



Analyst 이승훈  
02)6915-5680  
dozed@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가	560,000원
현재가 (10/21)	410,500원

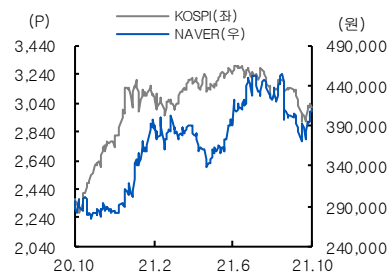
KOSPI (10/21)	3,007.33pt
시가총액	67,430십억원
발행주식수	164,263천주
액면가	100원
52주 최고가	454,000원
최저가	275,000원
60일 일평균거래대금	295십억원
외국인 지분율	56.6%
배당수익률 (2021F)	0.1%

주주구성	
국민연금공단	9.17%
BlackRock 외 13 인	5.04%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	6%	14%	9%
절대기준	2%	8%	38%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	560,000	560,000	-
EPS(21)	100,855	100,835	▲
EPS(22)	11,270	10,722	▲

### NAVER 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### IBKS 디지털뉴딜 시리즈

# NAVER (035420)

## 글로벌 시장에서 커머스와 콘텐츠 확장

### 3분기 실적 컨센서스 부합

NAVER는 3분기 매출액 1.73조원(YoY +26.9%, QoQ +3.8%), 영업이익 3,498억원(YoY +19.9%, QoQ +4.2%)를 기록함. 외형은 서치플랫폼이 전년 대비 +16.2% 안정적으로 성장한 가운데 콘텐츠, 핀테크, 커머스, 클라우드가 각각 +60.2%, +38.9%, +33.2%, +26.2% 성장하면서 컨센서스에 부합함. 서치플랫폼은 PC성과형 광고가 도입되고 인벤토리가 확대된 디스플레이 광고가 전년 대비 +33.2% 성장하면서 전체 성장을 견인함. 커머스는 스마트스토어 수가 47만개까지 증가하고 쇼핑라이브와 브랜드스토어 거래액이 전년 대비 각각 13배, 3배 이상 성장하면서 전년 대비 +33.2% 성장함. 핀테크 부분은 온, 오프라인 제휴처가 확대되면서 네이버 결제액이 전년 대비 +39% 증가한 9.8조원을 기록하여 매출이 전년 대비 +38.9% 증가함. 콘텐츠 부문은 글로벌 크로스보더 콘텐츠 확장으로 웹툰 매출이 전년 대비 +79% 증가하고 카메라 및 제페토 수익 모델이 추가되면서 스노우 매출이 전년 대비 2배 이상 증가함. 클라우드 부분은 국내 대형 기업들이 새롭게 유입되면서 매출이 전년 대비 +26.2% 증가했으며 국내 2위 클라우드 사업자로 성장세를 이어감. 매출 연동 수수료 등의 증가로 파트너 관련 비용이 전년 대비 +33.5% 증가하고 페이 프로모션 등의 증가로 마케팅비 역시 전년 대비 +29.5% 증가함. 단지 인건비 관련된 개발/운영 비용은 전분기 대비 -2.6% 감소하면서 전체 영업이익은 컨센서스를 소폭 상회함.

### 커머스와 글로벌 콘텐츠 서비스의 강한 성장 기대

하반기 커머스와 콘텐츠의 국내외 서비스 확장으로 성장 모멘텀이 강화될 전망이다. 커머스는 3분기 말 70여개의 브랜드가 풀필먼트에 입점하고 이마트의 장보기 서비스가 시작되는 등 빠른 배송을 제공하면서 커머스 이용도가 더욱 상승될 것으로 예상된다. 또한 스마트스토어가 10월부터 베타 서비스를 시작했기 때문에 일본 야후재팬과 시너지를 통해 2022년부터 성과가 기대됨. 한편 글로벌 웹툰은 왓패드와 웹툰 스튜디오를 추가하는 등 수익화를 강화하면서 높은 성장세가 유지될 것으로 예상된다.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,356	5,304	6,799	8,334	10,030
영업이익	1,155	1,215	1,362	1,844	2,317
세전이익	1,391	1,634	2,103	2,432	2,967
지배주주순이익	583	1,002	16,567	1,851	2,274
EPS(원)	3,538	6,097	100,855	11,270	13,841
증가율(%)	-10.1	72.4	1,554.1	-88.8	22.8
영업이익률(%)	26.5	22.9	20.0	22.1	23.1
순이익률(%)	9.1	15.9	243.8	21.8	22.0
ROE(%)	10.6	15.2	107.2	7.6	8.6
PER	52.7	48.0	4.1	36.4	29.7
PBR	5.3	6.5	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	17.7	28.0	42.6	29.3	23.5

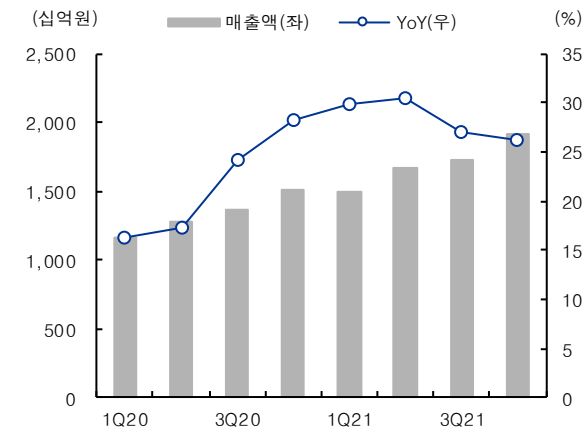
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. NAVER 실적 추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>1,155</b>	<b>1,276</b>	<b>1,361</b>	<b>1,513</b>	<b>1,499</b>	<b>1,664</b>	<b>1,727</b>	<b>1,909</b>	<b>5,304</b>	<b>6,799</b>	<b>8,334</b>
QoQ	-2.1%	10.5%	6.6%	11.2%	-0.9%	11.0%	3.8%	10.5%			
YoY	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	26.9%	26.2%	21.8%	28.2%	22.6%
서치플랫폼	645	678	710	770	753	826	825	896	2,803	3,299	3,623
검색	520	528	542	565	570	603	601	628	2,155	2,402	2,546
디스플레이	125	151	168	205	183	223	224	268	648	898	1,077
커머스	231	256	285	317	324	365	380	428	1,090	1,498	2,022
클라우드	48	64	76	86	82	95	96	111	274	384	538
<b>영업이익</b>	<b>292</b>	<b>308</b>	<b>292</b>	<b>324</b>	<b>289</b>	<b>336</b>	<b>350</b>	<b>388</b>	<b>1,215</b>	<b>1,362</b>	<b>1,844</b>
OPM	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.3%	20.3%	22.9%	20.0%	22.1%
QoQ	-52.8%	5.6%	-5.3%	11.0%	-10.8%	16.2%	4.2%	10.8%			
YoY	41.5%	140.1%	44.4%	-47.7%	-1.0%	8.9%	19.9%	19.8%	5.2%	12.1%	35.4%
<b>세전이익</b>	<b>420</b>	<b>289</b>	<b>362</b>	<b>550</b>	<b>425</b>	<b>647</b>	<b>495</b>	<b>536</b>	<b>1,634</b>	<b>2,103</b>	<b>2,432</b>
QoQ	-53.9%	-31.1%	25.0%	52.2%	-22.8%	52.3%	-23.5%	8.3%			
YoY	121.4%	162.0%	100.6%	-39.6%	1.1%	123.7%	36.9%	-2.6%	17.4%	28.7%	15.6%
<b>순이익(지배)</b>	<b>185</b>	<b>147</b>	<b>245</b>	<b>416</b>	<b>15,310</b>	<b>528</b>	<b>332</b>	<b>397</b>	<b>1,002</b>	<b>16,567</b>	<b>1,851</b>
NIM	16.0%	11.5%	18.0%	27.5%	1021.3%	31.7%	19.2%	20.8%	18.9%	243.7%	22.2%
QoQ	-25.7%	-20.3%	66.7%	69.3%	3583.1%	-96.6%	-37.1%	19.6%			
YoY	42.5%	85.9%	95.7%	67.1%	8184.7%	258.3%	35.2%	-4.6%	71.9%	1553.2%	-88.8%

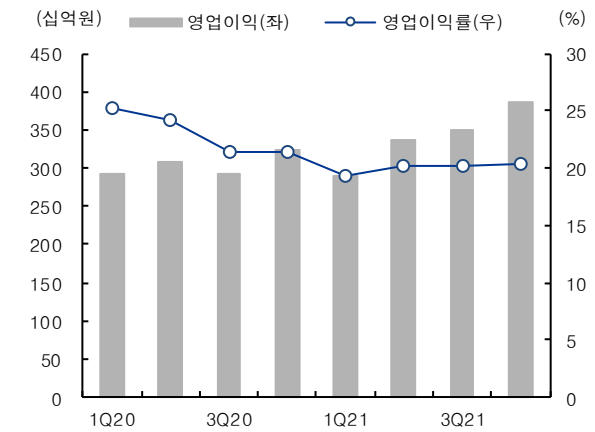
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 1. NAVER의 매출액 및 YoY 추이



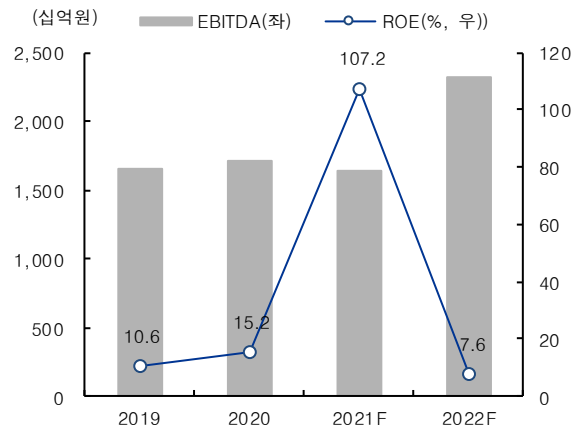
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 2. NAVER의 영업이익 및 영업이익률 추이



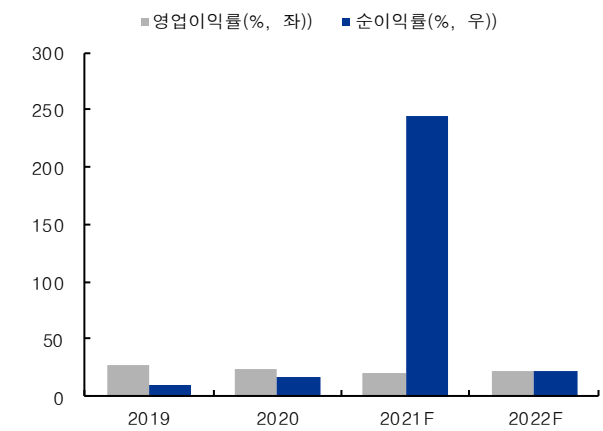
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 3. NAVER의 EBITDA 및 ROE 추이



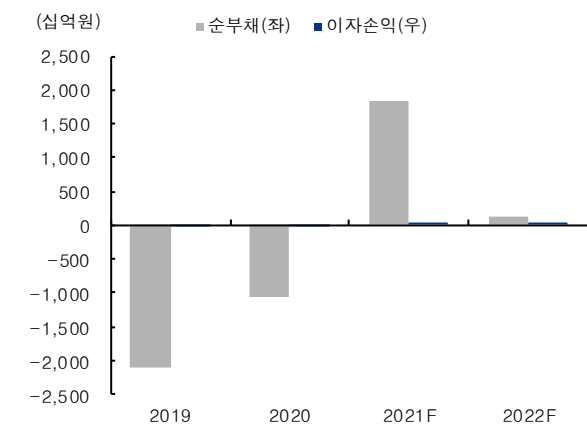
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. NAVER의 영업이익률 및 순이익률 추이



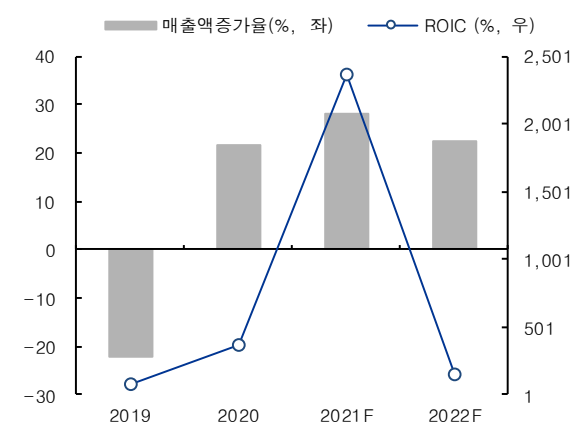
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. NAVER의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. NAVER의 매출성장률과 ROIC 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

## NAVER (035420)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,356	5,304	6,799	8,334	10,030
증가율(%)	-22.0	21.8	28.2	22.6	20.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,356	5,304	6,799	8,334	10,030
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	3,201	4,089	5,437	6,490	7,714
판매비율(%)	73.5	77.1	80.0	77.9	76.9
영업이익	1,155	1,215	1,362	1,844	2,317
증가율(%)	22.5	5.2	12.1	35.4	25.7
영업이익률(%)	26.5	22.9	20.0	22.1	23.1
순금융손익	237	378	291	14	20
이자손익	-5	-6	15	14	20
기타	242	384	276	0	0
기타영업외손익	-19	-75	-48	0	0
중속/관계기업손익	18	116	498	574	630
세전이익	1,391	1,634	2,103	2,432	2,967
법인세	471	493	529	617	760
법인세율	33.9	30.2	25.2	25.4	25.6
계속사업이익	921	1,141	1,575	1,815	2,207
중단사업손익	-524	-296	15,000	0	0
당기순이익	397	845	16,575	1,815	2,207
증가율(%)	-36.8	112.9	1,861.5	-89.0	21.6
당기순이익률 (%)	9.1	15.9	243.8	21.8	22.0
지배주주당기순이익	583	1,002	16,567	1,851	2,274
기타포괄이익	139	221	-96	0	0
총포괄이익	536	1,066	16,479	1,815	2,207
EBITDA	1,653	1,711	1,635	2,320	2,794
증가율(%)	37.3	3.5	-4.4	41.9	20.4
EBITDA마진율(%)	37.9	32.3	24.0	27.8	27.9

## 투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,538	6,097	100,855	11,270	13,841
BPS	35,223	44,850	143,351	154,256	167,731
DPS	376	402	402	402	402
밸류에이션(배)					
PER	52.7	48.0	4.1	36.4	29.7
PBR	5.3	6.5	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	17.7	28.0	42.6	29.3	23.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-22.0	21.8	28.2	22.6	20.4
EPS증가율	-10.1	72.4	1,554.1	-88.8	22.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	10.6	15.2	107.2	7.6	8.6
ROA	3.6	5.8	67.2	5.5	6.2
ROIC	71.0	359.1	2,363.9	154.0	193.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	89.1	106.1	34.8	33.2	31.7
순차입금 비율(%)	-32.5	-13.0	7.3	0.2	-7.5
이자보상배율(배)	69.8	56.1	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	14.9	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	77.4	178.4	1,520.5	2,021.8	2,957.3
총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,644	10,545	4,119	5,955	8,237
현금및현금성자산	3,741	1,600	1,531	3,234	5,374
유가증권	290	291	228	247	267
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	55	4	5	4	3
비유동자산	6,656	6,470	28,203	28,317	28,490
유형자산	1,596	1,685	1,976	1,962	1,986
무형자산	341	105	827	801	783
투자자산	3,487	4,347	23,543	23,545	23,546
자산총계	12,300	17,014	32,322	34,272	36,728
유동부채	3,773	7,912	3,607	3,715	3,919
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	510	481	436	454	472
유동성장기부채	50	95	168	168	168
비유동부채	2,022	847	4,732	4,819	4,924
사채	752	6	1,592	1,592	1,592
장기차입금	50	145	1,207	1,207	1,207
부채총계	5,796	8,759	8,339	8,534	8,842
지배주주지분	5,805	7,367	23,547	25,339	27,552
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,575	1,793	1,432	1,432	1,432
자본조정등	-1,408	-1,204	-1,067	-1,067	-1,067
기타포괄이익누계액	-91	106	-14	-14	-14
이익잉여금	5,712	6,655	23,179	24,970	27,184
비지배주주지분	699	888	436	400	333
자본총계	6,504	8,255	23,983	25,738	27,885
비이자부채	3870	7915	4736	4913	5203
총차입금	1,926	844	3,603	3,621	3,639
순차입금	-2,113	-1,073	1,752	48	-2,094

## 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,357	1,447	1,256	1,739	2,077
당기순이익	397	845	16,575	1,815	2,207
비현금성 비용 및 수익	873	970	-14,943	-112	-174
유형자산감가상각비	460	465	230	414	416
무형자산상각비	38	30	43	62	61
운전자본변동	567	227	10	22	23
매출채권등의 감소	-56	-110	0	0	0
재고자산의 감소	0	0	-1	1	1
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-480	-595	-386	14	21
투자활동 현금흐름	-1,078	-2,503	-14,816	-723	-794
유형자산의 증가(CAPEX)	-436	-759	-692	-400	-440
유형자산의 감소	7	9	5	0	0
무형자산의 감소(증가)	-71	-103	-47	-36	-43
투자자산의 감소(증가)	-603	-393	-11,702	-1	-1
기타	25	-1257	-2380	-286	-310
재무활동 현금흐름	52	1,192	11,345	688	857
차입금의 증가(감소)	0	887	1,245	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	52	305	10100	688	857
기타 및 조정	87	-2276	2145	0	-1
현금의 증가	418	-2,140	-70	1,704	2,139
기초현금	3,323	3,741	1,600	1,531	3,234
기말현금	3,741	1,600	1,531	3,234	5,374

## Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

## 투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

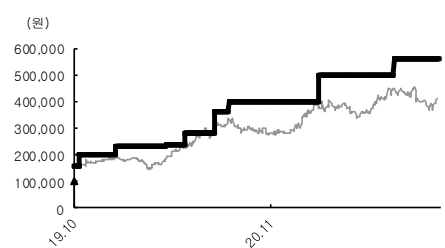
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

## 투자등급 통계 (2020.10.01~2021.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	94.4
중립	8	5.6
매도	0	0

## 최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

NAVER	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.10.29	매수	160,000	-19.47	0.00					
	2019.10.29	1년경과	160,000	-0.47	2.50					
	2019.11.01	매수	200,000	-12.45	-6.00					
	2020.01.14	매수	230,000	-24.02	-16.74					
	2020.04.23	매수	240,000	-9.57	0.42					
	2020.06.01	매수	280,000	-5.18	6.79					
	2020.07.30	매수	360,000	-12.65	-6.39					
	2020.08.28	매수	400,000	-22.82	-0.50					
	2021.02.26	매수	500,000	-22.80	-9.60					
	2021.07.26	매수	560,000	-25.44	-18.93					
	2021.10.22	매수	560,000							