



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	540,000 원
현재주가	387,000 원

컨센서스 대비 (3Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (9/29)	3,060.27pt
시가총액	635,699 억원
발행주식수	164,263 천주
52 주 최고가/최저가	454,000 / 275,000 원
90 일 일평균거래대금	3,216.66 억원
외국인 지분율	56.5%
배당수익률(21.12E)	0.2%
BPS(21.12E)	163,318 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -5.4%
	6개월 0.6%
	12개월 -2.7%
주주구성	국민연금공단 10.0%
	NAVER 자사주 9.2%
	BlackRock Fund Advisors 외 13인 5.0%

Stock Price

NAVER (035420)

조정폭은 과도. 규제 이슈 안정화까지 다소의 시간은 필요

3Q21 Preview: YoY 호조, QoQ 숨고르기 & 당사 전망치 부합 전망

3Q21 연결영업실적은 매출 16,967억원(qoq 2.0%, yoy 24.7%), 영업이익 3,184억원(qoq -5.1%, yoy 9.1%)으로서 yoy는 호조이나 qoq는 숨을 고르는 모습을 보이며, 당사 중전 전망치에는 부합하나 시장 컨센서스 전망치에는 다소 미달할 것으로 전망한다.

카카오 플랫폼 사업에 대한 규제 여파로 동사 주가도 상당수준 조정. 조정 자체는 불가피했으나 규제에 따른 동사 가치 하향 영향 제한적인 점 감안하면 조정폭은 과도했다고 판단

9/8 카카오의 모빌리티, 테크핀 플랫폼 및 몇 가지 O2O 플랫폼 사업들에 대한 규제 이슈의 발동으로 카카오 주가는 9/8 당일 10% 급락과 함께 10여일 만에 24%의 가파른 조정을 거치고 있다. 그런데, NAVER 주가 또한 '플랫폼 사업에 대한 규제'라는 공통분모로 인해 9/8 당일 8% 급락과 함께 이 기간 동안 카카오 하락폭의 절반 수준인 13%의 조정을 거치고 있다.

카카오의 경우 최근 수년간 모빌리티 및 일부 O2O 플랫폼 사업에 대해 공격적인 성장전략을 추구하며 골목상권 침해 논란을 야기한 부분이 있었으며 이러한 것들이 금번 규제의 사정권에 들게 된 것인 반면 NAVER는 뉴스 및 댓글 개편, 음식배달 및 꽃배달 등 골목상권 침해 소지가 있는 O2O 사업의 철수, 커머스 플랫폼의 경우 낮은 수수료 및 빠른 정산 등을 통한 소상공인 및 이용자와의 상생 추구 등 미디어 및 플랫폼 사업에 대한 정부의 규제에 적극적으로 호응하는 행보를 취해 왔다. 테크핀의 경우 보험, 펀드판매 등 금융상품은 내년 라이선스 취득 후 정부의 규제 범위 내에서 사업을 영위할 예정이다.

플랫폼 사업 규제는 사업의 범위, 깊이, 속도에 영향을 미치는 것으로서 가치에 부정적인 요인인 것은 분명하다. 동사 또한 대표적인 종합 플랫폼 업체로서 정부의 플랫폼 사업 규제에 대해 자유로울 수는 없으며 최근 카카오의 플랫폼 사업에 대한 규제 이슈로 당달아 동사주가도 상당부분 조정을 거친 것도 일정부분은 불가피한 측면이 있다. 다만, 동사는 수년간 정부의 규제에 충실히 호응하는 스탠스를 취해 왔기 때문에 주요 플랫폼 사업의 범위, 깊이, 속도 등에 추가적인 영향은 제한적이며 따라서 가치 하향 영향도 제한적이라는 점을 감안하면 최근 규제 이슈로 인한 동사주가의 조정폭은 과도했다고 판단한다.

목표주가 소폭 하향. Buy 유지. 주가 조정폭은 과도했으나 주가 방향성 되찾기 위해선 규제 이슈 안정화가 가장 중요

목표주가는 커머스, 테크핀, 콘텐츠 등 플랫폼 자회사들의 가치 기여분을 골고루 소폭 하향하여 58만원에서 54만원으로 7% 정도 소폭 하향하나 투자의견은 Buy를 유지한다.

플랫폼 사업의 성장잠재력 및 전세계적인 방향성은 확고부동하며 대표적인 종합 플랫폼 업체인 동사의 주가는 중장기적으로 상당수준의 추가 상승 잠재력을 보유하고 있다고 판단한다. 그리고, 금번 플랫폼 사업 규제 이슈에 따른 주가 조정은 불가피했으나 조정폭은 과도했다고 판단한다. 다만, 동사 또한 '플랫폼 사업 규제' 이슈에서 자유로울 수는 없기 때문에 주가가 제 가치에 수렴하는 방향성을 되찾기 위해선 금번 플랫폼 사업 규제 이슈의 안정화가 가장 중요하며 그 때까지는 다소의 시간이 필요할 수 있다고 판단한다.

3Q21 영업실적 Preview

표1 3Q21 영업실적 Preview

(억원, %)	3Q20	2Q21	3Q21E(종전)	3Q21E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	13,608	16,635	17,001	16,967	24.7	2.0	-0.2
서치플랫폼	7,101	8,260	8,143	8,147	14.7	-1.4	0.1
검색	5,420	6,032	6,104	6,086	12.3	0.9	-0.3
디스플레이	1,681	2,228	2,039	2,061	22.6	-7.5	1.1
커머스	2,854	3,653	3,843	3,817	33.8	4.5	-0.7
핀테크	1,740	2,326	2,461	2,431	39.7	4.5	-1.2
콘텐츠	1,150	1,448	1,478	1,493	29.9	3.1	1.0
클라우드	763	948	1,076	1,079	41.4	13.8	0.3
영업비용	10,691	13,279	13,836	13,783	28.9	3.8	-0.4
개발/운영	3,117	3,996	4,136	4,116	32.1	3.0	-0.5
파트너	4,570	5,817	5,967	5,972	30.7	2.7	0.1
인프라	1,448	1,706	1,795	1,795	24.0	5.2	0.0
마케팅	1,556	1,760	1,938	1,900	22.1	8.0	-2.0
영업이익	2,917	3,356	3,165	3,184	9.1	-5.1	0.6
영업이익률(%)	21.4	20.2	18.6	18.8	2.6%P ↓	1.4%P ↓	0.2%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, 워크스, 클로바

▶ 영업비용 분류체계 설명

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

주: K-IFRS 연결기준

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

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

(억원, %)	3Q21E(당사 종전)	3Q21E(컨센서스)	3Q21E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	17,001	17,315	16,967	-0.2	-2.0
영업이익	3,165	3,382	3,184	0.6	-5.9
영업이익률(%)	18.6	19.5	18.8	0.2%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	16,967	18,630	18,324	20,087	20,363	22,190
서치플랫폼	6,447	6,782	7,101	7,702	7,527	8,260	8,147	8,739	8,387	9,129	8,903	9,496
검색	5,196	5,276	5,420	5,654	5,697	6,032	6,086	6,318	6,179	6,512	6,454	6,679
디스플레이	1,251	1,505	1,681	2,048	1,830	2,228	2,061	2,422	2,208	2,617	2,450	2,817
커머스	2,312	2,562	2,854	3,168	3,244	3,653	3,817	4,191	4,267	4,702	4,881	5,281
핀테크	1,376	1,647	1,740	2,011	2,095	2,326	2,431	2,759	2,858	3,130	3,249	3,645
콘텐츠	934	1,129	1,150	1,389	1,308	1,448	1,493	1,739	1,659	1,812	1,859	2,142
클라우드	477	641	763	856	817	948	1,079	1,202	1,153	1,314	1,472	1,626
영업비용	8,629	9,680	10,691	11,889	12,103	13,279	13,783	15,011	14,636	15,865	16,293	17,592
개발/운영	2,829	2,897	3,117	3,124	3,743	3,996	4,116	4,215	4,362	4,493	4,619	4,720
파트너	3,772	4,275	4,570	5,349	5,100	5,817	5,972	6,651	6,322	7,131	7,270	8,033
인프라	1,109	1,361	1,448	1,579	1,550	1,706	1,795	1,947	1,918	2,071	2,165	2,331
마케팅	919	1,147	1,556	1,837	1,710	1,760	1,900	2,198	2,034	2,169	2,240	2,507
영업이익	2,918	3,081	2,917	3,238	2,888	3,356	3,184	3,619	3,688	4,222	4,070	4,598
영업이익률(%)	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.2	18.8	19.4	20.1	21.0	20.0	20.7
순이익	1,349	907	2,353	3,841	153,145	5,406	2,979	3,679	4,003	3,763	3,821	4,506
순이익률(%)	11.7	7.1	17.3	25.4	1,021.6	32.5	17.6	19.7	21.8	18.7	18.8	20.3
순이익(지배주주)	1,848	1,473	2,455	4,246	153,105	5,276	2,973	3,587	3,999	3,669	3,809	4,389
순이익 대비 비중(%)	137.0	162.4	104.3	110.5	100.0	97.6	99.8	97.5	99.9	97.5	99.7	97.4
qoq(%)												
매출액	-2.1	10.5	6.6	11.2	-0.9	11.0	2.0	9.8	-1.6	9.6	1.4	9.0
영업이익	5.9	5.6	-5.3	11.0	-10.8	16.2	-5.1	13.7	1.9	14.5	-3.6	13.0
순이익	-31.3	-32.8	159.5	63.2	3,887.1	-96.5	-44.9	23.5	8.8	-6.0	1.5	18.0
순이익(지배주주)	-25.7	-20.3	66.7	73.0	3,506.3	-96.6	-43.6	20.6	11.5	-8.3	3.8	15.2
yoy(%)												
매출액	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	30.4	24.7	23.2	22.2	20.8	20.0	19.1
영업이익	0.6	1.6	1.8	17.6	-1.0	8.9	9.1	11.8	27.7	25.8	27.8	27.0
순이익	54.0	226.7	176.0	95.8	11,254.6	496.1	26.6	-4.2	-97.4	-30.4	28.2	22.5
순이익(지배주주)	42.5	85.9	95.7	70.7	8,184.7	258.3	21.1	-15.5	-97.4	-30.5	28.1	22.4
종전 대비 변경률(%)												
매출액							-0.2	-2.1	-2.1	-1.5	-1.5	-2.9
영업이익							0.6	-8.2	-3.1	1.0	0.4	-5.5
순이익							5.0	-2.8	0.7	3.9	2.8	-2.5
순이익(지배주주)							5.0	-2.8	0.7	3.9	2.8	-2.5

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	67,223	80,964	94,378
서치플랫폼	26,546	28,031	32,673	35,916	38,922
검색	21,006	21,547	24,133	25,824	27,276
디스플레이	5,540	6,485	8,540	10,092	11,645
커머스	7,921	10,897	14,906	19,131	22,262
핀테크	4,066	6,775	9,610	12,881	16,642
콘텐츠	3,093	4,602	5,988	7,472	9,142
클라우드	1,936	2,737	4,046	5,564	7,410
영업비용	32,012	40,888	54,177	64,386	74,133
개발/운영	10,290	11,966	16,070	18,195	20,109
파트너	13,930	17,966	23,540	28,755	33,985
인프라	4,212	5,498	6,998	8,486	9,888
마케팅	3,580	5,459	7,569	8,951	10,152
영업이익	11,550	12,153	13,047	16,578	20,244
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.4	20.5	21.5
순이익	3,968	8,450	165,210	16,094	19,174
순이익률(%)	9.1	15.9	245.8	19.9	20.3
순이익(지배주주)	5,831	10,021	164,942	15,867	18,960
순이익 대비 비중(%)	146.9	118.6	99.8	98.6	98.9
EPS	2,408	5,144	100,576	9,797	11,673
EPS(지배주주)	3,538	6,100	100,413	9,659	11,543
yoy(%)					
매출액	19.3	21.8	26.7	20.4	16.6
영업이익	11.7	5.2	7.4	27.1	22.1
순이익	-36.8	112.9	1,855.1	-90.3	19.1
EPS	-36.8	113.7	1,855.1	-90.3	19.1
EPS(지배주주)	-10.1	72.4	1,546.0	-90.4	19.5
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-0.6	-2.0	-1.9
영업이익			-2.3	-1.9	-3.1
순이익			0.0	1.0	-0.9
EPS			0.0	1.0	-0.9
EPS(지배주주)			0.0	1.0	-0.9

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 +	10만
	오프라인	105만 (제로페이 제휴 가맹점 96.5만) (예약/테이블오더 11.6만)	(온라인 4만, 오프라인 65만 내외 추산 / 온오프 모두 중대형몰 대부분 가맹)	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%) (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 편당 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 편당 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) × 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% × 32.5%) = 77.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 NAVER 커머스 부문 Valuation

(억원, 배, %)	2020년 거래액	적용 Multiple	적정 시가총액
쿠팡	210,000	3.31	694,398
NAVER 커머스 부문	280,000	0.68	190,728
쿠팡 대비 Discount Rate		79.4%	

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

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 Z홀딩스 지분법손익 및페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주순이익

(억원, 원)	2020	2021E	2022E
+ Z홀딩스(LINE, 야후재팬) 지분법손익 제외 지배주주순이익	10,021	163,847	13,536
- 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	161,917	10,911
Z홀딩스 지분법손익 및 페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주 EPS	5,462	98,572	6,642

자료: NAVER, LINE, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 NAVER SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2022E 지배주주 EPS	적용 PER	목표주가	목표시총(억원)
NAVER 가치	9,659	55.9	540,000	887,022
페이/웹툰/커머스 부문 제외한 손익 가치(Z홀딩스 지분법손익 제외)	6,642	38.0	252,605	414,938
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				139,752
Z 홀딩스 가치 (현재주가 기준 : 목표주가 기준 = 80 : 20)				611,472
Z 홀딩스에 대한 지배력				32.65%
자회사 가치기여분 DC Ratio				30.00%

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 NAVER 목표주가 변동

구분	2022E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	9,565	60.6	580,000	952,728
신규	9,659	55.9	540,000	887,022
변경률(%)	1.0	-7.8	-6.9	-6.9

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	9,961	11,433	13,188
현금 및 현금성자산	3,741	1,600	4,669	5,288	6,070
유동금융자산	367	1,214	3,543	4,012	4,606
매출채권 및 기타채권	1,211	987	1,277	1,564	1,849
기타	325	6,743	472	569	663
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	31,613	34,110	36,939
유동부채	3,773	7,912	3,783	4,307	4,802
매입채무 및 기타채무	1,211	689	837	974	1,103
단기차입금/유동성사채	560	576	576	576	576
기타	2,003	6,646	2,370	2,758	3,123
비유동부채	2,022	847	1,002	1,081	1,152
장기차입금/사채	802	151	151	151	151
기타	1,220	697	852	931	1,001
부채총계	5,796	8,759	4,786	5,389	5,954
지배주주지분	5,805	7,367	23,942	25,632	27,652
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금 및 기타	77	696	734	734	734
이익잉여금	5,712	6,655	23,191	24,881	26,902
비지배주주지분	699	888	2,885	3,089	3,333
자본총계	6,504	8,255	26,827	28,721	30,985

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356	5,304	6,722	8,096	9,438
영업비용	3,201	4,089	5,418	6,439	7,413
영업이익	1,155	1,215	1,305	1,658	2,024
EBITDA	1,576	1,765	2,004	2,506	3,013
영업외손익	236	418	698	459	497
기타손익	-19	-75	-102	-75	-78
금융손익	237	378	357	95	94
이자손익	-5	-6	-11	-14	-20
기타	242	384	367	110	114
지분법손익	18	116	443	438	481
세전이익	1,391	1,634	2,003	2,117	2,522
법인세비용	471	493	481	507	604
계속영업순이익	921	1,141	1,521	1,609	1,917
중단영업순이익	-524	-296	15,000	0	0
당기순이익	397	845	16,521	1,609	1,917
지배주주순이익	583	1,002	16,494	1,587	1,896
총포괄이익	536	1,066	18,999	1,851	2,205
Profitability(%)					
영업이익률	26.5	22.9	19.4	20.5	21.5
EBITDA Margin	36.2	33.3	29.8	31.0	31.9
당기순이익률	9.1	15.9	245.8	19.9	20.3
ROA	3.6	5.8	67.9	4.9	5.4
ROE	6.4	11.5	94.2	5.8	6.4
ROIC	10.7	10.3	5.2	4.4	5.0

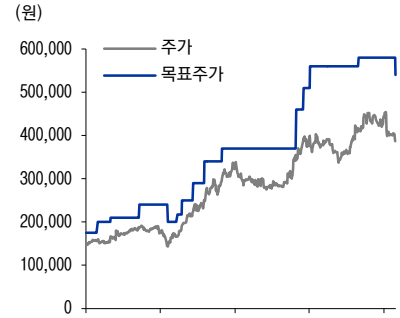
현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,357	1,447	5,754	2,344	2,728
영업에서 창출된 현금흐름	1,836	2,042	5,915	2,862	3,348
당기순이익	397	845	16,521	1,609	1,917
조정사항	873	970	-	1,112	1,315
유무형자산상각비	338	358	455	552	643
법인세비용	471	493	481	507	604
이자비용	17	22	27	34	42
이자수익	-12	-16	-17	-20	-22
기타	59	114	-	39	48
자산, 부채 증감	567	227	1,852	141	115
법인세, 이자, 배당금 등	-479	-595	-161	-519	-620
투자활동 현금	-1,078	-2,503	-2,625	-1,611	-1,833
유동금융자산 증감	-8	-1,375	-2,328	-470	-594
유무형자산 증감	-429	-853	-512	-610	-703
투자/기타비유동자산 증감	-641	-275	215	-531	-536
재무활동 현금	52	1,192	-59	-114	-113
차입금/사채 증감	6	1,305	0	0	0
자기주식, Stock Option	-94	-16	0	0	0
현금배당	-47	-55	-59	-114	-113
기타	186	-42	0	0	0
총현금흐름	331	136	3,069	619	782
기초 현금 및 현금성자산	3,323	3,741	1,600	4,669	5,288
외화 현금 환율변동 효과	87	-2,276	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	3,741	1,600	4,669	5,288	6,070

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

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation (배)					
P/E	77.5	56.9	3.8	39.5	33.2
P/B	4.7	5.8	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	17.8	26.0	28.0	21.9	17.8
P/CF	38.9	39.4	16.3	28.9	24.3
Per Share Data (원)					
EPS	2,408	5,144	100,576	9,797	11,673
BPS	39,462	50,256	163,318	174,846	188,629
CPS	4,795	7,427	23,750	13,411	15,905
DPS	332	361	692	687	819
Growth (%)					
매출액	19.3	21.8	26.7	20.4	16.6
영업이익	11.7	5.2	7.4	27.1	22.1
EPS	-36.8	113.7	1,855.1	-90.3	19.1
총자산	24.5	38.3	85.8	7.9	8.3
자기자본	9.3	26.9	225.0	7.1	7.9
Stability (%배, 십억원)					
부채비율	89.1	106.1	17.8	18.8	19.2
유동비율	149.6	133.3	263.3	265.4	274.6
자기자본비율	52.9	48.5	84.9	84.2	83.9
영업이익/금융비용(x)	10.8	8.3	7.8	10.9	12.2
이자보상배율(x)	85.1	76.4	74.2	62.9	60.7
총차입금	1,362	727	727	727	727
순차입금	-2,745	-2,088	-7,485	-8,573	-9,949

NAVER 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
(원)		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	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 당사에 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)