

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순

ks1.choi@sks.co.kr
02-3773-8812

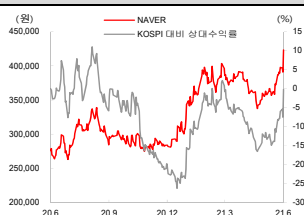
Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	16,426 만주
자사주	1,566 만주
액면가	100 원
시가총액	695,655 억원
주요주주	
국민연금공단	9.99%
자사주	9.53%
외국인지분률	56.80%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(21/06/23)	423,500 원
KOSPI	3276.19 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	423,500 원
52주 최저가	263,000 원
60일 평균 거래대금	2,544 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.6%	13.3%
6개월	49.1%	25.6%
12개월	53.4%	-0.2%

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 520,000 원(상향))

올라갈 주식은 올라간다

NAVER는 올해 수익성 개선 지연과 자회사 가치부각 시기 차이에 따라 카카오에 시가총액을 추월당함. 하지만 올해 높은 매출성장률이 유지되고 내년부터 수익성 개선 가능할 전망이다. 자회사 IPO 시기가 불명확하지만 주요 자회사의 기업가치 상승은 명확하며, 이는 NAVER 기업가치 상승으로 전이될 것이기 때문에 NAVER의 주가는 지속적인 상승세를 예상함. 목표주가는 기존 44 만원에서 52 만원으로 18.2% 상향조정

결국 올라갈 주식

NAVER는 국내에서 독보적인 서치플랫폼을 비롯하여 커머스, 파이낸셜, 웹툰 등 다양한 부문에서 높은 경쟁력을 보유하고 있다. 일본에서는 야후재팬과 라인 통합을 통해 현지 경쟁력이 더욱 강화될 전망이다. 제페토, 왓패드 등의 주요 자회사도 성장세가 지속되고 있다. NAVER 경쟁력은 여전하며 절대 이익규모에서 경쟁사 대비 우위에 있음에도 불구하고 최근 카카오와의 시가총액이 역전된 현상은 실적개선 지연과 자회사 가치부각 시기의 차이에서 기인한다. 올해 투자확대에 따라 수익성 감소는 불가피할 전망이다. 하지만 20% 이상의 매출성장률이 유지되고 올해를 저점으로 내년부터 수익성도 점차 회복될 전망이다. 경쟁사와 시가총액 역전의 주요 원인은 자회사 가치부각 시기이다. 경쟁사는 주요 자회사의 공격적인 IPO 추진으로 자회사 가치 증가에 대한 기대감이 반영되고 있다. 반면 NAVER의 주요 자회사는 단기간 내 성장계획이 없으며 자회사의 평가도 제각각일 수 밖에 없는 상황이다. 하지만 주요 자회사 가치상승은 명확하기 때문에 시기의 문제일 뿐 결국 자회사 가치상승이 NAVER 주가 상승을 견인할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 520,000 원(상향)

커머스, 파이낸셜, 콘텐츠 등 다양한 부문에서 경쟁력이 강화되고 있는 NAVER에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 기존 44 만원에서 52 만원으로 18.2% 상향한다. 목표주가 상향은 커머스 및 웹툰부문에서 경쟁사 기업가치 상승에 따른 멀티플 상향조정에 기인한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	55,869	43,562	53,041	66,366	80,581	99,404
yoy	%	19.4	-22.0	21.8	25.1	21.4	23.4
영업이익	억원	9,425	11,550	12,153	13,517	16,923	21,120
yoy	%	-20.1	22.5	5.2	11.2	25.2	24.8
EBITDA	억원	12,036	16,530	17,106	19,506	21,512	24,707
세전이익	억원	11,117	13,913	16,336	17,442	21,348	26,257
순이익(지배주주)	억원	6,488	5,831	10,021	161,059	164,396	167,358
영업이익률%	%	16.9	26.5	22.9	20.4	21.0	21.3
EBITDA%	%	21.5	38.0	32.3	29.4	26.7	24.9
순이익률	%	11.2	9.1	15.9	241.1	202.7	167.3
EPS(계속사업)	원	3,906	6,716	7,899	7,551	9,582	11,386
PER	배	31.2	27.8	37.0	56.1	44.2	37.2
PBR	배	3.8	5.3	6.5	3.0	1.8	1.2
EV/EBITDA	배	15.2	18.1	27.8	34.5	22.8	12.3
ROE	%	13.0	10.6	15.2	105.9	52.6	35.0
순차입금	억원	-28,971	-20,286	-19,187	-32,277	-215,502	-402,850
부채비율	%	66.1	89.1	106.1	45.5	32.8	28.2

NAVER 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020A	2021F	2022F
영업수익	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,499.1	1,615.1	1,688.6	1,833.8	5,304.1	6,636.6	8,058.1
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	779.4	799.3	862.7	2,803.2	3,194.0	3,525.1
검색	519.6	527.7	542.0	565.4	569.7	581.0	594.6	604.4	2,154.7	2,349.7	2,500.0
디스플레이	125.1	150.5	168.1	204.8	183.0	198.4	204.7	258.3	648.5	844.4	1,025.1
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	368.7	390.7	422.6	1,089.6	1,506.4	1,987.0
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	230.7	240.5	259.2	677.4	939.9	1,168.9
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	146.4	157.4	174.9	460.2	609.5	861.7
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	89.9	100.6	114.4	273.7	386.7	515.4
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,210.2	1,291.5	1,341.2	1,442.0	4,088.9	5,284.9	6,365.8
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.7	288.9	323.6	347.3	391.8	1,215.3	1,351.7	1,692.3
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.0%	20.6%	21.4%	22.9%	20.4%	21.0%

자료: NAVER, SK 증권

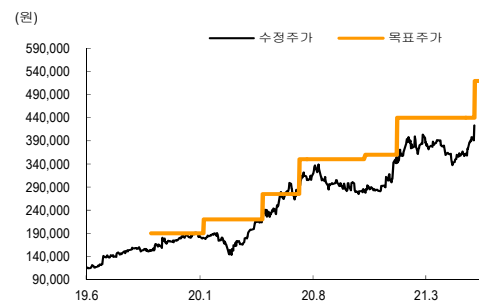
NAVER 목표주가 산정

(단위: 조원 배 주, 원)

구분	실적	멀티플	적정가치	비고
서치플랫폼	0.96	40.0	38.3	예상 순이익 x 타겟 PER
커머스	0.45	30.0	13.6	예상 순이익 x 타겟 PER
Z홀딩스			14.2	Z홀딩스 6/23 종가 기준
파이낸셜	36.0	0.2	5.0	예상거래금액 x 타겟 멀티플
웹툰	1.3	7.8	6.8	예상거래액 x 타겟 멀티플
기타 투자자산			6.8	장부가 적용
합산			84.6	
순차입금			-0.20	1Q21 별도 기준
주식수(천주)			164,263	
적정주가			515,321	
목표주가			520,000	

자료: SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.06.24	매수	520,000원	6개월		
2021.04.30	매수	440,000원	6개월	-14.84%	-3.75%
2021.01.29	매수	440,000원	6개월	-13.67%	-8.30%
2020.11.30	매수	360,000원	6개월	-16.83%	-1.39%
2020.07.29	매수	350,000원	6개월	-14.14%	-3.14%
2020.05.21	매수	275,000원	6개월	-5.56%	8.73%
2020.04.24	매수	220,000원	6개월	-17.68%	0.91%
2020.04.06	매수	220,000원	6개월	-21.24%	-13.41%
2020.03.11	매수	220,000원	6개월	-21.29%	-13.41%
2020.01.31	매수	220,000원	6개월	-17.21%	-13.41%
2019.10.24	매수	190,000원	6개월	-7.92%	0.79%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 6월 24일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	56,437	105,447	87,490	275,251	469,036
현금및현금성자산	37,405	16,003	52,470	235,695	423,043
매출채권및기타채권	11,434	9,812	20,304	24,471	30,383
재고자산	551	43	90	108	135
비유동자산	66,558	64,696	250,961	249,918	250,276
장기금융자산	19,291	31,471	36,895	36,895	36,895
유형자산	15,963	16,846	13,205	9,421	6,721
무형자산	3,414	1,051	1,926	2,199	2,389
자산총계	122,995	170,142	338,451	525,169	719,312
유동부채	37,731	79,118	59,506	70,510	86,116
단기금융부채	7,292	6,467	5,926	5,926	5,926
매입채무 및 기타채무	7,587	4,335	8,971	10,812	13,425
단기충당부채	38	317	646	786	978
비유동부채	20,225	8,474	46,253	59,056	71,943
장기금융부채	13,659	2,508	27,183	27,183	27,183
장기매입채무 및 기타채무	203	222	999	1,777	2,554
장기충당부채	590	92	71	49	28
부채총계	57,956	87,591	105,759	129,566	158,059
지배주주지분	58,052	73,672	230,409	394,466	561,262
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,753	17,933	13,210	13,210	13,210
기타자본구성요소	-14,075	-12,037	-11,308	-11,308	-11,308
자기주식	-13,904	-12,148	-11,672	-11,672	-11,672
이익잉여금	57,121	66,548	226,949	390,676	557,143
비지배주주지분	6,987	8,879	2,283	1,137	-9
자본총계	65,039	82,551	232,692	395,603	561,253
부채외자본총계	122,995	170,142	338,451	525,169	719,312

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	13,578	14,686	28,737	184,069	187,703
당기순이익(손실)	3,968	8,450	160,027	163,365	166,326
비현금성항목등	8,726	9,696	-142,338	6,803	7,036
유형자산감가상각비	4,603	4,653	5,305	3,785	2,700
무형자산상각비	377	300	684	804	887
기타	-936	313	-152,797	-2,361	-2,361
운전자본감소(증가)	5,665	2,271	13,845	6,593	8,978
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-558	-1,104	-8,504	-4,167	-5,912
재고자산감소(증가)	0	0	-44	-18	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,783	2,143	1,018	1,841	2,612
기타	4,440	1,232	21,375	8,937	12,304
법인세납부	-4,781	-5,732	-2,797	7,309	5,362
투자활동현금흐름	-10,398	-24,530	-119,462	-382	330
금융자산감소(증가)	524	-12,218	-1,372	0	0
유형자산감소(증가)	-4,292	-7,504	-2,528	0	0
무형자산감소(증가)	-710	-1,030	-1,077	-1,077	-1,077
기타	-5,921	-3,778	-114,484	695	1,408
재무활동현금흐름	130	11,206	105,864	-462	-685
단기금융부채증가(감소)	1,445	12,014	-456	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1,380	-706	102,748	0	0
자본의증가(감소)	-937	-155	261	0	0
배당금의 지급	-469	-550	0	-669	-892
기타	1,471	603	3,311	207	207
현금의 증가(감소)	4,176	-21,402	36,467	183,225	187,348
기초현금	33,229	37,405	16,003	52,470	235,695
기말현금	37,405	16,003	52,470	235,695	423,043
FCF	6,422	11,350	25,569	20,867	24,805

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	43,562	53,041	66,366	80,581	99,404
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	43,562	53,041	66,366	80,581	99,404
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	32,012	40,888	52,849	63,658	78,285
영업이익	11,550	12,153	13,517	16,923	21,120
영업이익률 (%)	26.5	22.9	20.4	21.0	21.3
비영업손익	2,362	4,182	3,925	4,425	5,137
순금융비용	51	57	424	-125	-837
외환관련손익	-69	-122	-82	-82	-82
관계기업투자등 관련손익	439	1,366	2,021	2,021	2,021
세전계속사업이익	13,913	16,336	17,442	21,348	26,257
세전계속사업이익률 (%)	31.9	30.8	26.3	26.5	26.4
계속사업법인세	4,706	4,925	6,070	6,639	8,586
계속사업이익	9,207	11,410	11,372	14,709	17,671
중단사업이익	-5,239	-2,960	148,656	148,656	148,656
*법인세효과	-35	1,512	12,207	0	0
당기순이익	3,968	8,450	160,027	163,365	166,326
순이익률 (%)	9.1	15.9	241.1	202.7	167.3
지배주주	5,831	10,021	161,059	164,396	167,358
지배주주귀속 순이익률(%)	13.38	18.89	242.68	204.01	168.36
비지배주주	-1,862	-1,571	-1,031	-1,031	-1,031
총포괄이익	5,356	10,662	160,242	163,580	166,542
지배주주	6,595	12,198	161,388	164,726	167,687
비지배주주	-1,240	-1,536	-1,146	-1,146	-1,146
EBITDA	16,530	17,106	19,506	21,512	24,707

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-22.0	21.8	25.1	21.4	23.4
영업이익	22.5	5.2	11.2	25.2	24.8
세전계속사업이익	25.2	17.4	6.8	22.4	23.0
EBITDA	37.3	3.5	14.0	10.3	14.9
EPS(계속사업)	71.9	17.6	-4.4	26.9	18.8
수익성 (%)					
ROE	10.6	15.2	105.9	52.6	35.0
ROA	3.6	5.8	62.9	37.8	26.7
EBITDA마진	38.0	32.3	29.4	26.7	24.9
안정성 (%)					
유동비율	149.6	133.3	147.0	390.4	544.7
부채비율	89.1	106.1	45.5	32.8	28.2
순차입금/자기자본	-31.2	-23.2	-13.9	-54.5	-71.8
EBITDA/이자비용(배)	100.0	79.0	34.2	37.7	43.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,716	7,899	7,551	9,582	11,386
BPS	35,223	44,850	140,268	240,142	341,684
CFPS	6,559	9,111	101,695	102,874	104,068
주당 현금배당금	376	402	450	600	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.8	42.9	56.1	44.2	37.2
PER(최저)	16.2	18.1	38.3	30.2	25.4
PBR(최고)	5.3	7.6	3.0	1.8	1.2
PBR(최저)	3.1	3.2	2.1	1.2	0.9
PCR	28.4	32.1	4.2	4.1	4.1
EV/EBITDA(최고)	18.1	32.2	34.5	22.8	12.3
EV/EBITDA(최저)	10.4	13.4	23.2	12.5	3.4