



NAVER (035420)

알았던 우려, 몰랐던 기대

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 560,000원

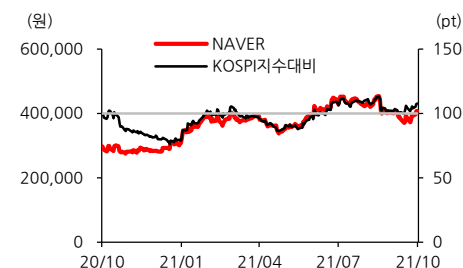
현재 주가(10/21)	410,500원
상승여력	▲36.4%
시가총액	674,301억원
발행주식수	164,263천주
52 주 최고가 / 최저가	454,000 / 275,000원
90 일 일평균 거래대금	2,966.07억원
외국인 지분율	56.6%
주주 구성	
자사주 (외 1인)	9.2%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.9	-4.1	7.9	38.0
상대수익률(KOSPI)	6.1	2.4	13.1	11.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,356	5,304	6,776	8,442
영업이익	1,155	1,215	1,374	1,819
EBITDA	1,653	1,711	2,063	2,599
지배주주순이익	583	1,002	16,634	1,857
EPS	3,538	6,100	101,267	11,303
순차입금	-2,029	-1,919	-174	-934
PER	52.7	47.9	4.1	36.3
PBR	5.3	6.5	2.9	2.7
EV/EBITDA	17.4	27.0	32.6	25.6
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1
ROE	10.6	15.2	107.6	7.6

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 광고, 콘텐츠 등 전 사업부의 고성장세가 지속되고, 비용 집행 효율화로 인해 높았던 시장 기대치에 부합했습니다.

3분기 매출액과 영업이익 각각 26.9%, 19.9% 증가

동사의 3분기 연결 실적은 매출액 1.73조 원, 영업이익 3498억 원을 기록했다. 검색과 디스플레이 매출액이 전년동기 대비 각각 10.9%, 33.2% 증가했다. 품질 및 플랫폼 효율성 증대와 PC성과형 광고 인벤토리 확대 효과에 기인한다. 커머스 매출액은 높은 기저효과에도 불구하고 시장 성장을 크게 상회하며 33.2% 증가했다. 브랜드스토어와 쇼퍼라이브 거래액이 각각 3배, 13배 이상 증가하며 신규 BM들의 트레이픽도 유의미하게 나타났다. 콘텐츠 매출액은 글로벌 웹툰 사업 호조로 60.2%나 증가했다. 핀테크와 클라우드 매출액도 각각 38.9%, 26.2% 증가하며 신규 사업에서도 높은 성장세를 이어갔다.

향후 체크 요인 하나와 기대감 높일 요인 하나

우리는 1) 커머스 성장세가 지속될 수 있을지와 2) 콘텐츠 사업 확장에 주목한다. 상반기 40~50% 성장률을 나타낸 스마트스토어 거래액이 3분기에는 29%로 낮아졌다. 3분기 이커머스 전체 시장 성장이 14%(쿠팡이츠, 배민 포함)대로 추정된다는 점을 감안하면, 시장 성장을 유의미하게 상회하는 수준이다. 또한 지난해 가파르게 성장한 기저효과로 인해 성장률 둔화가 불가피하다는 점은 예견되었다. 향후 브랜드스토어 거래액과 머천트솔루션 확대로 중장기 수익원을 확보하는 한편, 라인과 협업해 일본에 진출하는 스마트스토어의 초기 성과가 기대된다. 눈높이를 상향할 부문은 콘텐츠다. 웹툰의 3분기 거래액은 28% 증가한 반면, 매출액 성장이 79%로 훨씬 높다는 것은 글로벌 크로스보더 콘텐츠 확장 시너지 효과가 크게 반영된 것이라고 판단한다. 이는 글로벌 IP의 영상화뿐만 아니라 제페토와의 협업을 통해 메타버스 기반의 비즈니스모델 추가도 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 56만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 포털 21.1조, 커머스 32.3조, 파이낸셜 6.1조, 웹툰 8.7조, Z홀딩스 14.5조 원으로 산출했다. 각종 노이즈가 지나가고 펀더멘탈에 집중할 시기다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,155	1,276	1,361	1,513	1,499	1,664	1,727	1,886	4,356	5,304	6,776	8,407
YoY(%)	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	30.4	26.9	24.7	23.4	21.8	27.8	24.1
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	826.0	824.9	876.5	2,655	2,803	3,280	3,700
검색	519.6	527.6	542.0	565.4	569.7	603.2	601.1	633.1	2,101	2,155	2,407	2,600
디스플레이	125.1	150.5	168.1	204.8	183.0	222.8	223.8	243.4	554	648	873	1,101
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	365.3	380.3	438.3	792	1,090	1,508	2,024
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	241.7	276.2	407	677	960	1,319
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	144.8	184.1	177.8	309	460	637	822
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	94.9	96.2	117.4	194	274	390	542
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	2.9	(0.3)	8.2	11.3	16.8	21.8	16.2	13.8		5.6	17.0	12.8
검색	3.5	(1.4)	3.6	4.7	9.6	14.3	10.9	12.0		2.6	11.7	8.0
디스플레이	0.5	3.9	26.3	35.0	46.4	48.0	33.2	18.9		17.0	34.6	26.1
커머스	30.3	32.7	40.9	44.6	40.3	42.6	33.2	38.4		37.6	38.4	34.2
핀테크	57.6	72.4	67.6	67.8	52.2	41.2	38.9	37.3		66.6	41.7	37.4
콘텐츠	55.4	44.5	31.8	65.8	40.0	28.2	60.2	28.0		48.8	38.5	28.9
클라우드	14.5	53.6	66.2	33.1	71.1	48.1	26.2	37.2		41.4	42.6	38.9
영업비용	863	968	1,069	1,189	1,210	1,328	1,377	1,488	3,201	4,089	5,404	6,676
YoY(%)	22.8	23.3	32.1	31.6	40.3	37.2	28.9	25.2	33.6	27.7	32.2	23.5
개발/운영비용	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	399.6	389.0	427.9	1,029	1,197	1,591	1,775
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	581.7	608.8	657.5	1,393	1,797	2,358	3,044
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	170.6	178.2	185.3	421	550	689	833
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	176.0	201.5	217.6	358	546	766	1,024
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.8	288.8	335.6	349.8	397.9	1,155	1,215	1,372	1,731
영업이익률(%)	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.2	20.3	21.1	26.5	22.9	20.2	20.6
당기순이익	134.9	90.7	235.3	384.1	15,315	540.6	322.7	354.1	397	845	16,531	1,698
순이익률(%)	11.7	7.1	17.3	25.4	1,021.6	32.5	18.7	18.8	9.1	15.9	244.0	20.2

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
네이버 포털	21,092	
22E 순이익	981	OPM 40%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	21.5	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER 대비 10% 할인
커머스	32,300	
22E 네이버쇼핑 GMV	38,000	20년 28조 원 기록, 21년 35조 전망
	0.9	글로벌 커머스 업체들의 평균 EV/GMV 50% 할인
웹툰	8,672	
22E 웹툰 거래대금	1,800	네이버웹툰+라인망가 합산
Target PSR(배)	7.3	넷플릭스 가입자 고성장 시기 PSR
지분율	66%	
파이낸셜	6,118	
22E 네이버페이 거래대금	46,000	20년 26.5조 원
배수(기업가치/거래대금)	0.19	페이팔 12MF 거래액 대비 시가총액 승수 30% 할인
파이낸셜 적정가치	8,740	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
클라우드	2,543	
22E 매출액	565	
Target PSR(배)	4.5	아마존, 구글, MS 평균 PSR 50% 할인
위버스	412	
지분율	49%	8400억 원
Z홀딩스	14,461	20% 할인 적용
Z홀딩스+LINE 시가총액	54,778	
지분율	33%	
순현금	1,500	
자사주	5,273	20% 할인 적용
적정 기업가치	92,370	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 주가(원)	560,455	
목표 주가(원)	560,000	
현재 주가(원)	410,500	
상승 여력	36.4%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,587	4,356	5,304	6,776	8,442
매출총이익	5,587	4,356	5,304	6,776	8,442
영업이익	943	1,155	1,215	1,374	1,819
EBITDA	1,204	1,653	1,711	2,063	2,599
순이자손익	38	12	18	112	215
외화관련손익	-2	-7	-12	0	0
지분법손익	185	-25	128	437	451
세전계속사업손익	1,112	1,391	1,634	2,275	2,806
당기순이익	628	397	845	16,651	1,857
지배주주순이익	649	583	1,002	16,634	1,857
증가율(%)					
매출액	19.4	-22.0	21.8	27.8	24.6
영업이익	-20.1	22.5	5.2	13.0	32.4
EBITDA	-13.1	37.3	3.5	20.6	26.0
순이익	-18.5	-36.8	112.9	1,870.6	-88.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	16.9	26.5	22.9	20.3	21.6
EBITDA 이익률	21.5	37.9	32.3	30.4	30.8
세전이익률	19.9	31.9	30.8	33.6	33.2
순이익률	11.2	9.1	15.9	245.7	22.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	974	1,357	1,447	-7,664	2,236
당기순이익	628	397	845	16,651	1,857
자산상각비	261	498	495	689	780
운전자본증감	220	567	227	-58	-19
매출채권 감소(증가)	49	-56	-110	-151	-348
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
매입채무 증가(감소)	0	0	0	54	251
투자현금흐름	-388	-1,078	-2,503	-1,573	-1,463
유형자산처분(취득)	-517	-429	-750	-848	-845
무형자산 감소(증가)	-42	-71	-103	-47	-31
투자자산 감소(증가)	728	52	-1,229	-168	-50
재무현금흐름	751	52	1,192	10,244	-62
차입금의 증가(감소)	731	6	1,131	10,530	0
자본의 증가(감소)	-42	-47	-55	-286	-62
배당금의 지급	-42	-47	-55	-62	-62
총현금흐름	1,235	1,269	1,815	-7,605	2,255
(-)운전자본증감(감소)	-191	-578	1,987	-2,035	19
(-)설비투자	535	436	759	854	845
(+)자산매각	-24	-64	-94	-42	-31
Free Cash Flow	866	1,348	-1,026	-6,466	1,360
(-)기타투자	527	642	-1,793	2,603	538
잉여현금	339	705	767	-9,069	822
NOPLAT	528	764	849	997	1,204
(+) Dep	261	498	495	689	780
(-)운전자본투자	-191	-578	1,987	-2,035	19
(-)Capex	535	436	759	854	845
OpFCF	445	1,405	-1,403	2,868	1,119

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	5,386	5,644	10,545	5,315	6,430
현금성자산	4,069	4,124	2,816	3,828	4,588
매출채권	1,079	1,143	981	1,353	1,701
재고자산	57	55	4	5	6
비유동자산	4,496	6,656	6,470	27,228	28,314
투자자산	2,731	4,718	4,680	24,369	25,358
유형자산	1,457	1,596	1,685	2,038	2,192
무형자산	307	341	105	822	764
자산총계	9,881	12,300	17,014	32,544	34,744
유동부채	2,620	3,773	7,912	3,731	4,066
매입채무	595	759	434	974	1,224
유동성이자부채	357	729	647	672	672
비유동부채	1,312	2,022	847	4,830	4,900
비유동이자부채	814	1,366	251	2,981	2,981
부채총계	3,932	5,796	8,759	8,561	8,967
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,541	1,575	1,793	1,432	1,432
이익잉여금	5,229	5,712	6,655	23,247	25,041
자본조정	-1,546	-1,499	-1,097	-1,158	-1,158
자기주식	-1,297	-1,390	-1,215	-1,132	-1,132
자본총계	5,949	6,504	8,255	23,983	25,777

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	3,941	3,538	6,100	101,267	11,303
BPS	31,795	35,223	44,850	143,291	154,215
DPS	314	376	380	380	380
CFPS	7,501	7,702	11,047	-46,300	13,730
ROA(%)	7.2	5.3	6.8	67.1	5.5
ROE(%)	13.0	10.6	15.2	107.6	7.6
ROIC(%)	46.3	42.2	28.1	35.0	61.3
Multiples(x, %)					
PER	31.0	52.7	47.9	4.1	36.3
PBR	3.8	5.3	6.5	2.9	2.7
PSR	3.6	7.1	9.1	10.0	8.0
PCR	16.3	24.2	26.5	-8.9	29.9
EV/EBITDA	14.3	17.4	27.0	32.6	25.6
배당수익률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	66.1	89.1	106.1	35.7	34.8
Net debt/Equity	-48.7	-31.2	-23.2	-0.7	-3.6
Net debt/EBITDA	-240.7	-122.7	-112.2	-8.5	-35.9
유동비율	205.6	149.6	133.3	142.5	158.1
이자보상배율(배)	68.7	69.8	56.1	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	16.9	20.2	33.7	6.3	6.4
현금+투자자산	83.1	79.8	66.3	93.7	93.6
자본구조(%)					
차입금	16.5	24.4	9.8	13.2	12.4
자기자본	83.5	75.6	90.2	86.8	87.6

[Compliance Notice]

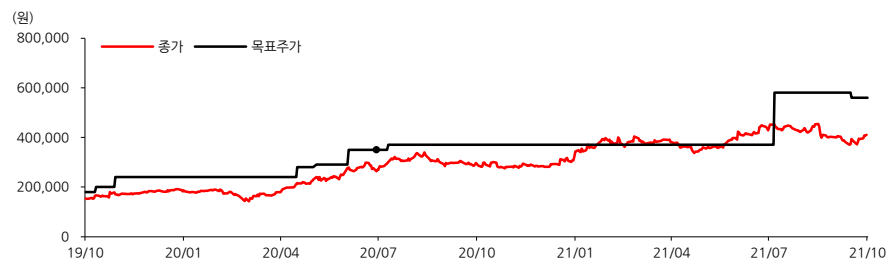
(공표일: 2021년 10월 22일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.10.24	2019.11.01	2019.11.11	2019.11.19	2020.01.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		180,000	200,000	200,000	240,000	240,000
일 시	2020.01.31	2020.03.10	2020.03.18	2020.04.24	2020.05.07	2020.05.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	280,000	290,000
일 시	2020.06.24	2020.07.31	2020.08.05	2020.09.16	2020.09.24	2020.10.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	350,000	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000
일 시	2020.10.30	2020.11.11	2021.07.27	2021.09.08	2021.10.07	2021.10.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	370,000	370,000	580,000	580,000	560,000	560,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.01	Buy	200,000	-16.73	-10.00
2019.11.19	Buy	240,000	-26.13	-11.67
2020.05.07	Buy	280,000	-22.02	-17.68
2020.05.25	Buy	290,000	-16.79	-4.83
2020.06.24	Buy	350,000	-20.13	-14.57
2020.07.31	Buy	370,000	-7.45	22.16
2021.07.27	Buy	580,000	-27.18	-21.72
2021.10.07	Buy	560,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%