

## 3분기 실적 OK, 글로벌 진출 성공 가능성 부각

**매수**  
(유지)

목표가: 550,000원  
상승여력: 39.8%

김창권 changkwon.kim@miraeeasset.com

### 3분기 실적은 컨센서스 상회 전망

#### 디스플레이 광고와 커머스 등 주력 사업 성장 속 콘텐츠 등 신규 사업 고성장

- 3분기 매출액, 영업이익은 전년비 31%, 26% 증가한 1조7,840억원과 3,670억원 예상
- 이는 현재 시장 컨센서스 1조7,315억원과 3,382억원을 상회하는 수준
- 3분기 예상 매출 증가율 31.1%는 2분기 YoY 증가율 30.4%를 넘어서는 수치
- 디스플레이광고 YoY 42.8%, 커머스 YoY 41.4% 증가로 외형 성장을 주도할 전망
- 3분기 예상 영업이익률은 20.6%(2분기 20.2%)로 비용 구조 역시 안정될 것으로 기대

### 3분기 제페토, 웹툰 등 글로벌 결제액 큰 폭 증가 추정

#### 10월 일본 라인을 통한 스마트스토어 런칭, 글로벌 GMV 인식 시작

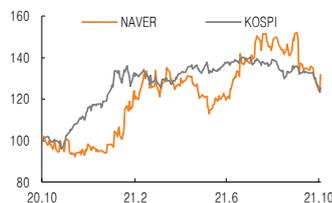
- <그림2~3>과 같이 3분기 제페토 글로벌 월결제액이 큰 폭 증가, 구찌 등 명품업체와의 협업 효과로 해석, 센서타워 기준 제페토 9월 글로벌 결제액은 YoY 99% 증가
- 3분기에 5월 인수 완료한 왓패드 실적이 콘텐츠부문에 첫 반영될 예정, <그림4~11>과 같이 네이버웹툰 글로벌 결제액이 견조하게 성장하고 왓패드 일결제액도 추세적 증가
- 일본 커머스 사업도 본격화 기대, 10월말 라인을 통해 일본 스마트스토어 사업을 시작하여 우선 일본 판매자를 입점시킨 이후, 국내 판매자 상품 또한 추후 라인과 야후재팬을 통해 노출될 것으로 기대

### 10월 규제 우려 약화 전망

#### 매수 투자 의견과 목표주가 55만원 유지

- 중국을 포함하여 빅테크 규제 우려로 9월에는 주가가 급락
- 하지만 이번 규제 리스크 부각으로 동사의 글로벌 및 소상공인과의 상생을 중심으로 한 성장 전략이 돋보이는 모습
- 국정 감사(10/1~21일)가 끝나고 긍정적인 3분기 실적 발표(10/21일 예정)에 이어 연기되었던 카카오페이 IPO 결과에 따라 규제 우려는 점차 희석될 것으로 예상

#### Key data



현재주가(21/10/7, 원)	393,500	시가총액(십억원)	64,638
영업이익(21F, 십억원)	1,427	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	1,348	유동주식비율(%)	80.8
EPS 성장률(21F, %)	1,583.2	외국인 보유비중(%)	56.6
P/E(21F, x)	3.8	베타(12M) 일간수익률	0.74
MKT P/E(21F, x)	10.5	52주 최저가(원)	275,000
KOSPI	2,959.46	52주 최고가(원)	454,000

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.5	2.3	29.0
상대주가	-4.7	8.5	4.1

#### 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	3.8	34.5	27.4
P/B (배)	3.1	4.3	5.6	2.5	2.4	2.2
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

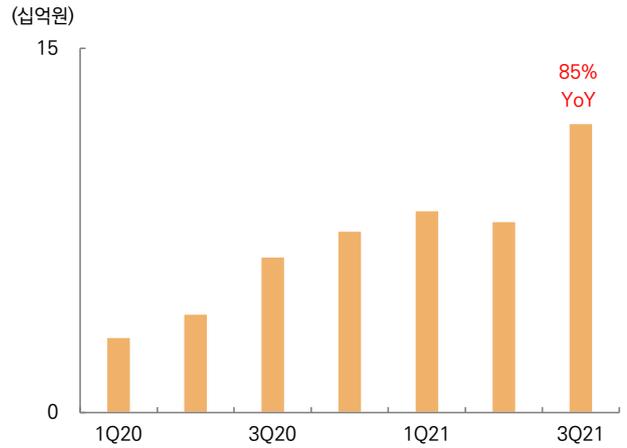
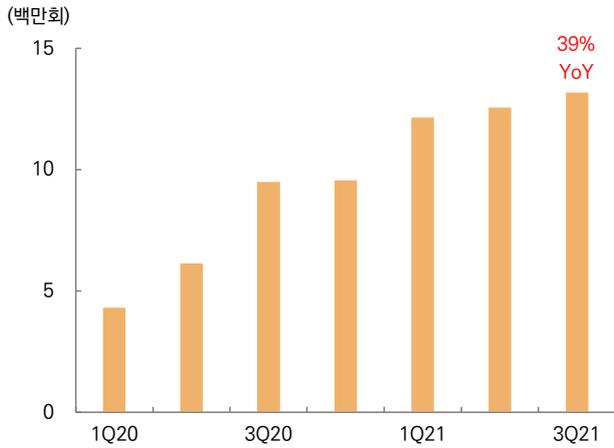
(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	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>1,663</b>	<b>1,784</b>	<b>1,992</b>	<b>5,304</b>	<b>6,939</b>	<b>8,850</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>292</b>	<b>308</b>	<b>292</b>	<b>324</b>	<b>289</b>	<b>336</b>	<b>367</b>	<b>436</b>	<b>1,215</b>	<b>1,427</b>	<b>2,073</b>
영업이익률	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.2	20.6	21.9	22.9	20.6	23.4
<b>계속영업당기순이익</b>	<b>297</b>	<b>196</b>	<b>244</b>	<b>405</b>	<b>15,244</b>	<b>541</b>	<b>376</b>	<b>419</b>	<b>1,141</b>	<b>16,579</b>	<b>1,869</b>
<b>당기순이익</b>	<b>135</b>	<b>91</b>	<b>235</b>	<b>384</b>	<b>15,314</b>	<b>541</b>	<b>412</b>	<b>437</b>	<b>845</b>	<b>16,703</b>	<b>1,856</b>
순이익률	11.7	7.1	17.3	25.4	1,021.6	32.5	23.1	21.9	15.9	240.7	21.0
<b>YoY 성장률</b>											
<b>매출액</b>	<b>16.3</b>	<b>17.2</b>	<b>24.2</b>	<b>28.3</b>	<b>29.8</b>	<b>30.4</b>	<b>31.1</b>	<b>31.7</b>	<b>21.8</b>	<b>30.8</b>	<b>27.6</b>
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
<b>계속영업당기순이익</b>	<b>47.0</b>	<b>-9.7</b>	<b>1.9</b>	<b>54.0</b>	<b>5039.0</b>	<b>176.4</b>	<b>54.2</b>	<b>3.5</b>	<b>23.9</b>	<b>1353.1</b>	<b>-88.7</b>
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 1. 제페토 글로벌 분기 다운로드수 추이

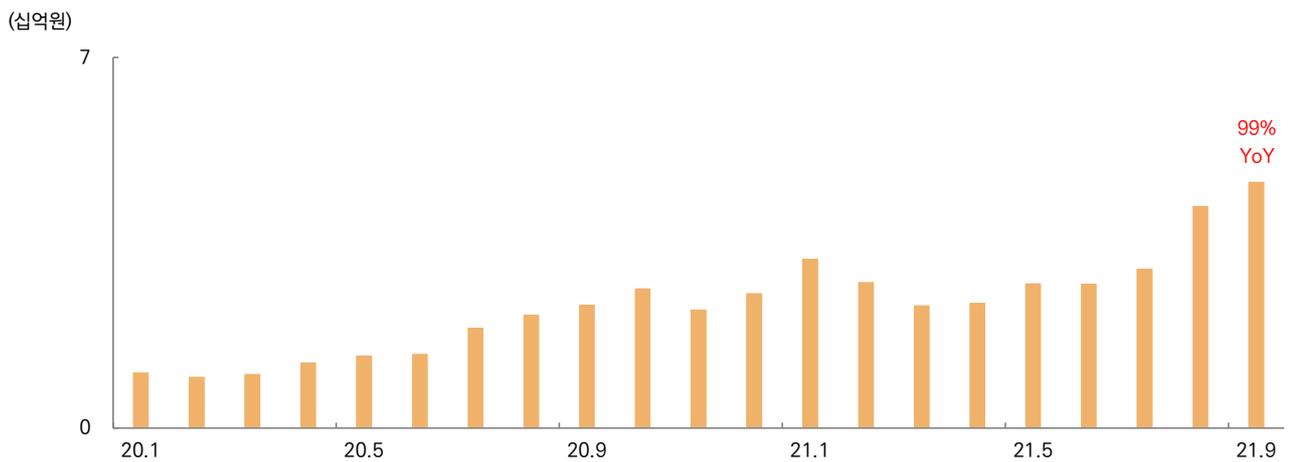
그림 2. 제페토 글로벌 분기 결제액 추이



주: 위 다운로드수는 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터

주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

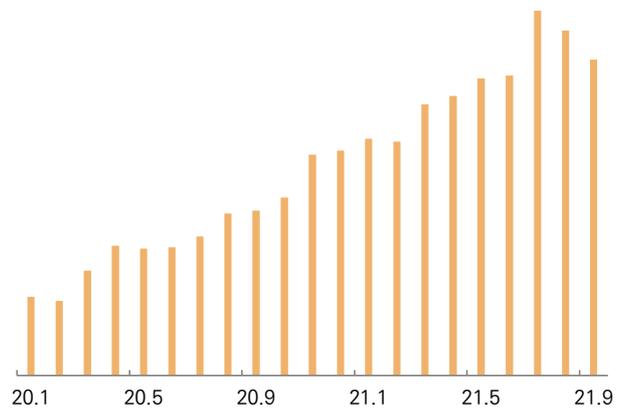
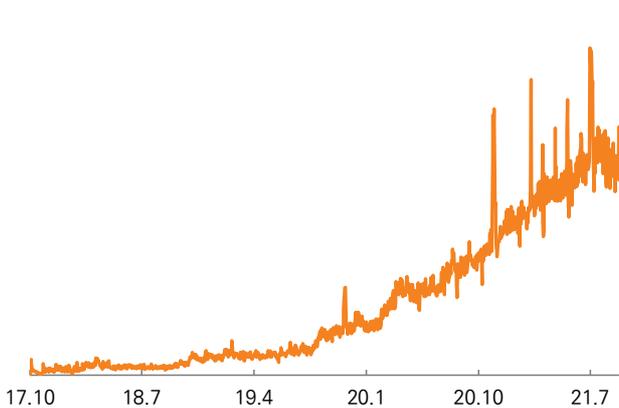
그림 3. 제페토 글로벌 월결제액 추이



주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 왓패드 일결제액 추이

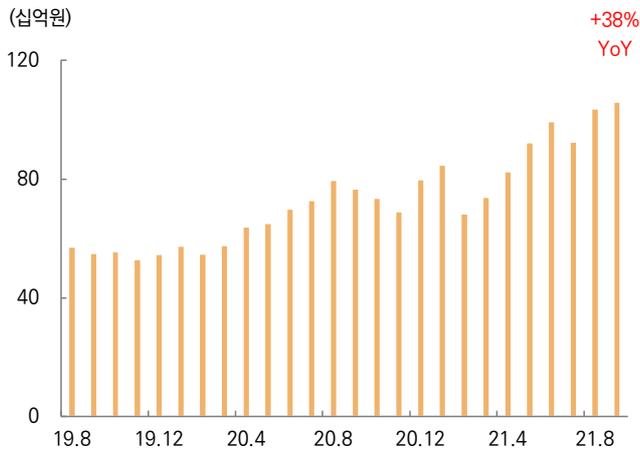
그림 5. 왓패드 월결제액 추이



주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터

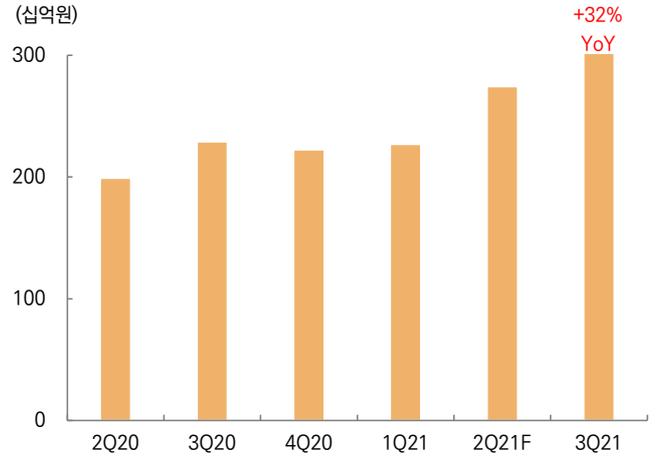
주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 네이버웹툰 글로벌 월결제액



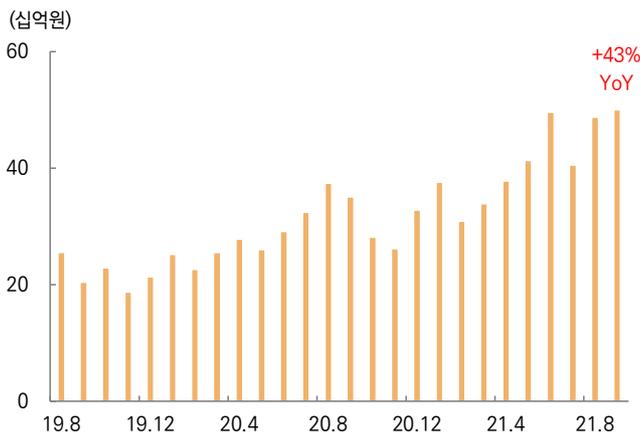
주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. 네이버웹툰 글로벌 분기 결제액



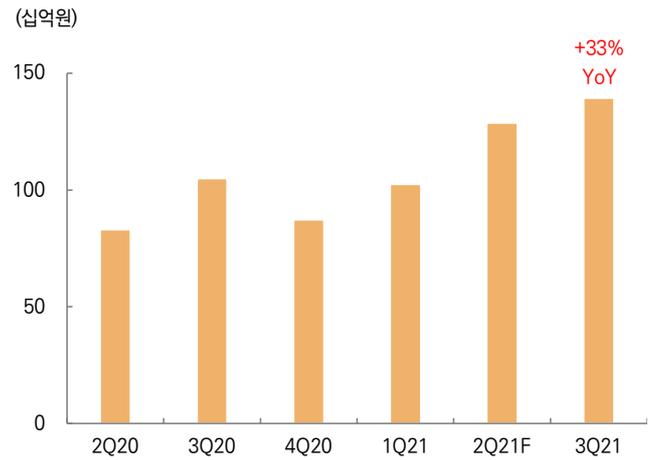
주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 네이버웹툰 일본(라인망가) 월결제액



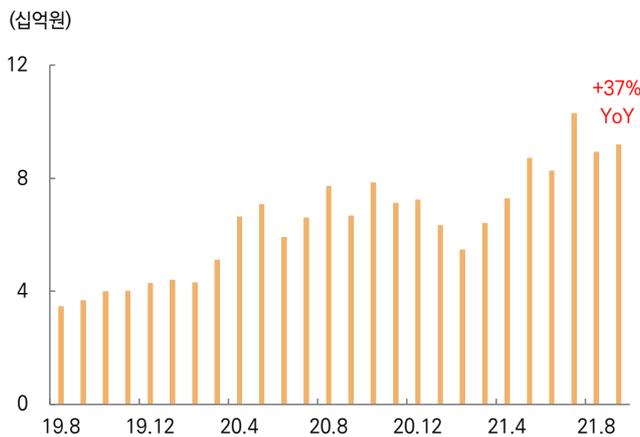
주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 9. 네이버웹툰 일본(라인망가) 분기 결제액



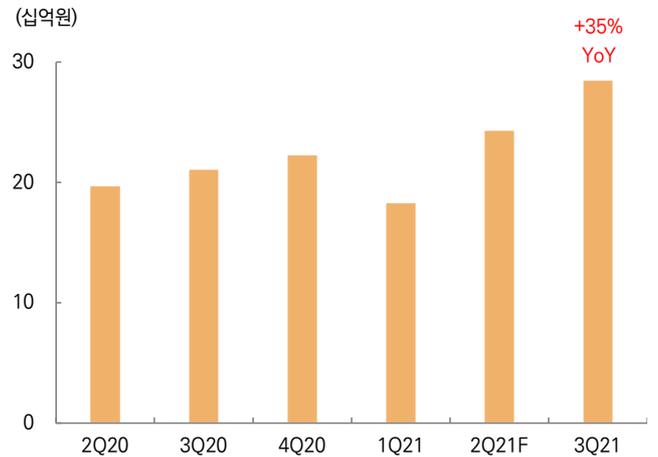
주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 네이버웹툰 미국 월결제액



주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 네이버웹툰 미국 분기 결제액



주: 위 결제액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>5,304</b>	<b>6,939</b>	<b>8,850</b>	<b>10,776</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>5,304</b>	<b>6,939</b>	<b>8,850</b>	<b>10,776</b>
판매비와관리비	4,089	5,512	6,778	7,932
<b>조정영업이익</b>	<b>1,215</b>	<b>1,427</b>	<b>2,073</b>	<b>2,844</b>
<b>영업이익</b>	<b>1,215</b>	<b>1,427</b>	<b>2,073</b>	<b>2,844</b>
<b>비영업손익</b>	<b>419</b>	<b>16,145</b>	<b>19</b>	<b>76</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>845</b>	<b>16,703</b>	<b>1,856</b>	<b>2,338</b>
지배주주	1,002	16,859	1,873	2,360
비지배주주	-157	-155	-17	-22
<b>총포괄이익</b>	<b>1,066</b>	<b>16,703</b>	<b>1,856</b>	<b>2,338</b>
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 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,447</b>	<b>18</b>	<b>942</b>	<b>2,191</b>
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
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-2,503</b>	<b>-845</b>	<b>-1,161</b>	<b>-112</b>
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
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,192</b>	<b>-371</b>	<b>-170</b>	<b>-54</b>
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
<b>현금의 증가</b>	<b>-2,140</b>	<b>-453</b>	<b>2,093</b>	<b>-1,004</b>
기초현금	3,741	1,600	1,147	3,240
기말현금	1,600	1,147	3,240	2,236

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

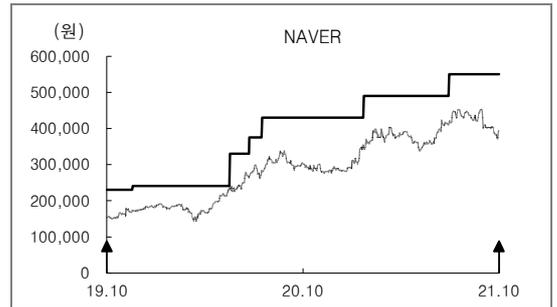
(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	<b>10,545</b>	<b>12,564</b>	<b>17,547</b>	<b>19,456</b>
현금 및 현금성자산	1,600	1,147	3,240	2,236
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	4	6	7	9
기타유동자산	8,941	11,411	14,300	17,211
<b>비유동자산</b>	<b>6,470</b>	<b>21,891</b>	<b>19,818</b>	<b>22,412</b>
관계기업투자등	1,199	16,402	13,920	16,949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

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	48.0	3.8	34.5	27.4
P/CF (x)	26.5	22.1	21.2	18.3
P/B (x)	5.6	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	28.0	32.3	22.5	18.9
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)	0.0	0.0	0.0	0.0
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



\* 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 약화
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 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.