

NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	550,000원 (M)
현재주가 (7/22)	440,000원
상승여력	25%

시가총액	722,759억원
총발행주식수	164,263,395주
60일 평균 거래대금	3,123억원
60일 평균 거래량	794,510주
52주 고	449,000원
52주 저	270,000원
외인지분율	56.83%
주요주주	국민연금공단 9.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.5	15.6	63.0
상대	13.0	13.1	11.7
절대(달려환산)	10.8	12.4	69.4

성장률이 증가하는 높은 성장

2Q21 Review

영업수익 1조 6,635억원 YoY+30.4%, QoQ +11.0%, 영업이익 3,356억원 YoY+8.9%, QoQ +16.2%, 영업이익률 20.2% Y-Y -4.0%pt, Q-Q +0.9%pt, 지배순이익 5,277억원. 시장 기대치 상회

하반기 및 2022년 전망

검색 및 DA광고는 검색 트래픽 증가, 경기회복 및 성과형 광고지면 확대 등에 따라 하반기에도 고성장이 지속될 것으로 전망. 커머스도 NFA(NAVER Fulfillment Alliance)등 당일배송 비중 증가, 이마트 제휴한 신선식품 배송 증가, 라이브 커머스 확대 등으로 고성장이 지속 전망.

반면, 2분기 정체된 마케팅비용증가, 높아진 주가에 따른 주식보상비용 증가 등으로 영업이익성장률은 매출성장률을 소폭 하회할 것으로 전망.

성장은 수익성 증가를 가져온다

비용 증가의 주원인이었던 웹툰(2020년 순손실 1,023억원)부문이 유료화 확대 및 신규 인수한 '왓패드' 수익화 강화로 2022년 턴어라운드 예상되기 때문임. 또한, 스노우(2020년 순손실 704억원)의 광고 모델도입에 따른 매출 급증, 스노우의 89% 자회사 제패토의 본격적인 수익화 도입으로 손실 축소 예상되기 때문임. 제패토는 대기업 광고 유치로 2분기 매출이 YoY +70% 급증하였고, 하반기 게임 개발기능 오픈, 애니메이션, 방송 콘텐츠 등 확장 예정이며 장기적으로 교육, 커머스로의 메타버스 사업 확장 계획을 가지고 있어, 동사 글로벌 플랫폼 확장에 따른 기업가치 증가에 또 하나의 기회가 될 수 있을 것으로 기대됨

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,635	-12.6	11.0	16,109	3.3
영업이익	3,356	45.5	16.2	3,271	2.6
세전계속사업이익	6,471	268.2	52.3	4,299	50.5
지배순이익	5,277	258.4	-96.6	3,206	64.6
영업이익률 (%)	20.2	+8.1 %pt	+0.9 %pt	20.3	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	31.7	+24.0 %pt	-989.6 %pt	19.9	+11.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	43,562	53,041	68,047	83,446
영업이익	11,550	12,153	13,904	19,928
지배순이익	5,831	10,021	165,955	17,332
PER	39.1	40.4	4.4	41.7
PBR	3.5	4.9	2.9	2.7
EV/EBITDA	12.9	23.0	43.2	30.7
ROE	10.6	15.2	112.3	7.5

자료: 유안타증권

2Q21 Review

영업수익 1조6,635억원 YoY+30.4%, QoQ +11.0%, 영업이익 3,356억원 YoY+8.9%, QoQ +16.2%, 영업이익률 20.2% Y-Y -4.0%pt, Q-Q +0.9%pt, 지배순이익 5,277억원. 시장기대치 상회

부문별로는 광고경기 회복 효과로 검색광고 YoY +14.3%, DA YoY +48.0% 고성장 회복. 배송능력강화, 브랜드스토어, 쇼핑라이브 매출 급증 등 커머스 YoY +42.6% 고성장 유지. 쇼핑 고성장에 따른 핀테크 YoY +41.2%, 웹툰 YoY +52.7%, 스노우 매출 YoY +100%, 클라우드 YoY +48.1% 고성장 유지

하반기 및 2022년 전망

검색 및 DA광고는 검색트래픽 증가, 경기회복 및 성과형 광고지면 확대 등에 따라 하반기에도 고성장이 지속될 것으로 전망. 커머수도 NFA(NAVER Fulfillment Alliance)등 당일배송 비중 증가, 이마트 제휴한 신선식품 배송증가, 라이브커머스 확대 등으로 고성장 지속 전망.

반면, 2분기 정체된 마케팅비용증가, 높아진 주가에 따른 주식보상비용 증가 등으로 영업이익성장률은 매출성장률을 소폭 하회할 것으로 전망.

성장은 수익성 증가를 가져온다

지난 2년 연속 동사 연결영업이익률이 지속 하락하였으나, 2022년 이후부터는 빠르게 회복될 수 있을 것으로 전망된다.

기존 광고-커머스 사업의 확고한 시장점유율 유지에 따른 고성장이 유지되고 있을 뿐 아니라, 비용 증가의 주원인이었던 웹툰(2020년 순손실 1,023억원)부문이 유료화 확대 및 신규 인수한 '왓패드' 수익화 강화로 2022년 턴어라운드 예상되기 때문임.

또한, 스노우(2020년 순손실 704억원)의 광고 모델도입에 따른 매출 급증, 스노우의 89% 자회사 제페토의 본격적인 수익화 도입으로 손실 축소 예상되기 때문임.

제페토는 대기업 광고 유치로 2분기 매출이 YoY +70% 급증하였고, 하반기 게임 개발 기능 오픈, 애니메이션, 방송 콘텐츠 등 확장 예정이며 장기적으로 교육, 커머스로의 메타버스 사업 확장 계획을 가지고 있어, 동사 글로벌 플랫폼 확장에 따른 기업가치 증가에 또 하나의 기회가 될 수 있을 것으로 기대됨

NAVER 실적 추이 및 전망

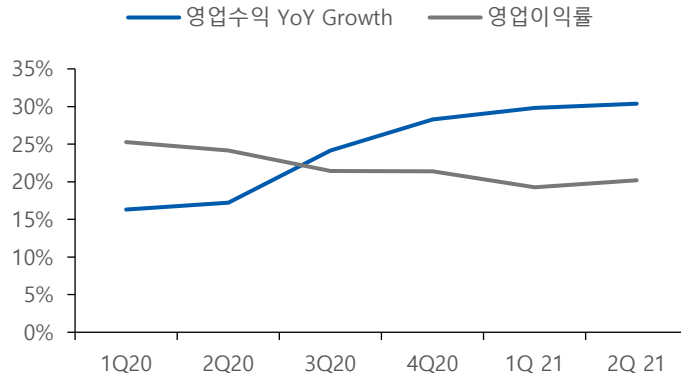
(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2019	2020	2021E	2022E
영업수익	11,547	12,760	13,608	15,126	14,991	16,635	17,483	18,938	43,563	53,041	68,047	83,446
YoY	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	28.5%	25.2%	-	21.8%	28.3%	22.6%
서치플랫폼	6,447	6,782	7,101	7,702	7,527	8,260	8,530	9,046	26,546	28,032	33,362	37,717
YoY	2.9%	-0.3%	8.2%	11.3%	16.8%	21.8%	20.1%	17.4%	-	5.6%	19.0%	13.1%
검색	5,196	5,277	5,420	5,654	5,697	6,032	6,205	6,414	21,006	21,547	24,348	26,539
YoY	3.5%	-1.4%	3.6%	4.6%	9.6%	14.3%	14.5%	13.4%	-	2.6%	13%	9%
디스플레이	1,251	1,505	1,681	2,048	1,830	2,228	2,325	2,631	5,540	6,485	9,014	11,178
YoY	0.6%	3.9%	26.3%	35.0%	46.3%	48.0%	38.3%	28.5%	-	17.1%	39%	24%
커머스	2,312	2,562	2,854	3,168	3,244	3,653	3,830	4,201	7,921	10,896	14,928	19,257
YoY	30.3%	32.7%	40.9%	44.7%	40.3%	42.6%	34.2%	32.6%	-	37.6%	37%	29%
핀테크	1,376	1,647	1,740	2,011	2,095	2,326	2,484	2,782	4,066	6,774	9,687	13,077
YoY	57.6%	72.4%	67.5%	67.7%	52.3%	41.2%	42.8%	38.3%	-	66.6%	43%	35%
콘텐츠	934	1,129	1,150	1,389	1,308	1,448	1,585	1,734	3,092	4,602	6,075	8,201
YoY	55.4%	44.4%	31.9%	65.8%	40.0%	28.2%	37.9%	24.8%	-	48.8%	32%	35%
클라우드	477	641	763	856	817	949	1,054	1,176	1,936	2,737	3,996	5,195
YoY	14.4%	53.7%	66.2%	33.1%	71.3%	48.0%	38.1%	37.4%	-	41.4%	46%	30%
영업비용	8,629	9,680	10,691	11,889	12,103	13,279	13,906	14,855	32,012	40,889	54,143	63,518
개발/운영	2,829	2,897	3,117	3,124	3,743	3,996	4,138	4,330	10,289	11,967	16,207	17,854
YoY	12%	16%	7%	10%	29%	28%	32%	16%	-	16%	35%	10%
파트너	3,772	4,275	4,570	5,349	5,100	5,817.00	6,142	6,643	13,930	17,966	23,702	29,396
YoY	21.5%	25.3%	30.9%	36.4%	35.2%	36.1%	34.4%	24.2%	-	29.0%	31.9%	24.0%
인프라	1,109	1,361	1,448	1,579	1,550	1,706	1,757	1,803	4,212	5,497	6,816	7,362
QoQ	-64	252	87	131	-29	156	51	46	-	-	-	-
YoY	15%	35%	36%	35%	40%	25%	21%	14%	-	31%	24%	8%
마케팅	919	1,147	1,556	1,837	1,710	1,760	1,870	2,078	3,580	5,459	7,418	8,907
YoY	52%	28%	49%	78%	86%	53%	20%	13%	-	-	-	-
영업이익	2,918	3,080	2,917	3,237	2,888	3,356	3,576	4,083	11,550	12,152	13,904	19,928
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.5%	21.6%	26.5%	22.9%	20.4%	23.9%
YoY	0.7%	1.6%	1.8%	17.5%	-1.0%	9.0%	22.6%	26.1%	-	5.2%	14.4%	43.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

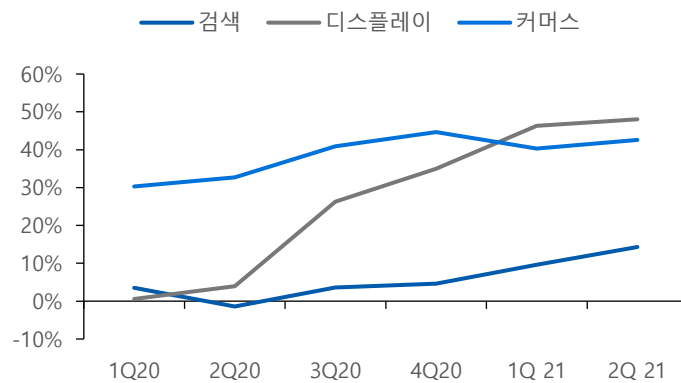
Key Chart

영업수익 YoY 성장률 & 영업이익률 (1Q20~2Q21)



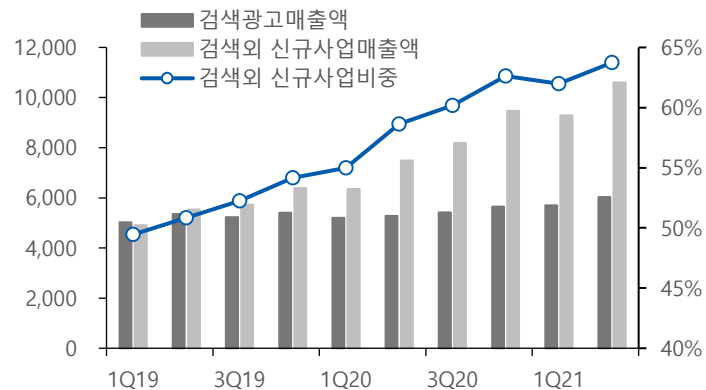
자료: NAVER

검색, 디스플레이, 커머스 YoY 성장률 (1Q20~2Q21)



자료: NAVER

검색광고 vs 검색외부문 매출 비중 추이 (1Q19~2Q21)



자료: NAVER

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	43,562	53,041	68,047	83,446	98,439	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	43,562	53,041	68,047	83,446	98,439	
판매비	32,012	40,888	54,143	63,518	71,793	
영업이익	11,550	12,153	13,904	19,928	26,646	
EBITDA	16,530	17,106	17,061	23,730	31,021	
영업외손익	2,362	4,182	6,625	3,175	4,569	
외환관련손익	-69	-122	0	0	0	
이자손익	-51	-57	-462	-318	-186	
관계기업관련손익	184	1,156	3,659	4,619	5,866	
기타	2,298	3,205	3,428	-1,126	-1,112	
법인세비용차감전순손익	13,913	16,336	20,529	23,103	31,214	
법인세비용	4,706	4,925	4,621	5,776	7,804	
계속사업순손익	9,207	11,410	15,909	17,327	23,411	
중단사업순손익	-5,239	-2,960	149,999	0	0	
당기순이익	3,968	8,450	165,908	17,327	23,411	
지배지분순이익	5,831	10,021	165,955	17,332	23,417	
포괄순이익	5,356	10,662	164,666	16,086	22,169	
지배지분포괄이익	6,595	12,198	165,094	16,127	22,227	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	13,568	14,472	-132,020	-283,155	-277,746	
당기순이익	3,968	8,450	165,908	17,327	23,411	
감가상각비	4,603	4,653	3,157	3,802	4,375	
외환손익	-85	202	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	644	-696	-2,218	-4,619	-5,866	
자산부채의 증감	5,665	2,271	2,405	1,159	1,159	
기타현금흐름	-1,227	-409	-301,272	-300,824	-300,824	
투자활동 현금흐름	-10,781	-25,032	-137,442	-15,661	-15,910	
투자자산	-7,166	-15,674	-118,945	-3,564	-3,813	
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,359	-7,594	-12,462	-12,462	-12,462	
유형자산 감소	67	90	34	34	34	
기타현금흐름	677	-1,854	-6,069	331	331	
재무활동 현금흐름	523	11,921	107,784	-6,355	-6,083	
단기차입금	1,445	12,014	2,900	-2,385	-2,113	
사채 및 장기차입금	0	1,035	103,374	-5,475	-5,475	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-469	-549	-595	-600	-600	
기타현금흐름	-453	-577	2,106	2,106	2,106	
연결범위변동 등 기타	866	-22,764	170,011	306,442	299,729	
현금의 증감	4,176	-21,402	8,333	1,272	-10	
기초 현금	33,229	37,405	16,003	24,336	25,607	
기말 현금	37,405	16,003	24,336	25,607	25,598	
NOPLAT	11,550	12,153	13,904	19,928	26,646	
FCF	9,209	6,878	-144,482	-295,617	-290,208	

자료: 유안타증권

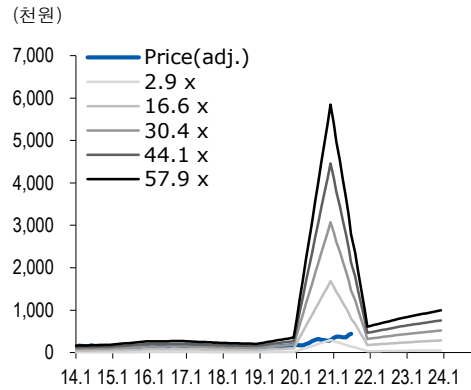
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	56,437	105,447	54,223	51,642	52,550	
현금및현금성자산	37,405	16,003	24,336	25,607	25,598	
매출채권 및 기타채권	11,946	9,851	12,894	9,026	9,929	
재고자산	551	43	69	85	100	
비유동자산	66,558	64,696	263,359	277,571	295,076	
유형자산	15,963	16,846	25,254	33,880	41,934	
관계기업등 지분관련자산	15,583	11,994	196,440	204,163	213,384	
기타투자자산	19,291	31,471	29,830	29,801	29,807	
자산총계	122,995	170,142	317,583	329,213	347,626	
유동부채	37,731	79,118	40,558	41,199	42,415	
매입채무 및 기타채무	22,035	18,555	9,207	10,128	11,141	
단기차입금	5,096	4,812	8,340	5,955	3,841	
유동성장기부채	500	950	450	450	450	
비유동부채	20,225	8,474	36,707	30,961	25,338	
장기차입금	500	1,450	10,887	8,412	5,937	
사채	7,523	57	15,320	12,320	9,320	
부채총계	57,956	87,591	77,264	72,160	67,753	
지배지분	58,052	73,672	221,963	238,697	261,517	
자본금	165	165	165	165	165	
자본잉여금	15,753	17,933	13,210	13,210	13,210	
이익잉여금	57,121	66,548	223,145	239,879	262,699	
비지배지분	6,987	8,879	18,356	18,356	18,356	
자본총계	65,039	82,551	240,319	257,053	279,873	
순차입금	-21,975	-19,721	-3,653	-12,785	-20,363	
총차입금	19,262	8,442	36,693	28,832	21,244	

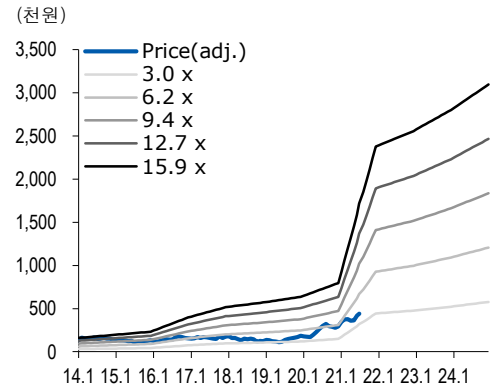
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	3,538	6,097	101,030	10,552	14,256	
BPS	39,913	49,961	149,289	160,545	175,893	
EBITDAPS	10,030	10,408	10,386	14,446	18,885	
SPS	26,431	32,274	41,426	50,800	59,927	
DPS	376	402	402	402	402	
PER	39.1	40.4	4.4	41.7	30.9	
PBR	3.5	4.9	2.9	2.7	2.5	
EV/EBITDA	12.9	23.0	43.2	30.7	23.2	
PSR	5.2	7.6	10.6	8.7	7.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-22.0	21.8	28.3	22.6	18.0	
영업이익 증가율 (%)	22.5	5.2	14.4	43.3	33.7	
지배순이익 증가율 (%)	-10.1	71.9	1,556.1	-89.6	35.1	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	26.5	22.9	20.4	23.9	27.1	
지배순이익률 (%)	13.4	18.9	243.9	20.8	23.8	
EBITDA 마진 (%)	37.9	32.3	25.1	28.4	31.5	
ROIC	124.0	63.7	56.9	92.1	100.3	
ROA	5.3	6.8	68.1	5.4	6.9	
ROE	10.6	15.2	112.3	7.5	9.4	
부채비율 (%)	89.1	106.1	32.2	28.1	24.2	
순차입금/자기자본 (%)	-37.9	-26.8	-1.6	-5.4	-7.8	
영업이익/금융비용 (배)	69.8	56.1	22.3	40.9	74.9	

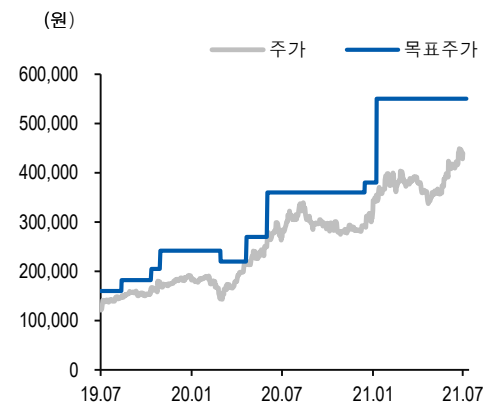
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-07-23	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)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-07-20

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자의사결정은 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.