

어려운 환경에서도 선방한 실적

매수
(유지)

목표가: 280,000원 ▲
상승여력: 25.3%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

4Q22 리뷰: 매출, 영업이익 컨센서스 부합

4Q22 매출액 컨센서스 대비 2% 상회, 영업이익은 3% 하회

- 매출액 2조 2,720억원(+18% YoY), 영업이익 3,370억원(-4% YoY) 기록. 컨센 부합
- 서치플랫폼, 커머스는 예상치 4% 하회했으나 콘텐츠 부문이 24% 상회하며 매출 호조
- 콘텐츠 매출 급증은 총매출 인식으로의 웹툰 매출 회계 처리 방식 변경에 기인
- 거래액 대비 매출인식률은 기존 60% 수준에서 95% 수준으로 상승한 것으로 추정
- 마케팅비는 리워드 누적 프로그램 최적화 결과로 QoQ 3% 감소. 예상치 12% 하회

23년 매출액 8% 상향
영업이익 7% 하향

23년 매출액 컨센서스 대비 5% 상회, 영업이익은 6% 하회 전망

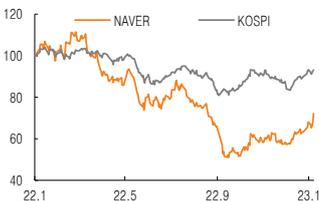
- 23년 매출액 10조 1,060억원(+23% YoY), 영업이익 1조 3,630억원(+5% YoY) 예상
- 웹툰 부문 매출 인식 방식 변화(총매출 인식) 고려해 콘텐츠 매출액 25% 상향
- 1Q23부터 연결 편입 예상되는 포쉬마크 매출 반영 시작. 커머스 매출액 26% 상향
- 포쉬마크 연결 편입에 따른 23F 실적 영향은 매출 +6천억원, 영업이익 -940억원 가정
- 23F 마케팅비 1조 6천억원(+24% YoY) 전망. 포쉬마크 고려해 기존 대비 7% 상향

목표주가
12% 상향

• 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 280,000원으로 12% 상향

- 기존 SOTP에서 P/E로 밸류에이션 방식 변경. 23F P/E 39배(19년 평균) 적용
- LINE 관련 비용 증대로 영업이익 급감한 이후 수익성 서서히 회복되던 19년과 유사
- 영업이익 저점은 1Q23으로 예상. 3Q23부터 영업이익 YoY 성장률 플러스 전환 전망. 거래수수료율 증가세에서 커머스 부문 수익성이 점진적으로 개선되고 있음을 확인
- 연초 이후 글로벌 인터넷 Peer 반등과 함께 주가 랠리 지속. 23F P/E 31배 수준 도달
- 2Q23 수익성 개선세의 확인 이후 주가 상승 다시금 본격화될 전망

Key data



현재주가(23/2/3, 원)	223,500	시가총액(십억원)	36,665
영업이익(22F, 십억원)	1,305	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	1,314	유동주식비율(%)	83.3
EPS 성장률(22F, %)	-95.4	외국인 보유비중(%)	48.1
P/E(22F, x)	38.7	베타(12M) 일간수익률	1.15
MKT P/E(22F, x)	11.8	52주 최저가(원)	158,500
KOSPI	2,480.40	52주 최고가(원)	345,500

Share performance

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

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	4,356	5,304	6,818	8,220	10,106	11,355
영업이익 (십억원)	1,155	1,215	1,325	1,305	1,363	1,638
영업이익률 (%)	26.5	22.9	19.4	15.9	13.5	14.4
순이익 (십억원)	583	1,002	16,490	752	1,171	1,482
EPS (원)	3,538	6,097	100,400	4,586	7,137	9,032
ROE (%)	10.6	15.2	106.7	3.2	4.7	5.7
P/E (배)	52.7	48.0	3.8	38.7	31.3	24.7
P/B (배)	4.3	5.6	2.5	1.2	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	1,845	2,046	2,057	2,272	2,358	2,485	2,594	2,669	6,818	8,220	10,106	11,355
(% YoY)	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	27.8%	21.5%	26.1%	17.5%	28.5%	20.6%	22.9%	12.4%
서치플랫폼	850	906	896	916	877	943	945	973	3,308	3,568	3,738	4,084
검색	623	661	665	660	657	700	711	713	2,400	2,609	2,782	3,032
디스플레이	221	241	228	250	213	236	226	252	885	941	928	1,021
기타	6	4	3	6	6	7	7	8	23	19	28	31
커머스	416	439	458	487	612	645	680	741	1,488	1,801	2,679	3,166
커머스 광고	261	274	268	276	267	280	293	323	944	1,078	1,163	1,337
중개 및 판매	132	142	157	173	169	180	189	204	476	604	743	865
멤버십	24	24	34	37	40	43	46	49	69	119	178	220
포쉬마크					136	142	153	165			595	744
핀테크	275	296	296	320	311	329	339	363	979	1,187	1,342	1,544
콘텐츠	212	300	312	437	441	444	500	453	660	1,262	1,839	1,987
웹툰	164	251	268	383	406	407	460	410	492	1,066	1,683	1,818
스노우	15	22	14	16	18	20	21	24	84	67	82	91
기타	15	22	14	16	17	18	19	20	84	67	73	79
클라우드	92	105	95	111	117	124	130	138	383	403	509	574
NCP/웍스(B2B)	86	92	92	100	105	111	116	122	329	370	454	509
클로바/랩스	7	13	3	11	12	13	14	16	53	33	55	65
영업비용	1,543	1,710	1,727	1,935	2,066	2,156	2,235	2,287	5,492	6,915	8,743	9,717
개발/운영비용	472	515	522	562	623	638	653	663	1,753	2,070	2,577	2,841
파트너	624	720	722	898	908	952	988	1,011	2,172	2,964	3,860	4,293
인프라	133	141	152	154	160	170	178	184	496	581	693	778
마케팅	315	333	331	322	375	396	415	428	1,072	1,301	1,614	1,805
영업이익	302	336	330	337	292	329	360	382	1,325	1,305	1,363	1,638
(% YoY)	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	-3.1%	-2.1%	9.0%	13.4%	9.1%	-1.6%	4.5%	20.2%
영업이익률	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	12.4%	13.2%	13.9%	14.3%	19.4%	15.9%	13.5%	14.4%
지배주주순이익	171	183	257	141	241	286	305	339	16,490	752	1,171	1,482
NPM	9.3%	9.0%	12.5%	6.2%	10.2%	11.5%	11.7%	12.7%	241.9%	9.2%	11.6%	13.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	9,335	10,465	10,106	11,355	8%	9%	9,661	11,011	5%	3%	1) 1Q23 기점으로 포쉬마크 연결 편입 효과 반영 시작 2) 웹툰 매출액 인식 총매출 전환에 따라 기존의 거래액 대비 60% 수준 매출 인식을 95%로 변경 3) 서치플랫폼 매출 전망치 하향
영업이익	1,465	1,769	1,363	1,638	-7%	-7%	1,451	1,726	-6%	-5%	
지배주주순이익	1,299	1,620	1,171	1,482	-10%	-9%	1,169	1,441	0%	3%	
영업이익률	15.7%	16.9%	13.5%	14.4%	-	-	15.0%	15.7%	-	-	
순이익률	13.9%	15.5%	11.6%	13.0%	-	-	12.1%	13.1%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q22 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,272	2,259	1%	2,227	2%
영업이익	337	359	-6%	346	-3%
지배주주순이익	141	341	-59%	280	-50%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 1Q23 실적 추정치 변경

(십억원)

	신규	기존	변경률	컨센서스	과리율
매출액	2,358	2,196	7%	2,240	5%
영업이익	292	348	-16%	328	-11%
지배주주순이익	241	297	-19%	267	-10%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 밸류에이션

(십억원)

구분	내용	비고
23F 지배주주순이익 (십억원)	1,171	
Target P/E (배)	39.2	2019년 평균 P/E. LINE 비용 증대로 영업이익 급감한 이후 수익성 점진적으로 회복하던 시기
목표 시가총액 (십억원)	45,896	
주식 수 (천주)	164,049	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	223,500	
상승여력	25.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 연간 순이익, P/E 추이

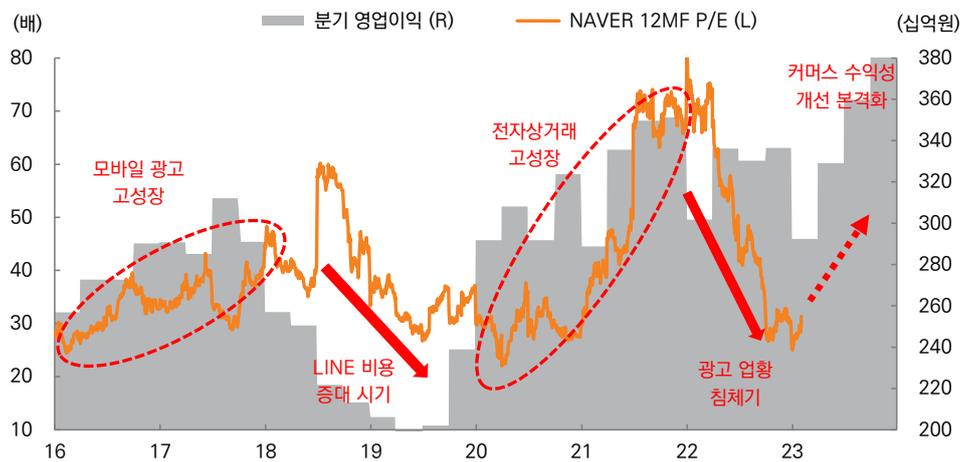
(십억원, 배)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
순이익	749	773	649	583	1,002	1,093	752	1,171	1,482
평균 P/E	32.0	34.7	37.2	39.2	40.4	58.8	55.2	31.3	24.7

주: 21년은 일회성 라인 지분법 처분이익을 제거하고 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



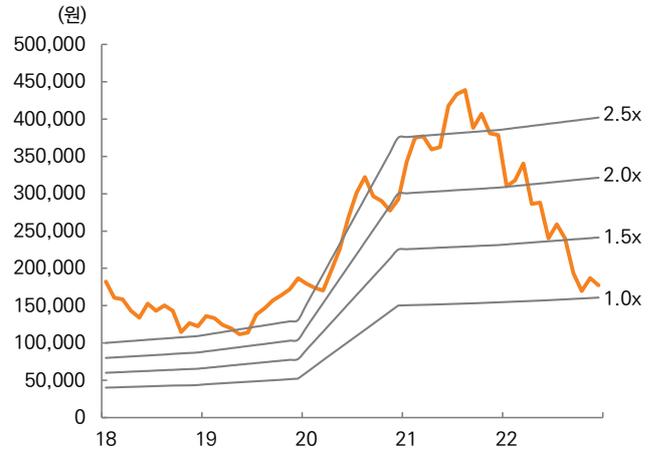
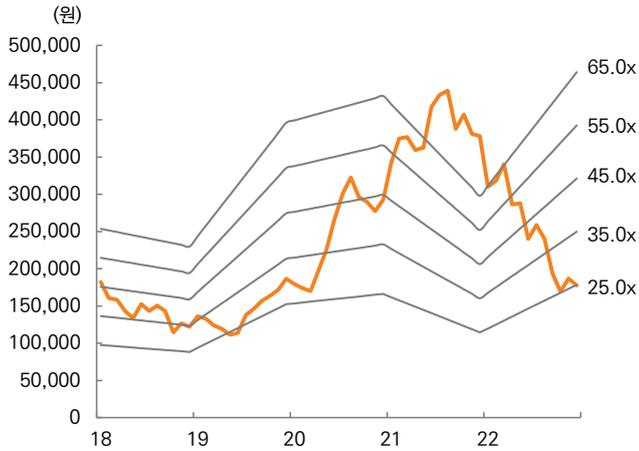
주1: 19년 영업이익은 LINE 연결 제거에 따른 소급 적용 이전 수치

주2: 21년 P/E는 1회성 라인 지분법 처분이익 제거한 순이익으로 재추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12MF P/E 밴드

그림 3. 12MF P/B 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 글로벌 인터넷 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
NAVER (KR)	36,665	29.1	24.1	3.8	3.3	1.4	1.3	18.9	16.4	15.0	15.6
카카오	29,932	18.9	48.1	4.1	3.6	2.6	2.5	28.4	23.7	8.0	9.0
쿠팡	35,680	-	68.6	1.4	1.2	11.9	9.4	117.5	30.8	-0.6	1.9
Alphabet (US)	1,674,037	18.5	15.5	5.3	4.7	4.6	4.0	10.6	9.3	31.6	31.9
Amazon	1,318,906	36.6	28.0	1.9	1.7	5.7	4.5	12.3	10.0	3.4	5.4
Meta	602,030	16.3	13.7	3.9	3.5	3.1	2.5	8.4	7.3	26.6	27.9
Shopify	71,651	-	1960.4	10.4	8.7	7.9	8.2	-	883.6	-1.7	-0.4
eBay	34,223	12.3	11.9	2.8	2.8	5.8	5.9	9.1	9.3	30.0	29.6
Snap	21,654	55.8	39.9	3.7	3.2	5.9	4.9	35.7	21.6	-4.0	1.0
Yahoo Japan (JP)	30,462	17.6	28.9	1.9	1.7	1.1	1.1	9.7	8.6	16.8	11.2
Rakuten	10,198	-	-	0.6	0.5	1.2	1.4	-	-	-17.9	-6.7
Mercari	4,459	191.8	55.1	2.8	2.6	11.6	9.8	34.1	22.4	4.4	7.4
Tencent (CH)	584,451	27.7	22.9	5.7	5.2	3.5	3.1	20.0	17.1	29.2	29.3
Alibaba	350,449	14.0	13.4	2.2	2.0	2.2	2.2	8.8	7.7	12.3	13.3
JD.COM	113,328	24.3	20.6	0.6	0.5	2.6	2.5	16.3	12.6	1.8	2.3
Baidu	61,540	16.9	15.6	2.7	2.5	1.5	1.5	9.8	8.7	14.7	15.3
Weibo	7,088	11.6	10.8	3.1	3.0	1.5	1.3	9.8	9.1	28.0	29.5
MercadoLibre (AR)	74,335	140.8	80.5	5.7	4.6	33.6	22.8	48.7	35.7	8.4	9.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,818	8,220	10,106	11,355
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,220	10,106	11,355
판매비와관리비	5,492	6,915	8,743	9,717
조정영업이익	1,325	1,305	1,363	1,638
영업이익	1,325	1,305	1,363	1,638
비영업손익	801	-249	200	294
금융손익	-25	-45	-35	-26
관계기업등 투자손익	545	64	161	250
세전계속사업손익	2,126	1,056	1,563	1,932
계속사업법인세비용	649	392	469	560
계속사업이익	1,478	664	1,094	1,372
중단사업이익	15,000	0	0	0
당기순이익	16,478	664	1,094	1,372
지배주주	16,490	752	1,171	1,482
비지배주주	-12	-88	-77	-110
총포괄이익	16,225	664	1,094	1,372
지배주주	16,233	664	1,095	1,373
비지배주주	-8	0	-1	-1
EBITDA	1,759	1,776	1,840	2,133
FCF	626	25	1,437	1,671
EBITDA 마진율 (%)	25.8	21.6	18.2	18.8
영업이익률 (%)	19.4	15.9	13.5	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	241.9	9.1	11.6	13.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	5,528	6,439	7,760	9,271
현금 및 현금성자산	2,781	3,427	4,698	6,159
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	6	7	9	10
기타유동자산	2,741	3,005	3,053	3,102
비유동자산	28,163	27,874	27,682	27,542
관계기업투자등	20,090	19,287	19,287	19,287
유형자산	2,111	2,444	2,261	2,111
무형자산	932	1,468	1,459	1,469
자산총계	33,691	34,313	35,442	36,813
유동부채	3,923	4,838	4,879	4,896
매입채무 및 기타채무	631	631	644	656
단기금융부채	567	1,073	1,036	975
기타유동부채	2,725	3,134	3,199	3,265
비유동부채	5,740	4,860	4,930	4,990
장기금융부채	3,395	2,940	2,940	2,940
기타비유동부채	2,345	1,920	1,990	2,050
부채총계	9,664	9,698	9,809	9,885
지배주주지분	23,535	24,211	25,306	26,711
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	23,080	23,756	24,851	26,256
비지배주주지분	492	404	327	217
자본총계	24,027	24,615	25,633	26,928

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,380	1,524	1,687	1,971
당기순이익	16,478	664	1,094	1,372
비현금수익비용가감	-14,398	854	927	1,027
유형자산감가상각비	412	427	433	450
무형자산상각비	21	45	44	45
기타	-14,831	382	450	532
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	389	115	104
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-1	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	76	0	0	0
법인세납부	-713	-392	-469	-560
투자활동으로 인한 현금흐름	-13,999	-1,100	-302	-373
유형자산처분(취득)	-747	-760	-250	-300
무형자산감소(증가)	-52	-580	-35	-55
장단기금융자산의 감소(증가)	-507	240	-17	-18
기타투자활동	-12,693	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	11,642	-533	-113	-138
장단기금융부채의 증가(감소)	3,089	-457	-36	-61
자본의 증가(감소)	-303	0	0	0
배당금의 지급	-60	-76	-77	-77
기타재무활동	8,916	0	0	0
현금의 증가	-1,064	645	1,271	1,461
기초현금	3,846	2,781	3,427	4,698
기말현금	2,781	3,427	4,698	6,159

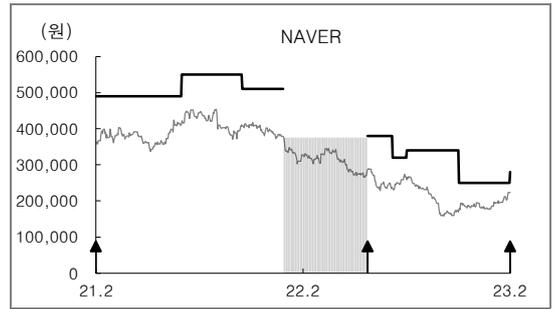
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	3.8	38.7	31.3	24.7
P/CF (x)	29.9	19.2	18.1	15.3
P/B (x)	2.5	1.2	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	35.8	16.1	18.9	15.5
EPS (원)	100,400	4,586	7,137	9,032
CFPS (원)	12,665	9,254	12,320	14,621
BPS (원)	149,967	154,087	160,757	169,321
DPS (원)	511	511	511	511
배당성향 (%)	0.5	11.5	7.0	5.6
배당수익률 (%)	0.1	0.3	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	28.5	20.6	22.9	12.4
EBITDA증가율 (%)	2.8	1.0	3.6	15.9
조정영업이익증가율 (%)	9.1	-1.6	4.5	20.2
EPS증가율 (%)	1,546.6	-95.4	55.6	26.6
매출채권 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)	1,300.5	1,213.9	1,224.7	1,175.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	65.0	2.0	3.1	3.8
ROE (%)	106.7	3.2	4.7	5.7
ROIC (%)	45.2	41.3	48.6	65.9
부채비율 (%)	40.2	39.4	38.3	36.7
유동비율 (%)	140.9	133.1	159.1	189.4
순차입금/자기자본 (%)	1.6	-3.5	-8.5	-13.8
조정영업이익/금융비용 (x)	29.3	18.3	20.3	24.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2023.02.06	매수	280,000	-	-
2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60
2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32
2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2021.10.22	매수	510,000	-22.15	-18.14
2021.07.07	매수	550,000	-23.41	-17.45
2021.01.29	매수	490,000	-22.82	-13.57



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.