

2021. 10. 22



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 590,000 원

현재주가 (10.21) 410,500 원

상승여력 43.7%

KOSPI 3,007.33pt

시가총액 674,301억원

발행주식수 16,426만주

유동주식비율 81.65%

외국인비중 56.60%

52주 최고/최저가 454,000원/275,000원

평균거래대금 2,951.1억원

주요주주(%)

국민연금공단 9.17

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

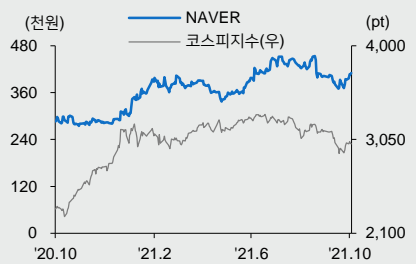
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 1.9 7.9 38.0

상대주가 6.4 13.8 8.8

주가그래프



NAVER 035420

나무랄 데 없는 '성장'

- ✓ 3Q21 실적, 기대치 충족. 서치 플랫폼부터 커머스, 핀테크, 콘텐츠까지 고른 성장. 네이버페이 거래액은 9.8조원으로 39% YoY 증가, 브랜드스토어도 550여개로 전년 동월 대비 244% 증가, 머천트 솔루션과 NFA는 쇼핑 경쟁력 강화 뿐 아니라 이익 성장에도 기여할 것
- ✓ 콘텐츠 성장에 주목할 시점. 3분기 콘텐츠 매출액은 60.2% YoY 증가하며 글로벌 웹툰 거래액 월간 1천억원 돌파, 그리고 스노우(제페토) 매출액이 2배 YoY 증가
- ✓ 투자의견 Buy 및 적정주가 59만원 유지

3Q21 실적, 기대치 부합

3분기 매출액은 1조 7,273억원(+26.9% YoY), 영업이익은 3,498억원(+19.9% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,7조원, 영업이익 3,396억원)에 부합하는 양호한 실적을 달성하였다. 사업부문별 매출액은 서치플랫폼 8,249억원(+16.2% YoY), 커머스 3,803억원(+33.2% YoY), 핀테크 2,417억원(+38.9% YoY), 콘텐츠 1,841억원(+60.2% YoY), 클라우드 962억원(+26.2% YoY)으로 모든 사업부가 고른 성장을 시현했다. 검색광고와 디스플레이 광고 매출액은 각각 6,011억원(+10.9% YoY), 2,238억원(+33.2% YoY)으로 검색품질 개선, 스마트 채널 등의 광고효율 향상, 블로그 등의 UGC 강화, 쇼핑의 성장 등이 광고 비즈니스 전반에 긍정적인 기여하고 있다. 쇼핑은 머천트솔루션, NFA, 쇼핑라이브 등이 지속 성장하고 있으며 현재 머천트솔루션은 8월부터 베타테스트 하고 있으며 22년 상용화된다. CJ대한통운은 현재 69개의 브랜드스토어의 익일배송을 지원하고 있으며 연내 100~150개로 커버리지를 확대한다. 3Q 네이버페이 거래액은 9.8조원으로 39% YoY 증가하였는데 최근 대한항공, 오아시스마켓, 요기요 등의 제휴물이 추가되며 네이버쇼핑 뿐 아니라 외부 제휴물 결제 성장성이 강화되고 있다. 참고로 3Q 기준 스마트스토어 판매자수는 47만개, 외부제휴물은 7.2만개 수준이다. 네이버파이낸셜의 스마트스토어 사업자대출 누적 취급액도 출시 10개월만에 1천억원을 돌파하며 꾸준히 금융 포트폴리오를 확장하고 있다. 3분기 영업이익률은 20.3%로 전분기와 유사하며 당기순이익은 관계기업 지분법 평가손실(펀드 투자 평가손실)로 3,319억원(-37.1% QoQ)을 기록하였다.

쇼핑, 페이에 이어 이제는 '콘텐츠'

2021년 네이버의 콘텐츠 매출액은 6,681억원으로 45.2% YoY 증가를 예상된다. 글로벌 웹툰거래액은 월간 1천억원을 돌파하였으며 북미 왓패드, 한국 문피아, 일본 e북 기업 인수를 통해 글로벌 스토리텔링 플랫폼 역량 강화된다. 국내 대표 메타버스 플랫폼인 스노우와 제페토의 성장도 고무적으로 가입자수는 2.4억명으로 전년 대비 40% 증가, 월드/포토부스/경험 콘텐츠 제작 등의 기능 제공으로 창작자들이 성장할 수 있는 환경 조성되고 있어 22년 매출 성장세는 더욱 가파를 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,356.2	1,155.0	583.1	3,538	-36.8	35,223	52.7	5.3	17.8	10.6	89.1
2020	5,304.2	1,215.3	1,002.1	6,097	113.5	44,850	48.0	6.5	27.5	15.2	106.1
2021E	6,777.3	1,360.5	16,604.9	101,087	1,866.0	144,201	4.1	2.8	34.6	106.9	34.5
2022E	8,044.8	1,677.1	1,857.7	11,309	-89.0	155,069	36.3	2.6	29.0	7.6	34.8
2023E	9,501.3	2,139.4	2,172.3	13,225	17.1	167,849	31.0	2.4	23.6	8.2	34.8

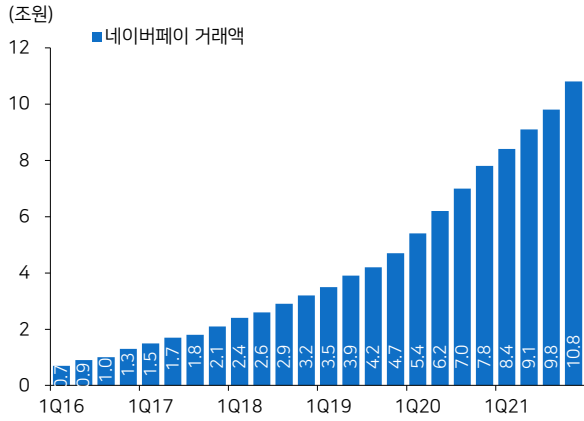
(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,727.3	1,360.8	26.9%	1,663.5	3.8%	1,685.7	2.5%	1,729.7	-0.1%
서치플랫폼	824.9	710.1	16.2%	826.0	-0.1%	801.3	2.9%	-	-
커머스	380.3	285.4	33.3%	365.3	4.1%	385.3	-1.3%	-	-
핀테크	241.7	174.0	38.9%	232.6	3.9%	243.6	-0.8%	-	-
콘텐츠	184.1	115.0	60.2%	144.8	27.1%	144.8	27.1%	-	-
클라우드	96.2	76.3	26.1%	94.9	1.4%	110.6	-13.0%	-	-
영업이익	349.8	291.7	19.9%	335.6	4.2%	343.7	1.8%	339.6	3.0%
세전이익	495.0	361.6	36.9%	647.1	-23.5%	513.7	-3.6%	-	-
지배순이익	331.9	245.5	35.2%	527.7	-37.1%	389.1	-14.7%	370.4	-10.4%
영업이익률(%)	20.3%	21.4%	-1.1%p	20.2%	0.1%p	20.4%	-0.1%p	19.6%	0.7%p
순이익률(%)	19.2%	18.0%	1.2%p	31.7%	-12.5%p	23.1%	-3.9%p	21.4%	-2.2%p

자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,499.1	1,663.5	1,727.3	1,887.4	5,304.1	6,777.3	8,044.8
증감율(YoY %)	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	26.9%	24.8%	21.8%	27.8%	18.7%
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	826.0	824.9	860.2	2,803.2	3,263.8	3,438.1
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	365.3	380.3	427.7	1,089.6	1,497.7	1,942.3
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	241.7	279.9	677.4	963.7	1,313.2
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	144.8	184.1	208.4	460.2	668.1	874.7
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	94.9	96.2	111.3	273.7	384.1	476.6
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,210.2	1,327.9	1,377.5	1,501.2	4,088.8	5,416.8	6,367.7
증감율(YoY %)	22.8%	23.3%	32.1%	31.6%	40.3%	37.2%	28.9%	26.3%	27.7%	32.5%	17.6%
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	399.6	389.0	428.5	1,196.6	1,591.4	1,815.1
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	581.7	608.8	642.0	1,796.6	2,342.5	2,780.5
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	170.6	178.2	180.5	549.8	684.3	776.7
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	176.0	201.5	250.2	545.9	798.7	995.4
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.8	288.8	335.6	349.8	386.2	1,215.4	1,360.4	1,677.1
증감율(YoY %)	0.6%	1.6%	1.8%	17.6%	-1.0%	8.9%	19.9%	19.3%	5.2%	11.9%	23.3%
OPM(%)	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.3%	20.5%	22.9%	20.1%	20.8%
세전이익	420.1	289.3	361.6	562.6	424.9	647.1	495.0	554.0	1,633.6	2,121.0	2,379.4
지배순이익	184.8	147.3	245.5	424.6	15,310.5	527.7	331.9	434.8	1,002.1	16,604.9	1,857.7
증감율(YoY %)	42.5%	85.9%	95.7%	70.7%	8,184.7%	258.3%	35.2%	2.4%	71.9%	1,557.0%	-88.8%
NPM(%)	16.0%	11.5%	18.0%	28.1%	1021.3%	31.7%	19.2%	23.0%	18.9%	245.0%	23.1%

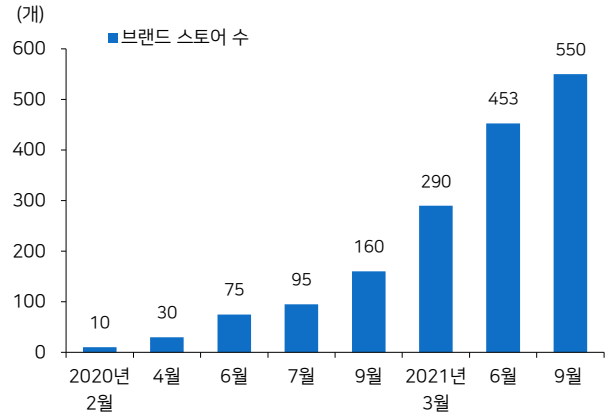
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q21 네이버페이 거래액 9.8조원 기록



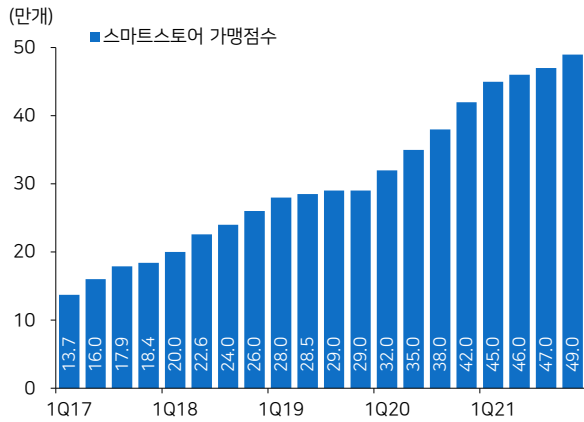
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림2 3Q21 브랜드 스토어 수 550여개 기록



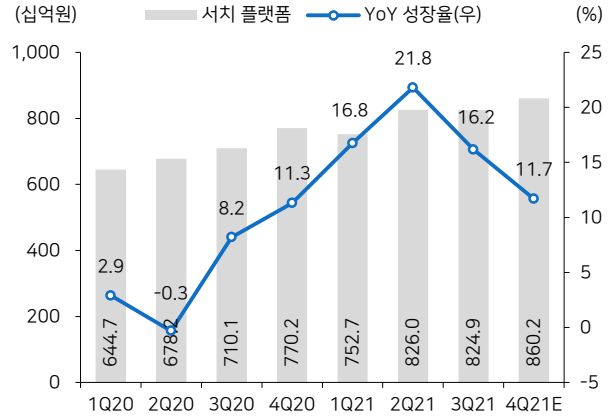
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스마트스토어 판매자수 47만개



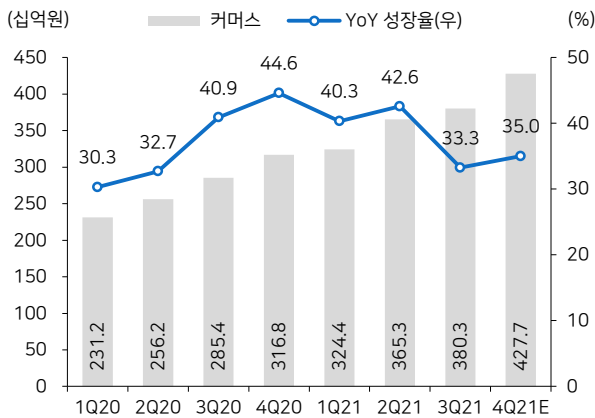
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림4 서치플랫폼 매출 고성장세



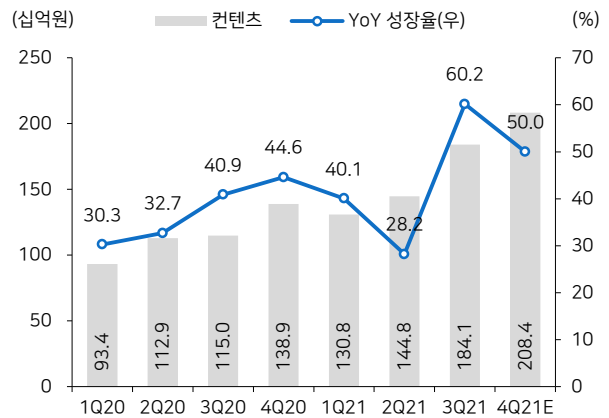
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림5 3Q 커머스 매출액 성장률 33.3% 기록



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림6 콘텐츠 매출 - 웹툰에 스노우/제페토 성장 더해져



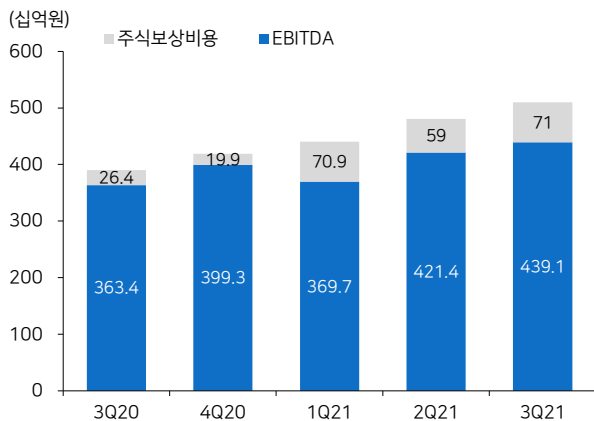
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표3 NAVER 적정주가 산출 내역

(십억원)	2021E	비고
NAVER (A)	79,708.1	
검색 플랫폼	19,582.8	검색, 뉴스, 로컬, 예약 등 기존 NAVER 사업가치
2021E NP	979.1	
Target PER(배)	20.0	글로벌 인터넷 업종 평균 밸류에이션
네이버쇼핑	40,000.0	
2021E GMV(거래액)	40.0	NAVER 플랫폼 통한 전체 상거래 거래금액
Target PSR(배)	1.0	국내 전자상거래 기업의 평균 PSR. 쿠팡 대비 60% 할인
네이버파이낸셜	9,637.3	
2021E 매출액	963.7	21E 네이버파이낸셜 예상 매출액
Target PSR(배)	10.0	
네이버웹툰	7,979.3	
네이버웹툰	4,662.0	21E 결제액 대비 PSR 10 배, 지분율 66.6% 적용
라인망가	2,664.0	21E 결제액 대비 PSR 10 배, 지분율 66.6% 적용
왓패드	653.3	지분 100% 인수한 가치
동영상	1,558.7	네이버 TV, V 라이브, 위버스의 가치
네이버 TV	1,146.8	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
위버스컴퍼니	411.9	위버스플랫폼 가치 0.9 조원, 지분율 49% 반영
기타	950.0	스노우, 네이버랩스 등 관계사/투자자산 장부가액 30% 할인
Z 홀딩스 (B)	12,852.0	NAV 대비 30% 할인
Z 홀딩스 시가총액	56,492.2	Z 홀딩스 기업가치 56 조원 반영
지분율(%)	32.5	
현금성자산 (C)	907.7	
자사주 (D)	3,710.0	왓패드 인수금액 제외
총 기업가치 (A+B+C+D)	97,177.7	
적정주가(원)	590,000	
현주가(10/21, 원)	410,500	
상승여력(%)	43.7%	

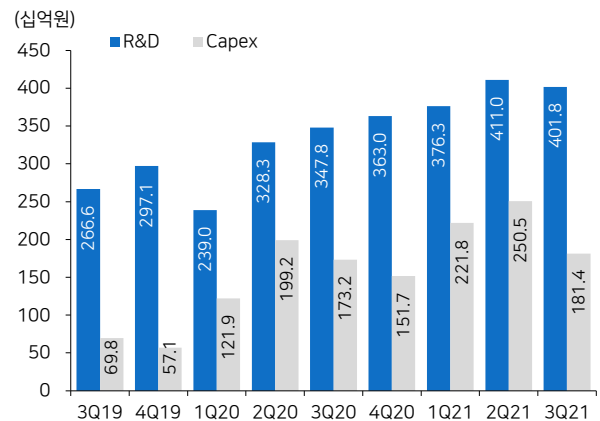
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림7 조정 EBITDA 추이



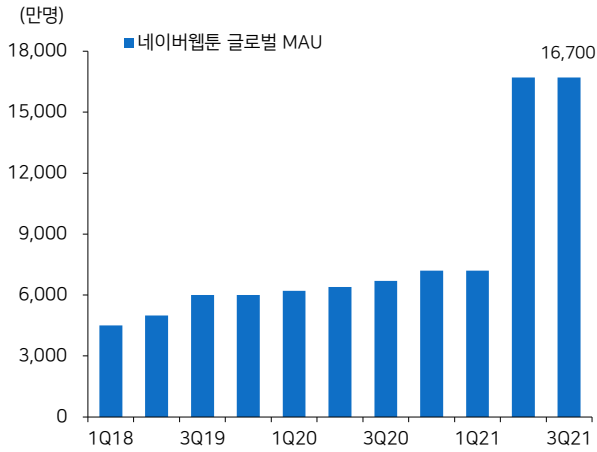
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림8 R&D와 CAPEX 추이



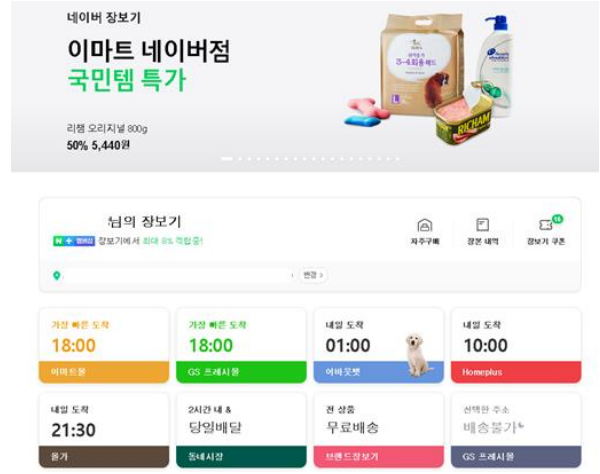
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림9 네이버웹툰 글로벌 MAU 1억 6,700만명



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림10 10월 네이버 장보기, 이마트 입점



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Z홀딩스 시가총액 및 거래량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 일본 'e북 이니셔티브 재팬' 손익계산서

(백만엔)	2018	2019	2020
매출액	14,786	21,281	29,951
(% YoY)	24.7	43.9	40.7
전자책 사업	10,424	16,236	23,017
크로스 미디어 사업	4,361	5,045	6,933
매출원가	10,008	13,554	18,830
판권사용료	5,598	9,216	12,856
판매관리비	4,194	6,933	10,163
외주비	642	3,242	4,720
지급수수료	460	1,063	1,378
광고 선전 및 판매 촉진비	1,595	1,429	2,838
인건비	543	483	358
기타	954	716	869
영업이익	583	793	957
(% YoY)	128.7	36.0	20.7
OPM(%)	3.9	3.7	3.2
세전이익	308	795	956
당기순이익	166	544	663
(% YoY)	5.1	227.7	21.9
NPM(%)	1.1	2.6	2.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

NAVER 컨퍼런스콜 Q&A

아래 내용은 전자공시시스템 또는 해당사의 실적발표 컨퍼런스콜 내용입니다

Q 검색 플랫폼 매출의 고성장, 향후 지속 여부?

- A**
- 서치플랫폼은 올해 검색광고 품질 개선 지속해왔고 AI 적용으로 광고 효율 증대. 블로그나 인플루언서 검색 통한 UGC 향상 등의 검색 전반에 걸쳐 품질 개선 효과가 컸음. 여기에 신규 광고 상품과 성과형 광고 성장으로 양호
 - 4분기 광고 성수기 진입으로 연간 10% 중반의 성장률 달성할 것으로 올해 높은 성장으로 기저 부담 있지만 중장기적으로 시장 성장보다 더 높은 성장할 것
 - 검색과 디스플레이를 분리하기도 하나 연결해서 설계하기도 함. 검색광고 혹은 쇼핑광고로 구매하기도 하고 신제품 출시에 대한 상품마케팅 솔루션을 종합적으로 받고 싶어하는 요구들이 있어서 브랜드들을 위한 마케팅 솔루션 만들어냈고, 커머스 데이터 활용한 데이터 애널리틱스까지 종합적으로 활용해서 브랜드 반응 좋은 상황. 네이버만의 커머스 데이터 기반으로 차별화된 상품 론칭 가능할 것

Q 3분기 웹툰 월간 거래액 1천억원 달성, 2022년 전망과 국내와 해외 비중?

- A**
- 22년 거래액 전망을 현재 하기는 어렵지만 올해 50% 넘는 큰 성장했고 내년에도 지속적으로 성장해나갈 것임. 국내와 해외 비중은 3분기 기준으로 국내 거래액이 좀더 많지만 장기적으로 해외 거래액이 더 커질 것으로 예상
 - 3분기 왓패드 연결인식 되었으나 아직 매출 규모는 크지 않은데 점진적으로 수익화 규모 키울 것. 왓패드와 웹툰이 흥행성 검증한 IP 사업을 속도감 있게 진행. 왓패드는 커뮤니티 속성이 더 강해서 여기에 맞춰서 비즈니스 모델을 강화할 것

Q 스마트스토어 성장률이 작년대비 둔화, 시장 영향으로 봐야하나?

NFA, 이마트 제휴 시작 등이 4분기 및 내년 성장률에 어떤 영향 있을까?

- A**
- 3분기는 코로나19와 긴 추석 연휴로 인해 부정적인 영향 있었으나 그럼에도 불구하고 시장성장률 유의미하게 상회하는 29% 성장했음. 브랜드스토어, 쇼핑라이브, 플러스 멤버십의 고무적인 성과. 거래액이 33.2% yoy 성장했음. 향후 외부 날씨 등의 변수 있으나 머천트솔루션, 물류 강화해서 사업자들에게 신규 성장 동력 계속 발굴하고 중장기 성장 이루어내고 수익성 개선에 집중할 예정
 - NFA센터 관련해서는 초기단계이나 풀필먼트 5개 물류사와 동대문 2개 패션 물류사가 들어왔고 관련된 사업자들의 문의가 빠르게 증가하고 있음 스마트스토어가 유의미한 성장. 새로운 서비스 높은 성과. 플러스멤버십, 브랜드스토어 성장 잠재력 가지고 머천트솔루션과 물류 경쟁력 강화하고 중장기 성장 만들어내고 수익성 개선하는 게 목적임
 - CJ대한통운과의 브랜드스토어 대상 풀필먼트 강화가 매출 성장이 1.7배 높게 증가하는것 확인. 연말까지는 최대 150개의 브랜드스토어가 익일배송에 연결되는 거 목표하고 있음

- CJ대한통운과 풀필먼트 강화하는 것 계획했고 내년까지 스마트스토어 거래액의 많은 부분들의 배송이 좋아질 것으로 기대. 10월 이마트와 오픈한 장보기 서비스를 통해서 당일 배송이나 시간대 지정 배송을 신선식품 중심으로 이마트와 테스트하고 있고 연말까지 테스트 진행되면 내년 본격적인 속도 날 것으로 기대
- 다른 커머스 차이점은 물류 하나에만 집중하지 않고 다양한 솔루션을 통해서 사업자들이 성장 단계별로 필요로 하는 솔루션 범위와 내용들이 달라지고 있어서 판매자들의 사업 돕는 형태로 강화해나갈 것
- 순조롭게 증가하는 플러스 멤버십 회원 가입 상황들이 내년에도 지속되고 멤버십 가입자들의 구매는 지속적으로 늘어나고 구매 금액도 늘고 있어서 내년에도 올해와 같은 성장이 기대되고 있음

Q 글로벌 콘텐츠 플랫폼의 IPO 계획, 웹툰과 왓패드의 드라마, 영화, 게임 등의 IP 확대 전략, 추가 M&A 가능성?

- A**
- 웹툰과 스노우의 IPO 계획은 사업 성장과 안정적 수익모델 구축에 따라 장기적으로 검토할수 있음. 웹툰 IP 활용한 영상화 작업은 왓패드 웹툰 스튜디오 출범했으며 100개 넘는 영상화 프로젝트 진행 중
 - 국내에서 최근 유미의 세포들, 흥천기 등의 영상화 진행되고 있으며 국내는 스튜디오N 통해서 해외는 왓패드 스튜디오 통해서 100여개 IP를 영상화 작업하고 있음. 게임이나 오디오 드라마, MD, 전시 등 구상할수 있고 제페토와 협업 통해서 메타버스 사업도 할수 있음
 - CJ 그룹과도 지속적인 파트너십, 스튜디오드래곤이 '유미의 세포들' 제작했고 웹툰 IP 사업이나 드라마 제작 논의 활발히 하고 있음. 6월 티빙 지분 투자 이후에 협력 체계 구축하고 있는데 최근 티빙 행사에서 발표한 바 같이 네이버 웹툰 IP들이 티빙과의 협업 통해서 참신한 콘텐츠로 제작되도록 협력하고 있음

Q 웹툰의 2차 영상사업 지속 성장 위해서 글로벌 회사와 전략적 제휴나 지분투자 계획?

- A**
- 영상화 지속하기 위해서 파트너십 고려하고 있음. 제작사나 스튜디오 인수한다거나 구체적인 계획이 확정된 건 아니고 다양한 가능성 놓고 검토할 수 있음. CJ 그룹이나 우리 스튜디오 통해서 영상화를 위한 펀드 조정을 적극적 검토. 영상화로 인한 매출 기여는 현재는 크지 않지만 유의미한 기여에 대한 시점이나 규모는 정확하게 추정 어려우나 영상화 인기 끝면 원작 웹툰, 웹소설 인기 다시 부각되고 영상화 매출도 있지만 원작에 대한 탐색이 늘어가는 선순환적인 구조

Q 제페토의 메타버스 플랫폼으로 기능적인 확장, 타임라인, 주요 지표 수준?

- A**
- 글로벌 가입자수만 공개하고 있고 2억 4천만명 정도. 작년대비 40% 이상 증가. MAU는 지속적으로 잘 증가하여 전년동기대비 60% 이상 성장. 매출도 전년동기대비 2배 이상 성장해서 지표들이 잘 성장하고 있음
 - 이용자들의 활동을 보면 제페토 월드와 포토부스 많이 활용. 3분기 랄프로렌과 디올 등과 브랜드 협업 진행. PC로 진행하는 라이브방송도 시작. 최근 유니티 엔

진 기반으로 전세계 개발자들이 다양한 콘텐츠 개발하는 톨 제공. 4분기 모바일 방송과 애니메이션 제작 톨 제공해서 창작들이 성장할 수 있는 환경 만들 것

- 3분기 제페토 매출이 많이 늘었는데 패션아이템 매출과 제휴 광고 많이 증가. 향후에는 패션 아이템 뿐 아니라 기능성 아이템, 정기구독 상품 등의 새로운 수익 모델도 지속적으로 시도할 계획임

Q 2022년 매출 성장 및 영업이익률 목표?

- A**
- 매출과 이익 성장에 포커스. 신규 사업들이 서치플랫폼 능가하는 성장. 신규 및 글로벌 사업 확장에 따라 매출 성장. 올해 25% 이상 매출 성장. 내년도 성장에 대해서는 목표로 하는 지속적인 성장은 가능하리라고 생각
 - 영업이익률도 서치플랫폼 사업에서 커머스, 핀테크 등으로 신규사업 확장되고 있고 사업 확장 방향에 따라 단기 이익 확대가 주된 목표 아니나 4분기에도 상반기 수준의 영업이익률 유지될 것. 내년은 투자 및 주식보상 프로그램 등의 변동 가능성 있어서 현재까지 관리하고 지속해온 기조 유지하는 것으로 생각

Q 라인 스마트스토어 론칭시 우리가 가져가는 take rate, 라인 커머스 전략, 야후 확장 시기는 언제인가?

- A**
- 현재 구체적인 숫자 언급은 어려움. 일본 상거래 시장이 한국 대비 3배 이상, 전자상거래 침투율이 10% 미만이나 성장 잠재력은 매우 큼. 네이버 검색 기반 경쟁력이 있는데 라인 메신저 기반 커머스 경쟁력은 어제 베타오픈한게 '마이 스마트스토어' 였으며 네이버처럼 스토어 개설 용이하고 라인 메신저의 공식계정과 쉽게 연동할수 있어서 이용자와 일대일 커뮤니케이션 가능한 구조로 만들어지고 있음. 스토어 기능 편하게 쓰면서 사용자와 연결이 쉬워지고 네이버가 제공하는 분석 데이터 제공해서 SME들과 다양한 사업과 기술 노하우 제공. 스토어 개설부터 고객 관리까지 원스톱 기능 제공하는 것 목표

Q 제페토 스튜디오 내에 게임 기능 오픈되어 있다, 유저 창작활동 지원 방안?

- A**
- 사용자 참여용 플랫폼으로 발전 목표. 연내에 창작 크리에이터들이 게임 제작 기능 오픈되지 않을까, 현재로선 구체적인 일정이 잡히지는 않았음. 사용자 앱에서는 게임 요소가 없고 제작 앱에서만 게임 기능 있어서 게임 앱이라고 보기 어려움. 콘서트 및 노래방 등의 재미있는 기능 제공하는 형태로 발전시킬 계획

Q 머천트솔루션과 풀필먼트 제공으로 인한 수익성 영향?

- A**
- 커머스에서 다양한 이니셔티브 진행 중인데 머천트솔루션은 새로운 매출 및 이익 증가하고 풀필먼트는 비용 증가할수 있음. 그러나 현재 커머스에서 광고형 사업 매출 비중 높고 풀필먼트 서비스와 솔루션 등의 제공으로 전체적인 퀄리티 상승으로 광고 성장 유지될 거라서 전체적으로 보면 커머스 사업 자체의 수익성은 유지할 것으로 생각
 - NFA로 명명되는 풀필먼트 서비스는 전략적 파트너사들과 협업. 파트너들과 인프라 구축 관련된 비용 집행 예상되나 커머스 사업 전체 연결이익에 크리티컬하지 않음

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356.2	5,304.2	6,777.3	8,044.8	9,501.3
매출액증가율 (%)	-22.0	21.8	27.8	18.7	18.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,356.2	5,304.2	6,777.3	8,044.8	9,501.3
판매관리비	3,201.2	4,088.8	5,416.8	6,367.7	7,361.9
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,360.5	1,677.1	2,139.4
영업이익률	26.5	22.9	20.1	20.8	22.5
금융손익	237.2	378.1	552.5	560.8	357.4
중속/관계기업손익	18.4	115.6	347.3	356.0	373.9
기타영업외손익	-19.4	-75.5	-78.8	-70.5	-53.0
세전계속사업이익	1,391.3	1,633.6	2,121.0	2,379.4	2,787.3
법인세비용	470.6	492.5	516.6	547.3	641.1
당기순이익	396.8	845.0	16,604.4	1,832.1	2,146.2
지배주주지분 순이익	583.1	1,002.1	16,604.9	1,857.7	2,172.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	5,408.8	6,106.9	6,728.7
현금및현금성자산	3,740.5	1,600.3	4,008.5	4,684.6	5,300.5
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	55.1	4.3	5.2	6.1	0.0
비유동자산	6,655.8	6,469.6	22,636.7	23,894.3	25,664.6
유형자산	1,596.3	1,684.6	2,006.3	2,206.9	2,251.1
무형자산	341.4	105.1	853.7	939.1	1,033.0
투자자산	3,487.4	4,346.5	19,430.9	20,402.5	22,034.7
자산총계	12,299.5	17,014.2	32,466.8	34,926.4	37,767.5
유동부채	3,773.1	7,911.8	2,306.1	2,483.4	2,540.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	509.6	481.2	419.2	419.2	419.2
유동성장기부채	50.0	95.0	167.7	167.7	167.7
비유동부채	2,022.5	847.4	2,524.1	2,681.3	2,000.5
사채	752.3	5.7	5.7	5.7	5.7
장기차입금	50.0	145.0	1,207.0	1,207.0	1,207.0
부채총계	5,795.6	8,759.1	8,334.9	9,009.2	9,751.0
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,575.3	1,793.3	1,432.5	1,432.5	1,432.5
기타포괄이익누계액	-91.1	106.4	106.4	106.4	106.4
이익잉여금	5,712.1	6,654.8	23,212.4	24,997.6	27,096.9
비지배주주지분	698.7	887.9	445.1	445.1	445.1
자본총계	6,503.9	8,255.1	24,132.0	25,917.2	28,016.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,356.8	1,447.2	14,897.7	3,391.9	3,833.1
당기순이익(손실)	396.8	845.0	16,604.4	1,832.1	2,146.2
유형자산상각비	460.3	465.3	479.3	493.7	508.5
무형자산상각비	37.7	30.0	30.9	31.8	32.7
운전자본의 증감	566.5	227.1	-3,285.8	27.0	-185.6
투자활동 현금흐름	-1,078.1	-2,503.2	-9,326.7	-2,163.9	-2,884.9
유형자산의증가(CAPEX)	-435.9	-759.4	-430.0	-442.9	-456.2
투자자산의감소(증가)	-1,221.2	-743.6	-14,963.0	-844.2	-1,498.4
재무활동 현금흐름	52.3	1,192.1	105.1	665.4	709.4
차입금의 증감	923.4	-1,197.6	1,166.2	1,189.8	1,139.9
자본의 증가	34.3	218.0	-360.8	-371.6	-382.7
현금의 증가(감소)	417.6	-2,140.2	2,408.2	676.1	615.9
기초현금	3,322.9	3,740.5	1,600.3	4,008.5	4,684.6
기말현금	3,740.5	1,600.3	4,008.5	4,684.6	5,300.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	26,431	32,274	41,259	48,975	57,842
EPS(지배주주)	3,538	6,097	101,087	11,309	13,225
CFPS	7,702	11,041	17,488	18,551	20,195
EBITDAPS	10,030	10,409	11,388	13,409	16,319
BPS	35,223	44,850	144,201	155,069	167,849
DPS	376	402	402	402	402
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	52.7	48.0	4.1	36.3	31.0
PCR	24.2	26.5	23.5	22.1	20.3
PSR	7.1	9.1	9.9	8.4	7.1
PBR	5.3	6.5	2.8	2.6	2.4
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,870.6	2,202.5	2,680.6
EV/EBITDA	17.8	27.5	34.6	29.0	23.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	15.2	106.9	7.6	8.2
EBITDA 이익률	37.9	32.3	27.6	27.4	28.2
부채비율	89.1	106.1	34.5	34.8	34.8
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	69.8	56.1	59.8	70.2	85.3
매출채권회전율(x)	14.9	-	-	-	-
재고자산회전율(x)	77.4	178.4	1,423.9	1,432.5	3,137.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.08	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-19.2	-17.4	
2019.10.31	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-16.6	-10.0	
2019.11.21	기업브리프	Buy	225,000	김동희	-19.4	-14.9	
2020.02.28	기업브리프	Buy	240,000	김동희	-25.4	-8.5	
2020.05.20	산업분석	Buy	260,000	김동희	-10.6	-7.3	
2020.06.03	산업분석	Buy	290,000	김동희	-11.8	-2.9	
2020.07.08	산업브리프	Buy	320,000	김동희	-5.0	5.9	
2020.09.07	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-27.0	-20.5	
2021.01.15	산업브리프	Buy	430,000	김동희	-23.8	-17.4	
2021.01.29	기업브리프	Buy	470,000	김동희	-20.3	-15.0	
2021.03.12	기업브리프	Buy	520,000	김동희	-26.5	-14.6	
2021.07.15	산업브리프	Buy	590,000	김동희	-	-	