



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원(상향)

주가(2/7): 219,500원

시가총액: 360,088억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/7)		2,451.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	345,500원	158,500원
등락률	-36.5%	38.5%
수익률	절대	상대
1M	18.6%	10.8%
6M	-17.8%	-16.5%
1Y	-33.0%	-24.9%

Company Data

발행주식수	164,049천주
일평균 거래량(3M)	907천주
외국인 지분율	47.8%
배당수익률(22E)	0.8%
BPS(22E)	146,529원
주요 주주	국민연금공단 8.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	5,304.1	6,817.6	8,220.1	9,766.5
영업이익	1,215.3	1,325.5	1,304.7	1,417.7
EBITDA	1,710.6	1,758.9	1,783.4	2,017.4
세전이익	1,633.6	2,126.4	1,056.1	1,594.8
순이익	845.0	16,477.6	664.0	1,076.5
지배주주지분순이익	1,002.1	16,489.8	752.3	1,184.1
EPS(원)	6,097	100,400	4,586	7,218
증감률(% YoY)	72.4	1,546.6	-95.4	57.4
PER(배)	48.0	3.8	38.7	30.4
PBR(배)	6.52	2.64	1.21	1.44
EV/EBITDA(배)	27.5	35.8	17.2	18.6
영업이익률(%)	22.9	19.4	15.9	14.5
ROE(%)	15.2	106.7	3.2	4.8
순차입금비율(%)	-23.2	1.7	4.5	5.2

Price Trend



NAVER (035420)

실적보다는 멀티플이 핵심



동사 목표주가를 30만원으로 상향하고 인터넷 업종 Top pick으로 지속 제시한다. 최근 매크로 지표에 대한 완화된 스탠스와 국내 포함한 글로벌 경기침체 기간이 단기로 제한될 여지에 대한 기대감 등을 복합적으로 반영시 단기 실적에 무게를 둔 밸류에이션보다는 AI, 클라우드 등 신규사업이 창출할 중장기 사업가치를 투영하여 멀티플 상승을 반영하는 것이 바람직할 것이라는 판단이다.

>>> 목표주가 30만원으로 상향, 인터넷 업종 Top pick

동사 목표주가를 기존 27만원에서 30만원로 상향하고 인터넷 업종 Top pick으로 지속 제시한다. 최근 매크로 지표에 대한 완화된 스탠스와 국내를 포함한 글로벌 경기침체 기간이 단기로 제한될 여지에 대한 기대감 등을 복합적으로 반영시 단기 실적에 무게 중심을 둔 밸류에이션보다는 AI, 클라우드 등 신규사업이 창출할 수 있는 중장기 사업가치를 투영하여 멀티플 상승을 반영하는 것이 보다 바람직할 것이라는 판단이다. 실적과 멀티플간에 투자자간 단기간에 논쟁이 있을 수 있으나 이는 시간이 지날수록 당사가 판단하는 뷰에 유리하게 작용할 것으로 해석하며 이에 당사는 동사의 코어 및 클라우드 사업에 포괄적 PER을 기존 20배에서 25배로 상향 적용했다. 동사 23E 서치플랫폼 매출액은 전년대비 6.2% 증가할 것으로 추정치에 반영했고 분기별 성장을 관점에서는 상저하고 추세를 적용하였으며, 작년 2분기부터 오프라인 트래픽 급증에 따라 광고주 예산 비중이 해당 플랫폼 중심으로 증가했을 것으로 추산되기에, 올해 2분기부터는 이에 따른 기저효과 및 온라인 트래픽에 대한 균형 확보에 따라 광고주 예산 편성이 디지털 중심으로 재편될 여지를 염두할 필요가 있으므로, 이에 기반한 실적 업사이드 변수도 존재한다 할 수 있다.

>>> AI 기반 사업의 중장기 사업가치에 주목할 필요

동사는 올해 상반기 중으로 서치GPT 출시를 계획하고 있다. 이는 AI 사업에서 1차적 단계로서 당사는 동사가 확보하는 검색, 커머스, 핀테크 등 주요 사업별 공급자, 사용자, 주요 이해관계자간 창출되는 지속적인 라이브 데이터를 통한 AI 알고리즘 고도화와 이에 근간한 예측의 범위 및 기간 확대를 통해 비즈니스 솔루션 기반 사업가치를 높여갈 것으로 판단한다. AI 사업에 대해 투자자들은 기술적 알고리즘에 너무 함몰될 필요가 없으며 동 알고리즘을 강화시키고 예측 기간의 확장과 동 기간 사이에서 정확도를 높일 수 있는 것은 개인화된 라이브 데이터 공급이 지속적으로 선순환해야 가능하다는 점을 인지해야 하며, 동사는 검색 지배력을 확보하고 있으며 커머스에서 셀러, 유저, 풀필먼트 과정의 통합 데이터를 확보하고 있어 AI 사업에 대한 매우 유리한 입지를 차지하고 있다 할 수 있다. 또한 1784 건물에서 로봇을 활용한 자율주행, 딜리버리, 페이먼트 등 솔루션 기반 데이터를 클라우드 기반 AI에서 학습 및 고도화시켜 중장기적으로 커머스 풀필먼트 및 스마트시티 솔루션 내재화로 이어지게 될 것이며, 동사의 이런 행보는 국내 인터넷 업종에 대한 가치를 높이는 트리거로 작용할 것이다.

NAVER Valuation

(십억원)	산출내역
네이버 사업부문 적정가치(쇼핑/웹툰 제외)	18,996.6
23E 네이버 사업부문 당기순이익(쇼핑/웹툰 제외)	759.9
목표 PER(배)	25.0
네이버쇼핑 사업부문 적정가치	11,340.5
26E 네이버쇼핑 세후 영업이익	603.8
잠재 PER(배)	25.0
연간 할인율(%)	10.0%
일본 이커머스 솔루션 사업부문 적정가치	1,462.0
26E 세후 영업이익	64.9
잠재 PER(배)	30.0
연간 할인율(%)	10.0%
네이버파이낸셜 지분가치	5,595.5
네이버파이낸셜 기업가치	8,109.4
NAVER 지분율(%)	69.0%
Webtoon Entertainment 지분가치	5,543.7
Webtoon Entertainment 기업가치	8,210.5
NAVER 지분율(%)	67.5%
Z Holdings 통합법인 지분가치	6,512.2
23E Z Holdings 통합법인 지배주주지분	664.9
목표 PER(배)	30.0
Z Holdings 통합법인 적정가치	19,945.6
NAVER 지분율(%)	32.7%
NAVER 적정가치	49,450.6
발행주식수(천주)	164,049
NAVER 주당 적정가치(원)	301,438
현주가(원)	219,500
업사이드(%)	37.3%

주: 23E 기준 환산, 연간 할인율 10%, 23E 평균 원/엔 환율 9.6원 적용

자료: NAVER, 키움증권

네이버쇼핑 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	20A	21A	22P	23E	24E	25E	26E
매출액	1,092.3	1,488.5	1,801.1	2,608.8	2,966.6	3,375.0	3,806.7
수수료	376.7	476.2	604.0	750.6	890.2	1,026.3	1,150.4
광고	701.5	943.5	1,078.4	1,146.3	1,203.6	1,251.8	1,289.3
솔루션			0.0	24.8	103.1	232.8	417.7
플러스 멤버십	14.1	68.8	118.7	165.5	185.1	203.8	221.0
Poshmark				521.6	584.5	660.2	728.3
영업비용	719.6	1,086.0	1,422.7	2,326.4	2,565.4	2,794.3	2,987.6
개발/운영	267.9	382.5	478.2	549.9	618.6	680.5	731.5
파트너	110.5	147.9	168.2	178.8	187.7	195.2	201.1
마케팅	28.6	146.8	304.5	468.7	558.3	648.3	734.0
기타	312.6	408.7	471.9	530.8	583.9	627.7	659.1
Poshmark				598.2	616.8	642.5	661.9
영업이익	372.7	402.5	378.4	282.3	401.2	580.7	819.1
마진율(%)	34.1%	27.0%	21.0%	10.8%	13.5%	17.2%	21.5%
세후 영업이익	280.1	301.7	284.2	214.6	300.8	430.9	603.8
CAGR(22E-26E)							14.9%
잠재 PER(배)							25.0
23E 적정가치							11,340.5

주: 연간 할인율 10% 적용
 자료: NAVER, 키움증권 추정

NAVER 일본 이커머스 솔루션 사업 실적 및 Valuation

(십억원)	21A	22P	23E	24E	25E	26E
매출액			1.1	19.9	88.4	202.8
Shopping GMV			1,023	15,483	20,592	21,161
Yahoo Japan				14,090	19,146	19,673
LINE			1,023	1,392	1,447	1,488
Penetration Rate			5.2%	5.9%	14.6%	24.6%
Take Rate			2.0%	2.2%	2.9%	3.9%
영업이익			0.4	7.9	39.2	99.8
마진율(%)			35.0%	39.8%	44.4%	49.2%
세후 영업이익			0.2	5.2	25.5	64.9
%YoY				2048.0%	394.3%	154.5%
CAGR(25E-26E)						254.7%
잠재 PER(배)						30.0
23E 적정가치						1,462.0

주: 연간 할인율 10% 적용
 자료: Z Holdings, 키움증권 추정

네이버파이낸셜 Valuation

(십억원)	산출내역	비고
네이버파이낸셜 적정가치	8,109.4	
23E MAU(백만)	19.2	네이버페이 기반 신규 MAU 증가 반영 (스마트스토어 포함)
MAU 당 기업가치(천원)	422	
금융기관 연계대출 BM	292	수익배분율 50% 적용
비은행 사업부문 BM	129	비은행 비중 31% (수익배분율 50% 적용)

주1: 금융기관 연계대출 BM은 카카오뱅크 MAU당 시가총액 86만원에 타겟 고객 비중 68% 적용

주2: 카카오뱅크 MAU는 23E 연평균 16백만명 적용, 이는 23E말 기준 전년대비 3% 증가 가정

주3: 금융기관 연계대출 타겟 고객은 17~19년 1~3등급 대비 50% 및 4~7등급 대상으로 산정

주4: 비은행 비중은 18년~22년 국내 금융지주사 은행 및 비은행 영업이익을 기준으로 산출

자료: NAVER, NICE평가정보, KB금융지주, 신한지주, 하나금융지주, 키움증권

Webtoon Entertainment 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	20A	21A	22P	23E	24E	25E	26E
매출액	293.7	491.7	1,066.3	1,276.0	1,447.4	1,624.9	1,797.9
네이버웹툰	214.1	371.2	651.5	722.4	842.1	969.2	1,095.5
LINE Digital Frontier	79.5	120.5	414.8	553.6	605.3	655.8	702.5
영업비용	343.7	539.6	1,127.3	1,334.2	1,437.3	1,511.7	1,561.4
네이버웹툰	262.2	401.0	665.9	732.1	824.6	913.4	990.8
LINE Digital Frontier	81.5	138.6	461.4	602.1	612.8	598.2	570.6
영업이익	-50.0	-47.9	-61.0	-58.1	10.0	113.2	236.6
마진율(%)	-17.0%	-9.7%	-5.7%	-4.6%	0.7%	7.0%	13.2%
네이버웹툰	-48.0	-29.8	-14.4	-9.7	17.5	55.7	104.7
LINE Digital Frontier	-1.9	-18.1	-46.6	-48.4	-7.4	57.5	131.9
당기순이익	-62.5	-48.3	-50.7	-44.5	10.3	89.1	182.1
%YoY	적전	적축	적확	적축	흑전	765.1%	104.4%
잠재 PER(배)							60.0
23E 적정가치							8,210.5

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: NAVER, 키움증권 추정

NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	21A	22P	23E
매출액	1,845.2	2,045.8	2,057.3	2,271.7	2,274.8	2,429.5	2,465.0	2,597.1	6,817.6	8,220.1	9,766.5
서치플랫폼	849.9	905.5	896.2	916.4	869.0	949.0	948.6	1,023.0	3,307.8	3,568.0	3,789.5
커머스	416.5	439.5	458.3	486.8	617.3	646.8	650.3	694.4	1,488.5	1,801.1	2,608.8
핀테크	274.8	295.7	296.2	319.9	328.9	340.5	352.5	365.0	979.0	1,186.6	1,386.9
콘텐츠	212.0	300.2	311.9	437.5	351.9	380.1	394.8	390.1	659.6	1,261.5	1,516.9
클라우드	92.1	104.9	94.8	111.1	107.7	113.1	118.8	124.7	382.6	402.9	464.4
영업비용	1,543.4	1,709.6	1,727.1	1,935.3	1,977.8	2,056.9	2,100.3	2,213.8	5,492.1	6,915.4	8,348.8
영업이익	301.8	336.2	330.2	336.5	297.0	372.7	364.7	383.3	1,325.5	1,304.7	1,417.7
영업이익률(%)	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	13.1%	15.3%	14.8%	14.8%	19.4%	15.9%	14.5%
법인세차감전순이익	256.6	263.2	374.7	161.5	342.2	419.1	416.0	417.5	2,126.4	1,056.1	1,594.8
법인세차감전순이익률(%)	13.9%	12.9%	18.2%	7.1%	15.0%	17.3%	16.9%	16.1%	31.2%	12.8%	16.3%
법인세비용	105.2	104.7	143.2	38.9	111.2	136.2	135.2	135.7	648.7	392.0	518.3
법인세율(%)	41.0%	39.8%	38.2%	24.1%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	30.5%	37.1%	32.5%
계속영업순이익	151.4	158.5	231.6	122.6	231.0	282.9	280.8	281.8	1,477.7	664.0	1,076.5
중단영업순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14,999.9	0.0	0.0
당기순이익	151.4	158.5	231.6	122.6	231.0	282.9	280.8	281.8	16,477.6	664.0	1,076.5
당기순이익률(%)	8.2%	7.7%	11.3%	5.4%	10.2%	11.6%	11.4%	10.9%	241.7%	8.1%	11.0%
지배주주지분	171.2	183.3	257.0	140.8	254.1	311.2	308.9	310.0	16,489.8	752.3	1,184.1
비지배주주지분	-19.8	-24.8	-25.4	-18.2	-23.1	-28.3	-28.1	-28.2	-12.2	-88.2	-107.6

자료: NAVER, Z Holdings, 키움증권

NAVER 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	22P	23E	24E	22P	23E	24E	22P	23E	24E
매출액	8,131.4	9,810.2	10,822.2	8,220.1	9,766.5	10,742.7	1.1%	-0.4%	-0.7%
영업이익	1,306.1	1,406.6	1,619.4	1,304.7	1,417.7	1,614.1	-0.1%	0.8%	-0.3%
영업이익률	16.1%	14.3%	15.0%	15.9%	14.5%	15.0%	-0.2%	0.2%	0.1%
법인세차감전순이익	1,260.3	1,595.7	1,889.0	1,056.1	1,594.8	1,871.4	-16.2%	-0.1%	-0.9%
당기순이익	788.3	1,077.1	1,322.3	664.0	1,076.5	1,310.0	-15.8%	-0.1%	-0.9%
지배주주지분	889.2	1,184.8	1,421.5	752.3	1,184.1	1,408.3	-15.4%	-0.1%	-0.9%

자료: 키움증권

NAVER 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E
매출액	2,183.1	2,323.6	2,447.2	2,461.1	2,271.7	2,274.8	2,429.5	2,465.0	4.1%	-2.1%	-0.7%	0.2%
영업이익	337.9	317.8	368.6	355.2	336.5	297.0	372.7	364.7	-0.4%	-6.6%	1.1%	2.7%
영업이익률	15.5%	13.7%	15.1%	14.4%	14.8%	13.1%	15.3%	14.8%	-0.7%	-0.6%	0.3%	0.4%
법인세차감전순이익	365.7	361.8	420.2	404.5	161.5	342.2	419.1	416.0	-55.8%	-5.4%	-0.3%	2.8%
당기순이익	246.9	244.2	283.6	273.0	122.6	231.0	282.9	280.8	-50.3%	-5.4%	-0.3%	2.8%
지배주주지분	277.7	268.7	312.0	300.3	140.8	254.1	311.2	308.9	-49.3%	-5.4%	-0.3%	2.8%

자료: 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 2월 7일 현재 'NAVER(035420)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

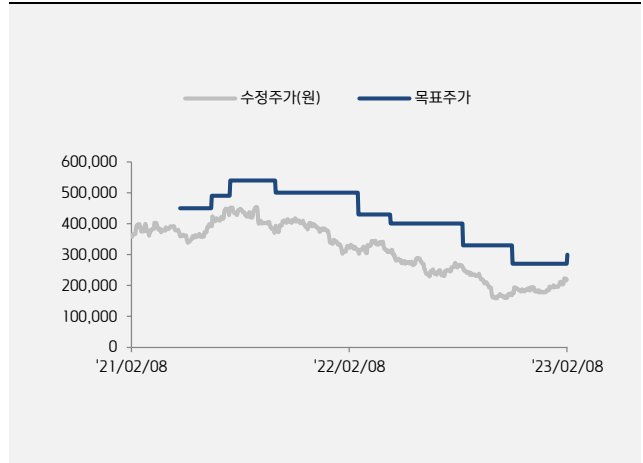
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NAVER (035420)	2021-04-30	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-21.12	-19.00
	2021-05-17	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-19.24	-11.56
	2021-06-22	BUY(Maintain)	490,000원	6개월	-13.73	-8.37
	2021-07-23	BUY(Maintain)	540,000원	6개월	-21.77	-15.93
	2021-10-07	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-25.67	-16.50
담당자 변경	2022-02-23	BUY(Reinitiate)	430,000원	6개월	-24.42	-19.65
	2022-04-18	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-34.05	-21.13
	2022-08-17	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-39.09	-21.82
	2022-11-08	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.30	-28.33
	2022-12-01	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.21	-25.74
	2023-01-17	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-29.39	-17.22
	2023-02-08	BUY(Maintain)	300,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

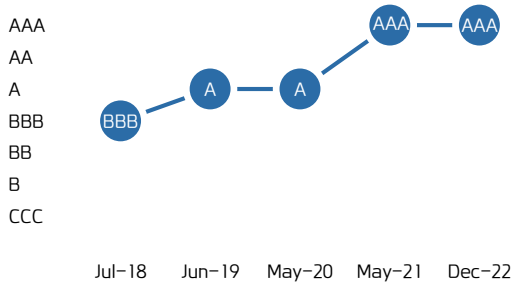
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/01/01~2022/12/31)

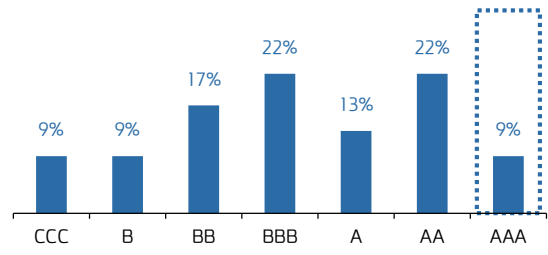
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 Interactive Media & Services 기업 23개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	6.4	4.5		
환경	10.0	8.3	5.0%	
탄소 배출	10.0	8.4	5.0%	
사회	6.2	3.7	53.0%	▼1.1
개인정보 보호와 데이터 보안	7.4	4.3	29.0%	▼0.2
인력 자원 개발	4.8	3	24.0%	▼2.2
지배구조	6.3	5	42.0%	▼0.2
기업 지배구조	8.1	6.1		▲0.4
기업 활동	4.4	5.2		▼1.3

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2022년 10월	판교에 있는 타사 소유 데이터 센터 화재로 인해 서비스 중단
2022년 09월	수원지검 성남지청, 시립축구단에 사육 건축허가 대가로 40억 원 기부 의혹 수사
2022년 09월	온라인 부동산 데이터 플랫폼에서 시장 지배력을 남용한 혐의로 검찰 기소
2022년 07월	2019년부터 직장 내 괴롭힘에 대한 고발을 무시한 혐의로 전 COO 및 최고 경영진에 대한 고용노동부 조사
2022년 07월	직장 내 괴롭힘을 암시하는 메모를 남긴 후 자신의 아파트에서 직원이 자살

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (양방향 미디어 및 서비스)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
NAVER Corporation	●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●	AAA	◀▶
ALPHABET INC.	●●●●	●●	●●●●●	●	●	BBB	◀▶
TENCENT HOLDINGS LIMITED	●●●●	●●	●●●●	●●	●	BBB	◀▶
BAIDU, INC.	●●●●	●●●●	●●●●●	●	●●	BBB	◀▶
KUAISHOU TECHNOLOGY	●●	●●●●●	●	●●	●	BB	◀▶
META PLATFORMS, INC.	●●●●	●	●●	●●	●	CCC	▼

4분위 등급 : 최저 4분위 ●●●●● 최고 4분위 ●●●●●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치