

NAVER (035420)

인터넷

이창영



02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	550,000원 (M)
현재주가 (10/21)	410,500원
상승여력	34%

시가총액	674,301억원
총발행주식수	164,263,395주
60일 평균 거래대금	2,952억원
60일 평균 거래량	707,100주
52주 고	454,000원
52주 저	275,000원
외인지분율	56.60%
주요주주	국민연금공단 9.17%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.9	(4.1)	38.0
상대	6.4	2.6	8.8
절대(달러환산)	1.7	(6.0)	32.7

국내에는 좁다 해외로 간다

3Q21 Review

영업수익 1조 7,273억원 YoY 26.9%, QoQ 3.8%, 영업이익 3,498억원 YoY 19.9%, QoQ 4.2%, 영업이익률 20.3%. 지배순이익 3,319억원. 컨센 상회.

해외 성장 및 성장가능성에 배팅하자

- 글로벌 크로스 보더 콘텐츠가 지속 확대, 웹툰 월 거래액 1,000억원 돌파, 분기 매출액은 YoY 79% 상승, 부문별로 가장 높은 성장을 시현.
- 해외사용자가 90%(추정) 메타버스 플랫폼 '제페토'의 가입자(2.4억명)는 YoY 40% 증가, MAU(1200만명 추정) YoY 60% 증가, 매출액이 YoY 두배 이상 증가.
- 국내 스마트스토어의 일본 버전인 '마이스마트스토어' 기존 LINE 메신저 공식계정과 연결되어 소비자와 1:1 커뮤니케이션이 가능하여 일본 모바일 쇼핑 매출 성장이 본격화 될 것으로 기대.

투자의견 BUY, 목표주가 55만원 유지

전체 매출액 중 여전히 90%가 넘는 광고, 커머스, 핀테크, 클라우드 등 국내 매출액이, YoY 20%이상의 높은 성장을 유지하고 있는 가운데, 콘텐츠(웹툰), 제페토, LINE의 해외시장에서의 높은 성장성과 성장잠재력이 동사의 지속적인 기업가치 상승의 가장 중요한 요인이 될 것으로 기대됨

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 55만원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,273	1,000.3	3.8	17,297	-0.1
영업이익	3,498	-20.4	4.2	3,396	3.0
세전계속사업이익	4,944	-22.9	-23.6	4,933	0.2
지배순이익	3,319	35.2	-37.1	3,704	-10.4
영업이익률 (%)	20.3	-259.7 %pt	+0.1 %pt	19.6	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	19.2	-137.2 %pt	-12.5 %pt	21.4	-2.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	43,562	53,041	67,697	82,310
영업이익	11,550	12,153	13,662	18,575
지배순이익	5,831	10,021	166,447	17,218
PER	39.1	40.4	4.1	39.2
PBR	3.5	4.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	12.9	23.0	41.3	30.6
ROE	10.6	15.2	108.3	7.1

자료: 유안타증권

3Q21 Review

영업수익 1조 7,273억원 YoY 26.9%, QoQ 3.8%, 영업이익 3,498억원 YoY 19.9%, QoQ 4.2%,
영업이익률 20.3%. 지배순이익 3,319억원

부문별로는 검색광고 6,011억원 YoY 10.9%, QoQ -0.4%, 디스플레이광고 2,238억원 YoY 33.2%, QoQ 0.5%, 커머스 3,803억원 YoY 33.2%, QoQ 4.1%, 핀테크 YoY 38.9%, QoQ 3.9%,
콘텐츠 YoY 60.2%, QoQ 27.2%, 클라우드 YoY 26.2%, QoQ 1.4%

해외 성장 및 성장가능성에 배팅하자

1. 이번 3분기 콘텐츠 부문은 글로벌 크로스 보더 콘텐츠가 지속 확대되며, 웹툰 월 거래액 1,000억원 돌파, 분기 매출액은 YoY 79% 상승, 부문별로 가장 높은 성장률을 시현함. 향후 600만 창작자의 콘텐츠 생산에 기반하여 영상사업 등 2차판권으로 확장. 동사의 글로벌 성장의 주요 원동력이 될 것으로 기대
2. 해외사용자가 90%인 것으로 추정되는 메타버스 플랫폼 ‘제페토’의 가입자(2.4억명)는 YoY 40% 증가, MAU(1200만명 추정) YoY 60% 증가하며, 매출액이 YoY 두배 이상 증가. 증가 원인은 패션아이템, 광고 증가이며 향후 게임제작 등 사용자 콘텐츠 제작 기능 추가로 트래픽 증가와 함께 기능성 아이템, 정기구독 상품 등으로 매출 확대 계획
3. 네이버 국내 e커머스 성장의 원동력이었던 스마트스토어의 일본 버전인 ‘마이스마트스토어’가 10월20일 베타버전으로 오픈하고 판매자 모집 시작. ‘마이스마트스토어’는 기존 LINE 메신저 공식계정과 연결되어 소비자와 1:1 커뮤니케이션이 가능하여 일본 모바일 쇼핑 매출 성장이 본격화 될 것으로 기대. 실제로 국내의 모바일 메신저 선물하기와 같은 ‘LINE GIFT’의 거래액이 2021년 2분기(CY) YoY 203% 증가하며 LINE메신저 - 야후재팬 쇼핑의 시너지가 본격화 되고 있음

투자의견 BUY, 목표주가 55만원 유지

전체 매출액 중 여전히 90%가 넘는 광고, 커머스, 핀테크, 클라우드 등 국내 매출액이, YoY 20% 이상의 높은 성장을 유지하고 있는 가운데, 콘텐츠(웹툰), 제페토, LINE의 해외시장에서의 높은 성장성과 성장잠재력이 동사의 지속적인 기업가치 상승의 가장 중요한 요인이 될 것으로 기대됨

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 55만원을 유지함

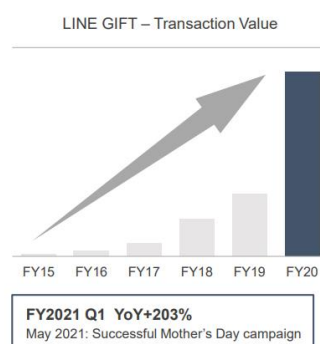
NAVER 실적추정

(단위: 억원)

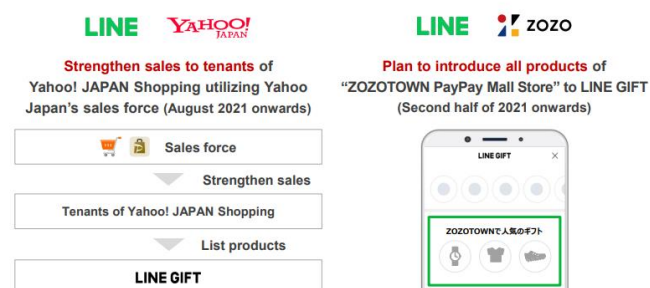
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q 21	2Q 21	3Q 21	4Q 21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익	11,547	12,760	13,608	15,126	14,991	16,635	17,273	18,798	43,563	53,041	67,698	82,310	97,272
YoY%	16%	17%	24%	28%	30%	30%	27%	24%	-	22%	28%	22%	18%
서치플랫폼	6,447	6,782	7,101	7,702	7,527	8,260	8,250	8,808	26,546	28,032	32,845	36,450	39,588
검색	5,196	5,277	5,420	5,654	5,697	6,032	6,011	6,220	21,006	21,547	23,960	25,877	27,430
YoY%	4%	-1%	4%	5%	10%	14%	11%	10%	-	3%	11%	8%	6%
디스플레이	1,251	1,505	1,681	2,048	1,830	2,228	2,238	2,588	5,540	6,485	8,884	10,572	12,158
YoY%	1%	4%	26%	35%	46%	48%	33%	26%	-	17%	37%	19%	15%
커머스	2,312	2,562	2,854	3,168	3,244	3,653	3,803	4,119	7,921	10,896	14,819	19,116	24,086
YoY%	30%	33%	41%	45%	40%	43%	33%	30%	-	38%	36%	29%	26%
핀테크	1,376	1,647	1,740	2,011	2,095	2,326	2,417	2,646	4,066	6,774	9,484	12,424	15,529
YoY%	58%	72%	67%	68%	52%	41%	39%	32%	-	67%	40%	31%	25%
콘텐츠	934	1,129	1,150	1,389	1,308	1,448	1,841	2,122	3,092	4,602	6,719	9,339	12,141
YoY%	55%	44%	32%	66%	40%	28%	60%	53%	-	49%	46%	39%	30%
클라우드	477	641	763	856	817	949	962	1,104	1,936	2,737	3,832	4,981	5,928
YoY%	14%	54%	66%	33%	71%	48%	26%	29%	-	41%	40%	30%	19%
영업비용	8,629	9,680	10,691	11,889	12,103	13,279	13,775	14,879	32,012	40,889	54,036	63,734	73,535
개발/운영	2,829	2,897	3,117	3,124	3,743	3,996	3,890	4,159	10,289	11,967	15,788	17,392	18,810
YoY%	12%	16%	7%	10%	29%	28%	25%	11%	-	16%	32%	10%	8%
파트너	3,772	4,275	4,570	5,349	5,100	5,817	6,088	6,723	13,930	17,966	23,728	29,670	35,434
YoY%	21%	25%	31%	36%	35%	36%	33%	26%	-	29%	32%	25%	19%
인프라	1,109	1,361	1,448	1,579	1,550	1,706	1,782	1,833	4,212	5,497	6,871	7,421	8,015
YoY%	15%	35%	36%	35%	40%	25%	23%	16%	-	31%	25%	8%	8%
마케팅	919	1,147	1,556	1,837	1,710	1,760	2,015	2,164	3,580	5,459	7,649	9,251	11,276
매출액대비	8.0%	9.0%	11.4%	12.1%	11.4%	10.6%	11.7%	11.5%	8%	10%	11%	11%	12%
영업이익	2,918	3,080	2,917	3,237	2,888	3,356	3,498	3,920	11,550	12,152	13,662	18,575	23,738
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.3%	20.9%	26.5%	22.9%	20.2%	22.6%	24.4%
YoY%	1%	2%	2%	18%	-1%	9%	20%	21%	-	5%	12%	36%	28%

자료: 유안타증권 리서치센터

LINE GIFT 거래액 변화



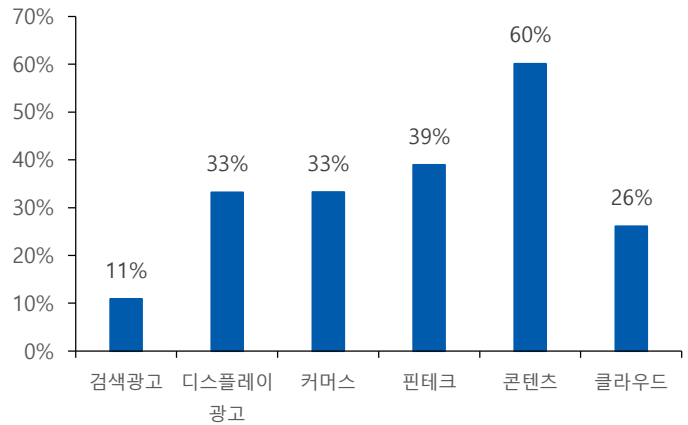
Future Measures (Overview)



자료: ZHoldings

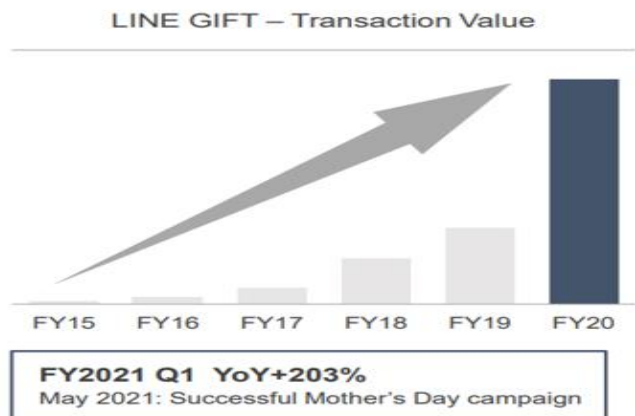
Key Chart

3Q21 부문별 YoY 성장률

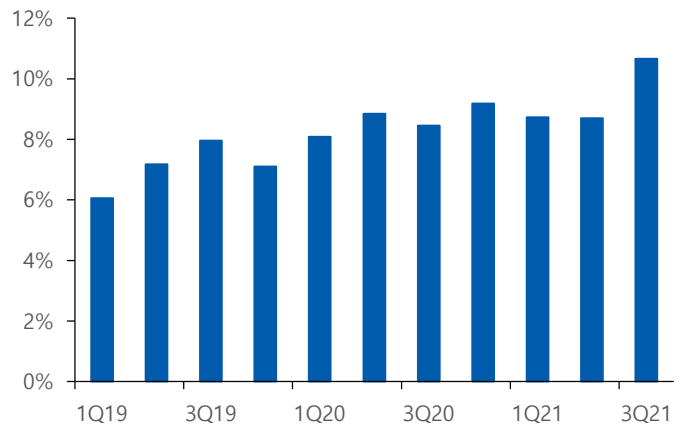


자료: NAVER

일본 LINE GIFT 거래액 추이



자료: ZHoldings

NAVER 전체 매출 중
콘텐츠 매출이 차지하는
비중 추이

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	43,562	53,041	67,697	82,310	97,272
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	43,562	53,041	67,697	82,310	97,272
판매비	32,012	40,888	54,036	63,734	73,535
영업이익	11,550	12,153	13,662	18,575	23,738
EBITDA	16,530	17,106	16,625	22,226	28,000
영업외손익	2,362	4,182	8,160	4,375	6,267
외환관련손익	-69	-122	0	0	0
이자손익	-51	-57	-199	-113	-52
관계기업관련손익	184	1,156	4,717	6,132	7,972
기타	2,298	3,205	3,641	-1,645	-1,652
법인세비용차감전순손익	13,913	16,336	21,822	22,950	30,005
법인세비용	4,706	4,925	5,429	5,737	7,501
계속사업순손익	9,207	11,410	16,393	17,212	22,504
중단사업순손익	-5,239	-2,960	149,999	0	0
당기순이익	3,968	8,450	166,392	17,212	22,504
지배지분순이익	5,831	10,021	166,447	17,218	22,511
포괄순이익	5,356	10,662	166,050	16,871	22,162
지배지분포괄이익	6,595	12,198	166,291	16,895	22,194

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	-73,899	-222,931	-218,868
당기순이익	3,968	8,450	166,392	17,212	22,504
감가상각비	4,603	4,653	2,963	3,651	4,263
외환손익	-85	202	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	644	-696	-2,607	-6,132	-7,972
자산부채의 증감	5,665	2,271	1,621	681	681
기타현금흐름	-1,227	-409	-242,268	-238,343	-238,343
투자활동 현금흐름	-10,781	-25,032	-150,384	-25,462	-25,713
투자자산	-7,166	-15,674	-130,500	-3,585	-3,836
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,359	-7,594	-11,521	-11,521	-11,521
유형자산 감소	67	90	52	52	52
기타현금흐름	677	-1,854	-8,415	-10,408	-10,408
재무활동 현금흐름	523	11,921	111,075	-7,151	-4,667
단기차입금	1,445	12,014	-1,772	-8,738	-6,254
사채 및 장기차입금	0	1,035	106,490	-3,000	-3,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-469	-549	-595	-602	-602
기타현금흐름	-453	-577	6,952	5,189	5,189
연결범위변동 등 기타	866	-22,764	120,176	249,626	243,474
현금의 증감	4,176	-21,402	6,968	-5,917	-5,773
기초 현금	33,229	37,405	16,003	22,971	17,054
기말 현금	37,405	16,003	22,971	17,054	11,281
NOPLAT	11,550	12,153	13,662	18,575	23,738
FCF	9,209	6,878	-85,420	-234,451	-230,388

자료: 유안타증권

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

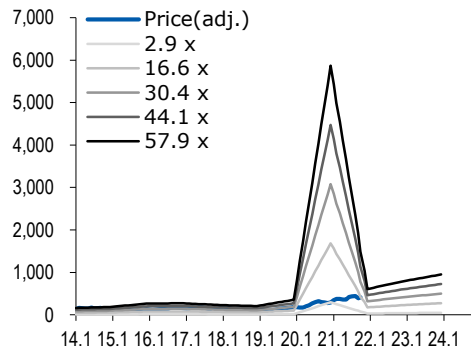
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	56,437	105,447	50,733	41,001	36,133	
현금및현금성자산	37,405	16,003	22,971	17,054	11,281	
매출채권 및 기타채권	11,946	9,851	12,756	8,929	9,822	
재고자산	551	43	55	66	78	
비유동자산	66,558	64,696	284,059	299,524	318,756	
유형자산	15,963	16,846	23,700	31,518	38,724	
관계기업등 지분관련자산	15,583	11,994	207,929	217,647	229,455	
기타투자자산	19,291	31,471	40,913	40,885	40,891	
자산총계	122,995	170,142	334,792	340,525	354,889	
유동부채	37,731	79,118	38,364	32,809	30,057	
매입채무 및 기타채무	22,035	18,555	10,135	11,149	12,264	
단기차입금	5,096	4,812	3,661	-5,077	-11,331	
유동성장기부채	500	950	1,677	1,677	1,677	
비유동부채	20,225	8,474	49,677	44,347	39,552	
장기차입금	500	1,450	12,070	12,070	12,070	
사채	7,523	57	15,916	12,916	9,916	
부채총계	57,956	87,591	88,041	77,156	69,608	
지배지분	58,052	73,672	233,806	250,424	272,336	
자본금	165	165	165	165	165	
자본잉여금	15,753	17,933	14,325	14,325	14,325	
이익잉여금	57,121	66,548	229,250	245,869	267,780	
비지배지분	6,987	8,879	12,945	12,945	12,945	
자본총계	65,039	82,551	246,751	263,369	285,280	
순차입금	-21,975	-19,721	-1,322	-7,143	-10,624	
총차입금	19,262	8,442	35,330	23,592	14,338	

Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,538	6,097	101,329	10,482	13,704
BPS	39,913	49,961	156,714	167,853	182,540
EBITDAPS	10,030	10,408	10,121	13,531	17,046
SPS	26,431	32,274	41,213	50,108	59,217
DPS	376	402	402	402	402
PER	39.1	40.4	4.1	39.2	30.0
PBR	3.5	4.9	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	12.9	23.0	41.3	30.6	24.2
PSR	5.2	7.6	10.0	8.2	6.9

재무비율				(단위: 배, %)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-22.0	21.8	27.6	21.6	18.2
영업이익 증가율 (%)	22.5	5.2	12.4	36.0	27.8
지배순이익 증가율 (%)	-10.1	71.9	1,561.0	-89.7	30.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	26.5	22.9	20.2	22.6	24.4
지배순이익률 (%)	13.4	18.9	245.9	20.9	23.1
EBITDA 마진 (%)	37.9	32.3	24.6	27.0	28.8
ROIC	124.0	63.7	58.7	108.4	114.4
ROA	5.3	6.8	65.9	5.1	6.5
ROE	10.6	15.2	108.3	7.1	8.6
부채비율 (%)	89.1	106.1	35.7	29.3	24.4
순차입금/자기자본 (%)	-37.9	-26.8	-0.6	-2.9	-3.9
영업이익/금융비용 (배)	69.8	56.1	38.6	79.6	171.9

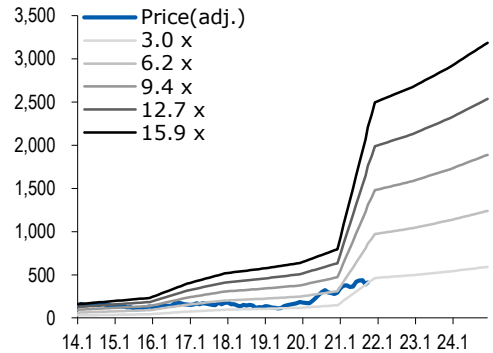
P/E band chart

(천원)

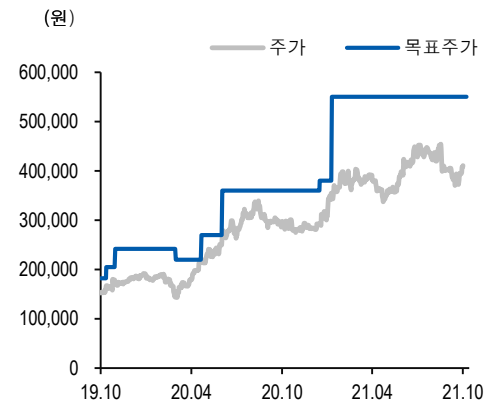


P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-22	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

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)	91.0
Hold(중립)	9.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-19

※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 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.