



△ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

RA 강다예

02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	590,000 원
현재주가 (7.22)	440,000 원
상승여력	34.1%
KOSPI	3,250.21pt
시가총액	722,759억원
발행주식수	16,426만주
유동주식비율	80.52%
외국인비중	56.83%
52주 최고/최저가	449,000원/270,000원
평균거래대금	3,123.5억원
주요주주(%)	
국민연금공단	9.99
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.5	28.1	63.0
상대주가	13.0	23.8	11.7

주가그래프



NAVER 035420

네이버쇼핑, 꽃길만 걸어요

- ✓ 2Q21 실적, 예상치 부합하는 호실적. 서치 플랫폼 매출액은 검색 품질 개선과 광고 효율 개선, 성과형 상품 판매로 고성장. 커머스는 브랜드스토어, 쇼핑라이브, 스마트 스토어의 고른 성장. 7월 NFA, 8월 머천트 솔루션, 4Q21 이마트 장보기 오픈 진행
- ✓ 네이버페이 결제액도 9.1조원으로 47% YoY 증가. 후불결제 베타테스트, 내 자산관리 및 우리은행 대출 서비스 오픈 등으로 금융 영향력을 꾸준한 강화 중
- ✓ 세전이익은 투자 및 펀드평가 이익, A홀딩스 지분법 이익으로 123.7% YoY 증가

2Q21 실적, 기대치 부합하는 호실적

2Q21 NAVER의 매출액과 영업이익은 각각 1.6조원(+30.4% YoY), 3,356억원(+8.9% YoY)로 컨센서스(매출액 1.6조원, 영업이익 3,271원)에 부합하는 양호한 실적이었다. 서치플랫폼 매출액은 21.8% YoY 증가한 8,260억원, 커머스와 핀테크는 고성장하며 각각 3,653억원(+42.6% YoY), 2,326억원(+41.2% YoY)을 기록하였다. 검색광고는 검색품질과 광고효율이 개선되었고, 디스플레이 광고 매출액은 스마트채널 등의 성과형 광고 호조세가 지속됐다. 2분기 네이버페이 결제액도 9.1조원으로 47% YoY 큰 폭으로 증가하였으며 후불결제, 우리은행 대출, 내자산관리 서비스 등으로 금융 역량 강화되고 있다. 영업이익률은 20.2%로 4%p YoY 하락, 주식보상비(2Q 590억 원으로 100% YoY 증가)와 마케팅비(1,760억원으로 53.4% YoY 증가) 때문이다. 세전이익은 관계회사 투자 및 펀드평가 이익, A홀딩스 지분법 이익으로 123.7% YoY 증가한 6,471억원을 기록하였다.

쇼핑, 꽃길만 걷다

2021년 네이버쇼핑 거래액은 42.9% 증가한 40조원, 상반기 네이버페이 거래액이 17.5조원이었다는 점 감안시 충분히 달성을 가능하다. 스마트스토어 판매자수는 46만 개로 32% YoY 증가, 4월 45만개였다는 점 감안시 성장세는 양호하다. 브랜드스토어, 쇼핑라이브 등이 고르게 성장하며 7월 NFA, 8월 머천트솔루션, 구독서비스, 4Q21 이마트 장보기 등이 오픈하며 국내 전자상거래 시장 지배력은 한단계 레벨업한다. 참고로 2분기 브랜드스토어는 453개로 거래액은 5배 YoY 성장, 쇼핑 라이브는 국내 라이브커머스 시장 점유율 50% 이상, 매출액은 17배 YoY 증가하였다. NFA에 대한 판매자들의 반응 양호하며 연말까지 150~200개 파트너사의 익일배송을 원활하게 제공하기 위한 안정화 작업을 진행 중이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,356.2	1,155.0	583.1	3,538	-36.8	35,223	52.7	5.3	17.8	10.6	89.1
2020	5,304.2	1,215.3	1,002.1	6,097	113.5	44,850	48.0	6.5	27.5	15.2	106.1
2021E	6,711.6	1,363.9	16,834.8	102,487	1,897.9	144,729	4.3	3.0	37.9	108.1	33.3
2022E	7,943.7	1,688.6	2,217.0	13,497	-86.7	158,135	32.6	2.8	31.5	8.9	33.6
2023E	9,389.4	2,374.9	2,570.1	15,646	15.7	173,697	28.1	2.5	23.5	9.4	33.7

표1 NAVER 2Q21 Review - 기대치 부합하는 호실적

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,663.5	1,276.0	30.4%	1,499.1	11.0%	1,603.9	3.7%	1,608.5	3.4%
서치플랫폼	826.0	678.2	21.8%	752.7	9.7%	761.0	8.5%	-	-
커머스	365.3	256.2	42.6%	324.4	12.6%	353.5	3.3%	-	-
핀테크	232.6	164.7	41.2%	209.5	11.0%	247.0	-5.8%	-	-
콘텐츠	144.8	112.9	28.2%	130.8	10.7%	155.9	-7.1%	-	-
클라우드	94.9	64.1	48.1%	81.7	16.2%	86.5	9.7%	-	-
영업이익	335.6	308.1	8.9%	288.8	16.2%	329.0	2.0%	327.2	2.6%
세전이익	647.1	289.3	123.7%	424.9	52.3%	432.9	49.5%	-	-
지배순이익	527.7	147.3	258.3%	15,310.5	-96.6%	355.5	48.4%	321.1	64.3%
영업이익률(%)	20.2%	24.1%	-4.0%p	19.3%	0.9%p	20.5%	-0.3p	20.3%	-0.2%p
순이익률(%)	31.7%	11.5%	20.2%p	1021.3%	-989.6%p	22.2%	9.6%p	20.0%	11.8%p

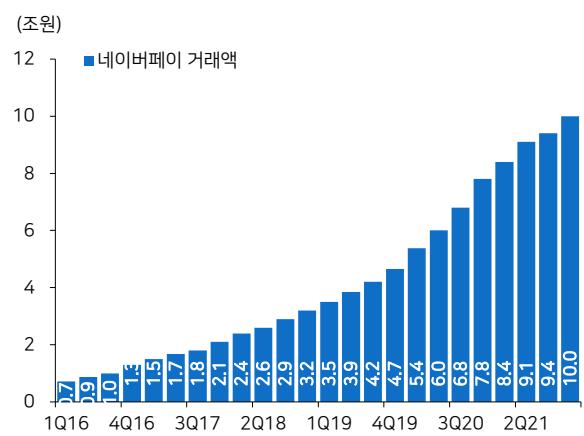
자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,499.1	1,663.5	1,690.3	1,858.6	5,304.2	6,711.6	7,943.7
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	826.0	801.3	854.0	2,803.2	3,234.0	3,406.4
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	365.3	385.3	421.3	1,089.6	1,496.3	1,940.8
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	243.6	277.5	677.4	963.3	1,312.6
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	144.8	149.4	183.3	460.2	608.4	774.5
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	94.9	110.6	122.4	273.7	409.6	509.3
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,210.3	1,327.9	1,337.4	1,472.0	4,088.8	5,347.7	6,255.0
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	399.6	411.6	428.5	1,196.6	1,614.0	1,801.4
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	581.7	567.6	642.0	1,796.6	2,301.3	2,723.7
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	170.6	175.7	178.5	549.8	679.8	776.7
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	176.0	182.5	223.0	545.9	752.5	953.2
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.8	288.8	335.6	352.9	386.6	1,215.4	1,363.9	1,688.6
세전이익	420.1	289.3	361.6	562.6	424.9	647.1	633.4	672.6	1,633.6	2,378.0	2,883.8
지배순이익	184.8	147.3	245.5	424.6	15,310.5	527.7	482.4	514.2	1,002.1	16,834.8	2,217.0

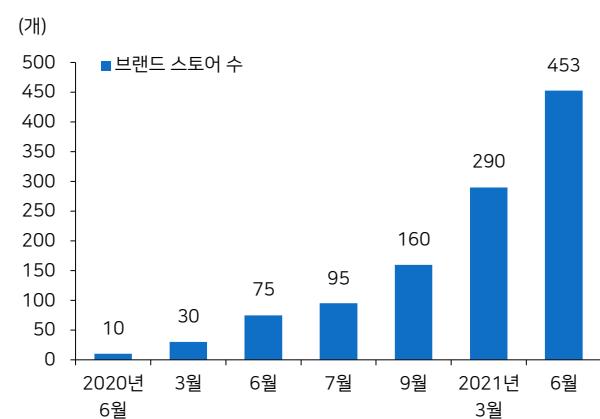
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q21 네이버페이 거래액 9.1조원 기록



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2Q21 브랜드 스토어 수 453개 기록



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CJ대한통운과 물류배송 경쟁력 강화 빨라진다



NAVER · CJ대한통운 풀필먼트 협력 개요

풀필먼트 센터 현황

곤지암(3만 2,000평), 군포센터(1만 1,600평) 운영 중
용인 콜드체인 전용센터(5,800평) 8월 오픈 예정

투자 계획

20만평(66만 1,157m²) 규모 풀필먼트 센터 추가
AI · 로봇 · 클라우드 등 기술 기반 스마트 물류 거점으로 활용

배송 서비스

익일 배송(자정 전 주문 시 다음 날 배송) 운영 중
당일배송 및 새벽배송으로 확대 예정

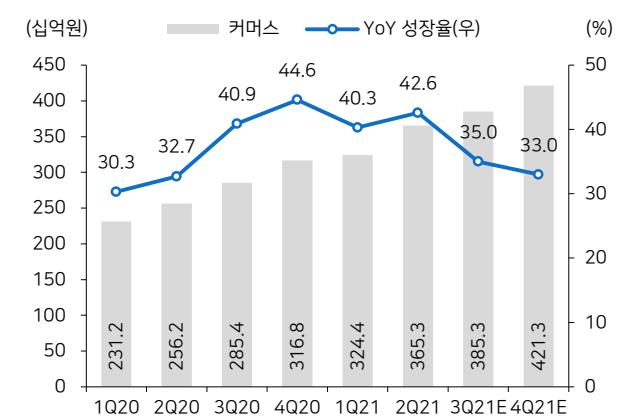
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스마트스토어 판매자수 46만개



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림6 커머스 매출액 성장률 40% 상회



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림5 서치플랫폼 매출 고성장세



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림7 7월 13일 NFA (네이버 풀필먼트) 출시



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표3 NAVER 적정주가 산출 내역

(십억원)	2021E	비고
NAVER (A)	79,345.2	
검색 플랫폼	18,780.1	검색, 뉴스, 로컬, 예약 등 기존 NAVER 사업가치
2021E NP	939.0	
Target PER(배)	20.0	글로벌 인터넷 업종 평균 베이류에이션
네이버쇼핑	40,000.0	
2021E GMV(거래액)	40.0	NAVER 플랫폼 통한 전체 상거래 거래금액
Target PSR(배)	1.0	국내 전자상거래 기업의 평균 PSR. 쿠팡 대비 60% 할인
네이버파이낸셜	10,077.1	
2021E 매출액	1,007.7	21E 네이버파이낸셜 예상 매출액
PSR(배)	10.0	
네이버웹툰	7,979.3	
네이버웹툰	4,662.0	21E 결제액 대비 PSR 10 배, 지분율 66.6% 적용
라인망가	2,664.0	21E 결제액 대비 PSR 10 배, 지분율 66.6% 적용
왓챠드	653.3	지분 100% 인수한 가치
동영상	1,558.7	네이버 TV, V 라이브, 위버스의 가치
네이버 TV	1,146.8	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
위버스컴퍼니	411.9	위버스플랫폼 가치 0.9 조원, 지분율 49% 반영
기타	950.0	스노우, 네이버랩스 등 관계사/투자자산 장부가액 30% 할인
Z 홀딩스 (B)	12,890.6	NAV 대비 30% 할인
Z 홀딩스 시가총액	56,661.8	Z 홀딩스 합병 후 기업가치 472 억달러, 54 조원 가정
지분율(%)	32.5	
현금성자산 (C)	1,992.0	
자사주 (D)	3,710.0	
총 기업가치 (A+B+C+D)	97,937.7	
적정주가(원)	590,000	
현주가(7/22, 원)	444,000	
상승여력(%)	34.1%	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER 컨퍼런스콜 Q&A

Q 서치플랫폼 매출 양호하고 특히 검색매출 반등했는데 증가 배경과 하반기 가이던스?

- A**
- 서치플랫폼은 올해 검색광고 품질 개선, AI 적용으로 광고 효율 증대. 지속적 신규 상품 런칭, 성과형 광고 성장으로 연간 두 자릿수 성장을 목표
 - 하반기 검색기술 개선 지속할 계획. 쇼핑/지역/금융/여행 등으로 다양한 광고 상품 확장 계획. 브랜드스토어, 지역 상공인 등으로 광고주풀 확대하며 상반기와 같은 높은 매출 성장세를 유지할 수 있도록 노력할 계획임

Q 머천트 솔루션의 론칭 라인업과 수익화 계획?

- A**
- 머천트 솔루션은 스마트스토어와 브랜드스토어 사업자들 성장하면서 필요한 사업툴들이 있음. 21년 하반기부터 베타테스트 해서 2022년부터 본격 서비스 제공하여, 2023년까지 구매-결제-고객관리-데이터 분석까지 온라인 판매 전과정 포트폴리오 구축 목표
 - 하반기 베타테스트 준비 중인 것은 브랜드스토어에 제공하고 있는 '브랜드애널리틱스'를 고도화하는 플러스 버전과 신제품 전시 부문 강화 기능, 스마트 메세지 '톡톡' 기능 마케팅 최적화 테스트. 8월 시작 예정인 정기구독 배송상품을 솔루션화 시킬 계획. NFA로 센터에서 물류관련 신청받고 브랜드스토어에 제공하는 기능, 메시지 자동상담 기능 준비 중
 - 사업자들이 유료 솔루션에 대해 긍정적 피드백을 주고 있어서 건강한 수익화 가능할 것

Q 스마트스토어 성장률이 예상보다 부진, 연간 목표치 변화? 이커머스 경쟁동향?

- A**
- 스마트스토어 성장은 코로나로 높은 기저효과, 택배 파업에도 불구하고 양호한 수준. 택배 영향으로 반품 이슈가 있었지만 하반기에는 큰 영향이 없을 것으로 예상. 연초 제시한 25조원 거래액 목표 달성을 무리 없을 것
 - 시장성장률은 생필품과 관련 부분은 높은 성장 보이지만, 네이버는 생필품 관련 라인업이 부족해서 이마트와 신선식품 라인업과 하반기 빠른 배송으로 함께 보완해갈 예정. 패밀리 멤버십으로 멤버십 유저수가 늘어나면서 구매 패턴들도 건강하게 성장중. 전체적 흐름에는 무리 없음

Q CJ대한통운과 물류 CAPA를 올렸는데 전체 브랜드/스마트스토어 GMV 상승여력?

- A**
- CJ대한통운과 협력하고 집중하는 부분은 빠른 배송 카테고리 사업자. 생필품/신선식품은 빠른 배송이 필요하여 물류 IT 공동개발, 기술 협력, 발송 속도를 빠르게 가는 부분 논의중. 브랜드 스토어 중에서 CJ대한통운을 파트너로 선택하는 사업자가 늘고 있음
 - 기존 풀필먼트 규모를 10배 이상 확대해서 빠른 배송이 필요한 상품들의 당일 배송 체계 갖춰나갈 것. 투자 규모, 운용 비용, 풀필먼트 가격, 운용 규모는 협의 중으로 아직 공개하지 못하는 것을 양해바람

Q CJ대한통운 포함 주요 풀필먼트사 제휴로 배송 리드타임 단축 여부, 전체 거래 증가?

- A**
- 네이버의 풀필먼트 얼라이언스 센터는 이번에 오픈, 2가지 영역에 걸쳐서 풀필먼트 강화하고 있는데 사업자들을 위한 물류 배송, 사용자들을 위한 빠른 배송을 넣어 SME들이 잘 사용하게 시스템 만들고 있음. 거래, 관계가 많아지고 다양한 물류 스타트업도 들어와서 성장할 수 있는 시스템이 만들어진 것
 - 21년 6월 기준 CJ대한통운의 빠른 배송 관련 브랜드스토어는 총 36개, 전월대비 47% 물동량 증가. 연말까지 150~200개 브랜드 스토어들이 빠른 배송에 연결될 예정. 13일 오픈한 NFA 출범 이후 평소보다 더 많은 브랜드/스마트스토어 연결 문의가 10배 이상 증가한 상태. 하반기 이런 연결은 좀더 빨라질 것. 관련 쇼핑 거래액은 아직은 언급하기 어렵고 하반기 구체화되면 공유할 것

Q 제페토의 크리에이터 게임개발 기능 오픈 시기? 커머스, 교육 등 컨텐츠 확장 계획?

- A**
- 제페토는 글로벌 가입자 2억명 이상 보유. 창작자가 재미있는 콘텐츠를 제작, 바이럴 마케팅을 통한 오가닉한 구조 만드는데 집중. 최근 삼성전자, 현대차, 구찌, 디올 등 광고 확대로 매출 70% YoY 이상 증가
 - 하반기 라이브 방송, 애니메이션 등 창작자가 활용 가능한 틀 확장 계획. 장기적으로는 아이템뿐 아니라 콘서트, 노래방 등 즐거운 경험할 수 있는 사용자 참여형 플랫폼으로 발전시킬 계획
 - 크리에이터 게임 개발 기능 오픈 시기는 올해 안에 가상공간 맵, 아이템을 만들 수 있는 창작 지원 플랫폼인 제페토 스튜디오에서 게임을 제작할 수 있는 기능 추가 예정. 실제 제페토에는 2만개 이상의 맵이 있는데 직접 개발한 공식 개발 맵과 이용자들이 만든 맵들이 있음. 현재는 공식 맵에만 게임이 있는데 하반기 일반 이용자들도 게임을 넣어서 맵을 만들 수 있도록 할 것

Q 후불결제 상용화 시점과 국내 시장 규모, 운전자금과 take rate? 머천트론 잔고와 향후 성장 계획, 네이버파이낸셜의 IPO 계획?

- A**
- 후불결제 베타테스트는 네이버페이를 자주 활용한 일부 사용자 대상으로 4월 15일부터 시범 서비스하여 이용 현황, 데이터 분석 진행 중. 초기 베타테스트는 양호한 결과, 이미 하반기부터 베타테스트 대상 확대를 진행하여 네이버 자체 신용평가 모델 정교화, 서비스 안정화하여 내년에는 더 많은 네이버페이 사용자들이 이용 가능하도록 할 것
 - 아직 베타테스트 기간이어서 규모가 크다고 할 수 없음. 몇 개월 동안 페이 이용 금액, 일정 수준의 월 평균 사용금액 이용자 대상을 선정해서 노출하고 있는 상황이라 정확한 시장 규모와 운전자금을 예측하기 어려움. 내년 서비스 확대 이후 구체적이게 될 것. 결제한도는 아직 소액으로 규제되고 있지만 향후 확장되면 더 큰 기회가 있을 것
 - 작년 11월 미래에셋캐피탈과 자체 대안신용평가 시스템 기반으로 스마트스토어 사업자 대출 출시. 3분기 제1금융권 우리은행과 스마트스토어 대출 출시 예정. 스마트스토어 거래액이 늘어나면서 대출액도 증가 기대. 시장규모는 사업 진행 하며 살펴봐야 할 것. 최초 3개월에는 월매출 100만원 이상 사업자 대상에서 최근 50만원으로 하향조정하며 범위 늘린 상황. 올해 사업 목표는 구체적인 수익보다 자금이 필요할 때 네이버파이낸셜의 사업자대출을 가장 먼저 떠오를 수

있도록 자리매김하는 것

- 네이버파이낸셜 상장은 장기적으로 검토해야하나 아직 구체적 계획 없음

Q 스마트스토어 대상으로 신선식품 물류로 이마트와 쿠팡처럼 한 장바구니 배송, 새벽 배송까지 가능한가?

A ■ 이마트와 오픈하게 될 장보기 서비스는 초기에는 이마트 상품만 담게 됨. 이마트와 물류와 관련된 협력도 논의중으로 구체적 그림을 말씀드리기 어려우나, 이마트가 하고 있는 다양한 물류서비스들이 있어서 협력은 가능하며 지금은 어려우나 추후에는 가능할 것

Q 커머스외 모든 사업부에 투자가 필요한 시점이라고 말했는데, 영업이익 KPI 관리 계획?

A ■ 영업이익을 KPI로 관리할 것인지에 대해서는 5개 분기 연속 높은 매출성장을 기록하는 이면에는 다양한 투자의 결과가 매출액, 영업이익, 순이익에 나타나고 있다고 생각. 지속적으로 국내 사업도 확장하고 해외 사업도 확장해야 하는 과제, 이익보다는 매출 성장으로 평가 받고자 함
■ 영업이익률 관점에서 보면 과거 고마진이었던 서치, 디스플레이 광고에서 커머스, 펍테크, 콘텐츠, 클라우드로 확장되고 있음. 2분기에는 신사업 매출비중이 50% 넘어서고 있음. 장기 성장 위해서는 신규 사업 매출 성장이 필수적. 하반기 특별한 이벤트 발생하지 않은 이상 상반기 수준의 영업이익률 유지 가능

Q 웹툰 왓패드 인수 후 북미 시장 ARPPU 확장을 위한 비즈니스 모델과 도입 시기?

A ■ 5월 웹툰-왓패드 합병완료. 전세계 600만명의 창작자, 1억 6,700만명의 이용자 보유한 글로벌 1위 스토리 플랫폼. 6월말 왓패드 웹툰스튜디오 출범, 통합 10억건 이상 원천 IP 보유한 글로벌 사업 본격화. 글로벌 오리지널 컨텐츠 협력 제작, 1천억원 규모의 펀드 조성을 통해서 흥행성 검증한 IP의 영상화, 출판화 진행되며 수익성도 개선, 네이버 글로벌 컨텐츠 생태계 확장
■ 5월말 인수 완료. 6월부터 매출 인식. 왓패드 수익모델은 네이티브 광고와 구독 모델이 대부분. 매출성장률에 이 부분이 포함되나 향후 웹툰의 다양한 수익모델도 적용될수 있다고 생각

Q 라인망가의 하반기 전략?

A ■ 지난주 라인망가 2.0버전 출시되어 프로덕트 안정성, 사용성 개선 작업 진행중. 이용자 충성도 높여가며 거래액 성장 지속중. 일본 망가시장 1위 탈환을 위해 오리지널 컨텐츠 강화뿐 아니라 컨텐츠 추천 로직 변경, 사용자 혜택 강화, CRM 다변화 등 서비스 방문자 빈도를 올리며 컨텐츠 소비량 확대하는 데 집중. 연말쯤에는 의미있는 가시적 성과 나타날 것으로 기대

Q 커머스 매출이 43% YoY 성장, 스마트스토어 GMV는 40% YoY 증가했다고 하셨는데, 쇼핑 검색 매출과 아웃링크 매출이 세그먼트별로 성장률 어떻게 되는건가?

A ■ 커머스 매출은 커머스 광고와 외부 제휴 중개로 구성. 커머스 광고 매출은 스마트스토어 증가율과 비슷하게 증가. 외부제휴는 소폭 빠짐. 2Q20와 다른 것은 20년 6월에 멤버십 서비스를 시작하면서, 그때는 멤버쉽 매출이 없었고 올해

2분기에 멤버십 매출이 포함되었음

Q 신세계백화점과 7월 명품 부띠크 론칭이 늦어지는 이유, 언제 출시되나?

- A**
- 3월 발표 시점 대비 장보기도 3개월 가량 늦어지고 있는데, 이마트와 협력에서 가장 중요한 부분은 신선식품 장보기로 4분기 오픈해서 성과를 내는 것에 집중. 장보기 신선식품 관련 새벽 배송까지 물류 체계와 이후 방향을 심도있게 논의하다보니 늦어짐
 - 장보기 이후 명품 관련 논의를 추가로 할 예정. 구체적 시기를 공유드리기 어렵지만 신세계 명품은 개별적으로 브랜드 스토어 입점은 진행되고 있음. 신세계의 명품브랜드와 개별적 협력, 쇼핑라이브 협력을 지금 진행하고 있어 구체적 방안이 나오면 공유 드릴 것

Q 스마트플레이스를 스마트스토어 수준으로 사업 강화, 배달과 퀵커머스 전략?

- A**
- 스마트플레이스에서 배달이 큰 영역이지만, 네이버에서 증가하는 지역쿼리 보면 오프라인 음식점/장소를 찾고 방문해서 찾아가는 요구도 늘어가고 있음
 - 스마트플레이스를 매장 소개, 매장에 온 고객을 관리하고, 리뷰 개선 등 전체적으로 고객관리, 네이버에서 사업자를 알리는 마케팅 솔루션 부문에서 사업자 발전 방향에 도움을 줄지 고민중. 현재 예약/주문/결제 툴을 제공하고 있고, 오프라인 네이버페이 결제도 적극적으로 기능 강화할 예정
 - SME중에서 스마트플레이스 예약을 붙여서 쓰는 사업자중에 헤어샵, 숙박 예약 증가도 크고, 사업자들이 광고/마케팅 솔루션 요구도 늘어나서 7월 플레이스 광고도 베타 테스트중. 향후 스마트스토어-스마트플레이스 연동 작업 진행 예정. 스마트 플레이스도 오프라인 사업자들이 쿠폰 발행, 단골 스템프 발행, 단골들에게 알림 제공 등 여러가지 수단 줄수 있어서 필요한 부분 디벨롭해서 스마트스토어 수준의 사업자 툴로 발전시킬 계획
 - 추후 스마트플레이스를 쓰는 사업자가 스마트스토어를 개설하거나, 온/오프라인 사업에 필요한 연결 툴을 진행 예정

Q 하반기 왓패드 인수 및 e커머스 관련하여 마케팅비 증가 영향?

- A**
- 상반기 웹툰은 로얄이용자 → 유료이용자 전환 마케팅에 집중. 웹툰 마케팅비는 전년동기, 전분기대비로 감소했음. 하반기에는 일본 주도권 확보 위해 마케팅 투자가 불가피한 상황. 향후 내부 목표 달성에 따라서 조정하겠지만 일본에서 마케팅 증가할수 있으며 그 외 지역은 전년수준 마케팅비 예상
 - 커머스 마케팅은 플러스 멤버십 확대에 지속적 투자, 멤버십 매출 증가, 커머스 거래액 상승으로 전체 마케팅비 증가는 사실. 그러나 전체적인 네이버 전체 수익성 관점에서는 중립적. 2분기 페이 프로모션 등 커머스 마케팅비는 증가하나 상승 비중은 완화되고 있어서 전체적으로 안정화 될 것으로 예상

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356.2	5,304.2	6,711.6	7,943.7	9,389.4
매출액증가율 (%)	-22.0	21.8	26.5	18.4	18.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,356.2	5,304.2	6,711.6	7,943.7	9,389.4
판매관리비	3,201.2	4,088.8	5,347.7	6,255.0	7,014.5
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,363.9	1,688.6	2,374.9
영업이익률	26.5	22.9	20.3	21.3	25.3
금융손익	237.2	378.1	575.9	726.3	732.1
증속/관계기업손익	18.4	115.6	347.3	356.1	373.9
기타영업외손익	-19.4	-75.5	100.8	106.3	-130.0
세전계속사업이익	1,391.3	1,633.6	2,378.0	2,883.8	3,380.6
법인세비용	470.6	492.5	504.2	634.4	777.6
당기순이익	396.8	845.0	16,873.8	2,249.4	2,603.1
지배주주지분 순이익	583.1	1,002.1	16,834.8	2,217.0	2,570.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,356.8	1,447.2	15,845.3	3,952.4	4,429.9
당기순이익(손실)	396.8	845.0	16,873.8	2,249.4	2,603.1
유형자산상각비	460.3	465.3	479.3	493.7	508.5
무형자산상각비	37.7	30.0	30.9	31.8	32.7
운전자본의 증감	566.5	227.1	-3,252.3	27.0	-185.6
투자활동 현금흐름	-1,078.1	-2,503.2	-14,899.7	-2,597.2	-3,247.2
유형자산의증가(CAPEX)	-435.9	-759.4	-782.2	-805.7	-829.8
투자자산의감소(증가)	-1,221.2	-743.6	-18,734.5	-2,197.4	-1,915.3
재무활동 현금흐름	52.3	1,192.1	-3,657.1	455.4	478.5
차입금의 증감	923.4	-1,197.6	-1,099.9	-1,124.5	-1,243.7
자본의 증가	34.3	218.0	224.5	231.2	238.2
현금의 증가(감소)	417.6	-2,140.2	887.2	1,141.6	1,218.4
기초현금	3,322.9	3,740.5	1,600.3	2,487.5	3,629.1
기말현금	3,740.5	1,600.3	2,487.5	3,629.1	4,847.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	6,458.0	6,780.2	8,044.6
현금및현금성자산	3,740.5	1,600.3	2,487.5	3,629.1	4,847.5
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	55.1	4.3	5.2	6.1	6.1
비유동자산	6,655.8	6,469.6	7,203.5	7,440.4	7,511.5
유형자산	1,596.3	1,684.6	1,853.0	2,038.3	2,079.1
무형자산	341.4	105.1	115.7	127.2	139.9
투자자산	3,487.4	4,346.5	4,928.3	4,968.3	4,985.9
자산총계	12,299.5	17,014.2	32,154.3	35,160.1	38,599.9
유동부채	3,773.1	7,911.8	3,558.9	3,914.7	4,306.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	509.6	481.2	443.4	443.4	443.4
유동성장기부채	50.0	95.0	45.0	45.0	45.0
비유동부채	2,022.5	847.4	4,473.8	4,921.1	5,413.2
사채	752.3	5.7	1,259.7	1,259.7	1,259.7
장기차입금	50.0	145.0	145.0	145.0	145.0
부채총계	5,795.6	8,759.1	8,032.6	8,835.9	9,719.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,575.3	1,793.3	1,321.0	1,321.0	1,321.0
기타포괄이익누계액	-91.1	106.4	-20.8	-20.8	-20.8
이익잉여금	5,712.1	6,654.8	23,481.8	25,684.3	28,240.5
비지배주주지분	698.7	887.9	348.0	348.4	348.4
자본총계	6,503.9	8,255.1	24,121.8	26,324.2	28,880.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	26,431	32,274	40,859	48,359	57,161
EPS(지배주주)	3,538	6,097	102,487	13,497	15,646
CFPS	7,702	11,041	12,549	15,810	15,693
EBITDAPS	10,030	10,409	11,409	13,479	17,753
BPS	35,223	44,850	144,729	158,135	173,697
DPS	376	402	402	402	402
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	52.7	48.0	4.3	32.6	28.1
PCR	24.2	26.5	35.1	27.8	28.0
PSR	7.1	9.1	10.8	9.1	7.7
PBR	5.3	6.5	3.0	2.8	2.5
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,874.1	2,214.1	2,916.1
EV/EBITDA	17.8	27.5	37.9	31.5	23.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	15.2	108.1	8.9	9.4
EBITDA 이익률	37.9	32.3	27.9	27.9	31.1
부채비율	89.1	106.1	33.3	33.6	33.7
금융비용부담률	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(X)	69.8	56.1	49.3	61.1	85.9
매출채권회전율(X)	14.9				
재고자산회전율(X)	77.4	178.4	1,410.1	1,414.5	1,550.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

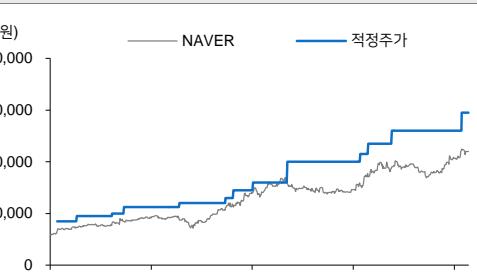
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.25	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-16.8	-12.6	
2019.08.29	기업분석	Buy	190,000	김동희	-19.1	-15.8	
2019.10.31	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-16.6	-10.0	
2019.11.21	기업브리프	Buy	225,000	김동희	-19.4	-14.9	
2020.02.28	기업브리프	Buy	240,000	김동희	-25.4	-8.5	
2020.05.20	산업분석	Buy	260,000	김동희	-10.6	-7.3	
2020.06.03	산업분석	Buy	290,000	김동희	-11.8	-2.9	
2020.07.08	산업브리프	Buy	320,000	김동희	-5.0	5.9	
2020.09.07	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-27.0	-20.5	
2021.01.15	산업브리프	Buy	430,000	김동희	-23.8	-17.4	
2021.01.29	기업브리프	Buy	470,000	김동희	-20.3	-15.0	
2021.03.12	기업브리프	Buy	520,000	김동희	-26.5	-14.6	
2021.07.15	산업브리프	Buy	590,000	김동희	-	-	