

## NAVER (035420)

## 인터넷

## 이창영



02 3770 5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>500,000원 (M)</b>
현재주가 (4/21)	<b>309,500원</b>
상승여력	<b>62%</b>

시가총액	507,732억원
총발행주식수	164,049,085주
60일 평균 거래대금	1,822억원
60일 평균 거래량	563,921주
52주 고	454,000원
52주 저	302,500원
외인지분율	54.47%
주요주주	국민연금공단 9.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.7)	(7.1)	(18.7)
상대	(10.1)	(3.4)	(5.4)
절대(달러환산)	(10.4)	(10.4)	(26.6)

## 잔치는 끝났지만

## 1Q22 Review

영업수익 1조 8,452억원 YoY +23.1%, QoQ -4.3%, 영업이익 3,018억원 YoY +4.5%, 지배순이익 1,712억원. 시장 컨센 하회

1분기 광고시장 비수기, 오미크론 등 광고경기 침체로 전분기 대비 감소, 전년 대비 성장률도 검색광고 YoY 9.3%, 디스플레이 20.5%로 2021년 연간성장률 11.5%, 36.9%를 각각 하회하며 코로나로 인한 온라인 광고시장 성장이 둔화되고 있음을 확인함. 커머스 YoY 28.3%, 핀테크 31.2%, 콘텐츠 65.9%, 클라우드 15.3%로 콘텐츠 매출 만을 제외하고 2021년 연간 성장률을 모두 하회함

매출 성장률 둔화 및 인건비 상승, 일회적 비용 발생으로 인해 영업이익률은 16.4%로 LINE 연결 시를 몇몇 분기를 제외하면 역사적 최저 영업이익률 기록

## 2Q22 및 향후 전망

2분기 광고 성수기, 거리두기 해제로 인한 경기 회복에 따른 광고매출 증가 전망. 그러나, 2021년 높은 기저효과로 전년 대비 성장률은 둔화 전망. 커머스는 기존 스마트스토어 거래액 대비 마진율(2%)이 높은 신규 버티컬서비스(브랜드스토어, 쇼핑라이브, 장보기, 선물하기 등 3~5%)의 고성장(1Q22 YoY +78%, 거래규모 1.2조원)으로 전체 영업이익률은 개선될 전망

외부결제 고성장(1Q22 YoY +64%)에 따른 핀테크 매출 고성장, 고수익(네이버 파이낸셜 2021년 매출액 1조453억원, 영업이익 459억원), 웹툰 포함 콘텐츠 매출 고성장 등으로 2022년 20% 이상(당리서치 추정 21.3%)의 외형 성장과 1Q22를 최저치로 하여 2021년과 유사한 영업이익률을 시현할 것으로 예상됨

## 투자의견 BUY, 목표주가 50만원 유지

코로나 효과 소멸에 따른 성장률 둔화와 해외투자 및 인건비 증가에 따른 마진율 감소라는 이 중고를 겪고 있지만, 검색-커머스-핀테크의 국내 고수익사업이 여전히 고성장 중이고, 새로이 포텐셜이 큰 일본 커머스-핀테크와 글로벌 웹툰 및 2차 판권시장에서 고성장에 따른 수익성 개선이 예상되는 바, 동사의 잠재가치는 현실화될 가능성이 높다는 판단임

## Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	18,453	23.1	-4.3	18,771	-1.7
영업이익	3,018	4.5	-14.1	3,416	-11.6
세전계속사업이익	2,566	-39.6	-54.1	4,990	-48.6
지배순이익	1,712	-98.9	-46.5	3,681	-53.5
영업이익률 (%)	16.4	-2.9 %pt	-1.8 %pt	18.2	-1.8 %pt
지배순이익률 (%)	9.3	-	-7.3 %pt	19.6	-10.3 %pt
		1,012.0 %pt			

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	53,041	68,176	82,697	97,419
영업이익	12,153	13,255	15,866	20,107
지배순이익	10,021	164,898	12,244	15,923
PER	40.4	3.9	41.5	31.9
PBR	4.9	2.5	1.9	1.8
EV/EBITDA	23.0	36.8	15.8	14.0
ROE	15.2	106.7	5.1	6.3

자료: 유안타증권

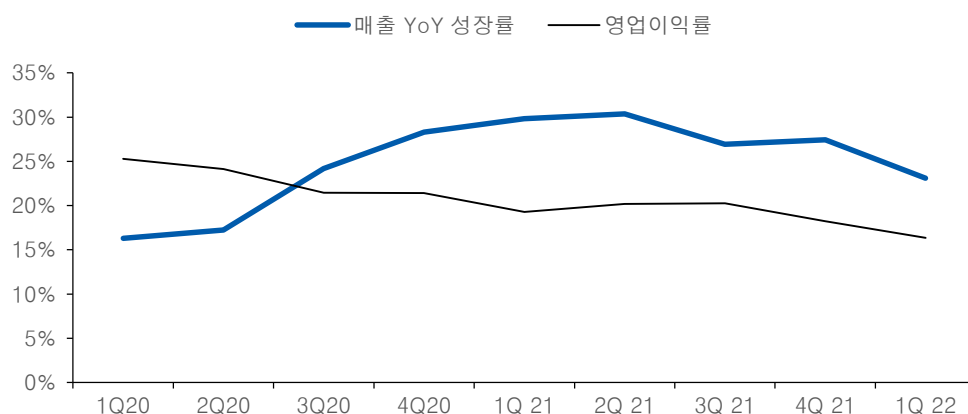
## NAVER 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q 21	2Q 21	3Q 21	4Q 21	1Q 22	2Q 22E	3Q 22E	4Q 22E	2020	2021	2022E	2023E
영업수익	14,991	16,635	17,273	19,277	18,453	20,086	21,283	22,876	53,041	68,176	82,697	97,419
YoY	30%	30%	27%	27%	23%	21%	23%	19%	22%	29%	21%	18%
서치플랫폼	7,527	8,260	8,250	8,869	8,432	9,029	9,303	9,751	28,032	32,906	36,515	39,657
검색	5,697	6,032	6,011	6,286	6,227	6,445	6,529	6,747	21,547	24,026	25,949	27,505
YoY	10%	14%	11%	11%	9%	7%	9%	7%	3%	12%	8%	6%
디스플레이	1,830	2,228	2,238	2,583	2,205	2,584	2,774	3,003	6,485	8,879	10,566	12,151
YoY	46%	48%	33%	26%	20%	16%	24%	16%	17%	37%	19%	15%
커머스	3,244	3,653	3,803	4,052	4,161	4,496	4,819	5,258	10,896	14,752	18,735	23,231
YoY	40%	43%	33%	28%	28%	23%	27%	30%	38%	35%	27%	24%
핀테크	2,095	2,326	2,417	2,952	2,748	3,061	3,271	3,646	6,774	9,790	12,726	15,908
YoY	52%	41%	39%	47%	31%	32%	35%	24%	67%	45%	30%	25%
콘텐츠	1,308	1,448	1,841	2,333	2,170	2,332	2,679	2,866	4,602	6,929	10,047	13,062
YoY	40%	28%	60%	68%	66%	61%	46%	23%	49%	51%	45%	30%
클라우드	817	949	962	1,072	942	1,167	1,210	1,356	2,737	3,800	4,674	5,562
YoY	71%	48%	26%	25%	15%	23%	26%	26%	41%	39%	23%	19%
영업비용	12,103	13,279	13,775	15,764	15,435	16,179	17,050	18,168	40,889	54,921	66,831	77,313
개발/운영	3,743	3,996	3,890	4,662	4,482	4,734	4,928	5,266	11,967	16,291	19,411	22,012
YoY	32%	38%	25%	49%	20%	18%	27%	13%	16%	36%	19%	13%
파트너	5,100	5,817	6,088	7,145	6,983	7,301	7,846	8,400	17,966	24,150	30,312	36,594
YoY	35%	36%	33%	34%	37%	26%	29%	18%	29%	34%	26%	21%
인프라	1,550	1,706	1,782	1,829	1,745	1,928	1,996	2,228	5,497	6,867	7,897	8,687
YoY	40%	25%	23%	16%	13%	13%	12%	22%	31%	25%	15%	10%
마케팅	1,710	1,760	2,015	2,129	2,224	2,215	2,279	2,493	5,459	7,614	9,212	10,021
영업이익	2,888	3,356	3,498	3,513	3,018	3,907	4,233	4,708	12,152	13,255	15,866	20,107
영업이익률	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	16.4%	19.5%	19.9%	20.6%	22.9%	19.4%	19.2%	20.6%
YoY	-1%	9%	20%	9%	5%	16%	21%	34%	5%	9%	20%	27%

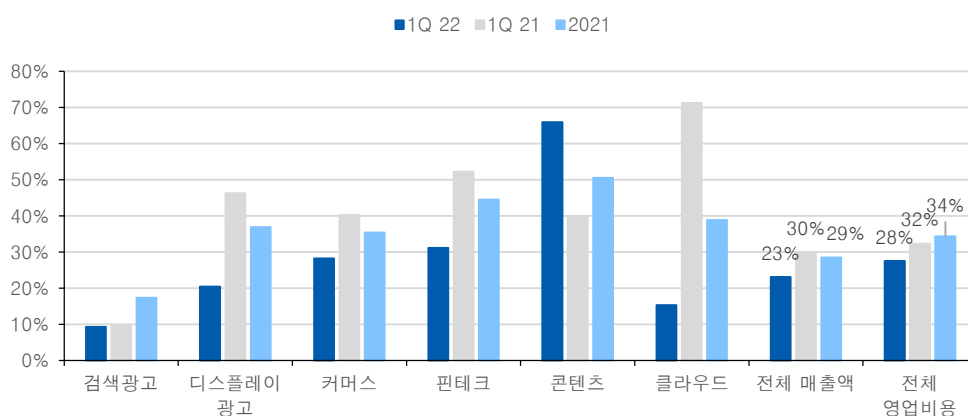
자료: 유안타증권 리서치센터

## NAVER 매출 성장률 vs 영업이익률



자료: NAVER

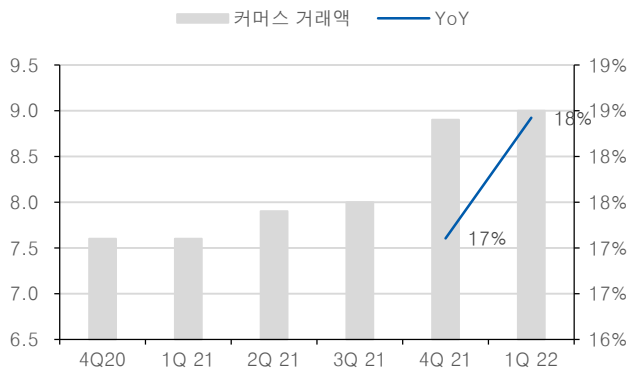
## NAVER 부문별 1Q 22 vs 1Q 21 vs 2021 YoY 성장률 비교



자료: NAVER

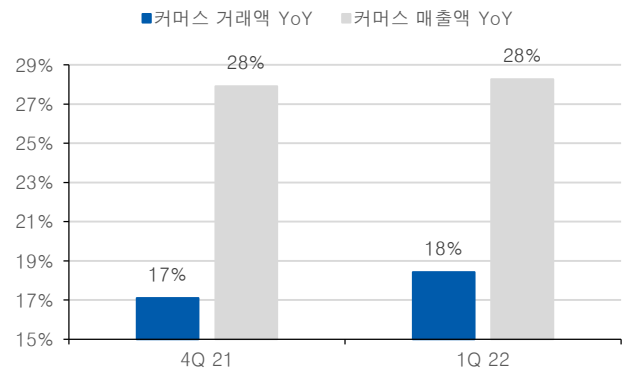
NAVER 쇼핑 거래액 &amp; YoY 성장률

(단위 : 조 원)



자료: NAVER

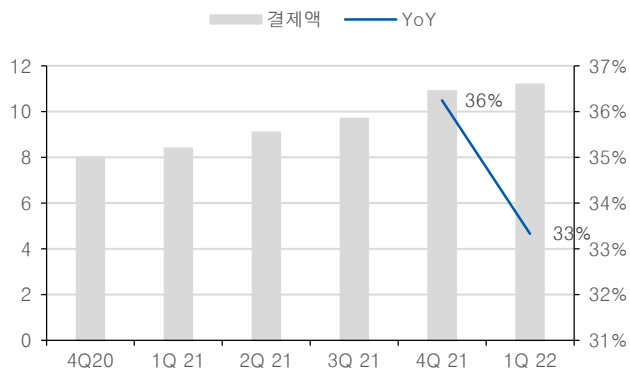
NAVER 쇼핑 거래액 vs 매출액 YoY 성장률 비교



자료: NAVER

NAVER페이 결제액 &amp; YoY 성장률

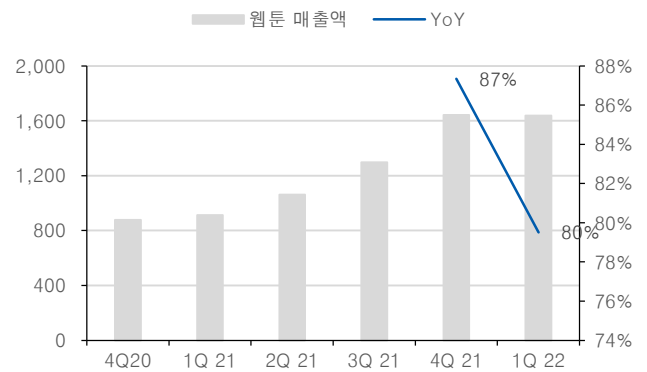
(단위 : 조 원)



자료: NAVER

NAVER 웹툰 매출액 &amp; YoY 성장률

(단위 : 억 원)



자료: NAVER

## NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	53,041	68,176	82,697	97,419	111,033
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	53,041	68,176	82,697	97,419	111,033
판매비	40,888	54,921	66,831	77,313	86,398
영업이익	12,153	13,255	15,866	20,107	24,635
EBITDA	17,106	17,589	33,579	37,586	42,018
영업외손익	4,182	8,009	-24	495	1,219
외환관련손익	-122	-261	770	770	770
이자손익	-57	-252	-593	-710	-809
관계기업관련손익	1,156	5,447	311	1,135	2,123
기타	3,205	3,075	-512	-699	-865
법인세비용차감전순손익	16,336	21,264	15,841	20,602	25,854
법인세비용	4,925	6,487	4,461	5,801	7,280
계속사업순손익	11,410	14,777	11,381	14,801	18,574
중단사업순손익	-2,960	149,999	0	0	0
당기순이익	8,450	164,776	11,381	14,801	18,574
지배지분순이익	10,021	164,898	12,244	15,923	19,983
포괄순이익	10,662	162,251	11,381	14,801	18,574
지배지분포괄이익	12,198	162,334	11,085	14,417	18,092

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	14,472	13,799	-51,918	-59,228	-56,540
당기순이익	8,450	164,776	11,381	14,801	18,574
감가상각비	4,653	4,123	17,006	17,000	16,999
외환손익	202	301	-770	-770	-770
중속, 관계기업관련손익	-696	-5,447	-311	-1,135	-2,123
자산부채의 증감	2,271	-101	8,997	-676	-675
기타현금흐름	-409	-149,853	-88,221	-88,448	-88,544
투자활동 현금흐름	-25,032	-139,988	-196,567	-197,152	-197,777
투자자산	-15,674	-7,887	-8,352	-8,937	-9,563
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,594	-7,539	-20,000	-20,000	-20,000
유형자산 감소	90	67	0	0	0
기타현금흐름	-1,854	-124,628	-168,215	-168,215	-168,215
재무활동 현금흐름	11,921	116,423	20,244	20,212	20,112
단기차입금	12,014	-2,686	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,035	110,019	14,114	14,114	14,114
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-549	-598	-768	-800	-900
기타현금흐름	-577	9,689	6,897	6,897	6,897
연결범위변동 등 기타	-22,764	-877	228,947	252,271	253,041
현금의 증감	-21,402	-10,643	706	16,103	18,836
기초 현금	37,405	38,457	27,814	28,520	44,624
기말 현금	16,003	27,814	28,520	44,624	63,460
NOPLAT	12,153	13,255	15,866	20,107	24,635
FCF	6,878	6,260	-71,918	-79,228	-76,540

자료: 유안타증권

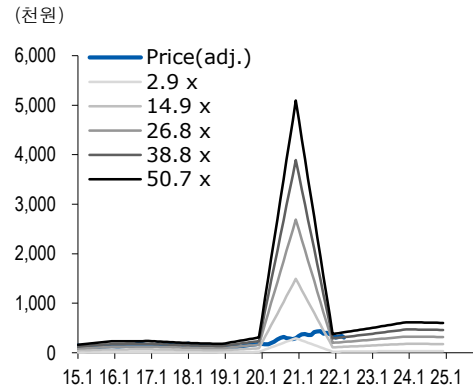
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	105,447	55,279	55,989	73,416	93,706
현금및현금성자산	16,003	27,814	28,520	44,624	63,460
매출채권 및 기타채권	9,851	13,279	13,117	14,428	15,871
재고자산	43	61	66	77	88
비유동자산	64,696	281,631	310,576	324,384	340,017
유형자산	16,846	21,113	24,106	27,107	30,108
관계기업등 지분관련자산	11,994	200,903	209,566	219,638	231,323
기타투자자산	31,471	45,218	54,960	54,967	54,975
자산총계	170,142	336,910	366,566	397,800	433,722
유동부채	79,118	39,233	48,899	52,073	55,564
매입채무 및 기타채무	18,555	23,830	33,496	35,703	38,131
단기차입금	4,812	3,426	3,426	3,426	3,426
유동성장기부채	950	1,187	1,187	1,187	1,187
비유동부채	8,474	57,403	67,425	80,325	93,537
장기차입금	1,507	15,520	29,634	43,749	57,863
사채	0	16,368	16,368	16,368	16,368
부채총계	87,591	96,636	116,324	132,398	149,101
지배지분	73,672	235,356	245,361	260,522	279,741
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	17,933	14,902	14,902	14,902	14,902
이익잉여금	66,548	230,804	242,285	257,446	276,665
비지배지분	8,879	4,917	4,880	4,880	4,880
자본총계	82,551	240,274	250,242	265,402	284,622
순차입금	-19,721	2,969	16,377	14,388	9,667
총차입금	8,442	43,648	57,763	71,877	85,991

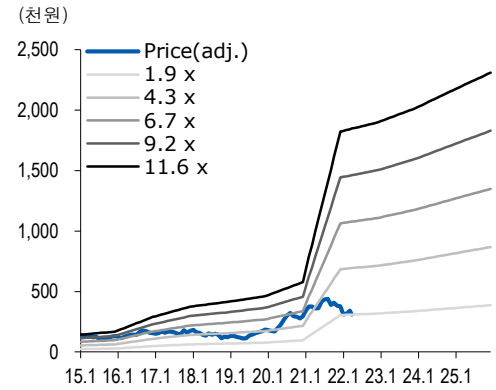
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
EPS	6,097	100,400	7,464	9,707	12,181	
BPS	49,961	157,677	164,281	174,432	187,300	
EBITDAPS	10,408	10,709	20,469	22,912	25,613	
SPS	32,274	41,510	50,410	59,384	67,683	
DPS	402	511	511	511	511	
PER	40.4	3.9	41.5	31.9	25.4	
PBR	4.9	2.5	1.9	1.8	1.7	
EV/EBITDA	23.0	36.8	15.8	14.0	12.4	
PSR	7.6	9.4	6.1	5.2	4.6	

재무비율				(단위: 배, %)	
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	21.8	28.5	21.3	17.8	14.0
영업이익 증가율 (%)	5.2	9.1	19.7	26.7	22.5
지배순이익 증가율 (%)	71.9	1,545.6	-92.6	30.1	25.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	22.9	19.4	19.2	20.6	22.2
지배순이익률 (%)	18.9	241.9	14.8	16.3	18.0
EBITDA 마진 (%)	32.3	25.8	40.6	38.6	37.8
ROIC	63.7	54.2	146.5	326.0	350.1
ROA	6.8	65.0	3.5	4.2	4.8
ROE	15.2	106.7	5.1	6.3	7.4
부채비율 (%)	106.1	40.2	46.5	49.9	52.4
순차입금/자기자본 (%)	-26.8	1.3	6.7	5.5	3.5
영업이익/금융비용 (배)	56.1	29.3	19.0	19.0	19.2

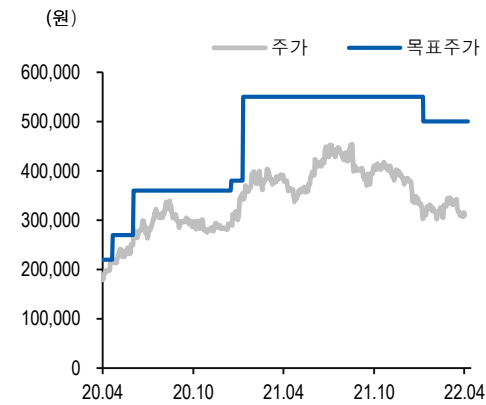
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-04-22	BUY	500,000	1년		
2022-01-28	BUY	500,000	1년		
2021-01-29	BUY	550,000	1년	-28.85	-17.45
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

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)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-04-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## 유안타 ESG Tearsheet



인터넷/통신/게임/엔터/레저 산업내 순위	1위(46개 기업 중)
Total ESG	<b>+15점</b>
E (Environment)	+5점
S (Social)	+3점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+6점

ESG 평가 기업	<b>NAVER</b>
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	035420 KS
Industry	인터넷
Analyst	이창영
Analyst Contact	changyoung.lee@yuantakorea.com

## ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
<b>NAVER</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>9</b>
카카오	1	3	3	7
아프리카 TV	0	-1	-3	-4
평균	0	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 NAVER 포함 46개 동종 업종 ESG 점수 반영

## ESG Qualitative 평가 점수

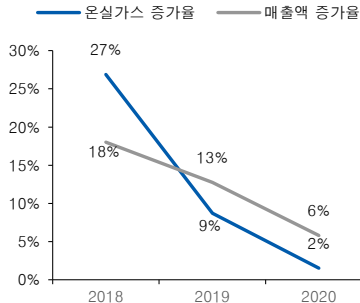
<b>+6</b>	<b>ESG 외부평가기관 수상 내역</b>
+3	Sustainalytics: 2020년도 ESG 위험 등급 Low, LACP 비전 어워즈 대상(Platinum) 수상(2020), 한국기업지배구조원: 2020년 ESG 등급 A
+2	서스틴베스트: 2021 상반기 ESG 전체 등급 A, 동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 최우수
+1	한국경영인신문: 2021년도 국내 100대 ESG 경영 우수기업
<b>+0</b>	<b>최근 이슈 관련 애널리스트 Comments</b>
	스마트스토어를 통해 코로나19로 어려운 중소기업들에게 사업의 기회를 제공, 대한민국 동반성장에 크게 기여
	2020년 이사회 산하 ESG 위원회와 전담조직을 신설, ESG 경영을 강화
	최근 직장 내 괴롭힘으로 사망사고 발생, 고용노동부가 전체 직원 4,028명 대상으로 한 조사에서 응답자의 52.7%가 직장내 괴롭힘을 겪었다고 응답

## 유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
<b>E</b>	온실가스 전년 대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년 대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
<b>S</b>	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
<b>G</b>	사외이사 비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 점성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

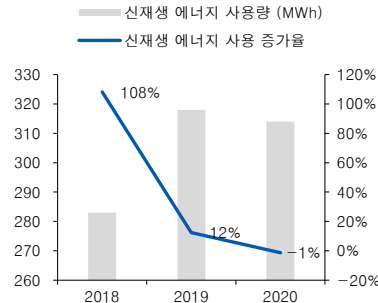
## Environment

## 온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



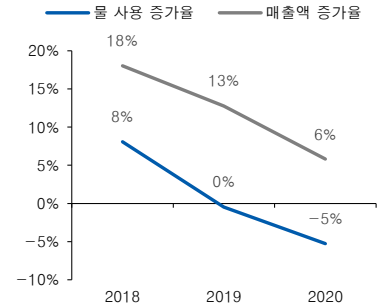
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준  
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

## 신재생 에너지 사용량 &amp; 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준  
 ▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

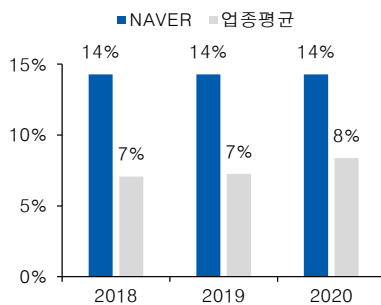
## 물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준  
 ▶ 2년 연속 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

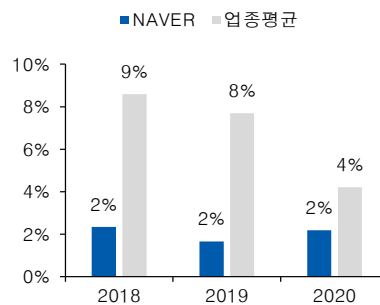
## Social

## 여성임원비율 vs. 업종 평균



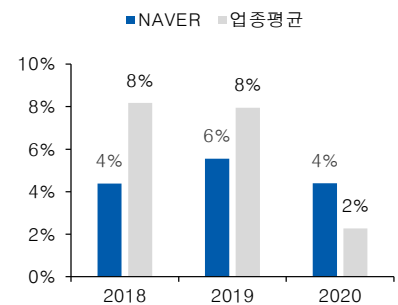
주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영  
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

## 계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영  
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

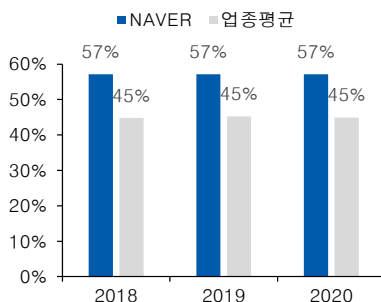
## 사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

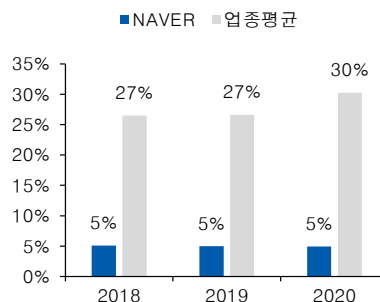
## Governance

## 사외이사 비율 vs. 업종 평균



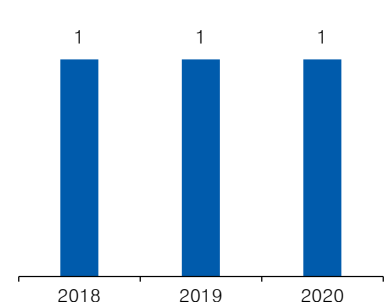
주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

## 배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영  
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

## 대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1  
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터



- 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.