

NAVER (035420.KS)

검색의 경쟁력. AI로 이어지다

글로벌 인터넷 기업들의 주가 상승 흐름에서 네이버는 연초 이후 크게 소외. 7월 'CUE', 8월 '하이퍼클로바X'가 공개되면 동사 시에 대한 막연한 우려는 사라질 전망

Analyst 안재민
02)768-7647, jaemin.ahn@nhqv.com
RA 김도희
02)2229-6883, dohee.kim@nhqv.com

AI 사업 공개로 모멘텀 회복 기대

네이버에 대한 투자이견 Buy 및 업종 Top-pick을 유지하고, 목표주가는 기존 270,000원에서 280,000원으로 상향. 연초 이후 AI 사업에 대한 관심이 높아진 가운데, 네이버는 오랜 기간 동안 준비해온 AI 관련 서비스를 공개할 예정이며, 해당 모멘텀이 주가에 반영될 것으로 기대. 지난 20년간 1위 사업자로 쌓아온 검색 노하우가 AI 시대에도 적용 가능할 것으로 기대하며, 커머스, 콘텐츠 등과의 시너지 창출 측면에서도 유리한 구도를 형성할 수 있을 전망

빅테크 기업들의 AI 공세로 인한 네이버 점유율 하락 우려는 과도. 한국어 기반의 데이터베이스 보유 측면에서 글로벌 빅테크 기업들에 비해 우위에 있다고 판단하며, 이를 기반으로 네이버의 다양한 기존 서비스와 시너지를 낼 수 있다면 글로벌 빅테크와의 경쟁에서 우위를 확보할 수 있을 것

양호한 2분기 실적 기대

네이버의 2분기 실적은 매출액 2.5조원(+21.7% y-y, +9.2% q-q), 영업이익 3,735억원(+11.1% y-y, +13.0% q-q)으로 영업이익은 시장 컨센서스 3,668억원 및 당사 기존 추정치 3,600억원을 상회할 전망

경기 둔화에도 불구하고 2분기 광고 준성수기를 맞이하여 광고 매출이 조금씩 회복되는 모습을 보이고 있고, 지난해 하반기 이후 인건비와 마케팅비용은 안정적으로 유지되고 있음

NAVER 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E					3Q23F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	2,046	2,057	2,272	2,280	2,491	21.7	9.2	2,494	2,427	2,564
영업이익	336	330	336	330	374	11.1	13.0	360	367	380
영업이익률	16.4	16.1	14.8	14.5	15.0	-	-	14.4	15.1	14.8
세전이익	263	375	189	117	331	25.9	184.3	341	340	343
(지배)순이익	183	257	149	55	286	56.1	419.7	287	229	291

자료: NAVER, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	280,000원 (상향)		
현재가 (23/07/18)	209,000원		
업종	인터넷		
KOSPI / KOSDAQ	2,607.62 / 914.14		
시가총액(보통주)	34,286.3십억원		
발행주식수(보통주)	164.0백만주		
52주 최고가('22/08/04)	273,500원		
최저가('22/10/11)	158,500원		
평균거래대금(60일)	143.4십억원		
배당수익률(2023E)	0.58%		
외국인지분율	47.0%		
주요주주			
국민연금공단	8.3%		
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.1%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	8.4	6.9	-15.2
상대수익률 (%p)	6.9	-2.9	-22.8

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	8,220	10,054	11,267	12,496
증감률	20.6	22.3	12.1	10.9
영업이익	1,305	1,486	1,761	2,011
증감률	-1.5	13.9	18.5	14.2
영업이익률	15.9	14.8	15.6	16.1
(지배지분)순이익	760.3	968.6	1,433	1,726
EPS	4,634	5,905	8,733	10,519
증감률	-95.4	27.4	47.9	20.5
PER	38.3	35.4	23.9	19.9
PBR	1.3	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.1	19.5	16.5	14.3
ROE	3.3	4.3	6.3	7.2
부채비율	44.6	50.0	51.9	53.4
순차입금	-553.1	883.0	699.9	188.1

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

네이버는 1999년 6월 설립되어 2008년 6월 코스피에 상장된 온라인 광고 및 콘텐츠 사업자. 2022년 매출액은 8조 2,201억원(+20.6% y-y)이며 매출 비중은 서치플랫폼 약 43.3%, 커머스 약 21.9%, 핀테크 14.4%, 콘텐츠 및 기타 약 20.4% 등으로 구성. 핀테크 및 콘텐츠 영역에서 공격적인 사업 확장 통한 외형 성장 진행 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 높은 검색광고 점유율 기반으로 한 쇼핑 및 페이와의 사업 시너지
- 네이버파이낸셜을 통한 핀테크 사업 확대
- 네이버웹툰의 성공적인 글로벌 확장에 따른 매출 성장

Downside Risk

- 금리인상에 따른 성장주 valuation discount
- 미국 및 한국의 온라인 플랫폼에 대한 규제
- IT업계 인건비 인상 이슈

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Alphabet	23.6	19.9	5.1	4.5	25.6	24.9
Meta Platforms	25.7	20.5	5.3	4.2	23.4	25.6
Amazon	84.0	50.8	7.5	5.9	11.0	15.1
Coupang	76.9	40.5	10.2	7.8	16.6	23.8
Tencent	21.7	18.2	3.4	2.9	16.8	17.3

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	3.8	38.3	35.0	23.6	19.6
PBR	2.6	1.3	1.5	1.5	1.4
PSR	9.1	3.5	3.4	3.0	2.7
ROE	106.7	3.3	4.3	6.3	7.2
ROIC	93.8	22.3	38.9	51.1	62.0

자료: NH투자증권 리서치본부

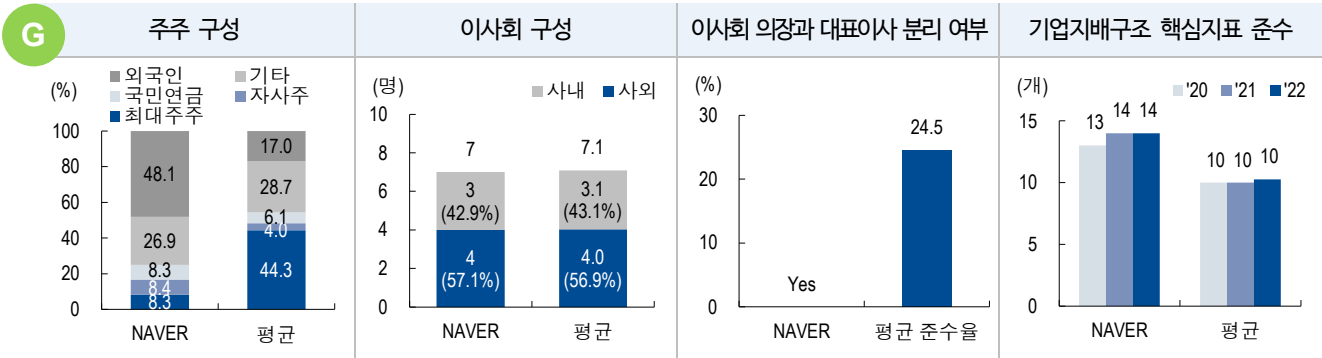
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

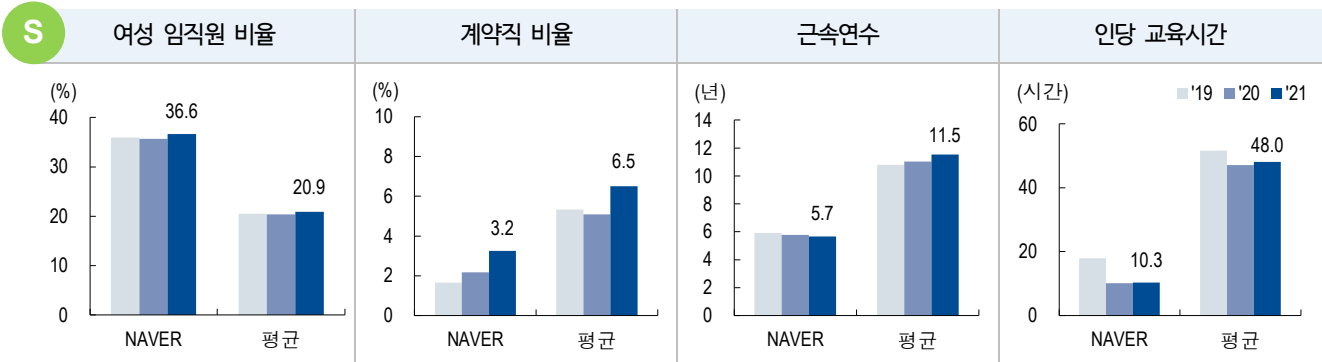
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	2,758	3,254	4,023	4,678	5,587	6,593	5,304	6,818	8,220
영업이익	758	830	1,102	1,179	943	710	1,215	1,325	1,305
영업이익률(%)	27.5	25.5	27.4	25.2	16.9	10.8	22.9	19.4	15.9
세전이익	659	823	1,132	1,196	1,112	867	1,634	2,126	1,084
순이익	452	517	759	770	628	397	845	16,478	673
지배자분순이익	454	519	749	773	649	583	1,002	16,490	760
EBITDA	902	986	1,265	1,385	1,204	1,208	1,464	1,677	1,707
CAPEX	271	121	154	472	535	436	759	754	701
Free Cash Flow	565	731	1,010	468	438	921	688	626	753
EPS(원)	2,757	3,147	4,546	4,689	3,937	3,538	6,097	100,400	4,634
BPS(원)	10,897	12,890	21,811	28,895	31,795	35,223	44,850	143,467	138,642
DPS(원)	156	220	226	289	314	376	402	511	914
순차입금	-1,008	-1,392	-3,017	-3,186	-2,614	-2,696	-1,166	68	-553
ROE(%)	27.8	26.5	26.2	18.5	13.0	10.6	15.2	106.7	3.3
ROIC(%)	73.7	82.9	164.0	145.3	52.9	24.7	52.5	93.8	22.3
배당성장(%)	5.1	6.2	4.3	5.5	7.1	9.4	5.9	0.5	18.0
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.5
순차입금 비율(%)	-56.1	-61.3	-73.1	-60.1	-43.9	-41.5	-14.1	0.3	-2.4

자료: NAVER, NH투자증권 리서치본부

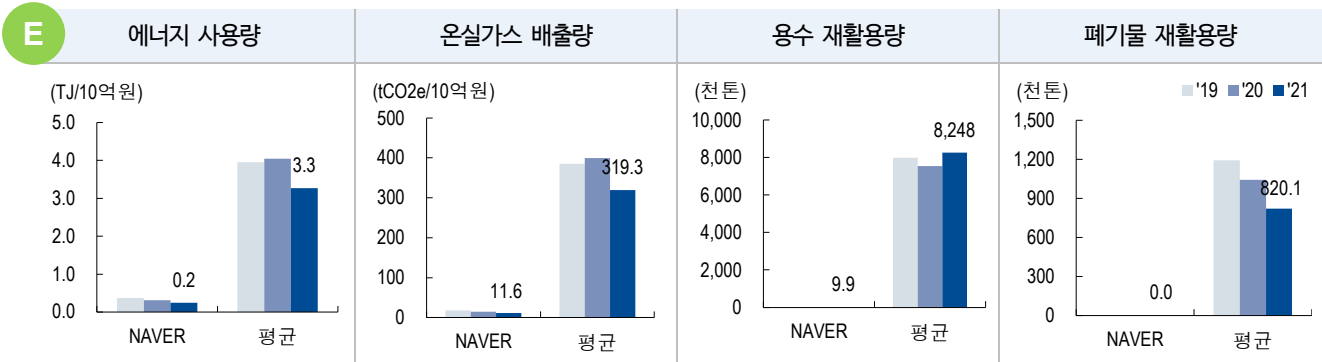
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: NAVER, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: NAVER, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: NAVER, NH투자증권 리서치본부

ESG Event	
E	2022.4 - 친환경 오피스를 표방해 표준 건물 모델 대비 연간 에너지 비용 약 38% 절감 가능한 1784 (제2사옥) 건립
	2022.1 - 친환경 이커머스 생태계 조성 위해 SK케미칼과 협력하여 친환경 플라스틱 소재 기반의 지속가능 패키징 솔루션 도입
S	2021.5 - 직장 내 괴롭힘으로 인한 직원 자살 사건으로 사회적 논쟁 발생했으며 도의적 책임 차원에서 최고경영진 모두 퇴진
	2023.4 - SME들의 디지털생태계에서의 판로 확대를 위해 네이버쇼핑에 상생전용관 '나란히 가게' 오픈. 베스트기획전, 쇼핑 라이브, 성공 스토리 코너 등 다양한 방법으로 이용자와 접점 확대 도모
G	2021.3 - 자회사 LINE과 Z Holdings의 경영통합. 네이버는 Z Holdings를 65% 소유한 A Holdings의 지분 50% 확보
	2022.8 - 주주환원 배당정책 기존 자사주 소각에서 현금 배당으로 변경

자료: NAVER, NH투자증권 리서치본부

목표주가
280,000원으로
상향

네이버에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 270,000원에서 280,000원으로 상향한다. 2023년 하반기 및 2024년 광고와 커머스가 조금씩 회복세를 보이고 있는 점을 감안하여 실적 추정치를 상향하였기 때문이다.

당사는 네이버의 주요 사업 가치를 Sum of the Parts Valuation으로 산정하여 목표주가를 제시하는데, 네이버 전체 연결 기업가치를 45.3조원으로 예상하며, 네이버 광고 17.1조원, 네이버 쇼핑 14.7조원, Z홀딩스 6.8조원, 네이버파이낸셜 1.0조원, 네이버 웹툰 5.7조원을 가정하였다.

표1. Sum of the Parts Valuation을 적용해 산출한 목표주가는 280,000원

	적정가치(십억원)	주당가치(원)	비고
네이버 광고 - ①	17,060	103,990	
광고 사업 NOPAT	1,137		
Target PER	15.0		
네이버 쇼핑 - ②	14,717	89,709	2023년 예상 거래대금 32.6조원에 Target GMV 배수 0.3배 적용
합병 Z Holdings - ③	6,813	41,531	합병 Z Holdings 시가총액 29.8조원에 네이버 지분 32.7% 반영 (할인율 30% 적용)
네이버 파이낸셜 - ④	974	5,938	Target PSR 1.0배 적용. 네이버 지분 70% 반영
네이버 웹툰 - ⑤	5,744	35,016	2023년 예상 거래대금 1.9조원에 Target 배수 3배 적용
합산가치 (①+②+③+④+⑤)	45,308	276,185	

자료: NH투자증권 리서치본부

표2. NAVER 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	8,220	10,054	11,267	12,496
	- 수정 전	-	10,044	11,096	12,270
	- 변동률	-	0.1	1.5	1.8
영업이익	- 수정 후	1,305	1,486	1,761	2,011
	- 수정 전	-	1,474	1,685	1,941
	- 변동률	-	0.8	4.5	3.6
영업이익률(수정 후)		15.9	14.8	15.6	16.1
EBITDA		1,707	1,829	2,138	2,421
(지배지분)순이익		760.3	968.6	1,433	1,726
EPS	- 수정 후	4,634	5,905	8,733	10,519
	- 수정 전	-	6,195	9,175	10,453
	- 변동률	-	-4.7	-4.8	0.6
PER		38.3	35.4	23.9	19.9
PBR		1.3	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA		17.1	19.5	16.5	14.3
ROE		3.3	4.3	6.3	7.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. NAVER 분기별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23F	4Q23F	2022	2023E	2024E
매출액	1,845.2	2,045.8	2,057.3	2,271.7	2,280.4	2,490.7	2,563.6	2,719.2	8,220.1	10,053.9	11,267.5
서치플랫폼	844.1	901.8	896.2	916.4	851.8	953.4	972.8	1,013.1	3,558.5	3,791.0	4,081.7
디스플레이광고	221.1	241.1	228.5	249.8	192.3	229.4	233.6	250.6	940.5	905.8	887.5
검색광고	623.0	660.7	664.7	660.2	655.7	719.8	734.8	757.8	2,608.6	2,868.2	3,176.8
핀테크	274.8	295.7	296.2	319.9	318.2	341.3	353.0	379.1	1,186.6	1,391.6	1,597.2
커머스	416.5	439.5	458.3	486.8	605.9	635.1	659.8	672.1	1,801.1	2,573.0	3,030.3
커머스광고	260.6	273.6	267.7	276.5	264.2	297.5	302.7	320.2	1,078.4	1,184.6	1,386.0
중개 및 판매	132.3	142.1	156.6	172.9	183.2	189.4	208.5	203.0	604.0	784.1	979.9
멤버십	23.6	23.8	33.9	37.4	38.2	38.9	39.7	40.5	118.7	157.4	170.4
포슈마크	-	-	-	-	119.7	109.4	108.9	108.4	-	446.3	493.9
콘텐츠	212.0	300.2	311.9	437.5	411.3	450.8	478.5	532.7	1,261.5	1,873.3	2,090.6
웹툰	163.9	251.1	268.5	382.9	353.1	402.8	430.0	482.4	1,066.3	1,668.4	1,885.1
스노우	33.1	27.4	29.0	31.5	30.3	29.5	30.1	30.3	121.0	120.2	120.3
클라우드	92.1	104.9	94.8	111.1	93.2	110.1	99.6	122.2	402.9	425.1	467.6
영업비용	1,543.4	1,709.6	1,727.1	1,935.3	1,950.0	2,117.2	2,184.0	2,316.8	6,915.4	8,568.0	9,506.9
개발/운영	472.1	515.1	521.7	561.5	635.5	680.5	705.1	729.6	2,070.3	2,750.7	2,947.9
파트너	623.7	720.1	722.2	897.9	831.9	936.5	965.1	1,054.0	2,963.9	3,787.5	4,271.9
인프라	132.7	141.4	152.2	154.2	132.6	139.3	141.3	149.6	580.6	562.8	643.2
마케팅비용	315.0	333.0	331.0	321.6	349.9	360.9	372.4	383.7	1,300.6	1,466.9	1,644.0
영업이익	301.8	336.2	330.2	336.5	330.5	373.5	379.6	402.3	1,304.7	1,486.0	1,760.5
영업이익률	<i>16.4</i>	<i>16.4</i>	<i>16.1</i>	<i>14.8</i>	<i>14.5</i>	<i>15.0</i>	<i>14.8</i>	<i>14.8</i>	<i>15.9</i>	<i>14.8</i>	<i>15.6</i>
세전이익	256.6	263.2	374.7	161.5	116.6	331.4	343.4	394.5	1,056.1	1,185.9	1,684.1
순이익	171.2	183.3	257.0	140.8	55.1	286.1	290.8	336.7	752.3	968.6	1,432.6

자료: NAVER, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	8,220	10,054	11,268	12,496
증감률 (%)	20.6	22.3	12.1	10.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220	10,054	11,268	12,496
Gross 마진 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 일반관리비	6,915	8,568	9,507	10,486
영업이익	1,305	1,486	1,761	2,011
증감률 (%)	-1.6	13.9	18.5	14.2
OP 마진 (%)	15.9	14.8	15.6	16.1
EBITDA	1,707	1,830	2,138	2,421
영업외손익	-220.9	-300.0	-76.3	17.7
금융수익(비용)	-252.6	-10.4	5.2	16.6
기타영업외손익	-65.1	-385.8	-358.1	-353.4
중속, 관계기업관련손익	96.8	96.2	276.6	354.5
세전계속사업이익	1,084	1,186	1,684	2,028
법인세비용	410.5	365.9	477.5	574.0
계속사업이익	673.2	820.0	1,207	1,454
당기순이익	673.2	820.0	1,207	1,454
증감률 (%)	-95.9	21.8	47.2	20.5
Net 마진 (%)	8.2	8.2	10.7	11.6
지배주주지분 순이익	760.3	968.6	1,433	1,726
비지배주주지분 순이익	-87.1	-148.6	-225.9	-271.4
기타포괄이익	-1,388	-1,390	0.0	0.0
총포괄이익	-714.8	-569.7	1,207	1,454

Valuations/profitability/stability

	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(배)	38.3	35.4	23.9	19.9
PBR(배)	1.3	1.5	1.5	1.4
PCR(배)	14.6	23.8	19.1	16.5
PSR(배)	3.5	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA(배)	17.1	19.5	16.5	14.3
EV/EBIT(배)	22.4	24.0	20.1	17.2
EPS(배)	4,634	5,905	8,733	10,519
BPS(배)	138,642	134,871	142,399	151,620
SPS(배)	50,107	61,286	68,683	76,173
자기자본이익률(ROE, %)	3.3	4.3	6.3	7.2
총자산이익률(ROA, %)	2.0	2.4	3.4	3.9
투자자본이익률(ROIC, %)	22.3	38.9	51.1	62.0
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6	0.7
배당성장률(%)	18.0	18.9	13.8	12.3
총현금배당금(십억원)	137.1	182.7	197.7	212.8
보통주 주당배당금(원)	914	1,214	1,314	1,414
순부채(현금)/자기자본(%)	-2.4	3.9	3.0	0.8
총부채/자기자본(%)	44.6	50.0	51.9	53.4
이자발생부채	3,414	3,585	3,766	3,946
유동비율(%)	117.5	84.4	84.8	91.1
총발행주식수(백만주)	164	164	164	164
액면가(원)	100	100	100	100
주가(원)	177,500	209,000	209,000	209,000
시가총액(십억원)	29,119	34,286	34,286	34,286

Statement of financial position

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	2,724	1,342	1,566	2,124
매출채권	1,515	1,587	1,696	1,847
유동자산	6,440	5,291	5,817	6,756
유형자산	2,458	2,661	2,859	3,051
투자자산	22,342	23,392	24,598	25,700
비유동자산	27,459	28,741	30,172	31,498
자산총계	33,899	34,032	35,989	38,254
단기성부채	1,575	1,815	1,941	2,063
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	5,481	6,271	6,857	7,418
장기성부채	2,622	2,538	2,637	2,741
장기충당부채	577.4	604.5	666.8	726.3
비유동부채	4,968	5,078	5,440	5,903
부채총계	10,449	11,349	12,297	13,321
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,556	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	23,646	24,333	25,568	27,081
비지배주주지분	706.2	557.6	331.7	60.3
자본총계	23,450	22,683	23,692	24,933

Cash flow statement

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	1,453	1,649	1,853	2,047
당기순이익	673.2	820.0	1,207	1,454
+ 유/무형자산상각비	402.7	343.5	377.3	410.8
+ 중속, 관계기업관련손익	-10.1	-96.2	-276.6	-354.5
+ 외화환산손실(이익)	80.4	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	1,991	1,443	1,794	2,083
- 운전자본의증가(감소)	307.5	581.8	546.1	536.5
투자활동 현금흐름	-1,216	-3,035	-1,671	-1,517
+ 유형자산 감소	12.2	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-700.7	-500.0	-525.0	-551.3
+ 투자자산의매각(취득)	1,318	-954.3	-929.3	-747.1
Free Cash Flow	752.7	1,149	1,328	1,496
Net Cash Flow	237.5	-1,386	182.2	530.1
재무활동 현금흐름	-339.5	4.2	42.3	28.0
자기자본 증가	66.2	0.0	0.0	0.0
부채증감	-405.7	4.2	42.3	28.0
현금의증가	-57.2	-1,382	224.4	558.0
기말현금 및 현금성자산	2,724	1,342	1,566	2,124
기말 순부채(순현금)	-553.1	883.0	699.9	188.1