	-9.7	271.1	1,545.6	-95.4	55.0	3.4

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림3 네이버 검색, 디스플레이, 커머스 광고 매출 성장률



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	5,304.2	6,817.6	8,220.0	9,215.8	9,992.5
매출액증가율 (%)	21.8	28.5	20.6	12.1	8.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,304.2	6,817.6	8,220.0	9,215.8	9,992.5
판매관리비	4,088.8	5,492.1	6,915.4	7,827.8	8,494.9
영업이익	1,215.3	1,325.5	1,304.7	1,387.9	1,497.5
영업이익률	22.9	19.4	15.9	15.1	15.0
금융손익	378.1	436.4	-253.3	54.8	95.8
종속/관계기업손익	115.6	544.7	63.6	183.5	178.0
기타영업외손익	-75.5	-180.1	-58.9	-75.5	-180.1
세전계속사업이익	1,633.6	2,126.4	1,056.1	1,550.7	1,591.1
법인세비용	492.5	648.7	392.0	431.2	444.9
당기순이익	845.0	16,477.6	664.0	1,119.5	1,146.2
지배주주지분 순이익	1,002.1	16,489.9	752.3	1,165.8	1,205.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	10,544.7	5,527.9	7,262.0	7,409.8	8,455.3
현금및현금성자산	1,600.3	2,781.4	4,942.8	3,505.5	4,516.1
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	4.3	6.1	15.5	55.1	60.6
비유동자산	6,469.6	28,163.1	28,246.3	28,567.5	28,614.3
유형자산	1,684.6	2,111.3	2,382.3	2,587.0	2,754.9
무형자산	105.1	932.2	2,180.5	2,129.2	2,074.2
투자자산	4,346.5	24,612.1	22,739.2	22,907.1	22,841.0
자산총계	17,014.2	33,691.0	35,508.3	35,977.3	37,069.6
유동부채	7,911.8	3,923.3	6,299.0	5,699.0	7,099.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	481.2	342.6	342.6	342.6	342.6
유동성장기부채	95.0	118.7	900.0	0.0	1,200.0
비유동부채	847.4	5,740.3	4,715.2	4,772.0	3,394.2
사채	0.0	1,636.8	1,436.8	1,536.8	1,286.8
장기차입금	150.7	1,552.0	1,392.0	1,392.0	192.0
부채총계	8,759.1	9,663.6	11,014.2	10,471.0	10,493.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,793.3	1,490.2	1,490.2	1,490.2	1,490.2
기타포괄이익누계액	106.4	-171.9	-171.9	-171.9	-171.9
이익잉여금	6,654.8	23,080.4	23,547.1	24,559.3	25,629.4
비지배주주지분	887.9	491.7	491.7	491.7	491.7
자본총계	8,255.1	24,027.4	24,494.0	25,506.3	26,576.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,447.2	1,379.9	1,608.2	1,994.0	2,190.0
당기순이익(손실)	845.0	16,477.6	664.0	1,119.5	1,146.2
유형자산상각비	465.3	412.3	516.4	622.2	700.3
무형자산상각비	30.0	21.2	51.7	51.4	54.9
운전자본의 증감	227.1	-10.1	395.4	220.2	288.5
투자활동 현금흐름	-2,503.2	-13,998.8	-149.1	-2,551.1	-802.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-759.4	-753.9	-787.5	-826.9	-868.2
투자자산의 감소(증가)	-743.6	-19,720.8	1,872.9	-167.9	66.2
재무활동 현금흐름	1,192.1	11,642.3	702.3	-880.3	-377.3
차입금의 증감	-1,197.6	3,572.9	915.7	-820.0	-270.0
자본의 증가	218.0	-303.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2,140.2	-1,064.3	2,161.4	-1,437.4	1,010.6
기초현금	3,740.5	3,845.7	2,781.4	4,942.8	3,505.5
기말현금	1,600.3	2,781.4	4,942.8	3,505.5	4,516.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	32,274	41,510	50,107	56,177	60,912
EPS(지배주주)	6,097	100,400	4,586	7,106	7,348
CFPS	11,041	12,665	9,696	13,327	14,112
EBITDAPS	10,409	10,709	11,416	12,566	13,733
BPS	44,850	143,467	146,312	152,482	159,005
DPS	402	511	1,316	714	507
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.7	0.3	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	48.0	3.8	38.7	31.5	30.4
PCR	26.5	29.9	18.3	16.8	15.8
PSR	9.1	9.1	3.5	4.0	3.7
PBR	6.5	2.6	1.2	1.5	1.4
EBITDA	1,710.6	1,758.9	1,872.8	2,061.5	2,252.8
EV/EBITDA	27.5	35.8	15.6	17.4	15.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	106.7	3.2	4.8	4.7
EBITDA 이익률	32.3	25.8	22.8	22.4	22.5
부채비율	106.1	40.2	45.0	41.1	39.5
금융비용부담률	0.4	0.7	1.0	0.9	0.7
이자보상배율(x)	56.1	29.3	15.7	16.6	20.1
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	178.4	1,300.5	759.5	261.0	172.7

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 해당 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 하시기 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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

