

## NAVER(035420.KS)

## 흐릿했던 신규사업 성과, 뚜렷해지기 시작

BUY(유지)

## Upside

목표주가(12M)	540,000원(유지)
현재주가(10/20)	410,500
목표수익률	31.5%

Key Data	2021년 10월 21일
산업분류	인터넷
KOSPI	3007.33

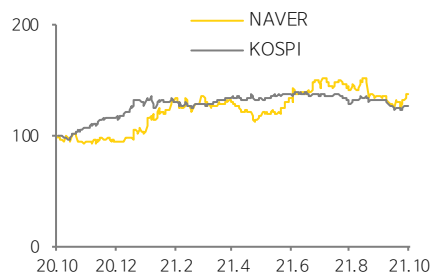
## Trading Data

시가총액(십억원)	67,430.1
발행주식수(백만주)	164.3
외국인 지분율(%)	56.6
52주 고가(원)	547,500
52주 저가(원)	273,500
60일 거래대금(억원)	2,982.7

## 주요주주 지분율(%)

자사주(외 1인)	9.2
국민연금공단(외 1인)	9.2

## Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.9	7.9	38.0
상대주가	6.1	13.1	11.1

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02) 6099-8504

## 20%에 다다른 영업이익 증가세, 시장 기대치 부합

3Q NAVER 연결 영업수익 1조 7,273억원(YoY+26.9%, QoQ+3.8%), 영업이익 3,498억원(YoY+19.9%, QoQ+4.2%)으로 시장 기대치에 부합했다(OPM 20.3%(YoY-1.1%p, QoQ+0.1%p)). 1)서치플랫폼(YoY+16.2%, QoQ-0.1%): 검색 및 디스플레이 광고매출 각각 10.9%, 33.2% 증가했다. 2)커머스(+33.2%, +4.1%), 3)핀테크(+38.9%, +3.9%): 스마트스토어 47만개, 브랜드스토어 550여 개로 확대되었고,페이 거래액은 98조원(YoY+39%)을 달성했다. 4)콘텐츠(+60.2%, +27.2%): 글로벌 웹툰 크로스보다 콘텐츠 확장 효과로 매출성장률 79%를 시현했다. 5)클라우드(+26.2%, +1.4%): 신규 고객 수주가 지속되며 안정적 매출 성장세를 나타냈다.

## 안정된 광고매출 성장과, 글로벌 콘텐츠 사업 확장 효과 고무적

당분기 실적 발표에서 유의미했던 부분은 크게 세 가지 부문이었다.

1)검색/커머스/광고 사업 연결성 강화: 네이버는 양질의 콘텐츠와 인공지능 기술을 활용해 광고상품 전반의 효율을 제고했다. 광고주 니즈에 부합하는 종합 마케팅솔루션을 제공하며 광고사업 모델을 강화, 검색 데이터베이스 품질 또한 동시에 제고 중이다.

2)글로벌 콘텐츠 사업 고성장: 매출성장률 60%를 상회한 콘텐츠 사업 성과가 유의미했다. 당분기 왓패드 실적이 온기 반영, 크로스보다 콘텐츠로서의 웹툰 활용도가 높아졌다. 오리지널 IP를 활용한 2차 영상제작물이 증가하고 스튜디오엔과 왓패드스튜디오를 활용한 영상화 프로젝트가 진행 중이며, 중장기 게임/오디오드라마 등 콘텐츠 형태가 다양화될 시 해당 사업부 수익성은 빠르게 제고될 가능성이 높아 보인다.

3)글로벌 커머스 사업: 일본의 마이스마트스토어는 9월부터 판매자를 모집, 10/20일 베타 서비스를 시작했다. 라인 메신저의 공식 계정과 연결해 유저 편의성을 높였다. 일본 소매시장 규모는 국내 대비 세 배 이상임에도 이커머스 침투율이 10% 미만에 불과한 만큼 국내 스마트스토어 사업 데이터 분석 노하우를 활용한 글로벌 성과를 지켜볼 필요가 있겠다.

## 투자 의견 BUY, 목표주가 54만원 유지

네이버에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 54만원을 유지한다. 글로벌 신규 사업(커머스 및 콘텐츠)에 대한 투자 성과가 나타나고 있고 오랜 기간 축적해 온 검색 및 쇼핑 데이터베이스 기반 고도화된 광고상품의 실적 기여도가 높아지고 있다. 22년 종합 마케팅솔루션이 출시되며 광고사업부 수익성은 개선될 가능성이 높다. 당분기 두 자릿 수 이익성장세를 재차 시현하며 각 사업부의 성과를 고르게 확인했다. 중장기 성장주 관점 비중 확대가 유효하다.

## Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,356.2	5,304.1	6,760.4	8,071.1	9,191.2
증감률 YoY	(22.0)	21.8	27.5	19.4	13.9
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,365.6	1,759.5	2,879.6
영업이익률	26.5	22.9	20.2	21.8	31.3
지배주주순이익	583.1	1,002.1	16,552.5	1,871.8	2,647.8
EPS(원)	3,538	6,096	100,768	11,395	16,119
EPS 증감률 YoY	(10.2)	72.3	1,552.9	(88.7)	41.5
P/E	52.7	48.0	4.0	35.8	25.3
EV/EBITDA	17.4	27.0	23.0	18.7	12.4
ROE	10.6	15.2	106.4	7.8	10.3
P/B	5.3	6.5	2.8	2.7	2.5

출처: Dataguide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 1. NAVER 3분기 실적 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	3Q20	2Q21	3Q21P	QoQ	YoY	컨텐츠	과리율	당사예상치	과리율
영업수익	1,361	1,664	1,727	3.8%	26.9%	1,730	-0.2%	1,717	0.6%
서치플랫폼	710	826	825	-0.1%	16.2%				
커머스	285	365	380	4.1%	33.2%				
핀테크	174	233	242	3.9%	38.9%				
콘텐츠	115	145	184	27.2%	60.2%				
클라우드	76	95	96	1.4%	26.2%				
영업이익	292	336	350	4.2%	19.9%	340	3.0%	325	7.6%
당기순이익	235	541	323	-40.3%	37.1%	321	0.7%	390	-173%
영업이익률%	21.4%	20.2%	20.3%	+0.1%pt	-1.2%pt				
순이익률%	17.3%	32.5%	18.7%	-138%pt	+1.4%pt				

출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 2. NAVER 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)	2020	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21F
영업수익	5,304	6,760	8,071	1,155	1,276	1,361	1,513	1,499	1,664	1,727	1,876
서치플랫폼	2,803	3,280	3,687	645	678	710	770	753	826	825	876
커머스	1,090	1,538	1,926	231	256	285	317	324	365	380	445
핀테크	678	953	1,229	138	165	174	201	210	233	242	271
콘텐츠	460	618	757	93	113	115	139	131	145	184	178
클라우드	274	371	471	48	64	76	86	82	95	96	106
영업비용	4,089	5,395	6,312	863	968	1,069	1,189	1,210	1,328	1,378	1,479
개발/운영	1,197	1,568	1,816	283	290	312	312	374	400	389	406
파트너	1,797	2,346	2,744	377	427	457	535	510	582	609	645
인프라	550	693	807	111	136	145	158	155	171	178	189
마케팅	546	788	944	92	115	156	184	171	176	202	239
영업이익	1,215	1,366	1,759	292	308	292	324	289	336	350	397
당기순이익	836	16,532	1,870	135	91	235	375	15,314	541	323	355
영업이익률(%)	22.9%	20.2%	21.8%	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.3%	21.1%
순이익률(%)	15.8%	244.5%	23.2%	11.7%	7.1%	17.3%	24.8%	1,021.6%	32.5%	18.7%	18.9%
YoY, %											
영업수익	21.8%	27.5%	19.4%	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	26.9%	24.0%
서치플랫폼	5.6%	17.0%	12.4%	2.9%	-0.3%	8.2%	11.3%	16.8%	21.8%	16.2%	13.8%
커머스	37.6%	41.1%	25.2%	30.3%	32.7%	40.9%	44.6%	40.3%	42.6%	33.2%	40.4%
핀테크	66.6%	40.7%	28.9%	57.6%	72.4%	67.6%	67.8%	52.2%	41.2%	38.9%	34.8%
콘텐츠	44.3%	34.2%	22.5%	55.4%	44.5%	31.8%	48.7%	40.1%	28.2%	60.2%	27.9%
클라우드	48.7%	35.6%	27.0%	14.5%	53.6%	66.2%	56.2%	71.1%	48.0%	26.2%	23.4%
영업비용	27.7%	31.9%	17.0%	22.8%	23.3%	32.1%	31.6%	40.3%	37.2%	28.9%	24.4%
개발/운영	16.3%	31.1%	15.8%	20.4%	14.3%	25.0%	7.3%	32.3%	38.0%	24.8%	29.8%
파트너	29.0%	30.6%	17.0%	21.5%	25.3%	30.9%	36.4%	35.2%	36.1%	33.2%	20.6%
인프라	30.5%	26.0%	16.5%	14.6%	35.0%	36.3%	34.6%	39.7%	25.3%	23.1%	19.8%
마케팅	52.4%	44.3%	19.9%	51.9%	27.7%	48.6%	78.2%	86.1%	53.5%	29.5%	30.2%
영업이익	5.2%	12.4%	28.8%	0.6%	1.6%	1.8%	17.5%	-1.0%	8.9%	19.9%	22.5%
당기순이익	110.7%	1,877.1%	-88.7%	54.0%	226.7%	176.0%	91.2%	11,254.6%	496.1%	37.1%	-7.7%

출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 3. NAVER SoTP Valuation

부문별	단위	2021F	2022F	주요 가정
1. 서치플랫폼 적정가치	십억원	18,820	21,156	
12개월 예상 매출액		3,280	3,687	
12개월 예상 영업이익		984	1,106	영업이익률 30% 가정
12개월 예상 순이익		753	846	유효세율 23.5% 적용
Target PER	배	25	25	
2. 커머스 적정가치	십억원	33,188	41,082	
1) 검색 부문 가치		4,824	5,910	
12개월 예상 매출액		841	1,030	
12개월 예상 영업이익		252	309	영업이익률 30% 가정
12개월 예상 순이익		193	236	유효세율 23.5% 적용
Target PER	배	25	25	
2) 플랫폼수수료 부문 가치		28,365	35,172	
12개월 예상 거래대금		35,456	43,965	21년 예상 네이버쇼핑 거래대금
거래대금 대비 목표배수		0.8	0.8	거래액 기준 1위 사업자
3. 핀테크 적정가치	십억원	2,165	2,165	미래에셋대우 피투자액 * 지분율 81.16%
4. 웹툰 적정가치	십억원	8,528	11,658	
웹툰 거래액		1,066	1,457	2021년 예상 글로벌 거래액
Target PSR	배	8	8	Netflix 과거 3개년 평균 PSR 적용
5. 클라우드 적정가치		1,485	1,886	
12개월 예상 매출액		371	471	
Target PSR	배	4	4	글로벌 동종업체 5개사 12개월 예상 PSR 50% 할인
6. Z홀딩스 지분가치	십억원	9,619	9,619	
Z홀딩스 시가총액	%	54,798		
NAVER의 Z홀딩스 지분율	%	32.4		
할인율	%	30		지주회사 할인
7. 순현금	십억원	334	334	4Q20 기준 별도 순현금
8. 자사주	십억원	5,071	5,071	전일 종가 기준
9. CJ그룹 지분가치	십억원	635	635	전일 종가 기준
10. 신세계그룹 지분가치	십억원	218	218	전일 종가 기준
총 기업 가치		82,872	96,633	1+2+3+4+5+6+7+8+9+10
발행주식수	천주		164,263	
적정 주가 I		500,000	590,000	
적정 주가 II	원	540,000		시간 가중치 적용

주: 클라우드 부문 글로벌 동종업체 Amazon, Google, Alibaba, Salesforce, Microsoft 2021년 예상 평균 PSR에 50% 할인 적용  
출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

## NAVER (035420) 재무제표

## 대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	25,686.5	25,008.6	26,216.3
현금성자산	4,107.3	2,814.5	17,550.0	16,602.3	17,579.3
매출채권	1,143.4	981.2	1,354.0	1,616.5	1,840.8
재고자산	55.1	4.3	37.9	45.2	51.5
비유동자산	6,655.8	6,469.6	8,046.7	9,589.7	11,030.2
투자자산	4,718.1	4,679.9	5,964.8	7,121.1	8,109.4
유형자산	1,596.3	1,684.6	1,900.1	2,188.9	2,510.6
무형자산	341.4	105.1	181.8	279.7	410.2
<b>자산총계</b>	<b>12,299.5</b>	<b>17,014.2</b>	<b>33,733.1</b>	<b>34,598.3</b>	<b>37,246.5</b>
유동부채	3,773.1	7,911.8	8,238.0	8,385.3	8,511.2
매입채무	758.7	433.5	759.8	907.1	1,033.0
유동성이자부채	729.2	646.7	646.7	646.7	646.7
비유동부채	2,022.5	847.4	853.1	858.9	864.8
비유동이자부채	1,365.9	250.8	250.8	250.8	250.8
<b>부채총계</b>	<b>5,795.6</b>	<b>8,759.1</b>	<b>9,091.1</b>	<b>9,244.2</b>	<b>9,375.9</b>
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,575.3	1,793.3	1,793.3	1,793.3	1,793.3
이익잉여금	5,712.1	6,654.8	23,148.1	23,860.2	26,376.6
자본조정	(1,498.7)	(1,097.4)	(1,203.7)	(1,203.7)	(1,203.7)
자기주식	(1,390.4)	(1,214.8)	(1,214.8)	(1,214.8)	(1,214.8)
<b>자본총계</b>	<b>6,503.9</b>	<b>8,255.1</b>	<b>24,642.0</b>	<b>25,354.1</b>	<b>27,870.6</b>
투자자본	2,257.9	3,807.7	4,764.5	5,799.0	6,804.0
순차입금	(2,012.2)	(1,917.0)	(16,652.5)	(15,704.8)	(16,681.8)
ROA	5.3	6.8	65.2	5.5	7.4
ROE	10.6	15.2	106.4	7.8	10.3
ROIC	41.9	28.0	22.1	17.9	27.0

## 현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업현금</b>	<b>1,356.8</b>	<b>1,447.2</b>	<b>17,279.4</b>	<b>1,846.1</b>	<b>2,885.5</b>
당기순이익	396.8	845.0	16,532.4	1,869.5	2,644.6
자산상각비	498.0	495.3	824.9	978.2	1,157.6
운전자본증감	566.5	227.1	(80.1)	(122.5)	(104.7)
매출채권감소(증가)	(55.8)	(110.4)	(372.8)	(262.5)	(224.3)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	(33.5)	(7.3)	(6.3)
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	326.2	147.3	125.9
<b>투자현금</b>	<b>(1,078.1)</b>	<b>(2,503.2)</b>	<b>(2,484.6)</b>	<b>(1,634.1)</b>	<b>(1,777.0)</b>
단기투자자산감소	52.3	(1,228.5)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1,367.5)	(269.2)	(167.2)
설비투자	(435.9)	(759.4)	(967.9)	(1,155.5)	(1,315.9)
유무형자산감소	(64.2)	(94.0)	(149.2)	(209.4)	(293.9)
<b>재무현금</b>	<b>52.3</b>	<b>1,192.1</b>	<b>(59.3)</b>	<b>(1,159.7)</b>	<b>(131.4)</b>
차입금증가	6.5	1,130.7	0.0	0.0	0.0
자본증가	(46.9)	(54.9)	(59.3)	(1,159.7)	(131.4)
배당금지급	46.9	54.9	59.3	1,159.7	131.4
현금 증감	417.6	(2,140.2)	14,735.5	(947.7)	977.1
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>1,269.4</b>	<b>1,814.6</b>	<b>17,359.5</b>	<b>1,968.6</b>	<b>2,990.3</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(569.6)	1,972.6	80.1	122.5	104.7
(-) 설비투자	435.9	759.4	967.9	1,155.5	1,315.9
(+) 자산매각	(64.2)	(94.0)	(149.2)	(209.4)	(293.9)
Free Cash Flow	1,338.9	(1,011.3)	16,162.3	481.1	1,275.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	1,367.5	269.2	167.2
잉여현금	1,338.9	(1,011.3)	14,794.7	212.0	1,108.5

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research

Note: EPS는 완전회석 EPS

## 손익계산서

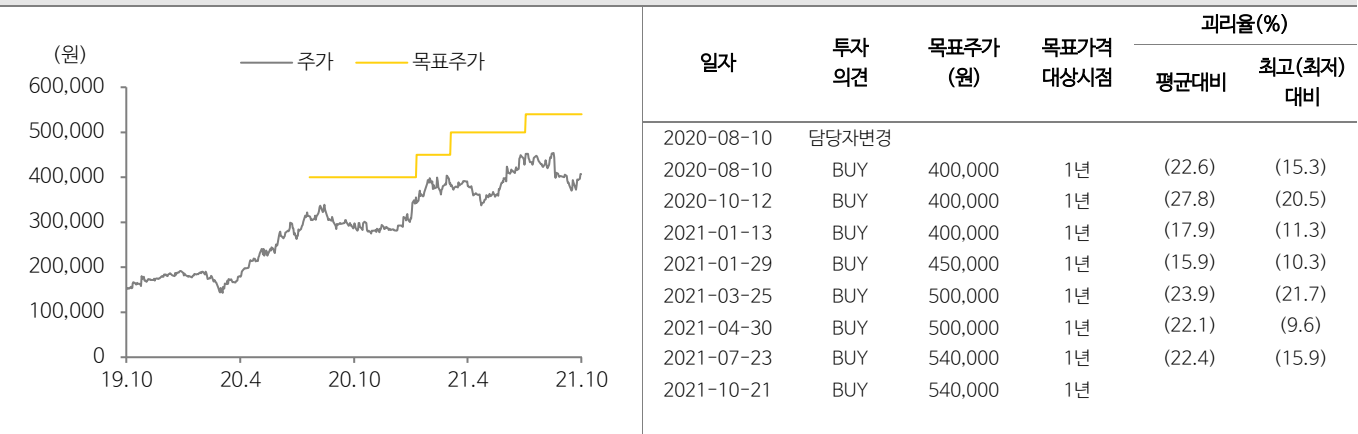
결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>4,356.2</b>	<b>5,304.1</b>	<b>6,760.4</b>	<b>8,071.1</b>	<b>9,191.2</b>
증가율 (Y-Y,%)	(22.0)	21.8	27.5	19.4	13.9
<b>영업이익</b>	<b>1,155.0</b>	<b>1,215.3</b>	<b>1,365.6</b>	<b>1,759.5</b>	<b>2,879.6</b>
증가율 (Y-Y,%)	22.5	5.2	12.4	28.8	63.7
EBITDA	1,653.0	1,710.6	2,190.5	2,737.7	4,037.2
<b>영업외손익</b>	<b>236.2</b>	<b>418.2</b>	<b>842.8</b>	<b>1,724.2</b>	<b>1,603.2</b>
순이자수익	12.1	18.1	1,582.2	1,419.1	1,272.6
외화관련손익	(6.9)	(12.2)	(66.5)	(51.0)	(36.5)
지분법손익	43.9	136.6	(672.8)	356.1	367.1
<b>세전계속사업손익</b>	<b>1,391.3</b>	<b>1,633.6</b>	<b>2,208.4</b>	<b>3,483.7</b>	<b>4,482.8</b>
<b>당기순이익</b>	<b>396.8</b>	<b>845.0</b>	<b>16,532.4</b>	<b>1,869.5</b>	<b>2,644.6</b>
지배기업당기순이익	583.1	1,002.1	16,552.5	1,871.8	2,647.8
증가율 (Y-Y,%)	(36.8)	112.9	1,856.5	(88.7)	41.5
<b>NOPLAT</b>	<b>764.4</b>	<b>848.9</b>	<b>947.6</b>	<b>944.2</b>	<b>1,698.8</b>
(+) Dep	498.0	495.3	824.9	978.2	1,157.6
(-) 운전자본투자	(569.6)	1,972.6	80.1	122.5	104.7
(-) Capex	435.9	759.4	967.9	1,155.5	1,315.9
OpFCF	1,396.1	(1,387.8)	724.4	644.4	1,435.8
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	2.7	4.3	6.6	22.8	20.1
영업이익증가율(3Yr)	1.6	1.0	13.2	15.1	33.3
EBITDA증가율(3Yr)	9.3	7.3	22.1	18.3	33.1
순이익증가율(3Yr)	(19.4)	3.1	197.5	67.6	46.3
영업이익률(%)	26.5	22.9	20.2	21.8	31.3
EBITDA마진(%)	37.9	32.3	32.4	33.9	43.9
순이익률(%)	9.1	15.9	244.5	23.2	28.8

## 주요투자지표

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Per share Data</b>					
EPS	3,538	6,096	100,768	11,395	16,119
BPS	35,223	44,850	144,610	148,945	164,264
DPS	376	402	7,060	800	1,130
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	52.7	48.0	4.0	35.8	25.3
PBR	5.3	6.5	2.8	2.7	2.5
EV/ EBITDA	17.4	27.0	23.0	18.7	12.4
배당수익률	0.2	0.1	1.7	0.2	0.3
PCR	24.2	26.5	3.9	34.0	22.4
PSR	7.1	9.1	9.9	8.3	7.3
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	89.1	106.1	36.9	36.5	33.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	149.6	133.3	311.8	298.2	308.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.4	1.4	1.1	1.0
<b>자산구조</b>					
투자자본(%)	20.4	33.7	16.8	19.6	20.9
현금+투자자산(%)	79.6	66.3	83.2	80.4	79.1
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	24.4	9.8	3.5	3.4	3.1
자기자본(%)	75.6	90.2	96.5	96.6	96.9

## 투자의견 및 목표주가 변경 추이

NAVER 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12개월 기준)	매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상 중립(Hold) : 기대수익률 $\pm$ 15% 내외 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
산업 (향후 12개월 기준)	비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(Buy)	중립(Hold)	매도(Sell)
100.0%	0.0%	0.0%

투자등급 비율 (기준일: 2021.09.30)