2021년 10월 22일

기업분석 | 인터넷/게임

NAVER (035420)

규제 영향 Peak Out. 다시 사업호조와 잠재력 주목

Analyst
성종화
02 3779 8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	540,000 원
현재주가	410,500 원

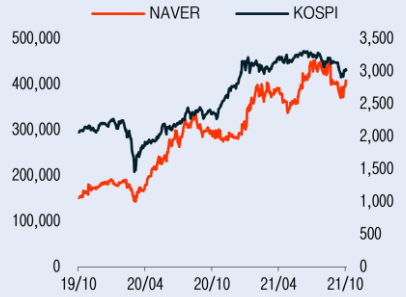
컨센서스 대비 (3Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (10/21)		3,007.33pt
시가총액		674,301 억원
발행주식수		164,263 천주
52 주 최고가/최저가		454,000 / 275,000 원
90 일 일평균거래대금		2,990.35 억원
외국인 지분율		56.6%
배당수익률(21.12E)		0.2%
BPS(21.12E)		163,473 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.2%
	6 개월	10.7%
	12 개월	12.8%
주주구성	국민연금공단	9.2%
	NAVER 자사주	9.2%
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.0%

Stock Price



3Q21 Review: YoY, QoQ 모두 호조 & 시장 컨센서스 전망치 부합

3Q21 연결영업실적은 매출 17,273억원(qoq 3.8%, yoy 26.9%), 영업이익 3,498억원(qoq 4.2%, yoy 19.9%)으로서 yoy, qoq 모두 호조를 시현했다. 그리고, 당사 종전 전망치 대비로는 매출은 부합하고 영업이익은 초과했으며 시장 컨센서스 전망치에는 매출, 영업이익 모두 부합했다.

부문별로는 YoY로는 모든 부문이 고성장을 시현했다. 그리고, QoQ로는 서치플랫폼은 Flat으로서 비수기인 점을 감안하면 상당한 호조였고 커머스, 핀테크, 클라우드 등도 한 자릿수의 견조한 증가세를 시현했다. 특이할 만한 점은 콘텐츠 부문인데 QoQ 27%의 고성장을 시현하며 당사 전망치를 크게 초과했다. 웹툰, 스노우 등의 주요 콘텐츠 사업의 근본적인 고성장에다 왓패드 매출 반영 등에 따른 것으로 판단된다.

동사 실적의 경우 매출 성장성이 가장 중요. 모든 사업부문 성장성 호조

① 서치플랫폼: 검색품질 향상 등에 의한 검색 호조, 성과형 광고 호조에 따른 디스플레이 고성장 등으로 검색과 디스플레이 모두 안정적이고 견조한 성장세를 지속하고 있다. ② 커머스: 스마트스토어의 지속적인 고성장(스토어수 47만개 & 지속 증가세. 3Q21 거래액 YoY 29%), 브랜드스토어 가파른 성장(스토어수 550여개로 확대. 3Q21 거래액 YoY 3배 이상, 올해 누적 거래액 1조원 달성), 쇼핑라이브 폭발적 성장(3Q21 거래액 YoY 13배) 등으로 고성장을 지속하고 있다. ③ 핀테크: 3Q21 거래액이 9.8조원으로 YoY 40%를 시현하는 등 고성장세를 지속하고 있다. 질적으로는 아직은 스마트스토어 결제 비중이 압도적이지만 온오프라인 외부 제휴처 확대로 외부 결제 비중이 빠르게 확대되고 있고 인당 결제 건수 및 객단가도 꾸준히 증가하고 있다. 스마트스토어 대상 중금리 사업자대출 또한 누적 취급액이 출시 10개월만에 1천억원을 돌파하는 등 빠르게 성장하고 있다. ④ 콘텐츠: 웹툰, 스노우 등 주요 사업 모두 가파르게 성장하고 있다. 웹툰은 북미 웹툰 MAU가 1,400만명을 돌파했으며 글로벌 웹툰 거래액은 월 1천억원을 돌파했다. 글로벌 웹툰 거래액은 올해는 YoY 50%의 고성장이 예상되며 내년 이후에도 고성장을 지속할 것으로 예상하며 3Q21 기준 국내 비중이 좀 더 많으나 장기적으로는 해외 비중이 더 커질 것으로 예상한다. 스노우는 카메라, 제페토 수익화를 바탕으로 3Q21 매출은 YoY 2배 이상의 고성장을 시현했다. ⑤ 클라우드: 3Q21은 QoQ로는 성장성이 다소 주춤했지만 SK렌터카, 동양생명 등 신규 고객을 수주하며 국내 2위 클라우드 사업자로서 안정적 고성장을 지속하고 있다.

플랫폼 사업의 중장기 성장잠재력 및 가치제고 잠재력은 확고부동. 플랫폼 규제 이슈 관련 주가 영향도 큰 그림에선 Peak Out

플랫폼 사업의 성장잠재력 및 전세계적인 방향성은 확고부동하며 대표적인 종합 플랫폼 업체인 동사의 주가는 중장기적으로 상당수준의 추가 상승 잠재력을 보유하고 있다고 판단한다. 금번 플랫폼 규제 관련 주가 조정의 경우 동사 또한 '플랫폼 사업 규제' 이슈에서 자유로울 수는 없다는 점에서 주가 조정 자체는 불가피했으나 동사는 일찌감치 정부의 규제 목소리에 귀를 기울이며 선제적으로 잘 대응해 왔다는 점에서 조정폭은 과도했다고 판단한다. 그리고, 플랫폼 규제 이슈는 향후 좀 더 이어질 수는 있겠으나 이에 따른 주가 영향은 이슈 발생 초기 급락을 통해 큰 그림에선 Peak Out 했다고 판단한다.

이베스트투자증권

3Q21 영업실적 Review

표1 3Q21 영업실적 Review

(억원, %)	3Q20	2Q21	3Q21E	3Q21P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	**13,608**	**16,635**	**16,967**	**17,273**	**26.9**	**3.8**	**1.8**
서치플랫폼	7,101	8,260	8,147	8,249	16.2	-0.1	1.2
검색	5,420	6,032	6,086	6,011	10.9	-0.3	-1.2
디스플레이	1,681	2,228	2,061	2,238	33.1	0.4	8.6
커머스	2,854	3,653	3,817	3,803	33.3	4.1	-0.4
핀테크	1,740	2,326	2,431	2,417	38.9	3.9	-0.6
콘텐츠	1,150	1,448	1,493	1,841	60.2	27.1	23.3
클라우드	763	948	1,079	963	26.2	1.6	-10.7
영업비용	10,691	13,279	13,783	13,775	28.9	3.7	-0.1
개발/운영	3,117	3,996	4,116	3,890	24.8	-2.7	-5.5
파트너	4,570	5,817	5,972	6,088	33.2	4.7	1.9
인프라	1,448	1,706	1,795	1,782	23.1	4.5	-0.7
마케팅	1,556	1,760	1,900	2,015	29.5	14.5	6.0
영업이익	**2,917**	**3,356**	**3,184**	**3,498**	**19.9**	**4.2**	**9.9**
영업이익률(%)	21.4	20.2	18.8	20.3	1.1%P ↓	0.1%P ↑	1.5%P ↑

▶ **매출 분류체계 설명**

▷ 서치플랫폼: 검색(쇼핑 제외), 디스플레이(쇼핑, 웹툰 제외)
▷ 커머스: 쇼핑 관련 검색 & 디스플레이, 중개수수료, 플러스멤버십
▷ 핀테크: 페이서비스, 디지털금융
▷ 콘텐츠: 웹툰(+라인망가), 뮤직, V LIVE, 스노우
▷ 클라우드: 클라우드, 웍스, 클로바

▶ **영업비용 분류체계 설명**

▷ 개발/운영: 인건비, 복리후생비, 지급임차료 등
▷ 파트너: 판매수수료, 결제수수료, 콘텐츠수수료, 페이적립금 등
▷ 인프라: 감가상각비, 통신비, 인건비(클라우드 인력 등) 등
▷ 마케팅: 광고/프로모션

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 3Q21E는 당사 종전 전망치. 3Q21P는 회사측 발표 가결산 실적

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q21 영업실적 전망치 비교(당사 전망치 및 컨센서스 전망치 대비)

(억원, %)	3Q21E(당사 종전)	3Q21E(컨센서스)	3Q21P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	16,967	17,297	17,273	1.8	-0.1
영업이익	3,184	3,396	3,498	9.9	3.0
영업이익률(%)	18.8	19.6	20.3	1.5%P ↑	0.7%P ↑

주: K-IFRS 연결기준

자료: NAVER, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망

표3 분기 실적전망

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	**11,547**	**12,760**	**13,608**	**15,126**	**14,991**	**16,635**	**17,273**	**19,020**	**18,668**	**20,469**	**20,632**	**22,570**
서치플랫폼	6,447	6,782	7,101	7,702	7,527	8,260	8,249	8,914	8,531	9,304	9,062	9,753
검색	5,196	5,276	5,420	5,654	5,697	6,032	6,011	6,239	6,102	6,419	6,362	6,578
디스플레이	1,251	1,505	1,681	2,048	1,830	2,228	2,238	2,674	2,428	2,885	2,700	3,176
커머스	2,312	2,562	2,854	3,168	3,244	3,653	3,803	4,168	4,243	4,676	4,844	5,251
핀테크	1,376	1,647	1,740	2,011	2,095	2,326	2,417	2,738	2,837	3,101	3,209	3,595
콘텐츠	934	1,129	1,150	1,389	1,308	1,448	1,841	2,126	2,029	2,215	2,308	2,636
클라우드	477	641	763	856	817	948	963	1,073	1,029	1,173	1,208	1,335
영업비용	8,629	9,680	10,691	11,889	12,103	13,279	13,775	15,225	14,904	16,089	16,456	17,819
개발/운영	2,829	2,897	3,117	3,124	3,743	3,996	3,890	4,143	4,300	4,429	4,553	4,653
파트너	3,772	4,275	4,570	5,349	5,100	5,817	6,088	6,790	6,534	7,267	7,366	8,170
인프라	1,109	1,361	1,448	1,579	1,550	1,706	1,782	1,933	1,904	2,080	2,165	2,332
마케팅	919	1,147	1,556	1,837	1,710	1,760	2,015	2,358	2,165	2,313	2,373	2,663
영업이익	**2,918**	**3,081**	**2,917**	**3,238**	**2,888**	**3,356**	**3,498**	**3,795**	**3,764**	**4,381**	**4,175**	**4,751**
영업이익률(%)	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.2	20.3	20.0	20.2	21.4	20.2	21.1
순이익	**1,349**	**907**	**2,353**	**3,841**	**154,145**	**5,406**	**3,227**	**3,660**	**3,929**	**3,755**	**3,772**	**4,468**
순이익률(%)	11.7	7.1	17.3	25.4	1,021.6	32.5	18.7	19.2	21.0	18.3	18.3	19.8
순이익(지배주주)	**1,848**	**1,473**	**2,455**	**4,246**	**153,105**	**5,276**	**3,319**	**3,678**	**4,043**	**3,773**	**3,873**	**4,486**
순이익 대비 비중(%)	137.0	162.4	104.3	110.5	100.0	97.6	102.9	100.5	102.9	100.5	102.7	100.4
qoq(%)												
매출액	-2.1	10.5	6.6	11.2	-0.9	11.0	3.8	10.1	-1.8	9.6	0.8	9.4
영업이익	5.9	5.6	-5.3	11.0	-10.8	16.2	4.2	8.5	-0.8	16.4	-4.7	13.8
순이익	-31.3	-32.8	159.5	63.2	3,887.1	-96.5	-40.3	13.4	7.4	-4.4	0.5	18.5
순이익(지배주주)	-25.7	-20.3	66.7	73.0	3,506.3	-96.6	-37.1	10.8	9.9	-6.7	2.7	15.8
yoy(%)												
매출액	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	30.4	26.9	25.7	24.5	23.0	19.4	18.7
영업이익	0.6	1.6	1.8	17.6	-1.0	8.9	19.9	17.2	30.3	30.5	19.4	25.2
순이익	54.0	226.7	176.0	95.8	11,254.6	496.1	37.1	-4.7	-97.4	-30.5	16.9	22.1
순이익(지배주주)	42.5	85.9	95.7	70.7	8,184.7	258.3	35.2	-13.4	-97.4	-28.5	16.7	22.0
종전 대비 변경률(%)												
매출액							1.8	2.1	1.9	1.9	1.3	1.7
영업이익							9.9	4.9	2.1	3.8	2.6	3.3
순이익							8.3	-0.5	-1.9	-0.2	-1.3	-0.8
순이익(지배주주)							11.6	2.5	1.1	2.8	1.7	2.2

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 1Q21부터는 Z홀딩스(LINE, 야후재팬) 지분법손익 반영 기준(Z홀딩스 32.65%)

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**43,562**	**53,041**	**67,919**	**82,339**	**95,901**
서치플랫폼	26,546	28,031	32,950	36,650	40,101
검색	21,006	21,547	23,979	25,461	26,863
디스플레이	5,540	6,485	8,970	11,189	13,238
커머스	7,921	10,897	14,868	19,014	22,245
핀테크	4,066	6,775	9,576	12,742	16,391
콘텐츠	3,093	4,602	6,723	9,188	11,300
클라우드	1,936	2,737	3,801	4,744	5,863
영업비용	32,012	40,888	54,382	65,268	75,057
개발/운영	10,290	11,966	15,772	17,936	19,906
파트너	13,930	17,966	23,795	29,336	34,452
인프라	4,212	5,498	6,971	8,481	9,904
마케팅	3,580	5,459	7,843	9,514	10,795
영업이익	**11,550**	**12,153**	**13,537**	**17,071**	**20,844**
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.9	20.7	21.7
순이익	**3,968**	**8,450**	**165,438**	**15,923**	**18,977**
순이익률(%)	9.1	15.9	243.6	19.3	19.8
순이익(지배주주)	**5,831**	**10,021**	**165,378**	**16,176**	**19,336**
순이익 대비 비중(%)	146.9	118.6	100.0	101.6	101.9
EPS	**2,408**	**5,144**	**100,715**	**9,694**	**11,553**
EPS(지배주주)	**3,538**	**6,100**	**100,679**	**9,847**	**11,771**
yoy(%)					
매출액	19.3	21.8	28.0	21.2	16.5
영업이익	11.7	5.2	11.4	26.1	22.1
순이익	-36.8	112.9	1,857.9	-90.4	19.2
EPS	-36.8	113.7	1,857.9	-90.4	19.2
EPS(지배주주)	-10.1	72.4	1,550.3	-90.2	19.5
종전 대비 변경률(%)					
매출액			1.0	1.7	1.6
영업이익			3.8	3.0	3.0
순이익			0.1	-1.1	-1.0
EPS			0.1	-1.1	-1.0
EPS(지배주주)			0.3	1.9	2.0

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 1Q21부터는 Z홀딩스(LINE, 야후재팬) 지분법손익 반영 기준(Z홀딩스 32.65%)

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표5 네이버페이 Valuation _ 결제/송금 중심 주요 TechFin 잠재가치 밸류에이션 참조

구분		네이버페이	카카오페이	페이코
MAU		1,400만	2,145만	400만
가맹점	온라인	49만	69만 + (온라인 4만, 오프라인 65만 내외 추산 / 온오프 모두 중대형몰 대부분 가맹)	10만
	오프라인	105만 (제로페이 제휴 가맹점 96.5만) (예약/테이블오더 11.6만)		자체 20만 + 제로페이 제휴 60만 + 삼성페이 제휴 270만
거래액		2019년 16.2조원(YoY 42%) 2020년 25.9조원(YoY 60%) (1Q20 5.2조원, YoY 49%) (2Q20 6.1조원, YoY 56%) (3Q20 6.8조원, YoY 62%) (4Q20 7.8조원, YoY 70%) (1Q21 8.4조원, YoY 62%) (2Q21 9.1조원, YoY 49%) (3Q21 9.8조원, YoY 44%) (대부분 온라인결제액) (코로나 19 수혜로 온라인결제 폭발적 성장세)	2019년 48.4조원(YoY 138%) 2020년 66.9조원(YoY 38%) (1Q20 14.3조원, YoY 35%) (2Q20 14.8조원, YoY 31%) (3Q20 17.9조원, YoY 39%) (4Q20 19.9조원, YoY 47%) (1Q21 21.8조원, YoY 52%) (송금액 50% 이상) (온라인결제, 금융서비스 폭발적 성장세)	2019년 6.0조원 (YoY 30%) 2020년 7.0조원 (YoY 17%) 1Q20 1.7조원 (YoY 29%) 2Q20 1.7조원 (YoY 23%) 3Q20 1.8조원 (YoY 20%) 4Q20 1.8조원(YoY 1%) (결제액 80% 이상) (온라인결제 상대적 부진) (오프라인결제 고성장 중이었으나 2020년은 코로나 19로 위축)
최신 시장평가 가치 (전체가치 기준)		2020년 1월 미래에셋 4개 계열사 펀딩 시 전체가치 기준 26,643억원 (7,993억원, 지분율 30%) (2019년 16.2조원 x Multiple 0.16배)	2021년 11월초 상장 예정. 희망공모가 Range는 상장 후 기준 시총 78,220억원 ~ 117,330억원	2019년 7월 한화생명보험, 너브 펀딩 시 7,350억원 (2019년 거래액 6.0조원 x Multiple 0.12배)
당사 시뮬레이션 평가가치 (전체가치 기준)		14.82조원 (2021E 거래액 39.0조원 x Multiple 0.38배)	16.00조원 (2021E 거래액 100조원 x Multiple 0.16배)	0.900조원 (2021E 거래액 9조원 x Multiple 0.10배)
주요 주주		NAVER: 70% 미래에셋대우: 30%	카카오: 47.8% (상장 전 55.0% → 상장 후 47.8%) 알리페이 싱가포르 홀딩스: 39.1% (상장 전 45.0% → 상장 후 39.1%) × 상장 후 주식수, 지분율 변화는 1차 증권신고서 내용과 동일 가정	NHN: 68.42%
각사 가치 기여		NAVER 가치 기여 7.2618조원 [14.82조원 × 70% × (1-30%)] 30% DC (비상장 감안)	카카오 가치 기여 4.5917조원 [16.00조원 × 47.83% × (1-40%)] 40% DC (상장 직전 감안)	NHN 가치 기여 0.4310조원 [0.90조원 × 68.42% × (1-30%)] 30% DC (비상장 감안)

▶ 2021E 거래액 대비 Multiple 산정

▷ 네이버페이는 거래액 대부분이 결제액이고, 검색/커머스/결제의 네이버 생태계 기반 막강한 플랫폼 경쟁력 감안 시 3개 중 훨씬 높은 프리미엄 적절. 국내 1위 EC 네이버 커머스 부문과 국내 압도적 1위 검색포털과의 막강한 시너지를 통해 결제액 중심의 고성장 지속 전망. 결제 또한 신용카드 결제 비중을 줄이고 네이버 포인트 통한 송금/이체 방식 결제 비중 확대 정책 적극적으로 펴고 있음. CJ대통, 신세계/이마트 등과의 물류 제휴 통한 EC 확대정책 또한 네이버페이와 시너지 기대

▷ 카카오페이는 플랫폼 경쟁력 우수하나 네이버페이 대비 EC 거래액 열위(2020년 27.8조원 vs 5.6조원), 결제액 비중 열위(결제액 거의 100% vs 송금 비중 70%) 감안하여 거래액 대비 적용 Multiple은 네이버페이의 42% 정도로 책정

▷ 페이코는 결제액 비중은 네이버페이보다는 낮으나 카카오페이보다는 높음(80% 정도 추정). 다만, 네이버페이, 카카오페이와 달리 플랫폼 기반이 아니고 별도 앱 방식이라 플랫폼 경쟁력 대폭 열위. 각각 국민 포털 네이버, 국민 SNS 카카오톡 플랫폼을 바탕으로 한 검색/ EC/결제 플랫폼 생태계 및 메신저/EC/결제 플랫폼 생태계와의 경쟁력 대폭 열위. 따라서, 거래액 규모도 가장 작을 뿐만 아니라 거래액 대비 적용 Multiple도 가장 낮은 수준 적용

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 NAVER 웹툰사업 Valuation

Webtoon 사업 가치 요소		전체가치 (100% 기준)	전체가치(100% 기준) 산정 내역	NAVER 가치 기여
Webtoon Entertainment (77.5%)	네이버 웹툰 (일본 외 글로벌)	87,750억원	▶ 합병 전 기준 카카오페이지 100% 지분 가치 67,500억원의 130% 적용 ▷ 2020년 기준 수익성은 카카오페이지(일본 픽코마 제외)가 네이버웹툰(일본 LDF 제외)보다 우위 ▷ 2020년 기준 거래액 절대규모, 성장성은 네이버웹툰(일본 LDF 제외)이 카카오페이지(일본 픽코마 제외)보다 우위 ▷ 네이버웹툰(일본 LDF 제외)은 카카오페이지(일본 픽코마 제외)보다 미국/유럽 등 글로벌 확장성 우위 ▷ 왓패드 인수로 웹툰, 웹소설간의 IP 교류 시너지 기대. 글로벌 No 1 웹툰, 웹소설 플랫폼의 결합으로 글로벌 No 1 스토리텔링 플랫폼 탄생 ▷ 네이버웹툰(일본 LDF 제외) 자체 평가가치 8.775조원은 2020년 거래액 4,714억원 대비 Multiple 18.6배 vs 카카오페이지(일본 픽코마 제외) 자체 평가가치 6.75조원은 2020년 거래액 3,558억원 대비 Multiple 19.0배	68,986억원 (87,750억원 + 39,488억원) x 77.5% × (1-30%)
	LINE Digital Frontier (라인망가)	39,488억원	▶ 네이버웹툰 100% 지분가치 87,750억원의 45% 적용 ▷ 지배구조 개편 시 일본사업 가치를 글로벌사업 가치의 47.7%로 평가 - 네이버웹툰 지분 33.4% 가치 = LDF 지분 70.0% 가치 ▷ 2019년 거래액은 네이버웹툰 2,887, LDF 2,663억원으로서 큰 차이 없었으나 글로벌사업(네이버웹툰) 가치가 일본사업(LDF)보다 2배 정도 높게 평가된 것은 미국/유럽 등 성장잠재력 관련 프리미엄 부가된 것 ▷ LDF도 지배구조 개편 후 네이버웹툰 장편 연재형 IP 도입, 공격적 마케팅 등으로 체질 개선 중이나 아직은 효과 미미하여 네이버웹툰 대비 가치 비중은 45%로 지배구조 개편 시 기준보다 좀 더 축소 ▷ 일본사업은 향후 지배구조 개편 효과 본격화로 성장성 강화될 수 있는 가능성 유효	

▶ Webtoon Entertainment(지배구조 개편 후)에 대한 NAVER 지분율 77.5%
▷ 궁극적으로 Webtoon Entertainment(미국법인)가 네이버웹툰(한국), LDF(일본), Watong Entertainment(중국) 등을 총괄
▷ Webtoon Entertainment(미국법인)가 한국, 일본, 중국법인 모두 100% 자회사로 거느리게 됨
▷ Webtoon Entertainment(지배구조 개편 후) 지분율은 NAVER 66.6%, LINE Corp 33.4%
▷ Webtoon Entertainment(지배구조 개편 후)에 대한 NAVER 지배력 = 66.6% + 10.9%(33.5% x 32.5%) = 77.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 NAVER 커머스 부문 Valuation

(억원, 배, %)	2020년 거래액	적용 Multiple	적정 시가총액
쿠팡	210,000	3.37	706,700
NAVER 커머스 부문	280,000	0.68	190,728
쿠팡 대비 Discount Rate		79.8%	

▶ 쿠팡 시가총액은 21.06.29 기준 목표주가 시총 : 현재주가 시총 = 40 : 60 가중평균

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 Z홀딩스 지분법손익 및 페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주순이익

(억원, 원)	2020	2021E	2022E
+ Z홀딩스(LINE, 야후재팬) 지분법손익 제외 지배주주순이익	10,021	164,778	13,853
- 페이 부문(네이버파이낸셜) 순이익 (20년 발표치, 21년 이후 약식 추정치)	549	675	825
- 웹툰 부문(글로벌 합산) 순이익 (20년 추산치, 21년 이후 약식 추정치)	-756	-365	-145
- 커머스 부문 순이익 (20년 추산치, 21년 이후 약식 추정치)	1,255	1,620	1,945
= 페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주순이익	8,973	162,848	11,228
Z홀딩스 지분법손익 및 페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주 EPS	**5,462**	**99,138**	**6,835**

자료: NAVER, LINE, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 NAVER SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2022E 지배주주 EPS	적용 PER	목표주가	목표시총(억원)
NAVER 가치	9,847	54.8	540,000	887,022
페이/웹툰/커머스 부문 제외한 손익 가치(Z홀딩스 지분법손익 제외)	6,835	39.0	266,886	438,395
네이버페이 가치 귀속분				72,618
네이버페이 가치				148,200
NAVER의 네이버페이 지분율				70.0%
자회사 가치기여분 DC Ratio				30.0%
Webtoon Entertainment(통합 후) 가치 귀속분				68,986
Webtoon Entertainment 가치				127,238
Webtoon Entertainment에 대한 NAVER 지분율				77.5%
자회사 가치기여분 DC Ratio				30.0%
네이버웹툰 가치				87,750
LINE Digital Frontier 가치				39,488
네이버웹툰 대비 가치 비중				45.0%
커머스 부문 가치 귀속분				190,728
커머스 부문 전체 가치				190,728
커머스 부문 가치 귀속 비중				100.0%
Z 홀딩스 가치 귀속분				116,295
Z 홀딩스 가치 (현재주가 기준 : 목표주가 기준 = 80 : 20)				593,642
Z 홀딩스에 대한 지배력				32.65%
자회사 가치기여분 DC Ratio				40.00%

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 NAVER 목표주가 변동

구분	2022E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	9,659	55.9	540,000	887,022
신규	9,847	54.8	540,000	887,022
변경률(%)	1.9	-1.9	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

NAVER (035420)

※ 1Q21부터 Z홀딩스(LINE, 야후재팬) 32.5%씩 지분법손익 반영 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,644	10,545	9,986	11,461	13,199
현금 및 현금성자산	3,741	1,600	4,676	5,286	6,056
유동금융자산	367	1,214	3,547	4,010	4,595
매출채권 및 기타채권	1,211	987	1,291	1,593	1,881
기타	325	6,743	472	572	667
비유동자산	6,656	6,470	21,652	22,677	23,751
유무형자산	1,938	1,790	1,846	1,905	1,966
투자자산	3,487	4,346	19,459	20,412	21,413
기타	1,231	334	346	359	372
자산총계	**12,300**	**17,014**	**31,638**	**34,138**	**36,950**
유동부채	3,773	7,912	3,794	4,341	4,837
매입채무 및 기타재무	1,211	689	844	987	1,117
단기차입금/유동성사채	560	576	576	576	576
기타	2,003	6,646	2,374	2,777	3,143
비유동부채	2,022	847	991	1,071	1,144
장기차입금/사채	802	151	151	151	151
기타	1,220	697	840	921	994
부채총계	**5,796**	**8,759**	**4,785**	**5,412**	**5,981**
지배주주지분	5,805	7,367	23,965	25,636	27,638
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금 및 기타	77	696	734	734	734
이익잉여금	5,712	6,655	23,214	24,886	26,888
비지배주주지분	699	888	2,888	3,090	3,331
자본총계	**6,504**	**8,255**	**26,853**	**28,726**	**30,969**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**4,356**	**5,304**	**6,792**	**8,234**	**9,590**
영업비용	3,201	4,089	5,438	6,527	7,506
영업이익	**1,155**	**1,215**	**1,354**	**1,707**	**2,084**
EBITDA	1,576	1,765	2,051	2,555	3,075
영업외손익	**236**	**418**	**748**	**458**	**496**
기타손익	-19	-75	-102	-75	-78
금융손익	237	378	406	95	94
이자손익	-5	-6	-11	-15	-21
기타	242	384	417	110	114
지분법손익	18	116	443	438	481
세전이익	**1,391**	**1,634**	**2,101**	**2,166**	**2,581**
법인세비용	471	493	557	573	683
계속영업순이익	**921**	**1,141**	**1,544**	**1,592**	**1,898**
중단영업순이익	-524	-296	15,000	0	0
당기순이익	**397**	**845**	**16,544**	**1,592**	**1,898**
지배주주순이익	583	1,002	16,538	1,618	1,934
총포괄이익	**536**	**1,066**	**19,025**	**1,831**	**2,182**
Profitability(%)					
영업이익률	26.5	22.9	19.9	20.7	21.7
EBITDA Margin	36.2	33.3	30.2	31.0	32.1
당기순이익률	9.1	15.9	243.6	19.3	19.8
ROA	3.6	5.8	68.0	4.8	5.3
ROE	6.4	11.5	94.2	5.7	6.4
ROIC	10.7	10.3	5.2	4.4	5.0

현금흐름표

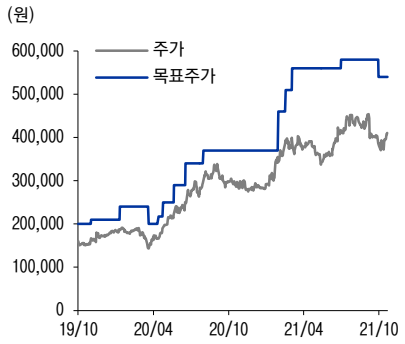
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**1,357**	**1,447**	**5,763**	**2,330**	**2,707**
영업에서 창출된 현금흐름	1,836	2,042	5,947	2,913	3,405
당기순이익	397	845	16,544	1,592	1,898
조정사항	873	970	-12,446	1,176	1,394
유무형자산상각비	338	358	453	551	644
법인세비용	471	493	557	573	683
이자비용	17	22	27	35	43
이자수익	-12	-16	-17	-20	-22
기타	59	114	-13,467	37	47
자산,부채 증감	567	227	1,849	145	113
법인세,이자,배당금 등	-479	-595	-184	-584	-698
투자활동 현금	**-1,078**	**-2,503**	**-2,629**	**-1,604**	**-1,825**
유동금융자산 증감	-8	-1,375	-2,333	-463	-585
유무형자산 증감	-429	-853	-510	-610	-705
투자/기타비유동자산 증감	-641	-275	215	-531	-536
재무활동 현금	**52**	**1,192**	**-59**	**-115**	**-112**
차입금/사채 증감	6	1,305	0	0	0
자기주식, Stock Option	-94	-16	0	0	0
현금배당	-47	-55	-59	-115	-112
기타	186	-42	0	0	0
총현금흐름	**331**	**136**	**3,075**	**610**	**771**
기초 현금 및 현금성자산	3,323	3,741	1,600	4,676	5,286
외화 현금 환율변동 효과	87	-2,276	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**3,741**	**1,600**	**4,676**	**5,286**	**6,056**

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation (배)					
P/E	77.5	56.9	4.1	42.3	35.5
P/B	4.7	5.8	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	17.8	26.0	29.2	23.0	18.7
P/CF	38.9	39.4	17.2	30.9	26.0
Per Share Data (원)					
EPS	2,408	5,144	100,715	9,694	11,553
BPS	39,462	50,256	163,473	174,875	188,531
CPS	4,795	7,427	23,825	13,300	15,791
DPS	332	361	702	680	810
Growth (%)					
매출액	19.3	21.8	28.0	21.2	16.5
영업이익	11.7	5.2	11.4	26.1	22.1
EPS	-36.8	113.7	1,857.9	-90.4	19.2
총자산	24.5	38.3	85.9	7.9	8.2
자기자본	9.3	26.9	225.3	7.0	7.8
Stability (%,배,십억원)					
부채비율	89.1	106.1	17.8	18.8	19.3
유동비율	149.6	133.3	263.2	264.0	272.9
자기자본비율	52.9	48.5	84.9	84.1	83.8
영업이익/금융비용(x)	10.8	8.3	8.1	11.2	12.5
이자보상배율(x)	85.1	76.4	77.5	63.7	61.1
총차입금	1,362	727	727	727	727
순차입금	-2,745	-2,088	-7,496	-8,569	-9,925

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터, * K-IFRS 연결기준

NAVER 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.26	Buy	175,000원	-9.1		-15.9						
2019.09.30	Buy	200,000원	-18.0		-22.8						
2019.11.01	Buy	210,000원	-11.0		-17.0						
2020.01.10	Buy	240,000원	-20.4		-25.2						
2020.03.20	Buy	200,000원	-13.3		-18.5						
2020.04.13	Buy	217,000원	-12.4		-18.5						
2020.04.24	Buy	250,000원	-11.2		-16.0						
2020.05.21	Buy	290,000원	-13.4		-18.6						
2020.06.18	Buy	340,000원	-12.1		-18.5						
2020.07.31	Buy	370,000원	-4.1		-18.8						
2021.01.29	Buy	460,000원	-16.2		-21.5						
2021.02.16	Buy	510,000원	-21.7		-24.1						
2021.03.04	Buy	560,000원	-24.4		-32.7						
2021.07.01	Buy	580,000원	-21.7		-26.2						
2021.09.30	Buy	540,000원									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)