



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

매수 (유지)

목표주가	560,000원
현재가 (7/23)	452,000원

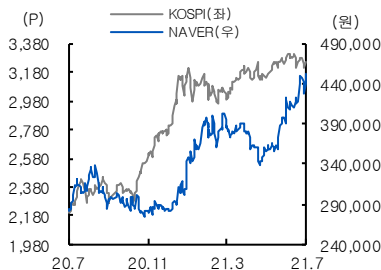
KOSPI (7/23)	3,254.42pt
시가총액	74,247십억원
발행주식수	164,263천주
액면가	100원
52주 최고가	452,000원
최저가	275,000원
60일 일평균거래대금	318십억원
외국인 지분율	56.8%
배당수익률 (2021F)	0.1%

주주구성		
국민연금공단		9.99%
BlackRock	Fund	5.04%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	7%	27%	8%
절대기준	7%	32%	59%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	560,000	500,000	▲
EPS(21)	100,675	100,647	▲
EPS(22)	10,690	10,629	▲

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)

하반기 커머스 풀필먼트가 성장을 견인

2분기 실적 컨센서스 상회

NAVER는 2분기 매출액 1,66조원(YoY +30.4%, QoQ +11.0%), 영업이익 3,356억원(YoY +8.9%, QoQ +16.2%)를 기록하여 컨센서스를 상회함. 매출 비중이 가장 큰 서치플랫폼이 전년 대비 +21.8% 성장하고 커머스 및 핀테크 매출액이 +40% 이상 증가하면서 외형 성장을 견인함. 서치플랫폼 이외 사업부의 합산 매출액이 분기 처음으로 전체 매출 대비 50% 이상의 비중을 차지함. AI 기술이 고도화되면서 광고 효율이 개선된 검색 광고 매출이 전년 대비 +14.3% 성장함. 디스플레이 광고는 성과형 광고 지면이 확대되면서 전년 대비 +48.0%의 높은 성장세를 유지함. 커머스는 스마트스토어가 46만개까지 증가하고 거래액이 전년 대비 +40% 이상 성장하여 매출액이 +42.6% 증가함. 브랜드스토어 역시 약 450개로 확대되면서 거래액이 전년 대비 5배 이상 성장함. 핀테크 사업은 대형 외부 제휴처가 추가되고 인당 결제액이 증가하면서 전년 대비 +41.2% 성장함. 네이버페이 결제액이 전년 대비 +47% 성장한 9.1조원을 기록함. 콘텐츠 부문은 V라이브 매출이 하락하면서 매출 성장률이 전년 대비 +28.2%로 둔화되었으나 웹툰 부문은 유료 이용 전환이 증가하고 크로스보더 콘텐츠가 확대되면서 전년 대비 +52.7% 성장함. 클라우드 부문은 NH농협, 삼성 그룹사 등을 고객으로 유치하면서 매출이 전년 대비 +48.1% 증가함. 영업비용은 전년 대비 +37.2% 증가했으나 전기 대비 +9.7% 증가로 분기 별로 안정화되는 모습이 나타남. 영업외수익에서는 A홀딩스 지분법 평가이익이 전년 대비 5배 상승함

목표주가 56만원으로 상향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 글로벌 Peer 기업들의 밸류에이션이 상승을 반영하여 국내 포털 부분 가치를 72조원, 일본 Z홀딩스 통합지분 가치를 18조원으로 상향하여 산출함. 서치플랫폼 부분 매출이 AI 기술 고도화 및 커머스와의 시너지로 높은 성장세를 유지함. 커머스는 풀필먼트 플랫폼 NFA를 기반으로 당일 배송이 확대되고 네이버페이의 후불 결제가 적용되면서 높은 성장세가 유지될 것으로 전망됨

(단위:십억원배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,356	5,304	6,679	8,127	9,777
영업이익	1,155	1,215	1,321	1,727	2,173
세전이익	1,391	1,634	2,016	2,326	2,837
지배주주순이익	583	1,002	16,537	1,756	2,162
EPS(원)	3,538	6,097	100,675	10,690	13,163
증가율(%)	-10.1	72.4	1,551.1	-89.4	23.1
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.8	21.3	22.2
순이익률(%)	9.1	15.9	247.9	21.2	21.5
ROE(%)	10.6	15.2	107.3	7.2	8.3
PER	52.7	48.0	4.5	42.3	34.3
PBR	5.3	6.5	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.7	28.0	45.2	34.3	27.5

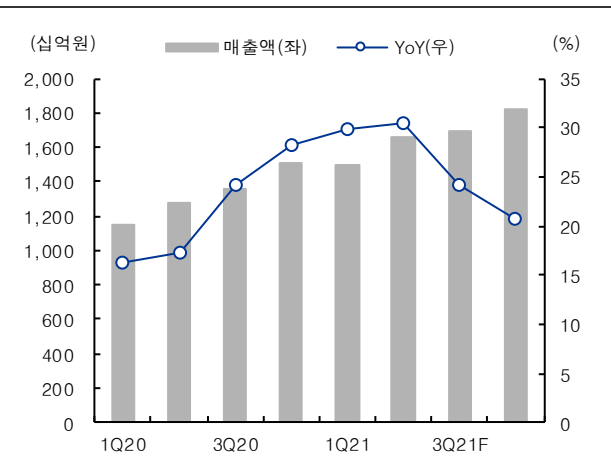
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. NAVER 실적 추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	1,155	1,276	1,361	1,513	1,499	1,664	1,689	1,827	5,304	6,679	8,127
QoQ	-2.1%	10.5%	6.6%	11.2%	-0.9%	11.0%	1.5%	8.2%			
YoY	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	24.1%	20.8%	21.8%	25.9%	21.7%
서치플랫폼	645	678	710	770	753	826	834	879	2,803	3,292	3,564
검색	520	528	542	566	570	603	607	633	2,155	2,413	2,510
디스플레이	125	151	168	205	183	223	227	246	648	878	1,054
커머스	231	256	285	317	324	365	371	412	1,090	1,473	1,988
클라우드	48	64	76	86	82	95	103	116	274	395	553
영업이익	292	308	292	324	289	336	342	355	1,215	1,321	1,727
OPM	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.2%	19.4%	22.9%	19.8%	21.3%
QoQ	-52.8%	5.6%	-5.3%	11.0%	-10.8%	16.2%	1.8%	3.8%			
YoY	41.5%	140.1%	44.4%	-47.7%	-1.0%	8.9%	17.1%	9.6%	5.2%	8.7%	30.8%
세전이익	420	289	362	550	425	647	456	489	1,634	2,016	2,326
QoQ	-53.9%	-31.1%	25.0%	52.2%	-22.8%	52.3%	-29.6%	7.3%			
YoY	121.4%	162.0%	100.6%	-39.6%	1.1%	123.7%	26.0%	-11.2%	17.4%	23.4%	15.4%
순이익(지배)	185	147	245	416	15,310	528	337	362	1,002	16,537	1,756
NIM	16.0%	11.5%	18.0%	27.5%	1021.3%	31.7%	20.0%	19.8%	18.9%	247.6%	21.6%
QoQ	-25.7%	-20.3%	66.7%	69.3%	3583.1%	-96.6%	-36.1%	7.3%			
YoY	42.5%	85.9%	95.7%	67.1%	8184.7%	258.4%	37.3%	-13.0%	71.9%	1550.3%	-89.4%

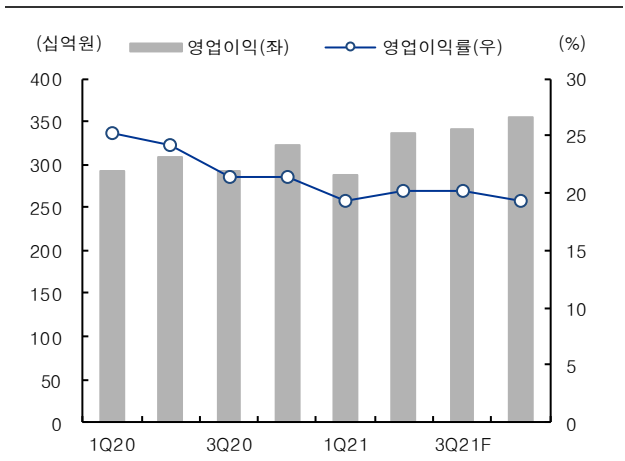
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 1. NAVER의 매출액 및 YoY 추이



자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 2. NAVER의 영업이익 및 영업이익률 추이



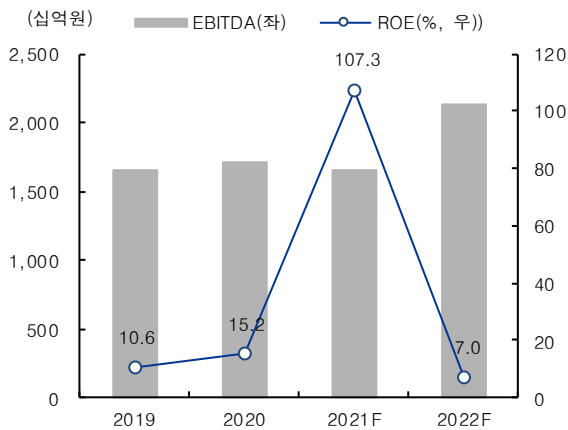
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

표 2. NAVER의 목표주가 산출

포털부문 2022년 연결 지배주주순이익	십억원	1,755.9
Target PER(MS, 아마존, 알파벳, 카카오의 2022년 예상 PER)		41.1
포털부문 적정 시가총액	조원	72.1
Z홀딩스 통합법인 2022년 연결 지배주주순이익	억원	1,331.4
Target PER(MS, 아마존, 알파벳, 카카오의 2022년 예상 PER)		41.1
네이버 지분율(%)	%	32.7
Z홀딩스 통합법인 지분 가치	조원	17.9
포털 + Z홀딩스 적정 시가총액	조원	90.0
2022년말 기준 순차입금	십억원	-1,520
적정 시가총액	조원	91.5
발행주식수	천주	164,263
적정주가	원	557,197
목표주가	원	560,000

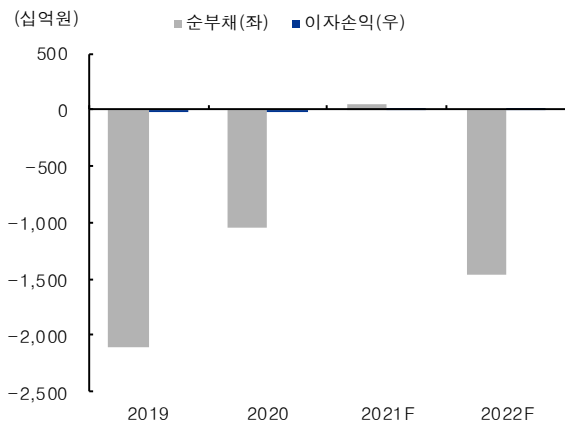
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 3. NAVER의 EBITDA 및 ROE 추이



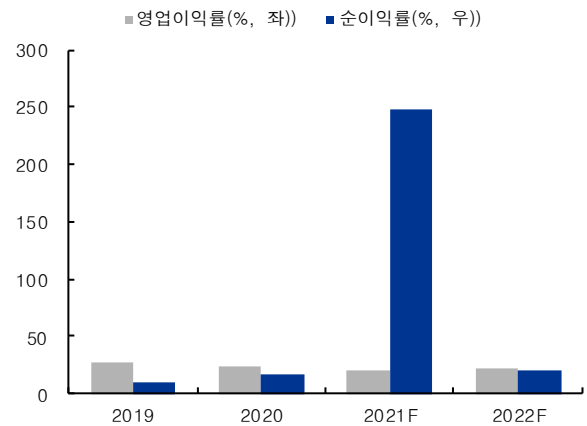
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. NAVER의 순부채 및 이자손익 추이



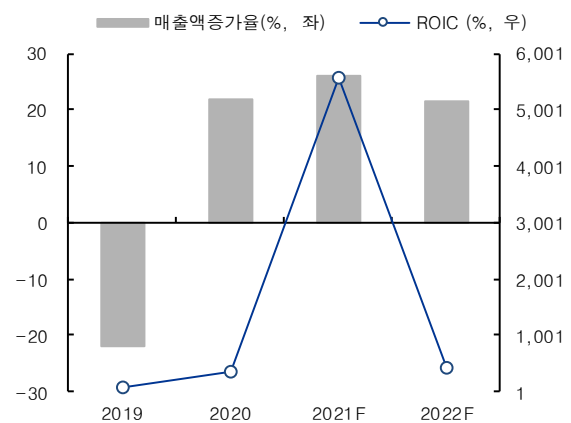
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. NAVER의 영업이익률 및 순이익률 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 6. NAVER의 매출성장률과 ROIC 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

NAVER (035420)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,356	5,304	6,679	8,127	9,777
증가율(%)	-22.0	21.8	25.9	21.7	20.3
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,356	5,304	6,679	8,127	9,777
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	3,201	4,089	5,358	6,400	7,604
판매비율(%)	73.5	77.1	80.2	78.7	77.8
영업이익	1,155	1,215	1,321	1,727	2,173
증가율(%)	22.5	5.2	8.7	30.8	25.8
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.8	21.3	22.2
순금융손익	237	378	76	19	26
이자손익	-5	-6	15	19	26
기타	242	384	61	0	0
기타영업외손익	-19	-75	-26	0	0
중속/관계기업손익	18	116	646	580	638
세전이익	1,391	1,634	2,016	2,326	2,837
법인세	471	493	462	605	738
법인세율	33.9	30.2	22.9	26.0	26.0
계속사업이익	921	1,141	1,554	1,722	2,099
중단사업손익	-524	-296	15,000	0	0
당기순이익	397	845	16,554	1,722	2,099
증가율(%)	-36.8	112.9	1,859.1	-89.6	21.9
당기순이익률(%)	9.1	15.9	247.9	21.2	21.5
지배주주당기순이익	583	1,002	16,537	1,756	2,162
기타포괄이익	139	221	-126	0	0
총포괄이익	536	1,066	16,428	1,722	2,099
EBITDA	1,653	1,711	1,657	2,137	2,591
증가율(%)	37.3	3.5	-3.1	28.9	21.3
EBITDA마진율(%)	37.9	32.3	24.8	26.3	26.5

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,538	6,097	100,675	10,690	13,163
BPS	35,223	44,850	142,793	153,119	165,921
DPS	376	402	402	402	402
밸류에이션(배)					
PER	52.7	48.0	4.5	42.3	34.3
PBR	5.3	6.5	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.7	28.0	45.2	34.3	27.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-22.0	21.8	25.9	21.7	20.3
EPS증가율	-10.1	72.4	1,551.1	-89.4	23.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	10.6	15.2	107.3	7.2	8.3
ROA	3.6	5.8	67.4	5.2	6.0
ROIC	71.0	359.1	5,562.8	426.0	490.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	89.1	106.1	33.0	31.6	30.4
순차입금 비율(%)	-32.5	-13.0	-0.1	-6.2	-12.9
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	1,346.3	1,479.7	1,792.1
총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,644	10,545	5,592	7,286	9,422
현금및현금성자산	3,741	1,600	2,937	4,495	6,484
유가증권	290	291	300	324	351
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	55	4	6	5	6
비유동자산	6,656	6,470	26,497	26,658	26,868
유형자산	1,596	1,685	1,844	1,854	1,898
무형자산	341	105	185	201	222
투자자산	3,487	4,347	22,860	22,861	22,863
자산총계	12,300	17,014	32,090	33,944	36,290
유동부채	3,773	7,912	3,519	3,628	3,833
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	510	481	471	490	510
유동성장기부채	50	95	45	45	45
비유동부채	2,022	847	4,440	4,523	4,624
사채	752	6	1,260	1,260	1,260
장기차입금	50	145	1,336	1,336	1,336
부채총계	5,796	8,759	7,959	8,151	8,457
지배주주지분	5,805	7,367	23,456	25,152	27,255
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,575	1,793	1,321	1,321	1,321
자본조정등	-1,408	-1,204	-987	-987	-987
기타포괄이익누계액	-91	106	-21	-21	-21
이익잉여금	5,712	6,655	23,126	24,822	26,925
비지배주주지분	699	888	676	641	578
자본총계	6,504	8,255	24,131	25,793	27,833
비이자부채	3870	7915	4678	4851	5137
총차입금	1,926	844	3,281	3,300	3,320
순차입금	-2,113	-1,073	-36	-1,600	-3,595

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,357	1,447	1,239	1,572	1,901
당기순이익	397	845	16,554	1,722	2,099
비현금성 비용 및 수익	873	970	-15,296	-190	-246
유형자산감가상각비	460	465	323	390	396
무형자산상각비	38	30	14	20	22
운전자본변동	567	227	14	21	22
매출채권등의 감소	-56	-110	0	0	0
재고자산의 감소	0	0	-1	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-480	-595	-33	19	26
투자활동 현금흐름	-1,078	-2,503	-13,617	-706	-775
유형자산의 증가(CAPEX)	-436	-759	-571	-400	-440
유형자산의 감소	7	9	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-71	-103	-46	-36	-43
투자자산의 감소(증가)	-603	-393	-11,494	-1	-1
기타	25	-1257	-1509	-269	-291
재무활동 현금흐름	52	1,192	11,582	692	863
차입금의 증가(감소)	0	887	1,245	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	52	305	10337	692	863
기타 및 조정	87	-2276	2133	0	0
현금의 증가	418	-2,140	1,337	1,558	1,989
기초현금	3,323	3,741	1,600	2,937	4,495
기말현금	3,741	1,600	2,937	4,495	6,484

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 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2020.07.01~2021.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	94.9
중립	7	5.1
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	-22.93	-10.20					
	2021.07.23	매수	560,000							