

천기누설, 네이버 매도/매수 타이밍 점검

매수
(유지)목표가: 550,000원
상승여력: 21.5%

김창권 changkwon.kim@miraeeasset.com

<그림 1>과 <그림 2>에 대한
해설

인터넷 기업 투자는 밸류에이션 지표(예상하기 어려운) 보다는 실적 방향성

- <그림 1> 20년간 NAVER 주가는 상장 이후 420배 이상 상승했으나 여러 번곡점 존재
- 1) 상승기: 신규 성장 수익모델의 등장, 매출액 증가율이 YoY 20% 이상으로 높아졌을 때
- 2) 하락기: 외형 성장을 견인하던 수익모델의 성숙기 진입으로 매출액 증가율이 YoY 20% 이하로 낮아졌을 때
- 수익모델 성숙기 진입 판단은 YoY 증가율이 40~50%에서 20~30%대로 하락할 때
- <그림 2> 3) 주가 상승과 하락 기동기는 영업이익 절대값 기동기와 같은 방향성
- 결국 지난 20년간 성장 속도와 이익 증감 트렌드가 주가 흐름 결정 변수

2021년 광고 매출 급증으로
매출 증가율 상승세

2022년 클라우드, 웹툰, 핀테크, 글로벌, 제페토 등으로 외형 성장폭 확대 기대

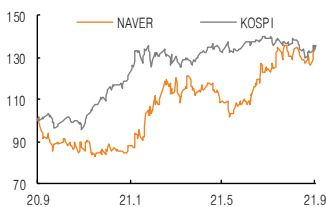
- 검색과 디스플레이광고 매출 증가율 상승에 기인 2분기 매출증가율 YoY 30.4% 기록
- <표 1> 3분기와 4분기에 매출 증가율은 각각 31.1%와 31.7%로 예상
- 영업이익은 신규 비용 변수가 확인되지 않고 있어 2분기 3,360억원에서 3분기와 4분기 3,670억원과 4,360억원 예상
- 2022년은 클라우드, 웹툰, 핀테크, 글로벌(Z홀딩스 관련), 제페토 등 현시점 성장 예상치를 높여줄 수 있는 성장 동력에 주목

<그림 3~6> 아마존에서
NAVER 가치 평가 힌트 찾기

아마존 수익가치(PER), 성장가치(매출 증가율) 하락, 데이터(거래) 가치 사상 최고치

- 아마존 21년 매출 증가율은 23%(20년 38%, 그림3), PER은 49배(20년 78배, 그림5)
- 21년 거래액 PSR(시가총액/GMV)은 2.2배로 사상 최고치(거래액 가치, 그림6)
- 이는 빅데이터를 생성하는 플랫폼들이 종합 소비 플랫폼(금융, 의료, 교육, 엔터 등)으로 발전할 수 있는 가능성을 반영하는 것이라고도 해석 가능, 쿠팡도 비슷한 PSR로 거래

Key data



현재주가(21/9/3, 원)	452,500	시가총액(십억원)	74,329
영업이익(21F, 십억원)	1,427	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	1,347	유동주식비율(%)	80.8
EPS 성장률(21F, %)	1,583.2	외국인 보유비중(%)	57.1
P/E(21F, x)	4.4	베타(12M) 일간수익률	0.60
MKT P/E(21F, x)	11.2	52주 최저가(원)	275,000
KOSPI	3,201.06	52주 최고가(원)	452,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	13.3	33.5
상대주가	6.9	9.1	-0.1

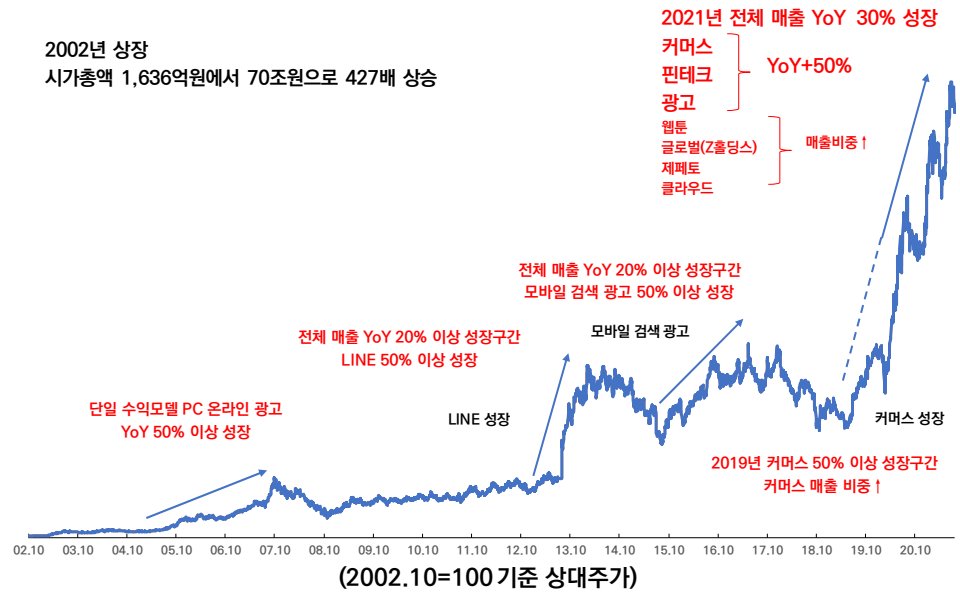
Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	5,587	4,356	5,304	6,939	8,850	10,776
영업이익 (십억원)	943	1,155	1,215	1,427	2,073	2,844
영업이익률 (%)	16.9	26.5	22.9	20.6	23.4	26.4
순이익 (십억원)	649	583	1,002	16,859	1,873	2,360
EPS (원)	3,937	3,538	6,097	102,631	11,402	14,367
ROE (%)	13.0	10.6	15.2	106.9	7.5	8.7
P/E (배)	31.0	52.7	48.0	4.4	39.7	31.5
P/B (배)	3.1	4.3	5.6	2.9	2.7	2.5
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

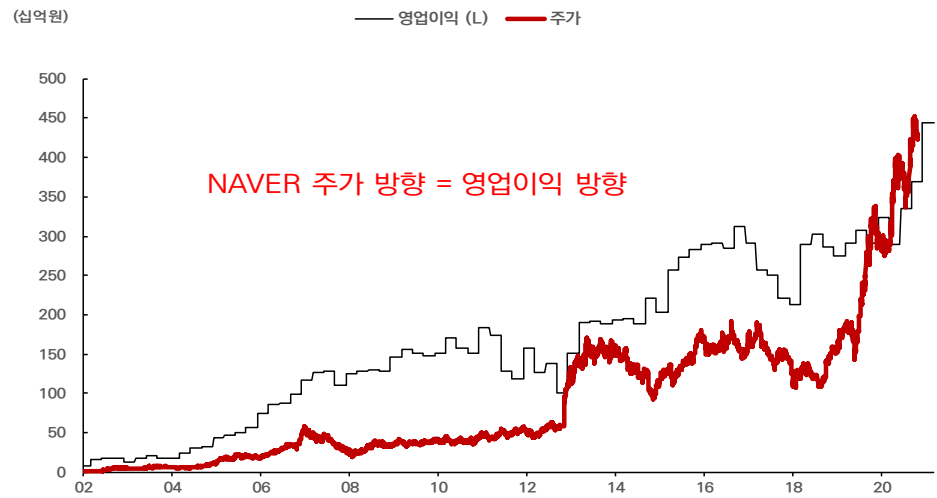
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 매출 증가율 20%와 50%의 의미는? → 2021년 30% 구간



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. NAVER 주가는 영업이익의 증가 기울기가 결정



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

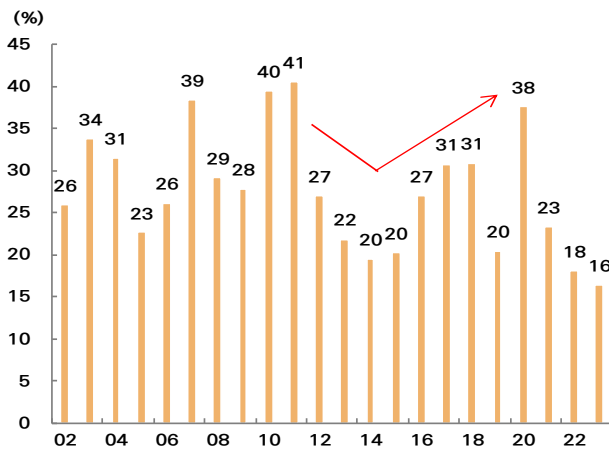
표 1. 연결 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	1,155	1,276	1,361	1,513	1,499	1,663	1,784	1,992	5,304	6,939	8,850
서치플랫폼	645	678	710	770	753	826	859	924	2,803	3,361	3,847
검색	520	528	542	565	570	603	619	649	2,155	2,441	2,734
디스플레이	125	151	168	205	183	223	240	274	648	920	1,113
커머스	231	256	285	317	324	365	404	453	1,090	1,546	1,954
핀테크	138	165	174	201	210	233	245	290	677	977	1,403
콘텐츠	93	113	115	139	131	145	173	204	460	652	1,071
클라우드	48	64	76.3	86	82	95	103.3	122	274	402	575
영업이익	292	308	292	324	289	336	367	436	1,215	1,427	2,073
영업이익률	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.2	20.6	21.9	22.9	20.6	23.4
계속영업당기순이익	297	196	244	405	15,244	541	376	419	1,141	16,579	1,869
당기순이익	135	91	235	384	15,314	541	412	437	845	16,703	1,856
순이익률	11.7	7.1	17.3	25.4	1,021.6	32.5	23.1	21.9	15.9	240.7	21.0
YoY 성장률											
매출액	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	30.4	31.1	31.7	21.8	30.8	27.6
서치플랫폼	2.9	-0.3	8.2	11.3	16.8	21.8	21.0	19.9	5.6	19.9	14.5
검색	3.5	-1.4	3.6	4.7	9.6	14.3	14.2	14.8	2.6	13.3	12.0
디스플레이	0.5	3.9	26.3	35.0	46.3	48.0	42.8	34.0	17.1	41.9	21.0
커머스	30.3	32.7	40.9	44.6	40.3	42.6	41.4	42.9	37.6	41.9	26.4
핀테크	57.6	72.4	67.6	67.7	52.2	41.2	40.9	44.2	66.6	44.3	43.5
콘텐츠	55.4	44.5	31.8	65.7	40.1	28.2	50.3	46.6	48.8	41.7	64.3
클라우드	14.5	53.6	66.2	33.1	71.1	48.1	35.4	42.8	41.4	46.9	43.1
영업이익	0.6	1.6	1.8	17.5	-1.0	8.9	25.9	34.5	5.2	17.4	45.2
계속영업당기순이익	47.0	-9.7	1.9	54.0	5039.0	176.4	54.2	3.5	23.9	1353.1	-88.7
순이익	54.0	226.7	176.0	95.7	11254.6	496.1	74.9	13.7	112.9	1876.9	-88.9

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아마존 YoY 매출 성장률



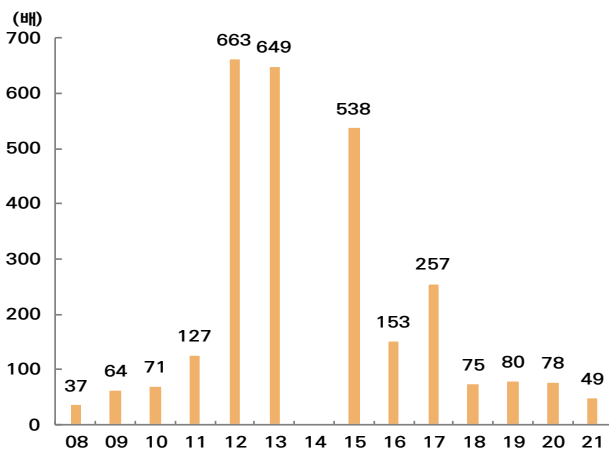
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 아마존 주가



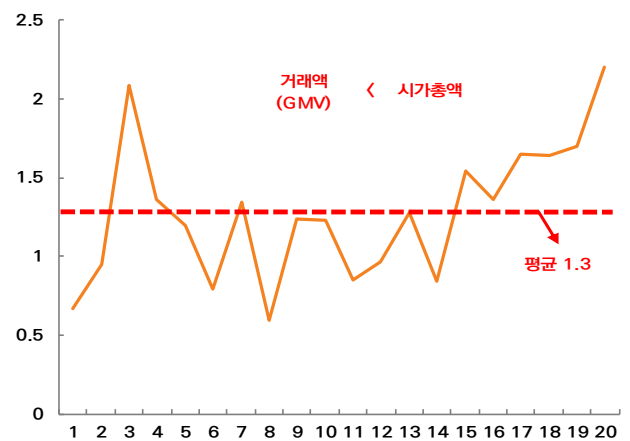
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 아마존 PER



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 아마존 거래액 PSR(시가총액/GMV)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	5,304	6,939	8,850	10,776
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	5,304	6,939	8,850	10,776
판매비와관리비	4,089	5,512	6,778	7,932
조정영업이익	1,215	1,427	2,073	2,844
영업이익	1,215	1,427	2,073	2,844
비영업손익	419	16,145	19	76
금융손익	-6	1	9	12
관계기업등 투자손익	116	0	0	0
세전계속사업손익	1,634	17,572	2,091	2,920
계속사업법인세비용	493	1,641	589	789
계속사업이익	1,141	16,522	1,869	2,316
중단사업이익	-296	181	-13	22
당기순이익	845	16,703	1,856	2,338
지배주주	1,002	16,859	1,873	2,360
비지배주주	-157	-155	-17	-22
총포괄이익	1,066	16,703	1,856	2,338
지배주주	1,220	16,844	1,871	2,358
비지배주주	-154	-141	-16	-20
EBITDA	1,711	1,963	2,719	3,285
FCF	688	-632	292	2,191
EBITDA 마진율 (%)	32.3	28.3	30.7	30.5
영업이익률 (%)	22.9	20.6	23.4	26.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.9	243.0	21.2	21.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	10,545	12,564	17,547	19,456
현금 및 현금성자산	1,600	1,147	3,240	2,236
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	4	6	7	9
기타유동자산	8,941	11,411	14,300	17,211
비유동자산	6,470	21,891	19,818	22,412
관계기업투자등	1,199	16,402	13,920	16,949
유형자산	1,685	1,826	1,938	1,573
무형자산	105	128	370	294
자산총계	17,014	34,455	37,365	41,868
유동부채	7,912	8,524	9,424	11,431
매입채무 및 기타채무	434	300	217	265
단기금융부채	630	335	225	231
기타유동부채	6,848	7,889	8,982	10,935
비유동부채	847	1,031	1,246	1,463
장기금융부채	243	251	251	251
기타비유동부채	604	780	995	1,212
부채총계	8,759	9,556	10,670	12,894
지배주주지분	7,367	24,166	25,980	28,279
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,793	1,793	1,793	1,793
이익잉여금	6,655	23,454	25,267	27,567
비지배주주지분	888	733	715	694
자본총계	8,255	24,899	26,695	28,973

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,447	18	942	2,191
당기순이익	845	16,703	1,856	2,338
비현금수익비용가감	970	-13,783	1,191	1,195
유형자산감가상각비	465	509	538	365
무형자산상각비	30	27	108	76
기타	475	-14,319	545	754
영업활동으로인한자산및부채의변동	227	-1,274	-1,560	-588
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	-1,659	-584	-797
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,503	-845	-1,161	-112
유형자산처분(취득)	-750	-650	-650	0
무형자산감소(증가)	-103	-50	-350	0
장단기금융자산의 감소(증가)	34	-95	-111	-112
기타투자활동	-1,684	-50	-50	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,192	-371	-170	-54
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,214	-311	-110	6
자본의 증가(감소)	218	0	0	0
배당금의 지급	-55	-59	-60	-60
기타재무활동	2,243	-1	0	0
현금의 증가	-2,140	-453	2,093	-1,004
기초현금	3,741	1,600	1,147	3,240
기말현금	1,600	1,147	3,240	2,236

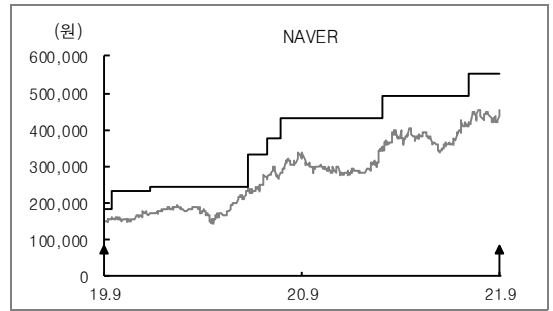
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	48.0	4.4	39.7	31.5
P/CF (x)	26.5	25.5	24.4	21.0
P/B (x)	5.6	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA (x)	28.0	37.3	26.1	21.8
EPS (원)	6,097	102,631	11,402	14,367
CFPS (원)	11,041	17,775	18,548	21,512
BPS (원)	52,245	154,515	165,553	179,556
DPS (원)	402	402	402	402
배당성향 (%)	7.0	0.4	3.2	2.6
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	21.8	30.8	27.5	21.8
EBITDA증가율 (%)	3.5	14.7	38.5	20.8
조정영업이익증가율 (%)	5.2	17.4	45.2	37.3
EPS증가율 (%)	72.3	1,583.3	-88.9	26.0
매출채권 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)				
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.8	64.9	5.2	5.9
ROE (%)	15.2	106.9	7.5	8.7
ROIC (%)	45.0	39.1	28.5	31.9
부채비율 (%)	106.1	38.4	40.0	44.5
유동비율 (%)	133.3	147.4	186.2	170.2
순차입금/자기자본 (%)	-12.4	-7.5	-15.6	-11.3
조정영업이익/금융비용 (x)	56.1	132.9	269.5	410.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2021.07.07	매수	550,000	-	-
2021.01.29	매수	490,000	-22.82	-13.57
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



* 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
80.00%	10.67%	8.00%	1.33%

* 2021년 6월 30일 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 NAVER(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.