

비용 빼고 모든 것이 좋았던 1분기 실적

매수
(유지)목표가: 490,000원
상승여력: 31.2%

김창권 changkwon.kim@miraeeasset.com

1분기 매출액 YoY +29.8%,
영업이익 YoY -1.0%

외형은 컨센서스 소폭 상회, 영업이익은 소폭 하회, 일회성 평가익 급증

- 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 4,991억원, 2,888억원으로 시장 컨센서스 1조 4,873억원, 2,985억원과 큰 차이는 없었음
- YoY 9.6% 증가한 검색광고를 제외하고 디스플레이광고 YoY 46.4%, 커머스 40.3%, 핀테크 52.2%, 콘텐츠 40.0%, 클라우드 71.1% 등 전 사업부 고성장세 확인
- 커머스 거래액 성장에 따른페이 적립금과 주식보상비용 증액으로 영업비용이 전년비 40.3% 증가, 영업이익률은 19.3%(2020년 1분기 25.3%)로 하락
- 라인-Z홀딩스 합병에 따른 재평가로 14.9조원의 회계상 이익 인식

커머스 시장 지배력 확인, 2분기
광고 최대 성수기 효과 기대

2분기가 수익성 개선의 시작점, 하반기 수익성 개선 가속 전망

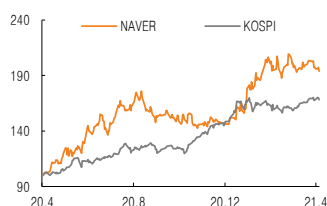
- 스마트스토어 거래액이 1분기 YoY 53% 증가, 4월에는 더 빠른 증가 속도 확인
- 성과형 광고 지면 확대와 PC 광고에 성과형 과금제 도입, 2분기 성수기 효과로 광고 매출액 급증 전망, 커머스 광고 판매 호조로 2분기 검색광고 두 자릿수 성장 전망
- 2분기 매출액과 영업이익 전년과 비교해 각각 27.3%, 7.1% 증가하고 영업이익률은 20.3%로 상승할 예상
- 3분기와 4분기 영업이익률은 각각 22.1%, 23.6%로 예상, 수익성 개선 추세 지속 전망

2분기와 하반기에 추가적인 실적
회전 가능성 상존

매수 투자 의견과 목표주가 49만원 유지

- 2분기 코로나 상황이 완화되면 레저, 여행, 패션 카테고리에 강점을 가진 NAVER가 쿠팡과의 커머스 시장 점유율 경쟁에서 더욱 유리한 위치
- 페이스북, 구글 등 미국 빅테크 기업과 같이 온라인광고 시장 성장의 최대 수혜주
- 왓패드 인수 완료와 유료 수익모델 도입, 제페토 게임 플랫폼 추가 등도 하반기 모멘텀

Key data



현재주가(21/4/28, 원)	373,500	시가총액(십억원)	61,352
영업이익(21F, 십억원)	1,424	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	1,381	유동주식비율(%)	80.0
EPS 성장률(21F, %)	1,556.6	외국인 보유비중(%)	56.9
P/E(21F, x)	3.7	베타(12M) 일간수익률	0.31
MKT P/E(21F, x)	13.7	52주 최저가(원)	197,500
KOSPI	3,181.47	52주 최고가(원)	403,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.5	25.1	88.6
상대주가	-6.8	-7.8	14.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	5,587	4,356	5,304	6,642	8,487	10,334
영업이익 (십억원)	943	1,155	1,215	1,424	2,072	2,702
영업이익률 (%)	16.9	26.5	22.9	21.4	24.4	26.1
순이익 (십억원)	649	583	1,002	16,592	1,692	2,016
EPS (원)	3,937	3,538	6,097	101,007	10,300	12,275
ROE (%)	13.0	10.6	15.2	106.1	6.8	7.6
P/E (배)	31.0	52.7	48.0	3.7	36.3	30.4
P/B (배)	3.1	4.3	5.6	2.4	2.3	2.1
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 연결 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	1,155	1,276	1,361	1,513	1,499	1,625	1,685	1,832	4,356	5,304	6,642
서치플랫폼	645	678	710	770	753	810	824	864	2,655	2,803	3,250
검색	520	528	542	565	570	584	590	612	2,101	2,155	2,355
디스플레이	125	151	168	205	183	226	235	252	554	648	896
커머스	231	256	285	317	324	341	361	399	792	1,090	1,425
핀테크	138	165	174	201	210	220	227	243	407	677	899
콘텐츠	93	113	115	139	131	159	173	204	309	460	666
클라우드	48	64	76.3	86	82	95	100.9	123	194	274	401
영업이익	292	308	292	324	289	330	372	433	1,155	1,215	1,424
영업이익률	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.3	22.1	23.6	26.5	22.9	21.4
계속영업당기순이익	297	196	244	405	15,244	322	323	370	921	1,141	16,259
당기순이익	135	91	235	384	15,314	347	371	407	397	845	16,439
순이익률	11.7	7.1	17.3	25.4	1,021.6	21.4	22.0	22.2	9.1	15.9	247.5
YoY 성장률											
매출액	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	27.3	23.9	21.1		21.8	25.2
서치플랫폼	2.9	-0.3	8.2	11.3	16.8	19.4	16.1	12.1		5.6	15.9
검색	3.5	-1.4	3.6	4.7	9.6	10.6	8.8	8.2		2.6	9.3
디스플레이	0.5	3.9	26.3	35.0	46.3	50.2	39.6	23.0		17.1	38.1
커머스	30.3	32.7	40.9	44.6	40.3	33.0	26.4	25.9		37.6	30.8
핀테크	57.6	72.4	67.6	67.7	52.2	33.9	30.2	20.8		66.6	32.8
콘텐츠	55.4	44.5	31.8	65.7	40.1	40.9	50.3	46.6		48.8	44.8
클라우드	14.5	53.6	66.2	33.1	71.1	48.1	32.3	44.0		41.4	46.4
영업이익	0.6	1.6	1.8	17.5	-1.0	7.1	27.5	33.8		5.2	17.2
계속영업당기순이익	47.0	-9.7	1.9	54.0	5039.0	64.6	32.3	-8.5		23.9	1325.0
순이익	54.0	226.7	176.0	95.7	11254.6	282.6	57.5	5.9		112.9	1845.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. NAVER의 2021~2022년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
매출액	6,655	8,269	6,642	8,487	-0.2	2.6	
영업이익	1,472	2,081	1,424	2,072	-3.3	-0.4	
순이익	1,349	1,768	16,439	1,676	1118.7	-5.2	
영업이익률	22.1	25.2	21.4	24.4	-	-	
순이익률	20.3	21.4	247.5	19.7	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	5,304	6,642	8,487	10,334
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	5,304	6,642	8,487	10,334
판매비와관리비	4,089	5,218	6,415	7,632
조정영업이익	1,215	1,424	2,072	2,702
영업이익	1,215	1,424	2,072	2,702
비영업손익	419	16,590	250	74
금융손익	-6	1	8	11
관계기업등 투자손익	116	0	0	0
세전계속사업손익	1,634	18,014	2,322	2,776
계속사업법인세비용	493	1,698	654	786
계속사업이익	1,141	16,259	1,689	1,976
중단사업이익	-296	180	-13	22
당기순이익	845	16,439	1,676	1,998
지배주주	1,002	16,592	1,692	2,016
비지배주주	-157	-153	-16	-19
총포괄이익	1,066	16,439	1,676	1,998
지배주주	1,220	16,576	1,690	2,014
비지배주주	-154	-137	-14	-17
EBITDA	1,711	1,960	2,718	3,142
FCF	688	-665	176	1,915
EBITDA 마진율 (%)	32.3	29.5	32.0	30.4
영업이익률 (%)	22.9	21.4	24.4	26.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.9	249.8	19.9	19.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	10,545	12,102	16,835	18,345
현금 및 현금성자산	1,600	1,134	3,077	1,794
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	4	5	7	8
기타유동자산	8,941	10,963	13,751	16,543
비유동자산	6,470	21,890	19,855	22,457
관계기업투자등	1,199	16,402	13,958	16,995
유형자산	1,685	1,826	1,938	1,573
무형자산	105	128	370	294
자산총계	17,014	33,992	36,690	40,802
유동부채	7,912	8,359	9,233	11,199
매입채무 및 기타채무	434	324	234	285
단기금융부채	630	338	227	233
기타유동부채	6,848	7,697	8,772	10,681
비유동부채	847	998	1,205	1,413
장기금융부채	243	251	251	251
기타비유동부채	604	747	954	1,162
부채총계	8,759	9,357	10,438	12,612
지배주주지분	7,367	23,900	25,532	27,489
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,793	1,793	1,793	1,793
이익잉여금	6,655	23,187	24,820	26,776
비지배주주지분	888	735	720	701
자본총계	8,255	24,635	26,252	28,190

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,447	-15	826	1,915
당기순이익	845	16,439	1,676	1,998
비현금수익비용가감	970	-13,727	1,256	1,194
유형자산감가상각비	465	509	538	365
무형자산상각비	30	27	108	76
기타	475	-14,263	610	753
영업활동으로인한자산및부채의변동	227	-1,043	-1,496	-523
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-110	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-1	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	214	0	0	0
법인세납부	-573	-1,716	-649	-794
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,503	-828	-1,157	-107
유형자산처분(취득)	-750	-650	-650	0
무형자산감소(증가)	-103	-50	-350	0
장단기금융자산의 감소(증가)	34	-78	-107	-107
기타투자활동	-1,684	-50	-50	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,192	-368	-171	-53
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,214	-308	-111	6
자본의 증가(감소)	218	0	0	0
배당금의 지급	-55	-59	-60	-60
기타재무활동	2,243	-1	0	1
현금의 증가	-2,140	-466	1,942	-1,283
기초현금	3,741	1,600	1,134	3,077
기말현금	1,600	1,134	3,077	1,794

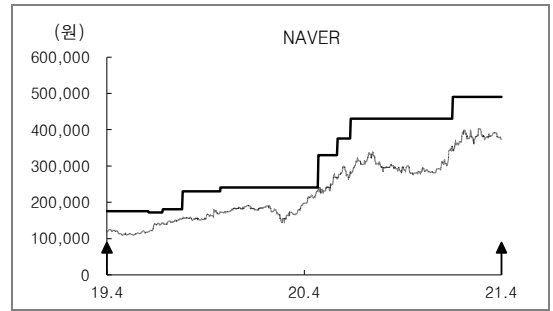
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	48.0	3.7	36.3	30.4
P/CF (x)	26.5	22.6	20.9	19.2
P/B (x)	5.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	28.0	30.7	21.4	18.9
EPS (원)	6,097	101,007	10,300	12,275
CFPS (원)	11,041	16,513	17,854	19,430
BPS (원)	52,245	152,891	162,828	174,741
DPS (원)	402	402	402	402
배당성향 (%)	7.0	0.4	3.6	3.0
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	21.8	25.2	27.8	21.8
EBITDA증가율 (%)	3.5	14.6	38.7	15.6
조정영업이익증가율 (%)	5.2	17.2	45.5	30.4
EPS증가율 (%)	72.3	1,556.7	-89.8	19.2
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)				
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.8	64.5	4.7	5.2
ROE (%)	15.2	106.1	6.8	7.6
ROIC (%)	45.0	40.5	30.3	31.6
부채비율 (%)	106.1	38.0	39.8	44.7
유동비율 (%)	133.3	144.8	182.3	163.8
순차입금/자기자본 (%)	-12.4	-7.4	-15.2	-9.9
조정영업이익/금융비용 (x)	56.1	132.3	268.2	387.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2021.01.29	매수	490,000	-	-
2020.07.24	매수	430,000	-30.25	-17.44
2020.06.30	매수	375,000	-25.33	-20.27
2020.05.25	매수	330,000	-25.47	-15.45
2019.11.26	매수	241,000	-24.58	-4.36
2019.09.17	매수	230,000	-30.54	-21.74
2019.08.11	매수	181,000	-18.87	-14.64
2019.07.16	매수	172,000	-22.55	-17.15
2019.01.23	매수	176,000	-30.82	-21.31



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.