



NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (U)
현재주가 (6/19)	249,500원
상승여력	44%

시가총액	409,837억원
총발행주식수	164,263,395주
60일 평균 거래대금	2,104억원
60일 평균 거래량	1,000,212주
52주 고	251,000원
52주 저	110,000원
외인지분율	56.46%
주요주주	국민연금공단 12.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.9	73.3	126.8
상대	8.1	17.9	125.1
절대(달러환산)	18.5	84.4	120.8

위가 열려 있다

목표주가 36만원으로 상향조정

우리가 금번 코로나 19를 경험하며 새삼 깨달은 것은 우리 생활의 더 많은 부분이 더 깊이 언택트하게 변하게 될 것이라는 것이었음. 이러한 깨달음은 NAVER가 그동안 전체 광고시장에서 온라인 비중을 42%까지, 온라인 쇼핑시장을 전체 소매시장 대비 33%까지 증가시키며 성장한 것처럼, 향후에는 디지털콘텐츠, 결제, 금융(증권, 보험, 금융상품 등)시장 내에서 점유율을 상승시키며 지속적인 성장할 것이란 기대를 보다 가능성 높은 기대로 만들어줬다는 판단임.

목표주가의 상향은 코로나 19의 영향이 어느 정도 종결될 것으로 가정한 2021년 실적을 기준으로 재 산정 하였으며, 네이버 파이낸셜 가치는 국내 증권, 손보 기업 영업이익의 합계인 10조원에 5% 시장점유율과 PER 10배를 적용한 5조원으로 산정하였음. SoftBank와의 통합법인 가치는 Z홀딩스 현재 시가총액에 지분율 만큼만 할인적용없이 시가 반영하였고, 여기에 2021년 매출액에 글로벌 피어 평균 PSR을 적용한 LINE 가치(20.7조원)를 추가하여 산정하였음

네이버 플러스는 플랫폼 비즈니스 확산의 방아쇠

최근 출시된 네이버 멤버십 서비스 '네이버 플러스'는 네이버페이적립혜택, 네이버컨텐츠무료혜택 등 다양한 혜택 제공을 통해 검색-쇼핑에서 결제-컨텐츠로의 플랫폼 확대 및 사용자 충성도를 높일 것으로 예상됨. 소액이지만(4,900원) 일정 금액을 지불하고 난 후의 충성도 증가는 아마존 프라임, 코스트코 회원제에서 우리가 경험한 바 있음

네이버 통장, 금융 사업의 시작

네이버 플러스를 통한 네이버 페이 머니 사용 증가는, 네이버 통장 이자 지급과 함께 잔고(Balance)가 더욱 증가하여, 금융상품, 증권, 보험 등 향후 금융사업 성장의 마중물이 될 것으로 전망

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,152	5.2	-1.0	18,089	-5.2
영업이익	2,099	63.5	-5.3	2,280	-7.9
세전계속사업이익	2,762	150.1	8.6	2,290	20.6
지배순이익	2,486	213.8	34.3	1,718	44.7
영업이익률 (%)	12.2	+4.3 %pt	-0.6 %pt	12.6	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	14.5	+9.6 %pt	+3.8 %pt	9.5	+5.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	55,869	65,934	71,866	91,536
영업이익	9,425	7,101	9,215	20,211
지배순이익	6,488	5,831	8,819	20,581
PER	37.2	39.1	46.5	19.9
PBR	4.1	3.5	4.8	3.8
EV/EBITDA	18.2	17.6	14.8	7.5
ROE	13.0	10.6	13.3	24.2

자료: 유안타증권

NAVER(035420) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

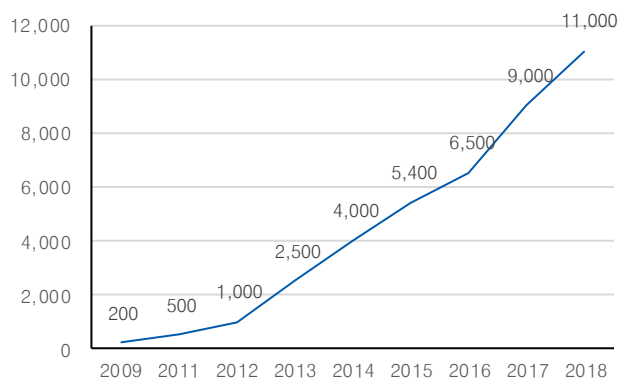
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	15,108	16,303	16,648	17,874	17,321	17,152	17,769	19,625	55,869	65,933	71,866	91,536
광고	1,422	1,666	1,527	1,718	1,440	1,460	1,637	1,986	5,730	6,333	6,523	7,241
YoY	6.8%	12.0%	12.2%	10.8%	1.3%	-12.3%	7.2%	15.6%	8.2%	10.5%	3%	11.0%
비즈니스플랫폼	6,693	7,159	7,193	7,465	7,497	7,375	7,552	8,082	24,758	28,510	30,506	35,387
YoY	12.9%	17.1%	17.3%	13.4%	12.0%	3.0%	5.0%	8.3%	14.7%	15.2%	7.0%	16.0%
IT 플랫폼	992	1,059	1,163	1,360	1,482	1,588	1,674	1,797	3,552	4,574	6,541	8,372
YoY	36.8%	23.6%	27.2%	28.8%	49.4%	50.0%	43.9%	32.1%	63.1%	28.8%	43%	28%
콘텐츠서비스	350	501	545	699	554	689	793	897	1,265	2,095	2,933	3,813
YoY	18.2%	58.0%	64.2%	118.4%	124.6%	37.5%	45.5%	28.3%	21.1%	65.6%	40%	30%
LINE 및 기타 플랫폼	5,651	5,918	6,220	6,632	6,348	6,040	6,113	6,863	20,564	24,421	25,364	36,724
영업비용	13,046	15,020	14,627	16,140	15,106	15,053	15,263	17,229	45,806	58,833	62,652	71,325
플랫폼개발/운영	2,184	2,346	2,287	2,524	2,594	2,542	2,582	2,620	7,697	9,341	10,339	11,182
대형/파트너	2,770	2,982	3,046	3,397	3,205	3,326	3,514	3,840	10,355	12,195	13,886	16,864
인프라	758	804	850	948	892	915	918	977	2,531	3,360	3,702	3,875
마케팅	658	1,029	1,221	1,231	1,207	1,272	1,348	1,505	2,743	4,139	5,332	6,689
LINE 및 기타	6,676	7,859	7,223	8,040	7,208	6,998	6,901	8,286	22,480	29,798	29,393	32,715
영업이익	2,062	1,283	2,021	1,734	2,215	2,099	2,505	2,396	10,064	7,100	9,215	20,211
영업이익률	13.6%	7.9%	12.1%	9.7%	12.8%	12.2%	14.1%	12.2%	18.0%	10.8%	12.8%	22.1%
NAVER 플랫폼 영업수익	9,457	10,385	10,428	11,242	10,973	11,113	11,656	12,762	35,305	41,512	46,503	54,812
NAVER 플랫폼 영업이익	3,086	3,225	3,023	3,141	3,074	3,056	3,292	3,818	11,980	12,477	13,244	16,202
NAVER 플랫폼 영업이익률	32.6%	31.1%	29.0%	27.9%	28.0%	27.5%	28.2%	29.9%	33.9%	30.1%	28.5%	29.6%
LINE 및 기타 플랫폼 매출	5,651	5,918	6,220	6,632	6,348	6,040	6,113	6,863	20,564	24,421	25,364	36,724
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익	-1,025	-1,941	-1,003	-1,408	-860	-958	-788	-1,423	-1,916	-5,377	-4,029	4,009

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 목표주가 산정 내역		(단위: 억원)
벨류에이션 항목	가치산정내역	
국내 NAVER (검색+커머스) 플랫폼 가치 (A)	349,244	
2021년 예상 NAVER 별도 영업이익 (1-25%)	12,152	
Target PER (유사기업 평균)	28.7	
신설 통합법인 지분 가치 (B = a + b)	171,223	
LINE Operation Corp 지분 가치 (a)	103,251	
(LINE Operation Corp 가치(G) * 통합법인 지분 50%)		
LINE Operation Corp 가치 (G = d * e)	206,502	
LINE 2021년 예상 매출액 (d)	35,851	
Target PSR (e) (유사기업 평균)	5.8	
(신설법인 설립전 현재) Z 홀딩스 지분가치 (b = F * 50% * 62.5%)	67,973	
Z 홀딩스 가치 (F)	271,890	
(6/18 시가)		
자산가치 (C = h + i)	35,188	
자사주 (19,365,600주) (h)	47,039	
순현금(별도재무제표 기준) (i)	-11,851	
(‘19년말 순현금 - LINE 공개매수 자금 1.8조원)		
네이버 파이낸셜 지분가치(70% 가정) (D)	35,000	
네이버 파이낸셜 가치	50,000	
NAVER 총 가치 (A+B+C+D)	590,655	
발행주식수	164,263,395	
NAVER 총 주당가치	359,578	

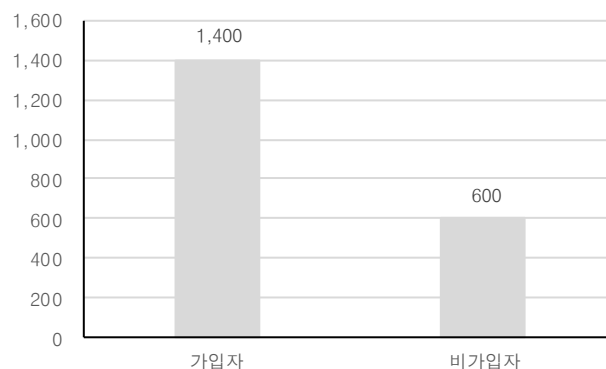
자료: 유안타증권 리서치센터

아마존 프라임 회원수 추이 (단위: 만명)



자료: 유안타증권 리서치센터

가입고객 vs. 미가입고객 연 쇼핑금액 (단위: 달러)



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	55,869	65,934	71,866	91,536	106,841
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	55,869	65,934	71,866	91,536	106,841
판매비	46,444	58,833	62,652	71,325	77,625
영업이익	9,425	7,101	9,215	20,211	29,216
EBITDA	12,036	12,081	25,833	47,834	31,349
영업외손익	1,691	1,567	2,101	7,231	8,836
외환관련손익	-23	-141	1,535	1,535	1,535
이자손익	135	-185	-363	-360	-373
관계기업관련손익	-851	-644	584	5,018	6,748
기타	2,429	2,537	344	1,037	926
법인세비용차감전순이익	11,117	8,667	11,315	27,442	38,053
법인세비용	4,888	4,663	5,091	6,860	9,513
계속사업순이익	6,229	4,004	6,225	20,581	28,539
중단사업순이익	50	-36	0	0	0
당기순이익	6,279	3,968	6,225	20,581	28,539
지배지분순이익	6,488	5,831	8,819	20,581	28,539
포괄순이익	6,338	5,356	14,939	29,296	37,254
지배지분포괄이익	6,272	6,595	24,650	48,338	61,468

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	9,735	13,568	30,094	40,730	21,508
당기순이익	6,279	3,968	6,225	20,581	28,539
감가상각비	2,280	4,603	15,855	27,358	2,000
외환손익	1	-85	-1,535	-1,535	-1,535
중속, 관계기업관련손익	851	644	-584	-5,018	-6,748
자산부채의 증감	2,202	5,665	16,509	6,217	6,258
기타현금흐름	-1,878	-1,227	-6,375	-6,874	-7,006
투자활동 현금흐름	-3,883	-10,781	-21,252	-18,484	-5,105
투자자산	-4,484	-7,068	-5,008	-2,009	-2,611
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,350	-4,359	-16,000	-16,000	-2,000
유형자산 감소	177	67	0	0	0
기타현금흐름	5,775	579	-244	-476	-494
재무활동 현금흐름	7,510	523	4,030	4,031	4,031
단기차입금	1,247	1,445	1,258	1,258	1,258
사채 및 장기차입금	6,060	0	3,418	3,418	3,418
자본	0	0	-1	0	0
현금배당	-425	-469	-556	-556	-556
기타현금흐름	627	-453	-89	-89	-89
연결범위변동 등 기타	791	866	7,438	5,365	6,778
현금의 증감	14,153	4,176	20,310	31,642	27,211
기초 현금	19,076	33,229	37,405	57,715	89,357
기말 현금	33,229	37,405	57,715	89,357	116,568
NOPLAT	9,425	7,101	9,215	20,211	29,216
FCF	4,744	9,567	22,196	32,999	28,303

자료: 유안타증권

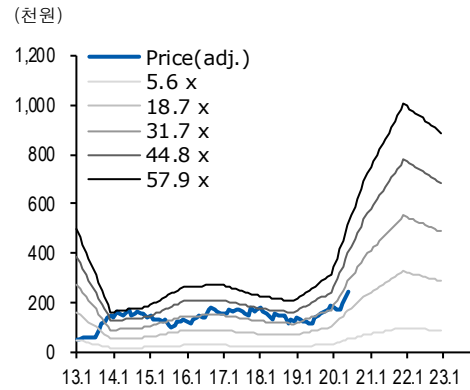
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	53,856	56,437	77,329	110,491	139,305
현금및현금성자산	33,229	37,405	57,715	89,357	116,568
매출채권 및 기타채권	10,938	11,946	11,899	12,851	13,879
재고자산	574	551	669	852	994
비유동자산	44,956	66,558	82,405	78,746	88,959
유형자산	14,573	15,963	16,108	4,750	4,750
관계기업등 지분관련자산	10,014	15,583	21,561	28,588	37,948
기타투자자산	12,464	19,291	24,066	24,066	24,066
자산총계	98,812	122,995	159,733	189,236	228,265
유동부채	26,197	37,731	49,216	51,998	54,877
매입채무 및 기타채무	15,485	22,035	32,262	33,284	34,378
단기차입금	3,498	5,096	6,353	7,611	8,869
유동성장기부채	0	500	500	500	500
비유동부채	13,124	20,225	25,767	29,860	34,393
장기차입금	1,001	500	3,918	7,337	10,755
사채	7,116	7,523	7,523	7,523	7,523
부채총계	39,321	57,956	74,983	81,858	89,271
지배지분	52,403	58,052	75,039	95,074	123,066
자본금	165	165	164	164	164
자본잉여금	15,410	15,753	15,753	15,753	15,753
이익잉여금	52,292	57,121	65,393	85,428	113,421
비지배지분	7,089	6,987	9,712	12,304	15,927
자본총계	59,491	65,039	84,750	107,378	138,994
순차입금	-28,971	-21,975	-37,609	-64,607	-87,324
총차입금	11,717	19,262	23,938	28,813	33,689

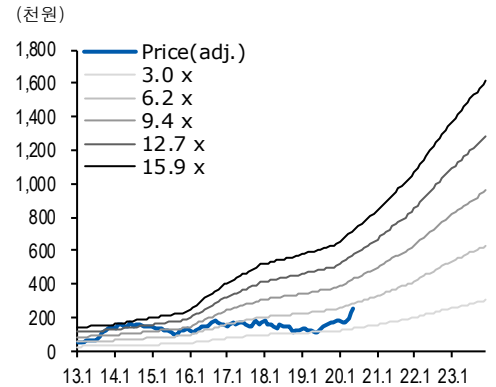
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,937	3,538	5,369	12,529	17,374
BPS	35,847	39,913	51,621	65,403	84,660
EBITDAPS	7,303	7,330	15,726	29,120	19,084
SPS	33,898	40,005	43,751	55,725	65,043
DPS	314	376	376	376	376
PER	37.2	39.1	46.5	19.9	14.4
PBR	4.1	3.5	4.8	3.8	2.9
EV/EBITDA	18.2	17.6	14.8	7.5	10.8
PSR	4.3	3.5	5.7	4.5	3.8

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	19.4	18.0	9.0	27.4	16.7
영업이익 증가율 (%)	-20.1	-24.7	29.8	119.3	44.6
지배순이익 증가율 (%)	-16.1	-10.1	51.3	133.4	38.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.9	10.8	12.8	22.1	27.3
지배순이익률 (%)	11.6	8.8	12.3	22.5	26.7
EBITDA 마진 (%)	21.5	18.3	35.9	52.3	29.3
ROIC	68.0	53.2	-510.1	-125.5	-120.0
ROA	7.2	5.3	6.2	11.8	13.7
ROE	13.0	10.6	13.3	24.2	26.2
부채비율 (%)	66.1	89.1	88.5	76.2	64.2
순차입금/자기자본 (%)	-55.3	-37.9	-50.1	-68.0	-71.0
영업이익/금융비용 (배)	68.7	20.4	15.6	28.7	35.6

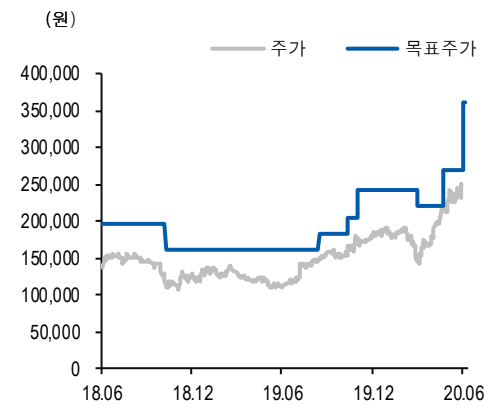
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-06-22	BUY	360,000	1년		
2020-05-11	BUY	270,000	1년	-13.94	-7.04
2020-03-20	BUY	220,000	1년	-19.41	-2.05
2019-11-19	BUY	242,000	1년	-26.21	-20.87
2019-11-01	BUY	205,000	1년	-18.78	-12.20
2019-09-02	BUY	182,000	1년	-15.14	-9.89
2018-10-26	BUY	160,000	1년	-22.33	-7.19
2018-04-27	BUY	196,000	1년	-26.37	-20.20

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	89.4
Hold(중립)	10.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-06-17

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.