2022-07-06

SK COMPANY Analysis

SK securities

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(하향))

2 분기는 수익성 개선의 과도기

NAVER 2Q22 영업이익은 광고 커머스의 주요 사업부 매출 성장률 둔화와 인건비 상승 영향으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망. 하반기에는 동남아, 일본에서의 스마트스토어, 미국, 유럽에서의 웹툰 등 글로벌 성과가 기대되며, 네이버 페이의 높은 성장세가 이어질 가능성 높아 수익성 개선 가능할 전망. 올해 탑라인 성장률 둔화 예상됨에 따라 주가 반등을 위한 수익성 개선이 필요한데, 3 분기부터 수익성 개선 본격화 전망. 글로벌 경쟁사 멀티플 하락 및 Z 홀딩스 주가 하락 반영해 목표주가는 350,000 원으로 하향

2Q22 영업이익은 컨세서스를 소폭 하회할 전망

NAVER 2Q22 실적은 영업수익 1 조 9,782 억원(18.9% yoy), 영업이익 3,388 억원(0.9% yoy, OPM: 17.1%)으로 예상한다. 최근 낮아진 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 예상한다. 국내 경기둔화 영향에 따라 광고, 커머스 등의 주요 사업부 매출 성장률이 다소 둔화될 것으로 예상되며, 인건비 상승에 따른 영향으로 영업이익률도 전년동기 대비 하락할 전망이다.

하반기 글로벌과 네이버 페이 성과에 주목

2022 년 상반기 NAVER 는 웹툰 및 커머스 해외진출, 메타버스 투자, 네이버 페이 제휴 강화, 임금인상 등의 이유로 수익성 감소가 불가피할 전망이다. 다만 동남아, 일본에서 스마트스토어, 미국, 유럽에서의 웹툰 등 글로벌 진출 성과가 하반기 가시화되고, 지난 5 월 월 이용액이 4 조원을 돌파한 네이버 페이의 성장세가 유지된다면 하반기부터 수익성 개선이 가시화될 것으로 예상한다. 연간 채용 규모도 전년대비 30% 가량 감소할 것으로 예상되는 점도 하반기 수익성 개선 요인이다.

투자의견 매수, 목표주가 350,000 원(하향)

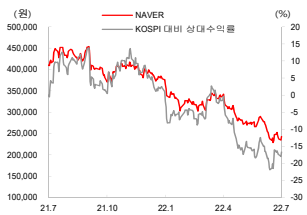
NAVER 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 2022 년 성장률 둔화가 예상되는 만큼 주가 반등의 트리서는 수익성 개선이 될 전망이다. 2 분기를 저점으로 3 분기부터 수익성 개선이 예상되는 만큼 주가 반등이 가능할 전망이다. 다만 목표주가는 최근 경쟁사의 멀티플 하락과 Z 홀딩스 지분가치 하락을 반영하여 350,000 원으로 하향한다. 2021 년 주가 고점 대비 46% 하락하며 코스피 하락률 31% 대비 낙폭이 과도했던 만큼 추가적인 주가 하락가능성 보다는 3 분기 이후 수익성 개선에 주목할 시기라 판단한다.

Analyst
최관순
ks1.choi@sks.co.kr
02-3773-8812

Company Data	
자본금	165 억원
발행주식수	0
자사주	0
액면가	100 원
시가총액	399,460 억원
주요주주	
국민연금공단	9.19%
자사주	8.94%
외국인지분률	53.70%
배당수익률	ERROR

Stock Data	
주가(22/07/06)	243,500 원
KOSPI	2292.01 pt
52주 Beta	1.35
52주 최고가	원
52주 최저가	원
60일 평균 거래대금	#VALUE!

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	%	%
6개월	%	%
12개월	%	%

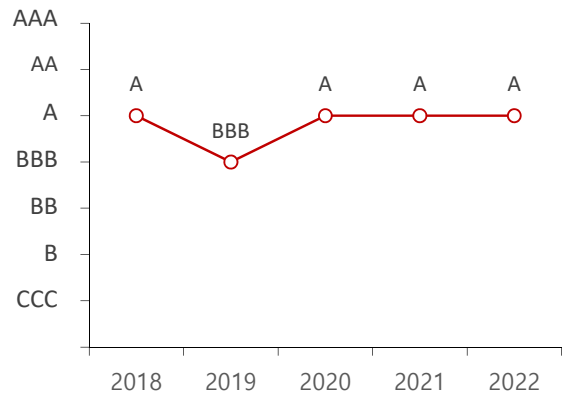
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	43,562	53,041	68,176	81,074	95,372	111,298
yoy	%	-22.0	21.8	28.5	18.9	17.6	16.7
영업이익	억원	11,550	12,153	13,255	13,828	17,747	21,981
yoy	%	22.5	5.2	9.1	4.3	28.3	23.9
EBITDA	억원	16,530	17,106	17,589	18,454	21,521	25,072
세전이익	억원	13,913	16,336	21,264	19,075	23,479	27,833
순이익(지배주주)	억원	5,831	10,021	164,899	13,428	18,014	20,787
영업이익률%	%	26.5	22.9	19.4	17.1	18.6	19.8
EBITDA%	%	38.0	32.3	25.8	22.8	22.6	22.5
순이익률	%	9.1	15.9	241.7	16.1	18.5	18.4
EPS(계속사업)	원	6,716	7,899	9,072	8,186	10,066	11,757
PER	배	27.8	37.0	41.7	29.7	24.1	20.7
PBR	배	5.3	6.5	2.6	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	18.1	27.8	36.2	21.8	17.9	14.6
ROE	%	10.6	15.2	106.7	5.6	7.3	8.1
순차입금	억원	-20,286	-19,187	4,025	-10,290	-27,328	-46,614
부채비율	%	89.1	106.1	40.2	41.7	44.3	46.7

Analyst 최관순 ks1.choi@sks.co.kr / 02-3773-8812

ESG 하이라이트

NAVER 의 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)	40.7	C	11.6
사회(Social)	42.7	B-	31.6
지배구조(Govermnance)	55.8	A	62.5
<비교업체 종합 등급>			
카카오	**BBB**	**B**	**28.1**
카카오페이	N.A	N.A	N.A
엔씨소프트	BBB	B-	16.1
넷마블	A	D+	17.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 NAVER ESG 평가

NAVER 는 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

NAVER 의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N.A	N.A	N.A	N.A

자료: KRX, SK 증권

NAVER 의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.07.04	사회 (Social)	"중앙노동위 2 차조정 결렬"...네이버 노조, 계열사 5 곳 단체활동 돌입
2022.04.22	사회 (Social)	네이버 쇼핑 1 시간 오류 ... 라이브커머스 방송 피해
2022.03.08	사회 (Social)	익명 못 지킨 플랫폼 크림·네이버, 개인정보위 조사받는다
2022.01.23	사회 (Social)	네이버 QR 체크인 또 오류
2022.01.12	사회 (Social)	네이버, 블로그 주소에 아이디 노출...개인정보위 "개선 권고"
2022.01.10	지배구조 (Govermnance)	대기업 구태 따르는 네이버·카카오...공시의무 위반해 수천만원 과태료

자료: 주요 언론사, SK 증권

NAVER 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
영업수익	1,499.1	1,663.5	1,727.3	1,927.7	1,845.2	1,978.2	2,042.0	2,242.0	6,817.6	8,107.4	9,537.2
서치플랫폼	752.7	826.0	824.9	886.9	843.2	910.8	906.4	967.6	3,290.5	3,628.0	3,943.0
검색	569.7	603.2	601.1	628.6	622.7	661.7	658.2	680.1	2,402.6	2,622.7	2,819.5
디스플레이	183.0	222.8	223.8	258.3	220.5	249.1	248.2	287.5	887.9	1,005.2	1,123.5
커머스	324.4	365.3	380.3	405.2	416.1	446.0	469.6	486.7	1,475.1	1,818.4	2,179.3
핀테크	209.5	232.6	241.7	295.2	274.8	296.8	312.1	374.3	979.0	1,257.9	1,579.4
콘텐츠	130.8	144.8	184.1	233.3	217.0	216.9	242.1	291.4	692.9	967.3	1,289.1
클라우드	81.7	94.9	96.2	107.2	94.2	107.7	111.7	122.1	380.0	435.7	546.3
영업비용	1,210.2	1,327.9	1,377.5	1,576.5	1,543.4	1,639.4	1,684.2	1,857.5	5,492.1	6,724.5	7,762.5
영업이익	288.8	335.6	349.8	351.2	301.8	338.8	357.8	384.5	1,325.5	1,382.8	1,774.7
영업이익률	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	16.4%	17.1%	17.5%	17.1%	19.4%	17.1%	18.6%

자료: NAVER, SK 증권

NAVER 목표주가 산정

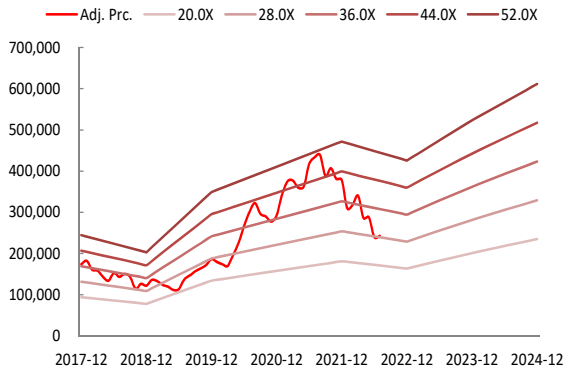
(단위: 조원, 천주, 원)

구분	실적	멀티플	적정가치	비고
서치플랫폼	0.82	25.0	20.6	예상 순이익 x 타겟 PER
커머스	0.37	20.0	7.4	예상 순이익 x 타겟 PER
Z홀딩스			9.3	Z 홀딩스 전일 시가총액 기준
파이낸셜	36.0	0.2	5.0	예상거래금액 x 타겟 멀티플
웹툰	1.3	7.8	6.8	업체 평균 PSR 멀티플
기타 투자자산			8.9	장부가 적용
합산			58.0	
순차입금			0.7	1Q22 별도 기준
적정 시가총액			57.3	
주식수			164,263	
적정주가			348,719	
목표주가			350,000	

자료: SK 증권

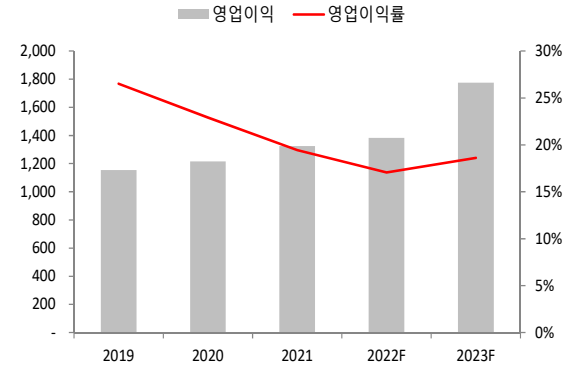
Analyst **최관순** ks1.choi@sks.co.kr / 02-3773-8812

NAVER PER 밴드차트 (단위: 원)



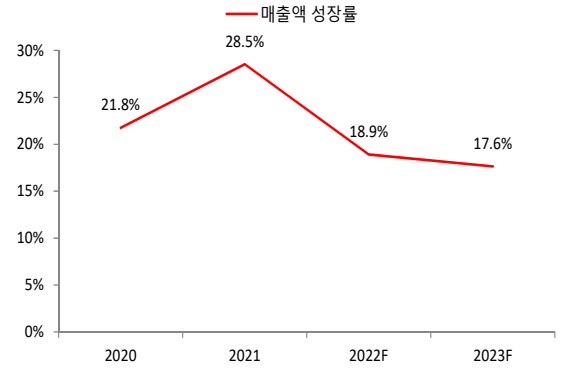
자료: FnGuide

NAVER 영업이익율은 2023 년 반등 전망 (단위: 십억원)



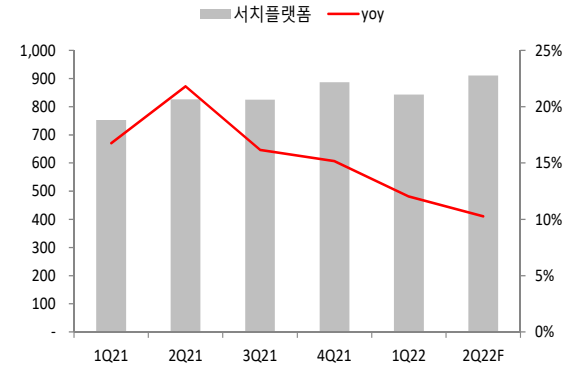
자료: NAVER, SK 증권

NAVER 매출액 성장률



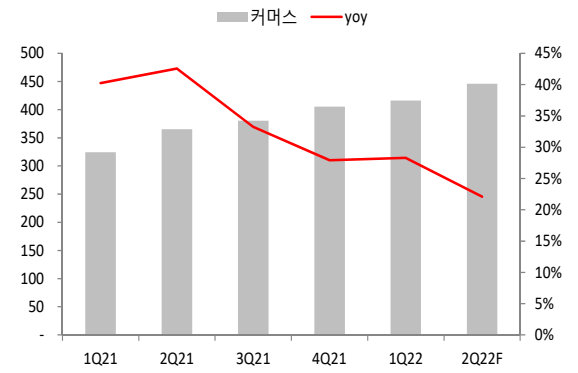
자료: NAVER, SK 증권

NAVER 서치플랫폼 매출액 추이 단위: 십억원



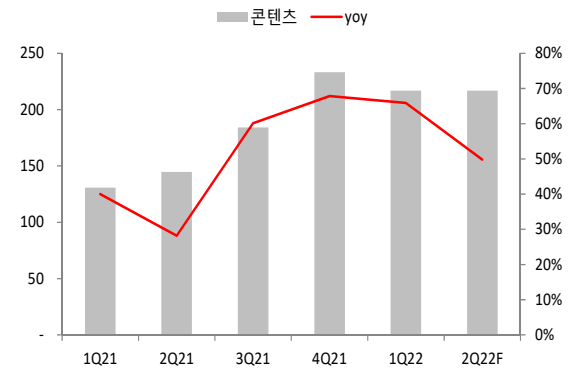
자료: NAVER, SK 증권

NAVER 커머스 매출액 추이 단위: 십억원



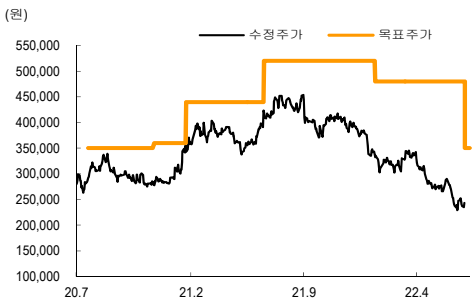
자료: NAVER, SK 증권

NAVER 콘텐츠 매출액 추이 단위: 십억원



자료: NAVER, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.07.07	매수	350,000원	6개월		
2022.01.28	매수	480,000원	6개월	-37.94%	-28.02%
2022.01.19	매수	480,000원	6개월	-32.53%	-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%



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 기관투자가 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 7 월 7 일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%

Analyst **최관순** ks1.choi@sks.co.kr / 02-3773-8812

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	105,447	55,279	72,577	92,352	114,735
현금및현금성자산	16,003	27,814	42,296	59,333	78,620
매출채권및기타채권	9,812	13,117	15,255	17,715	20,497
재고자산	43	61	71	83	96
비유동자산	64,696	281,631	277,356	277,744	279,169
장기금융자산	31,471	45,218	45,284	45,284	45,284
유형자산	16,846	21,113	17,451	13,994	11,223
무형자산	1,051	9,322	13,240	13,307	13,371
자산총계	170,142	336,910	349,933	370,096	393,903
유동부채	79,118	39,233	45,651	51,948	59,068
단기금융부채	6,467	5,669	6,611	6,611	6,611
매입채무 및 기타채무	4,335	6,310	7,339	8,522	9,860
단기충당부채	317	67	82	97	113
비유동부채	8,474	57,403	57,320	61,702	66,358
장기금융부채	2,508	39,035	38,696	38,696	38,696
장기매입채무 및 기타채무	222	420	351	282	213
장기충당부채	92	89	103	116	129
부채총계	87,591	96,636	102,971	113,650	125,426
지배주주지분	73,672	235,356	240,742	250,626	263,058
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	17,933	14,902	14,689	14,689	14,689
기타자본구성요소	-12,037	-8,796	-8,703	-8,703	-8,703
자기주식	-12,148	-10,663	-10,663	-10,663	-10,663
이익잉여금	66,548	230,804	243,470	260,513	280,104
비지배주주지분	8,879	4,917	6,220	5,820	5,419
자본총계	82,551	240,274	246,962	256,446	268,478
부채와자본총계	170,142	336,910	349,933	370,096	393,903

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	53,041	68,176	81,074	95,372	111,298
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	53,041	68,176	81,074	95,372	111,298
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	40,888	54,921	67,245	77,625	89,317
영업이익	12,153	13,255	13,828	17,747	21,981
영업이익률 (%)	22.9	19.4	17.1	18.6	19.8
비영업손익	4,182	8,009	5,247	5,732	5,851
순금융비용	57	252	198	96	-24
외환관련손익	-122	-261	-441	-441	-441
관계기업투자등 관련손익	1,366	5,316	2,990	2,990	2,990
세전계속사업이익	16,336	21,264	19,075	23,479	27,833
세전계속사업이익률 (%)	30.8	31.2	23.5	24.6	25.0
계속사업법인세	4,925	6,487	6,007	7,325	8,906
계속사업이익	11,410	14,777	13,068	16,154	18,926
중단사업이익	-2,960	149,999	0	1,500	1,500
***법인세효과**	1,512	12,307	0	0	0
당기순이익	8,450	164,776	13,068	17,654	20,426
순이익률 (%)	15.9	241.7	16.1	18.5	18.4
지배주주	10,021	164,899	13,428	18,014	20,787
지배주주귀속 순이익률(%)	18.89	241.87	16.56	18.89	18.68
비지배주주	-1,571	-122	-360	-360	-360
총포괄이익	10,662	162,251	5,869	10,454	13,227
지배주주	12,198	162,334	6,269	10,855	13,627
비지배주주	-1,536	-83	-400	-400	-400
EBITDA	17,106	17,589	18,454	21,521	25,072

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	14,686	13,571	17,038	18,558	20,911
당기순이익(손실)	8,450	164,776	13,068	17,654	20,426
비현금성항목등	9,696	-143,975	5,963	5,368	6,146
유형자산감가상각비	4,653	4,123	4,310	3,456	2,772
무형자산상각비	300	212	316	318	320
기타	313	-124	123	-3,278	-3,278
운전자본감소(증가)	2,271	-101	3,473	3,988	4,371
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,104	-396	-41	-2,460	-2,782
재고자산감소(증가)	0	0	-16	-12	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,143	756	-3,057	1,183	1,338
기타	1,232	-461	6,586	5,276	5,828
법인세납부	-5,732	-7,129	-5,466	-8,451	-10,032
투자활동현금흐름	-24,530	-139,178	-1,493	12	131
금융자산감소(증가)	-12,218	-6,872	-2,806	0	0
유형자산감소(증가)	-7,504	-7,472	-1,532	0	0
무형자산감소(증가)	-1,030	-517	-384	-384	-384
기타	-3,778	-124,316	3,229	396	516
재무활동현금흐름	11,206	115,841	-967	-1,532	-1,756
단기금융부채증가(감소)	12,014	1,178	236	0	0
장기금융부채증가(감소)	-706	108,876	-315	0	0
자본의증가(감소)	-155	2,159	111	0	0
배당금의 지급	-550	-598	0	-971	-1,195
기타	603	4,224	-999	-561	-561
현금의 증가(감소)	-21,402	-10,643	14,482	17,038	19,286
기초현금	37,405	38,457	27,814	42,296	59,333
기말현금	16,003	27,814	42,296	59,333	78,620
FCF	11,350	7,732	14,588	18,523	20,960

자료 : NAVER, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	21.8	28.5	18.9	17.6	16.7
영업이익	5.2	9.1	4.3	28.3	23.9
세전계속사업이익	17.4	30.2	-10.3	23.1	18.5
EBITDA	3.5	2.8	4.9	16.6	16.5
EPS(계속사업)	17.6	14.9	-9.8	23.0	16.8
수익성 (%)					
ROE	15.2	106.7	5.6	7.3	8.1
ROA	5.8	65.0	3.8	4.9	5.4
EBITDA마진	32.3	25.8	22.8	22.6	22.5
안정성 (%)					
유동비율	133.3	140.9	159.0	177.8	194.2
부채비율	106.1	40.2	41.7	44.3	46.7
순차입금/자기자본	-23.2	1.7	-4.2	-10.7	-17.4
EBITDA/이자비용(배)	79.0	38.9	37.5	43.7	51.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,899	9,072	8,186	10,066	11,757
BPS	44,850	143,467	146,750	152,775	160,353
CFPS	9,111	103,039	11,006	13,281	14,555
주당 현금배당금	402	511	650	800	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	42.9	50.1	45.9	37.4	32.0
PER(최저)	18.1	31.9	28.0	22.8	19.5
PBR(최고)	7.6	3.2	2.6	2.5	2.3
PBR(최저)	3.2	2.0	1.6	1.5	1.4
PCR	32.1	3.7	22.1	18.3	16.7
EV/EBITDA(최고)	32.2	43.3	33.6	28.0	23.3
EV/EBITDA(최저)	13.4	27.9	20.5	16.8	13.7