

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sks.co.kr

02-3773-8812

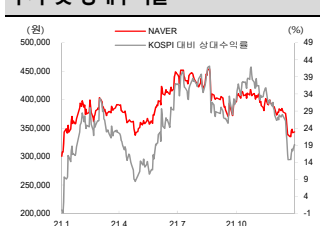
Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	16,426 만주
자사주	1,566 만주
액면가	100 원
시가총액	563,509 억원
주요주주	
국민연금공단	9.99%
자사주	9.36%
외국인지분률	55.50%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(22/01/18)	338,000 원
KOSPI	2864.24 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	454,000 원
52주 최저가	300,500 원
60일 평균 거래대금	2,019 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.7%	-6.7%
6개월	-23.2%	-12.9%
12개월	12.3%	19.8%

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 480,000 원(하향))

비용증가보다는 탑라인 성장 기조 확인이 중요

NAVER 4Q21 실적은 전부문 고른 성장에도 불구하고 마케팅비용과 인건비 증가로 시장 기대치에는 소폭 하회할 것으로 예상. 이에 2021년 영업이익률은 전년 대비 3.0%p 하락할 전망. 2022년 커머스, 콘텐츠, 메타버스, NFT 등 투자가 필요한 시점이지만 탑라인 성장을 기반으로 점진적인 수익성 개선이 예상됨. 목표주가 48만원으로 소폭하향 조정하나, 밸류에이션 부담 완화 및 중장기 성장성 유효해 투자이견 매수 유지

4Q21 Preview: 비용증가로 기대치 소폭하회 전망

NAVER 4Q21 실적은 영업수익 1조 8,145 억원(20.0% yoy), 영업이익 3,594 억원(11.0% yoy, OPM: 19.8%)으로 예상된다. 영업수익은 서치플랫폼(+9.2%)과 커머스(+28.8%), 핀테크(+30.3%), 콘텐츠(+45.4%) 등 전 부문에서 고른 성장세가 이어질 것이다. 4분기 마케팅비용 및 인건비 증가로 영업이익은 기대치 대비 소폭 하회하면서 연간 영업이익률도 전년 대비 3.0%p 하락할 것으로 예상된다.

2022년에도 공격적 투자에도 점진적인 수익성 개선 기대

NAVER는 2022년에도 공격적인 투자가 계속될 전망이다. 스마트스토어 일본 진출, 네이버웹툰의 글로벌 확장, 제페토 게임출시, NFT 사업강화 등 중장기 성장을 위한 투자가 필요한 시점이기 때문이다. 비용증가 요인에도 불구하고 탑라인 성장을 기반으로 2022년 영업이익은 전년 대비 23.1% 증가하는 등 수익성도 점진적으로 개선될 것으로 예상되어 최근 주가 하락은 매수기회라 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 480,000 원(하향)

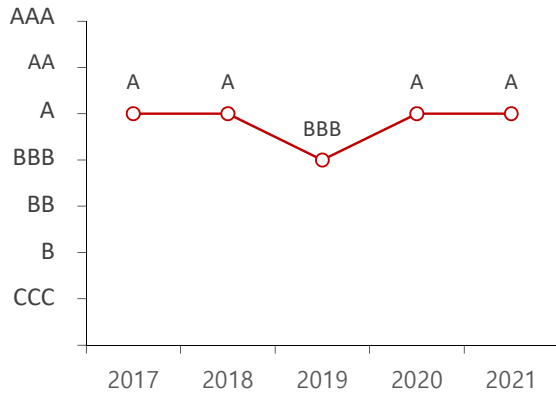
NAVER에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 전 부문에서 고른 성장세가 2022년에도 지속될 것으로 판단되며, 최근 주가 하락으로 2022년 기준 PER이 24.3배까지 하락하며 밸류에이션 부담이 크게 완화되었기 때문이다. 목표주가는 기존 520,000원에서 480,000원으로 하향한다. 비용증가에 따른 실적 소폭 하향조정과 Z홀딩스 지분가치 하락을 반영한 결과이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	55,869	43,562	53,041	67,043	80,323	95,020
yoy	%	19.4	-22.0	21.8	26.4	19.8	18.3
영업이익	억원	9,425	11,550	12,153	13,336	16,414	19,950
yoy	%	-20.1	22.5	5.2	9.7	23.1	21.5
EBITDA	억원	12,036	16,530	17,106	22,043	22,802	24,695
세전이익	억원	11,117	13,913	16,336	23,548	32,718	38,650
순이익(지배주주)	억원	6,488	5,831	10,021	16,769	22,870	27,839
영업이익률%	%	16.9	26.5	22.9	19.9	20.4	21.0
EBITDA%	%	21.5	38.0	32.3	32.9	28.4	26.0
순이익률	%	11.2	9.1	15.9	24.9	28.1	29.0
EPS(계속사업)	원	3,906	6,716	7,899	10,772	13,941	16,055
PER	배	31.2	27.8	37.0	35.1	24.3	21.1
PBR	배	3.8	5.3	6.5	2.6	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	15.2	18.1	27.8	28.3	23.7	20.8
ROE	%	13.0	10.6	15.2	105.9	8.9	9.8
순차입금	억원	-28,971	-20,286	-19,187	-8,146	-35,980	-65,011
부채비율	%	66.1	89.1	106.1	36.3	40.4	43.3

ESG 하이라이트

NAVER의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
NAVER 종합 등급	A	B+	27.7
환경(Environment)	125	D	11.6
사회(Social)	46.6	B-	31.6
지배구조(Governance)	54.9	A-	62.5
<비교업체 종합 등급>			
카카오	BBB	B	28.1
카카오페이	NA	NA	NA
엔씨소프트	BBB	C	16.1
넷마블	BBB	D+	17.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 NAVER ESG 평가

NAVER는 사내 괴롭힘 사건 등의 일부 ESG 관련 리스크 노출되었으나, 인권전담조직 신설, 사회적 가치 창출을 위한 노력을 인정받아 외부 평가기관의 ESG 등급이 지속적으로 상승하고 있는 점 긍정적

자료: SK 증권

NAVER의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

NAVER의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.01.15	사회 (Social)	네이버 스마트플레이스 이틀 연속 오류... 일부 고객 주문 취소
2022.01.12	사회 (Social)	네이버, 블로그 주소에 아이디 노출...개인정보위 "개선 권고"
2022.01.10	지배구조 (Governance)	대기업 구태 따르는 네이버·카카오...공사의무 위반해 추천만원 과태료
2021.12.30	사회 (Social)	카카오-네이버, 연이어 서비스 장애 발생
2021.12.13	사회 (Social)	네이버, 직장 내 괴롭힘 대책 두 달 넘게 협의 중
2021.11.16	사회 (Social)	중기부, 네이버·한국조선해양·다인건설 검찰 고발 요청

자료: 주요 언론사, SK 증권

NAVER 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020A	2021F	2022F	2023
영업수익	1,499.1	1,663.5	1,727.3	1,814.5	1,859.7	1,971.6	2,047.4	2,153.7	5,304.1	6,704.4	8,032.3	9,502.0
서치플랫폼	752.7	826.0	824.9	841.1	839.7	882.9	891.1	918.5	2,803.2	3,244.7	3,532.2	3,838.2
검색	569.7	603.2	601.1	614.0	627.2	635.8	647.4	656.4	2,154.7	2,388.0	2,566.8	2,735.7
디스플레이	183.0	222.8	223.8	227.1	212.5	247.1	243.7	262.1	648.5	856.7	965.4	1,102.4
커머스	324.4	365.3	380.3	408.0	422.0	451.5	472.0	488.4	1,089.6	1,478.0	1,833.9	2,198.0
핀테크	209.5	232.6	241.7	262.0	279.5	296.6	314.5	345.6	677.4	945.8	1,236.1	1,585.4
콘텐츠	130.8	144.8	184.1	201.9	210.5	222.1	243.0	261.9	460.2	661.6	937.5	1,247.3
클라우드	81.7	94.9	96.2	101.4	108.0	118.5	126.9	139.3	273.7	374.2	492.7	633.1
영업비용	1,210.2	1,327.9	1,377.5	1,455.1	1,474.0	1,563.9	1,632.6	1,720.5	4,088.9	5,370.7	6,390.9	7,507.0
영업이익	288.9	335.6	349.8	359.4	385.7	407.7	414.8	433.2	1,215.3	1,333.7	1,641.4	1,995.0
영업이익률	19.3%	20.2%	20.3%	19.8%	20.7%	20.7%	20.3%	20.1%	22.9%	19.9%	20.4%	21.0%

자료: NAVER, SK 증권

NAVER 목표주가 산정

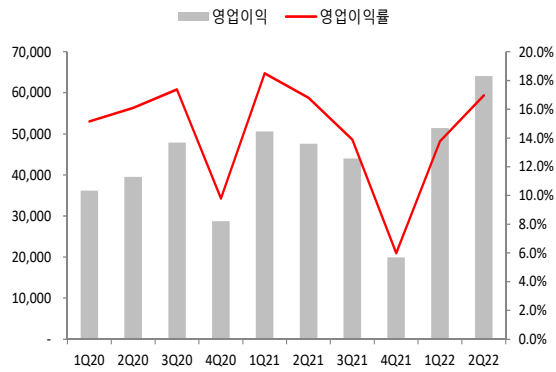
(단위: 조원 배 원)

구분	실적	멀티플	적정가치	비고
서치플랫폼	0.81	40.0	32.4	예상 순이익 x 타겟 PER
커머스	0.37	30.0	11.1	예상 순이익 x 타겟 PER
Z홀딩스			15.6	Z 홀딩스 전일 시가총액 기준
파이낸셜	36.0	0.2	5.0	예상거래금액 x 타겟 멀티플
웹툰	1.3	7.8	6.8	국내 디지털콘텐츠 업체 평균 PSR 멀티플
기타 투자자산			8.4	장부가 적용
합산			79.4	
순차입금			1.0	3Q21 별도 기준
적정 시가총액			78.4	
주식수(천주)			164,263	
적정주가			477,006	
목표주가			480,000	

자료: SK 증권

Z Holdings 영업이익 추이

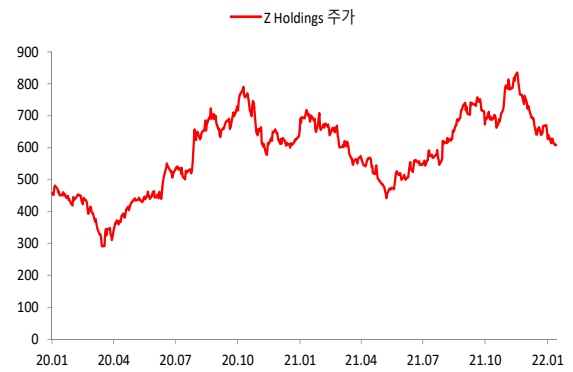
(단위: 백만원)



자료: Z Holdings

Z Holdings 주가

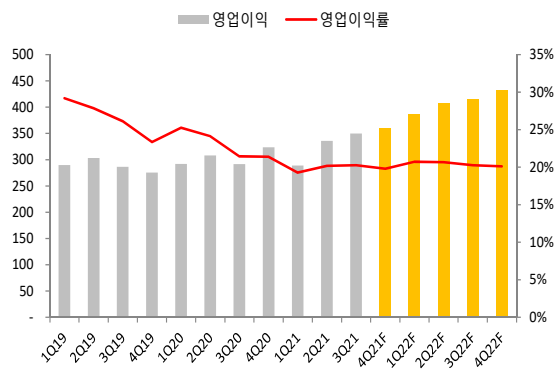
(단위: 원)



자료: Bloomberg

NAVER 영업이익 추이

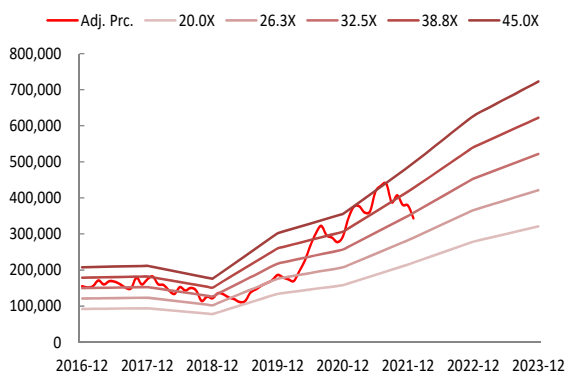
(단위: 십억원)



자료: NAVER, SK 증권

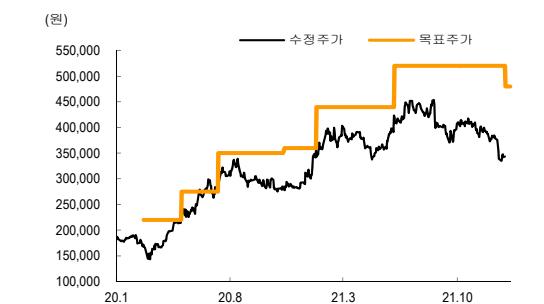
NAVER PER 밴드차트

(단위: 원)



자료: SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.01.19	매수	480,000원	6개월		
2021.10.22	매수	520,000원	6개월	-21.84%	-12.69%
2021.09.02	매수	520,000원	6개월	-19.18%	-12.69%
2021.07.23	매수	520,000원	6개월	-17.02%	-13.08%
2021.06.24	매수	520,000원	6개월	-18.34%	-13.65%
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%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 1 월 19 일 기준)

매수	91.41%	중립	8.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	56,437	105,447	59,441	89,671	121,368
현금및현금성자산	37,405	16,003	31,538	59,373	88,404
매출채권및기타채권	11,434	9,812	11,770	13,970	16,420
재고자산	551	43	52	62	73
비유동자산	66,558	64,696	277,648	292,468	311,233
장기금융자산	19,291	31,471	43,769	43,769	43,769
유형자산	15,963	16,846	14,849	10,593	7,557
무형자산	3,414	1,051	6,611	5,224	4,260
자산총계	122,995	170,142	337,089	382,138	432,601
유동부채	37,731	79,118	39,600	45,444	51,947
단기금융부채	7,292	6,467	8,496	8,496	8,496
매입채무 및 기타채무	7,587	4,335	5,201	6,173	7,255
단기충당부채	38	317	418	527	643
비유동부채	20,225	8,474	50,242	64,544	78,857
장기금융부채	13,659	2,508	29,986	29,986	29,986
장기매입채무 및 기타채무	203	222	1,160	2,098	3,035
장기충당부채	590	92	78	65	52
부채총계	57,956	87,591	89,842	109,988	130,804
지배주주지분	58,052	73,672	243,101	268,458	298,559
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,753	17,933	15,344	15,344	15,344
기타자본구성요소	-14,075	-12,037	-10,284	-10,284	-10,284
자기주식	-13,904	-12,148	-11,101	-11,101	-11,101
이익잉여금	57,121	66,548	233,792	255,916	282,784
비지배주주지분	6,987	8,879	4,146	3,693	3,239
자본총계	65,039	82,551	247,248	272,150	301,798
부채외자본총계	122,995	170,142	337,089	382,138	432,601

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	13,578	14,686	22,891	28,744	30,015
당기순이익(손실)	3,968	8,450	167,363	22,543	27,512
비현금성항목등	8,726	9,696	-139,705	259	-1,316
유형자산감가상각비	4,603	4,653	5,966	4,256	3,036
무형자산감가상각비	377	300	2,741	2,132	1,709
기타	-936	313	-150,591	-13,350	-15,595
운전자본감소(증가)	5,665	2,271	3,940	3,983	4,324
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-558	-1,104	1,775	-2,200	-2,450
재고자산감소(증가)	0	0	-7	-10	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,783	2,143	-3,868	972	1,082
기타	4,440	1,232	6,040	5,221	5,702
법인세납부	-4,781	-5,732	-8,707	1,959	-504
투자활동현금흐름	-10,398	-24,530	-140,254	-438	-288
금융자산감소(증가)	524	-12,218	-7,944	0	0
유형자산감소(증가)	-4,292	-7,504	-6,362	0	0
무형자산감소(증가)	-710	-1,030	-746	-746	-746
기타	-5,921	-3,778	-125,202	307	458
재무활동현금흐름	130	11,206	110,974	-472	-696
단기금융부채증가(감소)	1,445	12,014	75	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1,380	-706	105,647	0	0
자본의증가(감소)	-937	-155	2,139	0	0
배당금의 지급	-469	-550	-598	-746	-970
기타	1,471	603	3,710	274	274
현금의 증가(감소)	4,176	-21,402	15,535	27,834	29,031
기초현금	33,229	37,405	16,003	31,538	59,373
기말현금	37,405	16,003	31,538	59,373	88,404
FCF	6,422	11,350	14,046	19,959	20,774

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	43,562	53,041	67,043	80,323	95,020
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	43,562	53,041	67,043	80,323	95,020
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	32,012	40,888	53,707	63,909	75,070
영업이익	11,550	12,153	13,336	16,414	19,950
영업이익률 (%)	26.5	22.9	19.9	20.4	21.0
비영업손익	2,362	4,182	10,212	16,304	18,700
순금융비용	51	57	481	356	206
외환관련손익	-69	-122	-82	-82	-82
관계기업투자등 관련손익	439	1,366	3,392	3,392	3,392
세전계속사업이익	13,913	16,336	23,548	32,718	38,650
세전계속사업이익률 (%)	31.9	30.8	35.1	40.7	40.7
계속사업법인세	4,706	4,925	6,184	10,175	12,639
계속사업이익	9,207	11,410	17,364	22,543	26,012
중단사업이익	-5,239	-2,960	149,999	0	1,500
*법인세효과	-35	1,512	12,207	0	0
당기순이익	3,968	8,450	167,363	22,543	27,512
순이익률 (%)	9.1	15.9	249.6	28.1	29.0
지배주주	5,831	10,021	167,690	22,870	27,839
지배주주귀속 순이익률(%)	13.38	18.89	250.12	28.47	29.3
비지배주주	-1,862	-1,571	-327	-327	-327
총포괄이익	5,356	10,662	170,469	25,649	30,618
지배주주	6,595	12,198	170,923	26,102	31,071
비지배주주	-1,240	-1,536	-454	-454	-454
EBITDA	16,530	17,106	22,043	22,802	24,695

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-22.0	21.8	26.4	19.8	18.3
영업이익	22.5	5.2	9.7	23.1	21.5
세전계속사업이익	25.2	17.4	44.2	38.9	18.1
EBITDA	37.3	3.5	28.9	3.4	8.3
EPS(계속사업)	71.9	17.6	36.4	29.4	15.2
수익성 (%)					
ROE	10.6	15.2	105.9	8.9	9.8
ROA	3.6	5.8	66.0	6.3	6.8
EBITDA마진	38.0	32.3	32.9	28.4	26.0
안정성 (%)					
유동비율	149.6	133.3	150.1	197.3	233.6
부채비율	89.1	106.1	36.3	40.4	43.3
순차입금/자기자본	-31.2	-23.2	-3.3	-13.2	-21.5
EBITDA/이자비용(배)	100.0	79.0	33.2	34.4	37.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,716	7,899	10,772	13,941	16,055
BPS	35,223	44,850	148,188	163,645	181,994
CFPS	6,559	9,111	107,401	17,835	19,862
주당 현금배당금	376	402	500	650	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.8	42.9	42.2	27.0	23.4
PER(최저)	16.2	18.1	26.9	24.0	20.9
PBR(최고)	5.3	7.6	3.1	2.3	2.1
PBR(최저)	3.1	3.2	2.0	2.1	1.8
PCR	28.4	32.1	3.5	19.3	17.3
EV/EBITDA(최고)	18.1	32.2	34.0	26.0	22.9
EV/EBITDA(최저)	10.4	13.4	21.7	23.1	20.2