

NAVER (035420)

이재은 jeeun.lee@daiashin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

280,000

목표주가

신규

현재주가

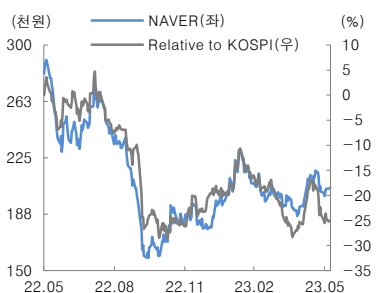
205,000

(23.06.07)

인터넷업종

KOSPI	2615.6
시가총액	33,630십억원
시가총액비중	1.68%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	278,000원 / 158,500원
120일 평균거래대금	1,658억원
외국인지분율	48.00%
주요주주	국민연금공단 8.29% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.5	-2.8	11.7	-26.3
상대수익률	0.0	-8.5	1.8	-26.0



하반기 실적 개선과 함께 긍정적 모멘텀 풍부

- 광고, 경기 불황에도 검색 광고와 롱테일 위주의 광고 성장 중
- 커머스, 수수료율 인상, D2C, 리커머스 사업 수익화로 2024년까지 고성장 예상
- AI, 기존 사업 강화에 초점. 단기 추가보다 장기 실적 개선에 도움될 것으로 판단

투자 의견 매수, 목표주가 28만원, Top-pick 의견으로 분석 개시

목표주가는 SoTP 방식으로 산출. 부문별로는 서치플랫폼 17.2조원, 커머스 14.7조원, 파이낸셜 2.5조원(적정 가치 3.5조원, 지분율 69%), 웹툰 3.7조원 클라우드 2.4조원, Z홀딩스 지분가치 6.4조원 등으로 추정
효율성 높은 SA 위주의 광고 매출 지속 성장, 커머스 수수료율 인상 예상, 리커머스 사업 성장 및 수익화 등 긍정적 모멘텀 풍부

광고, 쇼핑 불황에도 홀로 성장 중. AI는 광고, 쇼핑 성장의 부스터 역할

광고, 매크로 환경에 상대적으로 덜 민감함 검색 광고와 롱테일 광고주 기반으로 서치플랫폼 매출 지속 성장 전망. 특히 광고비 집행이 보수적인 상반기에 비해 하반기로 갈수록 성장 폭 증가할 것으로 전망

커머스. 1) 여전히 낮은 수수료율 유지 중으로 향후 수수료율 인상 여지, 2) D2C 사업으로 판매자, 소비자 락인 효과 증가 기대, 3) 리커머스 사업 또한 지속적인 거래액 증가 확인. 특히 포쉬마크는 1Q23 흑자 전환으로 회사 계획보다 빠르게 실적 개선 중이며 향후 검색광고, 라이브 커머스 도입 등으로 추가 실적 개선 여지 풍부하다는 판단. 2023년, 2024년 중개 수수료 매출(포쉬마크 포함) 성장률 각각 110%, 17% 예상

AI, 실적 개선이 뒷받침되지 않는 한, 새로운 AI 모델 공개는 추가 상승의 직접적인 드라이버로는 부족하다는 판단. 다만, 국내 데이터 대량 보유를 강점으로 글로벌 AI로부터의 검색 엔진 방어, 자사 AI를 통한 광고와 커머스는 물론 검색, 핀테크 등 기존 사업들의 고도화 가능 판단. 지속적인 AI에 대한 선제적인 투자로 추가 비용 부담 가능성은 낮을 것으로 예상하며, 이러한 AI의 모델을 자체적으로 보유하고 있다는 점에서 긍정적 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,818	8,220	9,876	11,129	12,144
영업이익	1,325	1,305	1,447	1,643	1,903
세전순이익	2,126	1,084	1,095	1,465	1,725
총당기순이익	16,478	673	680	952	1,121
지배지분순이익	16,490	760	796	1,109	1,306
EPS	100,400	4,634	4,853	6,763	7,962
PER	3.8	38.3	43.7	31.3	26.6
BPS	143,299	138,642	142,660	148,585	155,710
PBR	2.6	1.3	1.4	1.4	1.3
ROE	106.7	3.3	3.5	4.6	5.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 9. NAVER 목표주가 산출

(단위: 십억원)

(12MF 기준)	내용	주요 가정	
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	3,813.5	
	12MF 영업이익	1,334.7	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	1,014.4	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	17.0x	글로벌 peer 12 MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	17,244.7	
(2) 커머스 광고	12MF 매출액	2,707.9	당사 추정
	12MF 영업이익	812.4	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	617.4	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	23.9x	글로벌 peer 12 MF PER 대비 20% 할증 적용
	커머스 적정가치 (b)	14,743.5	
(3) 파이낸셜	12MF 네이버페이 거래대금 (조원)	59,762	
	Target EV/거래대금	0.06x	카카오페이 2022년 EV/거래대금 적용
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버페이) 지분 가치 (c)	2,474.2	
(4) 웹툰	12MF 매출액	1,530.1	
	Target PSR	3.5x	China Literature 12MF PSR 적용
	지분율	100.0%	
	할인율	30.0%	
	웹툰 지분 가치 (d)	3,748.7	
(5) 클라우드	12MF 매출액	443.5	
	Target PSR	5.5x	글로벌 peer 12 MF PSR 적용
	클라우드 적정 가치 (e)	2,439.1	
(6) Z홀딩스	Z홀딩스 시총(십억엔)	2,770.0	
	Z홀딩스 시총(십억원)	27,201.4	
	A홀딩스의 Z홀딩스 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	30.0%	
	Z홀딩스 지분가치 (f)	6,382.1	
(7) 기타	순차입금 (g)	1,880.0	1Q23 별도 기준
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) + (g)		45,152.4	
	주식 수(천주)	164,049.0	
	적정 주가(원)	275,237	
목표 주가(원)		280,000	반올림 적용
	현재 주가(원)	205,000	
	상승 여력	36.6%	

자료: 대신증권 Research Center

표 10. NAVER 주주환원 정책

구분	내용
재원	최근 2 개년 평균 연결 FCF 의 15%~30%
FCF의 기준	당해 연결기준 영업이익 + 비현금성지출 항목 - 연결 법인세납부액 - 연결 CAPEX
방법	배당, 자사주 매입 및 소각
배당	별도 당기순이익 기준 배당상향 6%~11%
자사주 소각	보유 자사주 향후 3년간 매년 발행 주식수의 1%씩 소각, 자사주는 장기적으로 5% 이내 수준에서 유지 계획

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

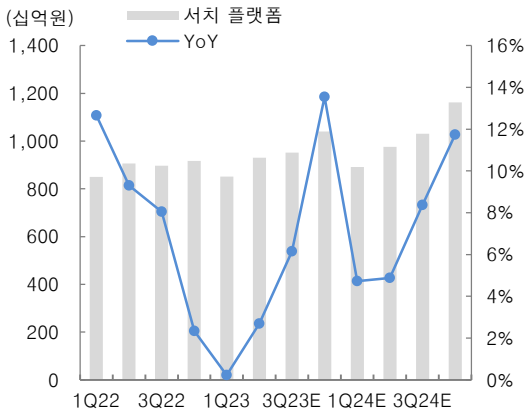
표 11. NAVER 연결 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,845.3	2,045.8	2,057.3	2,271.7	2,280.3	2,452.7	2,483.9	2,658.7	8,220.1	9,875.6	11,129.5
서치 플랫폼	849.9	905.5	896.2	916.4	851.8	929.9	951.2	1,040.4	3,568.0	3,773.3	4,060.6
검색	623.0	660.7	664.7	660.2	655.7	697.1	731.2	759.2	2,608.6	2,843.2	3,103.1
디스플레이	221.1	241.1	228.5	249.8	192.3	229.0	217.1	274.8	940.5	913.2	940.6
기타	5.8	3.7	3.0	6.4	3.8	3.7	3.0	6.4	18.9	16.9	16.9
커머스	416.5	439.5	458.2	486.8	605.8	638.3	652.8	688.5	1,801.0	2,585.5	3,066.1
커머스 광고	260.6	273.6	267.7	276.5	264.2	285.2	291.0	311.8	1,078.4	1,152.2	1,406.6
증개 및 판매	132.3	142.1	156.6	172.9	302.9	313.2	320.7	334.3	603.9	1,271.1	1,481.7
멤버십	23.6	23.8	33.9	37.4	38.7	39.9	41.2	42.4	118.7	162.2	177.7
핀테크	274.8	295.7	296.2	319.9	318.2	329.8	339.8	360.6	1,186.6	1,348.4	1,668.5
콘텐츠	212.0	300.2	311.9	437.5	411.3	439.9	435.6	447.4	1,261.6	1,734.2	1,857.9
웹툰	163.9	251.1	268.5	382.9	353.1	379.7	380.4	381.2	1,066.4	1,494.4	1,530.1
스노우	33.1	27.4	29.0	38.4	44.8	38.4	40.6	49.9	127.9	173.7	208.4
기타	15.0	21.7	14.4	16.1	13.4	21.9	14.5	16.3	67.2	66.1	66.8
클라우드	92.1	104.9	94.8	111.1	93.2	114.8	104.4	121.8	402.9	434.1	476.4
영업비용	1,543.4	1,709.6	1,727.1	1,935.3	1,950.0	2,094.6	2,124.4	2,259.8	6,915.5	8,428.9	9,486.5
플랫폼개발/운영	472.1	515.1	521.7	561.6	635.5	675.9	685.1	709.0	2,070.4	2,705.5	2,960.3
대행/파트너	623.7	720.1	722.2	897.9	831.9	897.1	908.5	979.8	2,963.9	3,617.4	4,105.0
인프라	132.7	141.4	152.2	154.2	132.6	143.3	145.9	156.9	580.6	578.7	665.4
LINE 및 기타플랫폼	315.0	333.0	331.0	321.6	349.9	378.2	384.9	414.1	1,300.6	1,527.2	1,755.8
영업이익	301.9	336.2	330.2	336.4	330.4	358.1	359.4	398.9	1,304.6	1,446.8	1,643.0
영업이익률	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.5%	14.6%	14.5%	15.0%	15.9%	14.7%	14.8%
지배주주 순이익	171.2	183.3	257.0	148.8	55.1	231.6	232.6	276.6	760.3	795.8	1,109.6
순이익률	9.3%	9.0%	12.5%	6.5%	2.4%	9.4%	9.4%	10.4%	9.2%	8.1%	10.0%

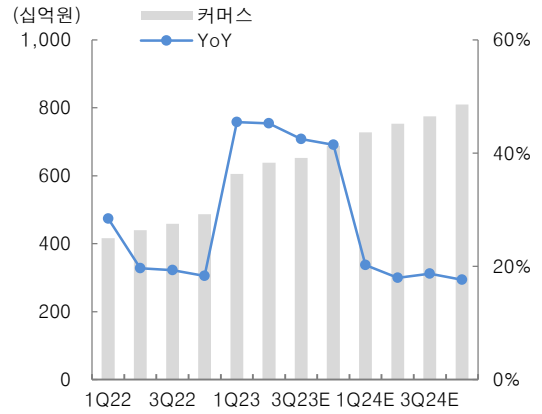
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 98. 서치플랫폼 매출 추이 전망



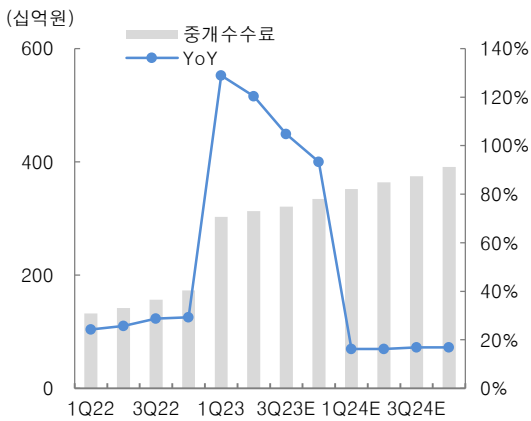
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 99. 커머스 매출 추이 전망



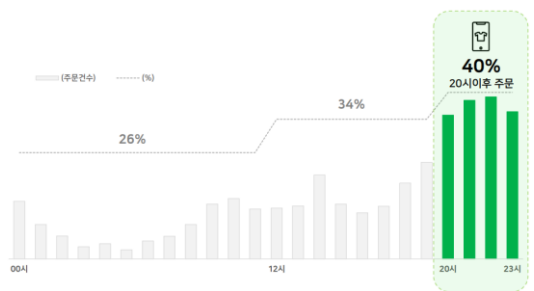
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 100. 커머스 중개 수수료 매출 추이 전망



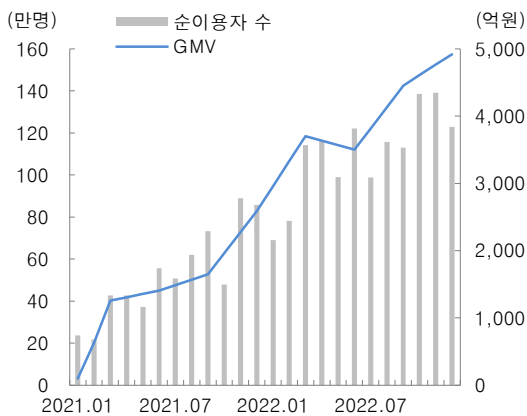
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 101. 도착보장 시행 후, 저녁 4시간 주문 비중 증가



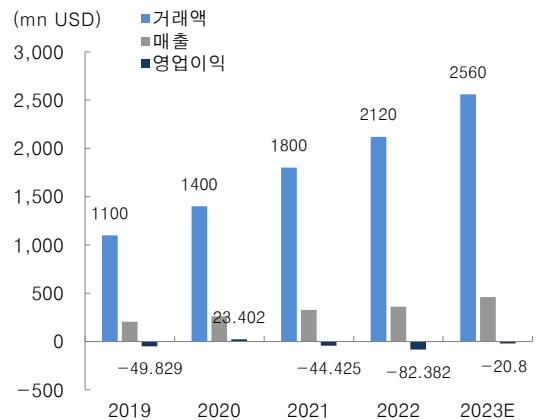
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 102. 크림 GMV 및 이용자 수 추이 (추정)



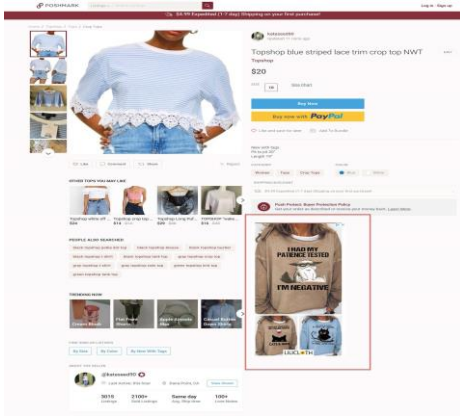
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 103. 포쉬마크 거래액, 매출, 영업이익 추이



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 104. 포쉬마크 광고 테스트



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

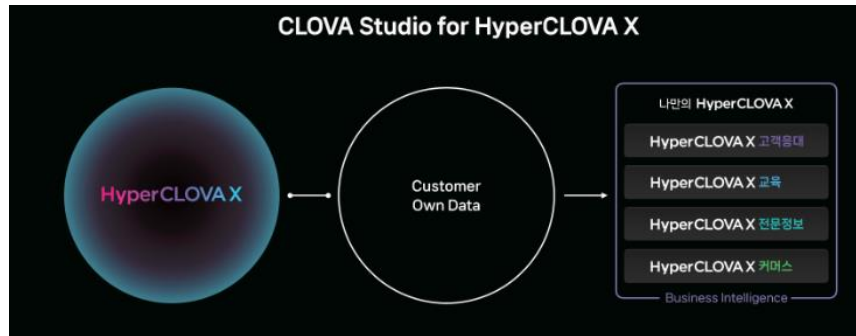
그림 105. 포쉬마크 포쉬 렌즈 도입



- ✓ Visual search, powered by Naver Lens technology
- ✓ Click a picture, find similar listings on Poshmark
- ✓ Identifies similar product based on visual characteristics

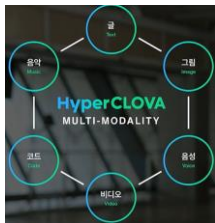
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 106. 2023년 하반기 하이퍼클로바X 공개 예정



자료: NAVER, Research Center

그림 107. 네이버의 AI 전략



HyperCLOVA X

서치GPT:

- 2023년 하반기 공개
- 대규모 언어 모델 오션(Ocean) 활용
- 쇼핑, 페이, 검색, 협업 툴 등에 적용 예정

1) 쇼핑

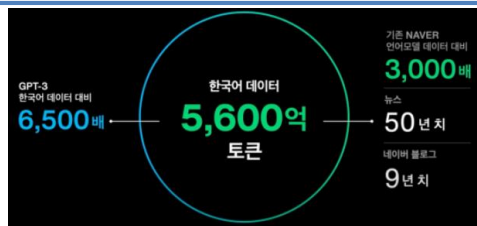
- 클로바MD: 시가 주제 발굴, 선정 등 쇼핑 기획전 구성
- 쇼핑 리뷰 요약: 수천 개 쇼핑 리뷰 내용 한 문장 요약
- 쇼핑 상품명 변환: 길고 복잡한 상품명 짧고 쉽게

2) 검색

- 지식 스프레드: 검색어 교정 및 검색 관련 정보 자동 추출

3) 클로바

- 클로바 노트 음성 인식



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,818	8,220	9,876	11,129	12,144
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,220	9,876	11,129	12,144
판매비요관리비	5,492	6,915	8,429	9,487	10,241
영업이익	1,325	1,305	1,447	1,643	1,903
영업외수익	19.4	15.9	14.7	14.8	15.7
EBITDA	1,759	1,866	1,963	2,191	2,483
영업외손익	801	-221	-352	-178	-178
관계기업손익	545	97	-39	1	1
금융수익	786	679	585	608	608
외환관련이익	19	63	63	63	63
금융비용	-349	-932	-745	-760	-760
외환관련손실	12	77	0	0	0
기타	-180	-65	-153	-27	-27
법인세비용차감전순이익	2,126	1,084	1,095	1,465	1,725
법인세비용	-649	-411	-415	-513	-604
계속사업순이익	1,478	673	680	952	1,121
중단사업순이익	15,000	0	0	0	0
당기순이익	16,478	673	680	952	1,121
당기순이익률	241.7	8.2	6.9	8.6	9.2
비재계분순이익	-12	-87	-116	-157	-185
재계분순이익	16,490	760	796	1,109	1,306
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-25	-139	-139	-139	-139
포괄순이익	16,225	-715	-708	-436	-267
비재계분포괄이익	-8	-34	121	72	44
재계분포괄이익	16,233	-681	-829	-508	-311

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	100,400	4,634	4,853	6,763	7,962
PER	3.8	38.3	43.7	31.3	26.6
BPS	143,299	138,642	142,660	148,585	155,710
PBR	2.6	1.3	1.4	1.4	1.3
EBITDAPS	10,709	11,372	11,907	13,354	15,136
EV/EBITDA	35.8	16.1	17.3	15.0	12.7
SPS	41,510	50,107	60,200	67,842	74,024
PSR	9.1	3.5	3.4	3.0	2.8
CFPS	12,665	12,138	13,695	15,965	17,747
DPS	511	914	914	914	914

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	28.5	20.6	20.1	12.7	9.1
영업이익 증감률	9.1	-1.6	10.9	13.6	15.8
순이익 증감률	1,850.0	-95.9	1.0	40.1	17.7
수익성					
ROC	34.6	29.7	26.6	29.6	32.6
ROA	5.2	3.9	4.2	4.8	5.4
ROE	106.7	3.3	3.5	4.6	5.2
안정성					
부채비율	40.2	44.6	41.9	38.6	35.3
순차입금비율	1.7	1.0	-2.1	-6.3	-11.1
이자보상배율	29.3	18.2	0.0	0.0	0.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,528	6,440	7,075	7,952	9,080
현금및현금성자산	2,781	2,724	3,357	4,233	5,360
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,515	1,515	1,515
재고자산	6	9	10	12	13
기타유동자산	1,416	2,191	2,191	2,191	2,191
비유동자산	28,163	27,459	27,164	26,869	26,544
유형자산	2,111	2,458	2,678	2,854	2,995
관계기업투자지급	20,090	18,541	18,057	17,613	17,169
기타비유동자산	5,962	6,460	6,429	6,402	6,380
자산총계	33,691	33,899	34,239	34,821	35,624
유동부채	3,923	5,481	5,293	5,011	4,733
매입채무 및 기타채무	2,383	2,935	2,935	2,935	2,935
차입금	461	1,381	1,162	944	725
유동상채무	0	0	101	101	101
기타유동부채	1,079	1,164	1,095	1,031	972
비유동부채	5,740	4,968	4,815	4,678	4,554
차입금	3,189	2,033	2,038	2,044	2,050
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,551	2,936	2,777	2,634	2,504
부채총계	9,664	10,449	10,109	9,688	9,287
자본비율	23,536	22,744	23,403	24,375	25,544
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	23,080	23,646	24,305	25,277	26,446
기타비율변동	-1,051	-2,475	-2,475	-2,475	-2,475
비차비율	492	706	727	757	793
자본총계	24,027	23,450	24,130	25,132	26,337
순차입금	399	242	-504	-1,593	-2,933

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,380	1,453	2,109	2,384	2,586
당기순이익	16,478	673	680	952	1,121
비현금항목의 가감	-14,398	1,318	1,567	1,667	1,790
감가상각비	433	561	506	548	580
외환손익	30	80	57	57	57
자본법정차손익	-545	-97	39	-1	-1
기타	-14,316	774	965	1,063	1,154
자산부채의 증감	-10	307	229	230	230
기타현금흐름	-690	-845	-367	-465	-556
투자활동 현금흐름	-13,999	-1,216	-209	-251	-254
투자자산	-789	101	478	436	433
유형자산	-747	-689	-689	-689	-689
기타	-12,463	-628	2	2	2
재무활동 현금흐름	11,642	-339	-162	-263	-263
당기차입금	-269	-219	-219	-219	-219
사채	9,404	0	0	0	0
장기차입금	1,598	6	6	6	6
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-60	-213	-137	-137	-137
기타	969	87	188	87	87
현금의 증감	-1,064	-57	633	876	1,127
기초 현금	1,600	2,781	2,724	3,357	4,233
기말 현금	536	2,724	3,357	4,233	5,360
NOPLAT	921	810	899	1,068	1,237
FCF	549	616	704	915	1,116

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.06.09
투자의견	Buy
목표주가	280,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230606)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.0%	6.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상