

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com.kr

02-3773-8812

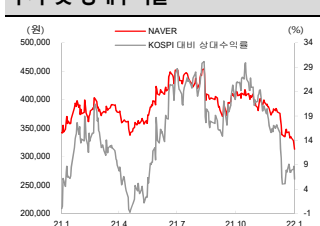
Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	16,426 만주
자사주	1,566 만주
액면가	100 원
시가총액	513,474 억원
주요주주	
국민연금공단	9.99%
자사주	9.36%
외국인지분률	55.20%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(22/01/27)	303,000 원
KOSPI	2614.49 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	454,000 원
52주 최저가	303,000 원
60일 평균 거래대금	2,058 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.5%	-9.4%
6개월	-30.8%	-17.6%
12개월	-8.5%	6.1%

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

수익성 개선 지연에도 성장성은 확인

NAVER 4Q21 실적은 핀테크, 콘텐츠 매출이 호조를 보이며 영업수익은 시장기대치를 소폭 상회했으나, 인센티브 지급 등 인건비 증가 요인으로 인해 영업이익률은 전분기 대비 2.1%p 하락하였음. 2022 년에도 인재확보를 위한 인건비 증가, 마케팅 확대 등으로 수익성개선은 지연되겠으나, 영업이익은 19% 증가할 것으로 판단. 최근 주가하락으로 2022 년 PER 25 배까지 하락하며 밸류에이션 부담 완화되어 투자 의견 매수 유지

4Q21 Review: 낮아진 기대치에 부합

NAVER 4Q21 실적은 영업수익 1 조 9,277 억원(27.4% yoy), 영업이익 3,512 억원(8.5% yoy, OPM: 18.2%)이다. 영업수익은 예상치를 소폭 상회했고, 영업이익은 예상치를 소폭 하회했으나 대체로 낮아진 기대치에 부합하였다. 오프라인 결제액 확대와 신규 글로벌 가맹점 확대에 따라페이 결제액이 10.9 조원을 달성한 핀테크 매출액이 46.8% 증가했고, 웹툰과 스노우 매출이 호조를 보인 콘텐츠 매출이 67.9% 증가하는 등 예상보다 높은 성장성이 유지된 점은 긍정적이다. 다만 인재확보를 위한 상여 등의 인건비 증가로 영업이익률은 YoY 3.2%p, QoQ 2.1%p 하락하였으며, 연간 영업이익률도 19.4%로 전년대비 3.5%p 하락하였다.

2022 년에도 수익성 개선보다는 성장률에 집중하는 한 해가 될 전망이다. 커머스, 콘텐츠, 핀테크 부문은 여전히 많은 투자를 필요로 해 상대적으로 수익성이 낮아 수익성 개선은 지연될 것으로 보인다. 다만 탑라인 증가에 따라 2022 년 영업이익은 19% 가량 증가할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 480,000 원(유지)

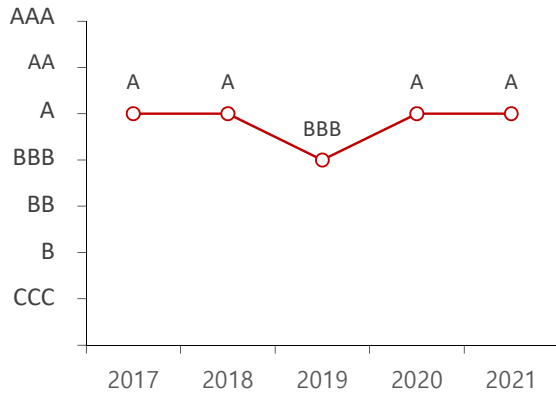
NAVER 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 예상치를 상회한 탑라인 성장을 통해 성장주로 여전히 매력적임을 확인했기 때문이다. 성장주에 대한 밸류에이션 부담으로 NAVER 주가는 연초 대비 19% 가량 하락하였다. 수익성 개선 지연에도 올해 영업이익 증가 기조는 유효해 PER 은 25 배 수준까지 하락한 만큼 최근의 주가 하락은 매수기회라 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	55,869	43,562	53,041	68,176	82,041	97,113
yoy	%	19.4	-22.0	21.8	28.5	20.3	18.4
영업이익	억원	9,425	11,550	12,153	13,255	15,770	21,073
yoy	%	-20.1	22.5	5.2	9.1	19.0	33.6
EBITDA	억원	12,036	16,530	17,106	21,962	22,158	25,818
세전이익	억원	11,117	13,913	16,336	20,406	29,012	39,777
순이익(지배주주)	억원	6,488	5,831	10,021	16,426	20,116	28,396
영업이익률%	%	16.9	26.5	22.9	19.4	19.2	21.7
EBITDA%	%	21.5	38.0	32.3	32.2	27.0	26.6
순이익률	%	11.2	9.1	15.9	24.0	24.4	29.1
EPS(계속사업)	원	3,906	6,716	7,899	8,684	12,262	16,395
PER	배	31.2	27.8	37.0	43.6	24.7	18.5
PBR	배	3.8	5.3	6.5	2.6	2.0	1.8
EV/EBITDA	배	15.2	18.1	27.8	28.4	22.1	17.8
ROE	%	13.0	10.6	15.2	104.8	8.0	10.2
순차입금	억원	-28,971	-20,286	-19,187	-8,983	-37,389	-67,409
부채비율	%	66.1	89.1	106.1	37.6	42.1	44.9

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

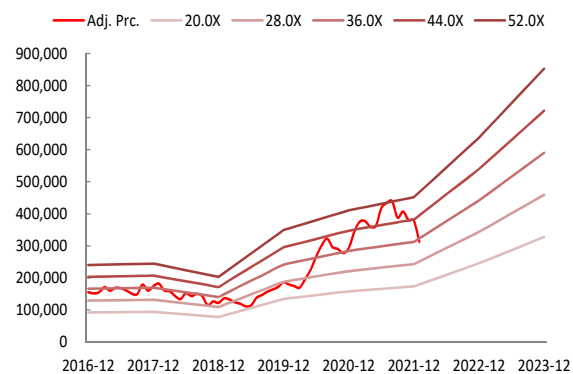
(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020A	2021P	2022F	2023F
영업수익	1,499.1	1,663.5	1,727.3	1,927.7	1,862.5	1,995.3	2,071.9	2,274.3	5,304.1	6,817.6	8,204.1	9,711.3
서치플랫폼	752.7	826.0	824.9	886.9	847.9	905.4	899.6	965.2	2,803.2	3,290.5	3,618.1	3,934.7
검색	569.7	603.2	601.1	628.6	627.2	646.0	645.6	678.3	2,154.7	2,402.6	2,597.1	2,768.3
디스플레이	183.0	222.8	223.8	258.3	220.7	259.3	254.0	286.9	648.5	887.9	1,021.0	1,166.3
커머스	324.4	365.3	380.3	405.2	406.8	442.7	465.1	485.1	1,089.6	1,475.2	1,799.7	2,156.7
핀테크	209.5	232.6	241.7	295.2	289.3	306.6	322.4	375.8	677.4	979.0	1,294.1	1,659.1
콘텐츠	130.8	144.8	184.1	233.3	210.5	222.1	257.9	313.7	460.2	693.0	1,004.3	1,333.6
클라우드	81.7	94.9	96.2	107.2	108.0	118.5	126.9	134.5	273.7	380.0	487.9	627.2
영업비용	1210.2	1327.9	1377.5	1576.5	1528.1	1616.1	1670.7	1812.2	4,088.9	5,492.1	6,627.1	7,604.0
영업이익	288.9	335.6	349.8	351.2	334.4	379.2	401.2	462.1	1,215.3	1,325.5	1,577.0	2,107.3
영업이익률	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	18.0%	19.0%	19.4%	20.3%	22.9%	19.4%	19.2%	21.7%

자료: NAVER, SK 증권

NAVER PER 밴드차트

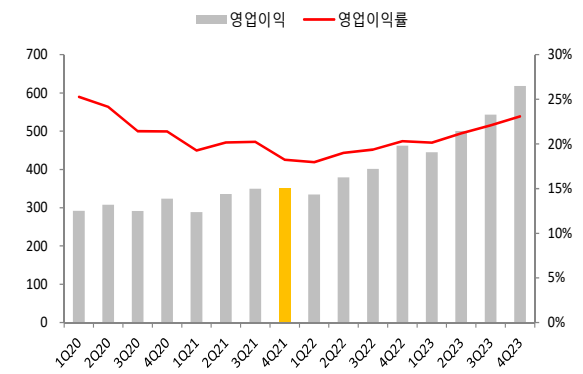
(단위: 원)



자료: FnGuide

2022 년 하반기부터 수익성 개선 전망

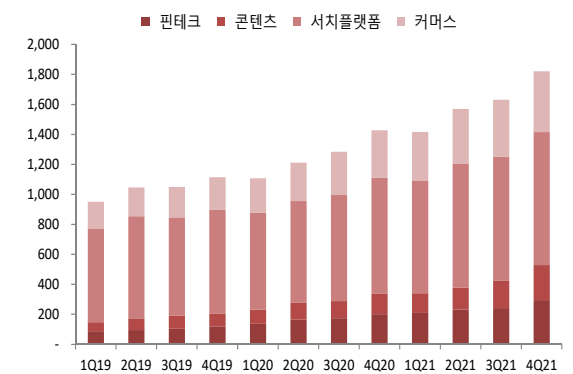
(단위: 십억원)



자료: SK 증권

NAVER 부문별 매출 추이

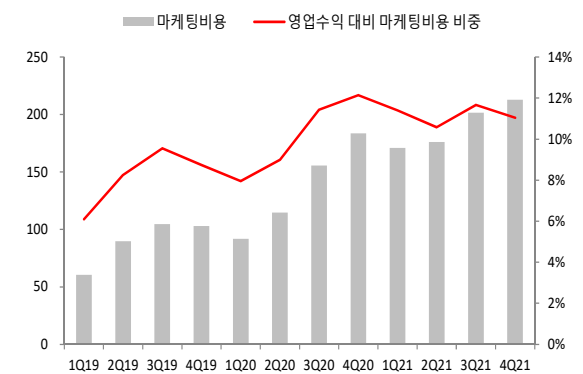
(단위: 십억원)



자료: NAVER

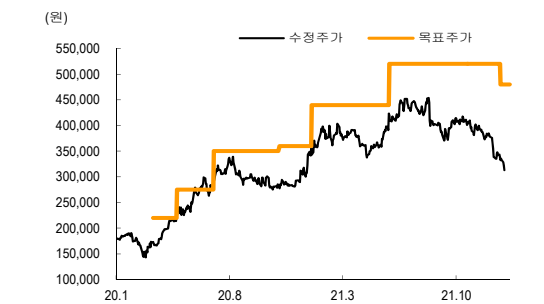
NAVER 마케팅비용 추이

(단위: 십억원)



자료: NAVER

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.01.28	매수	480,000원	6개월		
2022.01.19	매수	480,000원	6개월	-31.81%	-30.21%
2021.10.22	매수	520,000원	6개월	-21.94%	-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%



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 기관투자자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 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 28 일 기준)

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

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	56,437	105,447	61,078	91,931	124,802
현금및현금성자산	37,405	16,003	32,375	60,782	90,802
매출채권및기타채권	11,434	9,812	12,505	14,753	17,371
재고자산	551	43	55	65	77
비유동자산	66,558	64,696	274,756	286,527	305,331
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	335,834	378,458	430,133
유동부채	37,731	79,118	41,537	47,508	54,455
단기금융부채	7,292	6,467	8,496	8,496	8,496
매입채무 및 기타채무	7,587	4,335	5,525	6,518	7,675
단기충당부채	38	317	440	551	672
비유동부채	20,225	8,474	50,277	64,581	78,902
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	91,814	112,088	133,357
지배주주지분	58,052	73,672	239,673	262,275	292,933
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	230,363	249,733	277,159
비지배주주지분	6,987	8,879	4,347	4,095	3,842
자본총계	65,039	82,551	244,020	266,370	296,776
부채외자본총계	122,995	170,142	335,834	378,458	430,133

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	13,578	14,686	23,728	29,318	31,000
당기순이익(손실)	3,968	8,450	164,136	19,990	28,270
비현금성항목등	8,726	9,696	-136,560	2,168	-952
유형자산감가상각비	4,603	4,653	5,966	4,256	3,036
무형자산감각비	377	300	2,741	2,132	1,709
기타	-936	313	-147,531	-10,290	-15,595
운전자본감소(증가)	5,665	2,271	4,944	4,048	4,554
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-558	-1,104	1,040	-2,248	-2,618
재고자산감소(증가)	0	0	-10	-10	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,783	2,143	-3,543	993	1,157
기타	4,440	1,232	7,457	5,313	6,027
법인세납부	-4,781	-5,732	-8,792	3,112	-873
투자활동현금흐름	-10,398	-24,530	-140,254	-440	-284
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	306	462
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	16,372	28,406	30,020
기초현금	33,229	37,405	16,003	32,375	60,782
기말현금	37,405	16,003	32,375	60,782	90,802
FCF	6,422	11,350	14,251	19,580	21,761

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	43,562	53,041	68,176	82,041	97,113
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	43,562	53,041	68,176	82,041	97,113
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	32,012	40,888	54,921	66,271	76,040
영업이익	11,550	12,153	13,255	15,770	21,073
영업이익률 (%)	26.5	22.9	19.4	19.2	21.7
비영업손익	2,362	4,182	7,152	13,243	18,705
순금융비용	51	57	481	358	201
외환관련손익	-69	-122	-82	-82	-82
관계기업투자 등 관련손익	439	1,366	3,392	3,392	3,392
세전계속사업이익	13,913	16,336	20,406	29,012	39,777
세전계속사업이익률 (%)	31.9	30.8	29.9	35.4	41.0
계속사업법인세	4,706	4,925	6,270	9,023	13,007
계속사업이익	9,207	11,410	14,137	19,990	26,770
중단사업이익	-5,239	-2,960	149,999	0	1,500
*법인세효과	-35	1,512	12,207	0	0
당기순이익	3,968	8,450	164,136	19,990	28,270
순이익률 (%)	9.1	15.9	240.8	24.4	29.1
지배주주	5,831	10,021	164,262	20,116	28,396
지배주주귀속 순이익률(%)	13.38	18.89	240.94	24.52	29.24
비지배주주	-1,862	-1,571	-126	-126	-126
총포괄이익	5,356	10,662	167,242	23,095	31,376
지배주주	6,595	12,198	167,494	23,348	31,629
비지배주주	-1,240	-1,536	-253	-253	-253
EBITDA	16,530	17,106	21,962	22,158	25,818

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-22.0	21.8	28.5	20.3	18.4
영업이익	22.5	5.2	9.1	19.0	33.6
세전계속사업이익	25.2	17.4	24.9	42.2	37.1
EBITDA	37.3	3.5	28.4	0.9	16.5
EPS(계속사업)	71.9	17.6	10.0	41.2	33.7
수익성 (%)					
ROE	10.6	15.2	104.8	8.0	10.2
ROA	3.6	5.8	64.9	5.6	7.0
EBITDA마진	38.0	32.3	32.2	27.0	26.6
안정성 (%)					
유동비율	149.6	133.3	147.0	193.5	229.2
부채비율	89.1	106.1	37.6	42.1	44.9
순차입금/자기자본	-31.2	-23.2	-3.7	-14.0	-22.7
EBITDA/이자비용(배)	100.0	79.0	33.1	33.4	38.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,716	7,899	8,684	12,262	16,395
BPS	35,223	44,850	146,098	159,876	178,564
CFPS	6,559	9,111	105,314	16,156	20,202
주당 현금배당금	376	402	500	650	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.8	42.9	52.3	30.7	22.9
PER(최저)	16.2	18.1	33.3	25.5	19.1
PBR(최고)	5.3	7.6	3.1	2.4	2.1
PBR(최저)	3.1	3.2	2.0	2.0	1.8
PCR	28.4	32.1	3.6	19.4	15.5
EV/EBITDA(최고)	18.1	32.2	34.1	26.7	21.8
EV/EBITDA(최저)	10.4	13.4	21.8	22.1	17.8