

NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	550,000원 (M)
현재주가 (4/29)	366,500원
상승여력	50%

시가총액	602,025억원
총발행주식수	164,263,395주
60일 평균 거래대금	3,435억원
60일 평균 거래량	899,925주
52주 고	403,500원
52주 저	197,500원
외인지분율	56.88%
주요주주	국민연금공단 9.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.5)	6.9	85.6
상대	(5.8)	0.2	13.9
절대(탈려환산)	0.6	7.9	104.0

숨고르기

1Q21 Review

영업수익 1조 4,991억원(YoY +29.8%, QoQ-0.9%), 영업이익 2,888억원(YoY -1.0%, QoQ-10.8%), 영업이익률 19.3%(Y-Y -6.0%pt, Q-Q -2.1%pt). 주식보상비용 등 인건비 증가로 인해 영업이익 시장기대치 하회. LINE 신설법인 설립에 따른 AHD 및 LINE 공동보유 투자주식 공정가치 평가에 따른 이익 14.9조원 반영되어, 지배순이익은 15.3조원 기록

Z홀딩스 32.7% 3월 한달 지분법 손익은 영업외 영업권 손실 발생으로 약 300억원의 지분법 손실 발생. 경기 회복에 따라 검색광고 YoY +9.6%, 디스플레이 광고(DA) YoY +46.3%, 커머스 YoY +40.3%의 고성장을 시현하였으나, 신규 성장 사업인 콘텐츠 QoQ -5.8%, 클라우드 -4.6%의 분기 첫 역성장을 기록함

2분기 및 하반기 전망

2분기 성수기 효과와 2020년 기저효과로 검색, DA, 커머스, 핀테크 매출의 고성장은 계속 이어질 것으로 예상됨. 최근 성장율이 다소 둔화된 웹툰 매출은 하반기 왓패드의 유료화 도입으로 성장을 개선이 기대됨. 반면, 주식보상비용과 자사주 지급에 따라 높아진 인건비로 인해 매출 상승에 따른 영업이익률 개선 효과는 제한적일 것으로 예상됨

마진율 하락보다 저평가된 사업 가치에 주목

비바리퍼블리카(2020년 매출액 3,898억원, 순손실 910억원) 장외시장 가격 기준 시총 11.4조원. 하반기 IPO 예상되는 카카오페이(2020년 매출액 2,844억원, 순손실 251억원)보다 결재금액이 약 3배가 많은 네이버파이낸셜(2020년 매출액 7,044억원, 순이익 549억원)의 가치는 이들 보다 2~3배이상 클 것으로 추정됨.

또한, 현재 74조원 시총으로 거래되는 쿠팡 대비 e커머스 판매액이 약 40%나 많은(2020년 기준) 네이버 쇼핑의 가치, LINE-Z홀딩스의 일본/동남아 e커머스 및 핀테크 사업의 미래가치를 감안하면, 인건비 상승에 따른 주가하락은 동사 투자의 좋은 기회가 될 것으로 예상됨

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,991	-13.5	-0.9	14,873	0.8
영업이익	2,888	30.4	-10.8	2,985	-3.3
세전계속사업이익	165,391	6,414.8	2,839.8	8,800	1,779.5
지배순이익	153,100	8,184.5	3,506.2	6,330	2,318.7
영업이익률 (%)	19.3	+6.5 %pt	-2.1 %pt	20.1	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	1,021.3	+1,010.6 %pt	+993.2 %pt	42.6	+978.7 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	43,562	53,041	65,579	77,410
영업이익	11,550	12,153	13,141	17,345
지배순이익	5,831	10,021	164,555	14,923
PER	39.1	40.4	3.7	40.3
PBR	3.5	4.9	2.3	2.2
EV/EBITDA	12.9	23.0	23.9	19.9
ROE	10.6	15.2	108.0	6.3

자료: 유안타증권

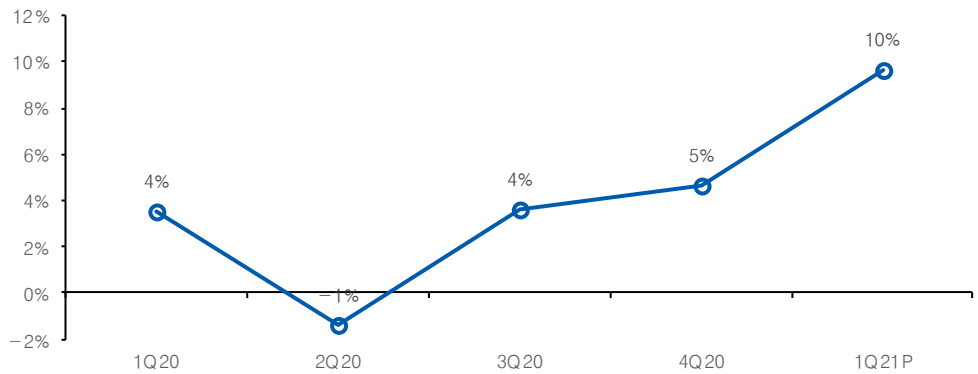
NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
영업수익	11,790	11,547	12,760	13,608	15,126	14,991	16,317	16,760	17,510	43,563	53,041	65,579	77,410
YoY(%)	-	16%	17%	24%	28%	30%	28%	23%	16%	-	21.8%	23.6%	18.0%
서치플랫폼	6,920	6,447	6,782	7,101	7,702	7,527	8,172	7,848	7,442	26,546	28,032	30,989	32,940
YoY(%)	-	3%	0%	8%	11%	17%	20%	11%	-3%	-	5.6%	10.5%	6.3%
검색	5,403	5,196	5,277	5,420	5,654	5,697	6,037	5,858	5,356	21,006	21,547	22,948	24,095
YoY(%)	-	4%	-1%	4%	5%	10%	14%	8%	-5%	-	2.6%	7%	5%
디스플레이	1,517	1,251	1,505	1,681	2,048	1,830	2,134	1,990	2,087	5,540	6,485	8,041	8,846
YoY(%)	-	1%	4%	26%	35%	46%	42%	18%	2%	-	17.1%	24%	10%
커머스	2,190	2,312	2,562	2,854	3,168	3,244	3,527	3,694	4,027	7,921	10,896	14,492	17,535
YoY(%)	-	30%	33%	41%	45%	40%	38%	29%	27%	-	37.6%	33%	21%
핀테크	1,199	1,376	1,647	1,740	2,011	2,095	2,252	2,481	2,859	4,066	6,774	9,687	13,077
YoY(%)	-	57.6%	72.4%	67.5%	67.7%	59.7%	36.8%	42.6%	42.2%	-	66.6%	43%	35%
콘텐츠	838	934	1,129	1,150	1,389	1,308	1,437	1,728	1,969	3,092	4,602	6,443	8,698
YoY(%)	-	55.4%	44.4%	31.9%	65.8%	40.0%	27.3%	50.3%	41.8%	-	48.8%	40%	35%
클라우드	643	477	641	763	856	817	929	1,010	1,213	1,936	2,737	3,969	5,159
YoY(%)	-	14.4%	53.7%	66.2%	33.1%	71.3%	45.0%	32.3%	41.7%	-	41.4%	45%	30%
영업비용	9,036	8,629	9,680	10,691	11,889	12,103	12,765	13,396	14,174	32,012	40,889	52,438	60,065
개발/운영	2,911	2,829	2,897	3,117	3,124	3,743	3,838	4,049	4,199	10,289	11,967	15,829	17,437
파트너	3,922	3,772	4,275	4,570	5,349	5,100	5,489	5,701	5,938	13,930	17,966	22,228	26,409
인프라	1,173	1,109	1,361	1,448	1,579	1,550	1,597	1,612	1,727	4,212	5,497	6,486	7,005
Q-Q	111	-64	252	87	131	-29	47	16	115	-	-	-	-
마케팅	1,030	919	1,147	1,556	1,837	1,710	1,841	2,033	2,310	3,580	5,459	7,894	9,213.47
영업이익	2,754	2,918	3,080	2,917	3,237	2,888	3,553	3,364	3,336	11,550	12,152	13,141	17,345
영업이익률	23.4%	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	21.8%	20.1%	19.1%	26.5%	22.9%	20.0%	22.4%

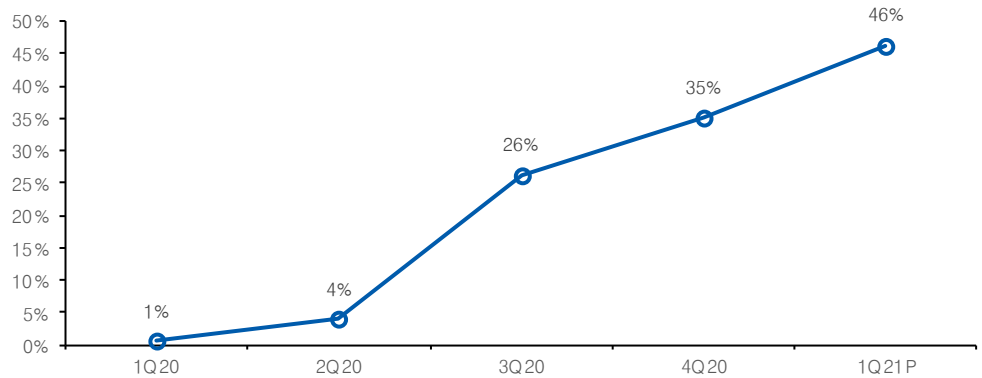
자료: 유안타증권 리서치센터

검색 광고 YoY 성장률(1Q20~1Q21)



자료: 유안타증권 리서치센터

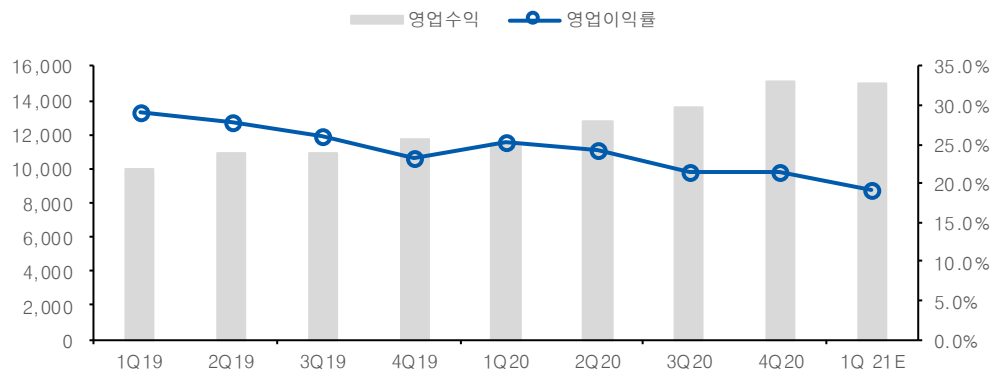
디스플레이 광고 YoY 성장률(1Q20~1Q21)



자료: 유안타증권 리서치센터

분기 매출액과 영업이익 추이(1Q19~1Q21)

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

결제기업 기업가치 비교

(단위: 억원)

	매출액	순이익	결제액	송금액	기업가치	기업가치/거래액	기업가치/매출액	비고
PAYPAL	\$Bn 21.45	\$Bn 4.2	\$Bn 936	-	313.33\$Bn	0.335	14.6	나스닥상장
비바리퍼블리카	3,898	-910	-	-	113,829	-	29.2	비상장 서울거래소 가격기준
카카오페이	2,844	-251	86,769	581,731	-	-	-	-
네이버파이낸셜	7,044	549	258,000	-	86,367 (거래액기준) 205,698 (매출액기준)	0.335 14.6	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	43,562	53,041	65,579	77,410	90,499
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	43,562	53,041	65,579	77,410	90,499
판매비	32,012	40,888	52,438	60,065	68,683
영업이익	11,550	12,153	13,141	17,345	21,816
EBITDA	16,530	17,106	18,593	22,421	26,835
영업외손익	2,362	4,182	166,990	2,424	3,126
외환관련손익	-69	-122	70	70	70
이자손익	-51	-57	475	301	140
관계기업관련손익	184	1,156	1,918	2,883	3,748
기타	2,298	3,205	164,527	-830	-833
법인세비용차감전순손익	13,913	16,336	180,131	19,769	24,942
법인세비용	4,706	4,925	16,643	4,942	6,235
계속사업순손익	9,207	11,410	163,489	14,827	18,706
중단사업순손익	-5,239	-2,960	0	0	0
당기순이익	3,968	8,450	163,489	14,827	18,706
지배지분순이익	5,831	10,021	164,555	14,923	18,828
포괄순이익	5,356	10,662	163,689	15,027	18,906
지배지분포괄이익	6,595	12,198	167,196	15,349	19,311

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	13,568	14,472	163,170	12,583	15,538
당기순이익	3,968	8,450	163,489	14,827	18,706
감가상각비	4,603	4,653	4,967	4,964	4,963
외환손익	-85	202	-70	-70	-70
중속, 관계기업관련손익	644	-696	-1,918	-2,883	-3,748
자산부채의 증감	5,665	2,271	2,344	1,760	1,758
기타현금흐름	-1,227	-409	-5,642	-6,015	-6,071
투자활동 현금흐름	-10,781	-25,032	-20,823	-18,642	-18,642
투자자산	-7,166	-15,674	-13,351	-13,351	-13,351
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,359	-7,594	-5,200	-5,200	-5,200
유형자산 감소	67	90	0	0	0
기타현금흐름	677	-1,854	-2,273	-91	-91
재무활동 현금흐름	523	11,921	886	883	883
단기차입금	1,445	12,014	800	800	800
사채 및 장기차입금	0	1,035	6,943	6,943	6,943
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-469	-549	-595	-598	-598
기타현금흐름	-453	-577	-6,262	-6,262	-6,262
연결범위변동 등 기타	866	-22,764	30,095	10,873	10,898
현금의 증감	4,176	-21,402	173,327	5,697	8,678
기초 현금	33,229	37,405	16,003	189,331	195,028
기말 현금	37,405	16,003	189,331	195,028	203,706
NOPLAT	11,550	12,153	13,141	17,345	21,816
FCF	9,209	6,878	157,970	7,383	10,338

자료: 유안타증권

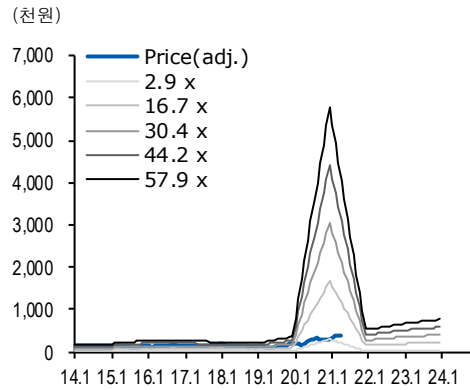
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	56,437	105,447	284,225	289,939	298,635
현금및현금성자산	37,405	16,003	189,331	195,028	203,706
매출채권 및 기타채권	11,946	9,851	11,044	11,044	11,044
재고자산	551	43	92	109	127
비유동자산	66,558	64,696	76,705	93,063	110,342
유형자산	15,963	16,846	17,078	17,314	17,551
관계기업 등 자본관련 자산	15,583	11,994	27,263	43,496	60,595
기타투자자산	19,291	31,471	24,885	24,885	24,885
자산총계	122,995	170,142	360,930	383,001	408,977
유동부채	37,731	79,118	81,792	82,592	83,392
매입채무 및 기타채무	22,035	18,555	19,171	19,171	19,171
단기차입금	5,096	4,812	5,612	6,412	7,212
유동성장기부채	500	950	950	950	950
비유동부채	20,225	8,474	17,502	24,445	31,388
장기차입금	500	1,450	1,450	1,450	1,450
사채	7,523	57	7,000	13,943	20,886
부채총계	57,956	87,591	99,294	107,037	114,780
지배지분	58,052	73,672	231,062	245,390	263,623
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,753	17,933	17,933	17,933	17,933
이익잉여금	57,121	66,548	223,338	237,666	255,898
비지배지분	6,987	8,879	30,574	30,574	30,574
자본총계	65,039	82,551	261,637	275,965	294,197
순차입금	-21,975	-19,721	-188,676	-186,630	-187,565
총차입금	19,262	8,442	16,985	24,728	32,471

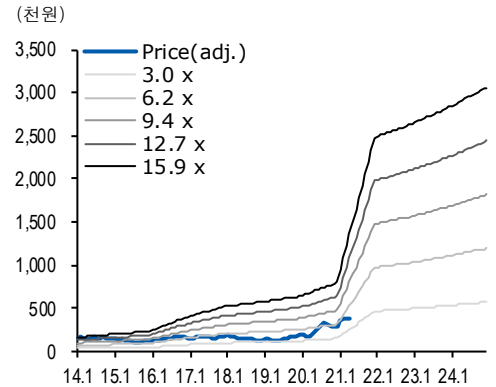
계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,538	6,097	100,177	9,085	11,462
BPS	39,913	49,961	156,001	165,674	177,984
EBITDAPS	10,030	10,408	11,319	13,650	16,337
SPS	26,431	32,274	39,923	47,125	55,094
DPS	376	402	402	402	402
PER	39.1	40.4	3.7	40.3	32.0
PBR	3.5	4.9	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	12.9	23.0	23.9	19.9	16.6
PSR	5.2	7.6	9.2	7.8	6.7

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-22.0	21.8	23.6	18.0	16.9
영업이익 증가율 (%)	22.5	5.2	8.1	32.0	25.8
지배순이익 증가율 (%)	-10.1	71.9	1,542.1	-90.9	26.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	26.5	22.9	20.0	22.4	24.1
지배순이익률 (%)	13.4	18.9	250.9	19.3	20.8
EBITDA 마진 (%)	37.9	32.3	28.4	29.0	29.7
ROIC	124.0	63.7	53.3	58.3	72.7
ROA	5.3	6.8	62.0	4.0	4.8
ROE	10.6	15.2	108.0	6.3	7.4
부채비율 (%)	89.1	106.1	38.0	38.8	39.0
순차입금/자기자본 (%)	-37.9	-26.8	-81.7	-76.1	-71.1
영업이익/금융비용 (배)	69.8	56.1	31.9	28.3	26.8

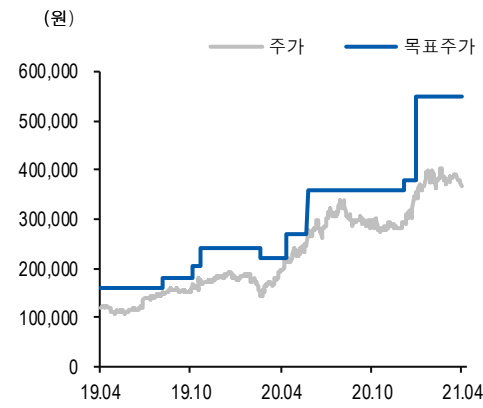
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-30	BUY	550,000	1년		
2021-01-29	BUY	550,000	1년		
2021-01-05	BUY	380,000	1년	-16.22	-6.58
2020-06-22	BUY	360,000	1년	-18.45	-5.83
2020-05-11	BUY	270,000	1년	-13.94	-7.04
2020-03-20	BUY	220,000	1년	-19.41	-2.05
2019-11-19	BUY	242,000	1년	-26.21	-20.87
2019-11-01	BUY	205,000	1년	-18.78	-12.20
2019-09-02	BUY	182,000	1년	-15.14	-9.89
2018-10-26	BUY	160,000	1년	-22.33	-7.19

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.