



# BUY(Maintain)

목표주가: 390,000원  
주가(10/29): 298,500원  
시가총액: 490,326억원

인터넷/게임  
Analyst 김학준  
02) 3787-5155  
dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/29)	2,326.67pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	339,000원	143,000원
등락률	-11.9%	108.7%
수익률	절대	상대
1M	0.7%	0.7%
6M	51.1%	26.5%
1Y	82.0%	63.0%

## Company Data

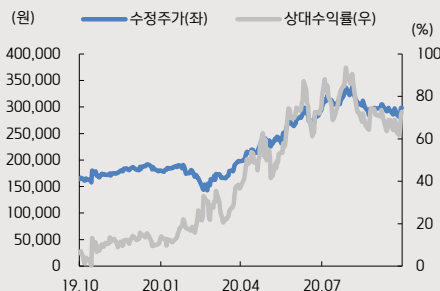
발행주식수	164,263천주
일평균 거래량(3M)	877천주
외국인 지분율	55.9%
배당수익률(20E)	0.1%
BPS(20E)	44,199원
주요 주주	국민연금공단 12.3%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,586.9	6,593.4	6,465.9	6,182.9
영업이익	942.5	710.1	1,060.8	1,366.0
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,587.7	1,884.2
세전이익	1,111.7	866.7	1,164.2	1,662.1
순이익	627.9	396.8	741.2	1,108.1
지배주주지분순이익	648.8	583.1	1,000.6	1,218.9
EPS(원)	3,937	3,538	6,088	7,421
증감률(% YoY)	-16.1	-10.1	72.1	21.9
PER(배)	31.0	52.7	49.0	40.2
PBR(배)	3.84	5.29	6.75	5.73
EV/EBITDA(배)	14.9	24.4	28.6	25.0
영업이익률(%)	16.9	10.8	16.4	22.1
ROE(%)	13.0	10.6	15.3	15.4
순차입금비율(%)	-48.0	-31.0	-52.9	-25.2

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

## Price Trend



## 실적Review

# NAVER (035420)

## 고성장시기가 투자의 적기



NAVER의 3Q실적은 매출액 1조 3,608억원(YoY, +24.2%), 영업이익 2,917억원(YoY, +1.8%)을 기록하면서 당사 기대치에 부합하였습니다. 이번 실적발표에서는 라인의 중단사업인식과 동시에 실적부문이 변경되었습니다. 전사업부문이 고르게 성장한 가운데 CJ그룹과의 지분스왑 및 해외부문의 공격적인 투자가 진행되었습니다. 이에 영업이익률이 단기간 기대치보다 낮을 수 있겠지만 매출액의 성장궤도는 유지될 것으로 기대됩니다.

### >>> 3Q Review: 전사업부문의 고른 성장세, 라인중단사업 인식

NAVER의 3Q실적은 매출액 1조 3,608억원(YoY, +24.2%), 영업이익 2,917억원(YoY, +1.8%)을 기록하였습니다. 라인을 중단사업으로 분류하기 전인 기존 분류로 가정할 경우 매출액 2조 598억원(YoY, +23.7%), 영업이익 2,583억원(YoY, +27.8%)로 당사 기대치(2,660억원)과 유사한 성과를 기록하였다. 코로나19의 부정적 영향은 대부분 제거되었다. 성과형광고의 성과로 검색광고가 회복세를 띄었고 스마트스토어의 거래액이 YoY 72%증가하면서 높은 성장세를 이어갔다. 특히 올해 출시한 라이브커머스가 9월 거래액이 2.5배 증가하면서 향후 성장성을 기대케 하였다. 이외 웹툰 거래액도 2,200억원을 돌파하면서 YoY 40%성장하였다. 다만, 일본 내 웹툰경쟁 심화로 마케팅비용이 약 200억원 추가되는 등 전체 마케팅비용의 급증으로 영업이익률이 21.4%에 그쳤다.

### >>> 공격적인 투자의 시기

앞서 언급했던 웹툰사업의 경쟁심화로 당분간 공격적인 마케팅이 진행될 것으로 전망된다. 우선 라인망가의 경우 무료코인지급 등이 지속될 것으로 전망되며 확대된 마케팅비용도 당분간 유지될 것으로 전망된다. 이외 11월부터는 스마트스토어 판매자를 대상으로 한 대출사업이 진행될 계획이며 오프라인결제를 위한 QR코드 결제시스템도 도입될 예정이다. 이에 따라 영업이익률의 반등세는 내년 하반기부터 진행될 것으로 전망된다.

### >>> 클라우드 매출의 성장세 지켜보아야

클라우드부문은 이번에 클라우드+라인웍스+클로바로 재편되었다. 기존 클라우드 매출은 QoQ 36% 성장하면서 2Q부터 이어온 고성장세를 이어가고 있다. 교육 관련 클라우드 매출의 증가가 있었으며 라인웍스를 통한 B2B매출의 증가세도 유지되었다. 향후 클로바랩 판매, 스마트시티, 공공사업부문 등에 참여하면서 수주를 확보할 경우 고성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 390,000원 유지

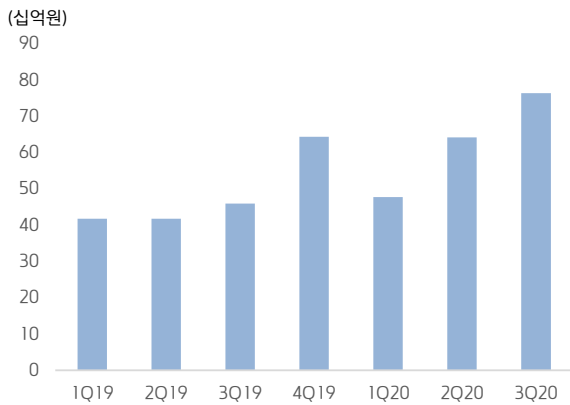
NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	992.8	1,088.5	1,095.9	1,179.0	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,470.5	4,356.3	5,262.0	6,182.9
서치플랫폼	626.3	680.1	656.3	692.0	644.7	678.2	710.1	738.2	2,654.7	2,771.2	2,916.8
커머스	177.4	193.1	202.6	219.0	231.2	256.2	285.4	320.8	792.1	1,093.6	1,448.6
핀테크	87.3	95.5	103.9	119.9	137.6	164.7	174.0	177.9	406.6	654.2	793.7
콘텐츠	60.1	78.2	87.2	83.8	93.4	112.9	115.0	137.5	309.3	458.8	626.6
클라우드	41.7	41.6	45.9	64.3	47.8	64.0	76.3	96.1	193.6	284.2	397.3
영업비용	702.9	785.3	809.4	903.6	862.9	968.0	1,069.1	1,153.5	3,201.2	4,053.5	4,816.9
개발/운영	235.0	253.4	249.4	291.1	282.9	289.7	311.7	330.9	1,028.9	1,215.2	1,496.5
파트너	310.6	341.3	349.0	392.2	377.2	427.5	457.0	506.3	1,393.1	1,768.0	2,043.8
인프라	96.8	100.9	106.2	117.3	110.9	136.1	144.8	152.2	421.2	544.0	658.2
마케팅	60.5	89.7	104.8	103.0	91.9	114.7	155.6	164.1	358.0	526.3	618.4
영업이익	289.9	303.2	286.5	275.4	291.8	308.0	291.7	317.0	1,155.1	1,208.5	1,366.0
영업이익률	29.2%	27.9%	26.1%	23.4%	25.3%	24.1%	21.4%	21.6%	26.5%	23.0%	22.1%
YOY											
매출액					16.3%	17.2%	24.2%	24.7%		20.8%	17.5%
영업비용					22.8%	23.3%	32.1%	27.7%		26.6%	18.8%
영업이익					0.7%	1.6%	1.8%	15.1%		4.6%	13.0%

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

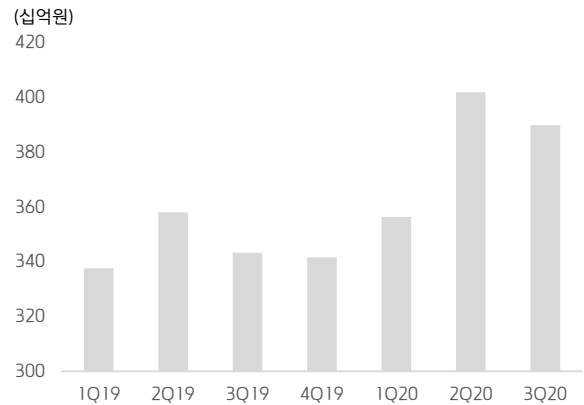
주: 2019년~2020년 Line중단사업이 분류, 반영된 실적Table

클라우드부문 매출 추이(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

조정EBITDA 추이(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

실적부문 변경

[변경 전]		[변경 후]	
구분	구성 요소	구분	구성 요소
광고	디스플레이	서치플랫폼	검색(쇼핑 제외) 디스플레이(쇼핑, 웹툰 제외)
비즈니스플랫폼	검색 중개수수료	커머스	쇼핑 관련 검색&디스플레이 중개수수료
IT플랫폼	페이서비스, 디지털금융	핀테크	페이서비스, 디지털금융
콘텐츠서비스	클라우드 윌스	콘텐츠	웹툰(+ 라인망가) 유치 V
	웹툰 뮤직	클라우드	스노우 클라우드
클라우드	클로버 플러스멤버십	클라우드	윌스
LINE 및 기타플랫폼	라인 스노우	클라우드	클로버

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

CJ그룹 지분투자 계획

네이버 6,000억

네이버 0.637% → CJ대한통운 7.851%

네이버 0.319% → CJENM 4.996%

네이버 0.319% → 스튜디오드래곤 6.257%

CJ대한통운 3,000억

CJENM 1,500억

스튜디오드래곤 1,500억

**물류/배송**

- CJ대한통운과의 강력한 파트너십을 토대로 네이버쇼핑의 글로벌 물류/배송 강화
- 네이버쇼핑 이용자/판매자들에게 차별화된 배송, 물류 서비스 제공
- 양사간의 물류/배송 데이터 협력으로 글로벌 스마트 물류 구축

**콘텐츠**

- CJENM/스튜디오드래곤과의 파트너십을 통해 글로벌 프리미엄 콘텐츠 경쟁력 보강
- 네이버 IP 기반 콘텐츠 제작 및 CJ 보유 콘텐츠를 활용한 글로벌 유통 강화

**기술**

- 양그룹간의 미래 유망 기술과 추가적 사업 제휴 기회 발굴

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,586.9	6,593.4	6,465.9	6,182.9	7,315.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,586.9	6,593.4	6,465.9	6,182.9	7,315.5
판매비	4,644.4	5,883.3	5,405.1	4,816.9	5,506.6
영업이익	942.5	710.1	1,060.8	1,366.0	1,808.9
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,587.7	1,884.2	2,363.9
영업외손익	169.1	156.7	103.4	296.1	352.6
이자수익	27.2	16.4	22.8	15.5	21.9
이자비용	13.7	34.9	27.4	27.4	27.4
외환관련이익	46.2	55.0	55.0	55.0	55.0
외환관련손실	48.4	69.1	69.1	69.1	69.1
종속 및 관계기업손익	-85.1	-64.4	-64.4	75.6	125.6
기타	242.9	253.7	186.5	246.5	246.6
법인세차감전이익	1,111.7	866.7	1,164.2	1,662.1	2,161.5
법인세비용	488.8	466.3	407.5	548.5	713.3
계속사업순이익	622.9	400.4	756.8	1,113.6	1,448.2
당기순이익	627.9	396.8	741.2	1,108.1	1,448.2
지배주주순이익	648.8	583.1	1,000.6	1,218.9	1,593.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	19.4	18.0	-1.9	-4.4	18.3
영업이익 증감율	-20.1	-24.7	49.4	28.8	32.4
EBITDA 증감율	-13.1	0.4	31.4	18.7	25.5
지배주주순이익 증감율	-16.1	-10.1	71.6	21.8	30.7
EPS 증감율	-16.1	-10.1	72.1	21.9	30.7
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	16.9	10.8	16.4	22.1	24.7
EBITDA Margin(%)	21.5	18.3	24.6	30.5	32.3
지배주주순이익률(%)	11.6	8.8	15.5	19.7	21.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,385.6	5,643.7	10,250.3	5,298.2	7,141.9
현금 및 현금성자산	3,322.9	3,740.5	5,329.9	3,478.5	5,071.5
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	1,093.8	1,194.6	1,099.2	1,020.2	1,207.1
재고자산	57.4	55.1	54.0	51.7	61.2
기타유동자산	911.5	653.5	3,767.2	747.8	802.1
비유동자산	4,495.6	6,655.8	5,465.8	10,304.4	10,706.3
투자자산	1,387.7	2,247.7	3,487.4	2,404.3	7,161.2
유형자산	1,457.3	1,596.3	1,617.0	1,728.8	1,892.8
무형자산	307.0	341.4	213.8	183.7	164.7
기타비유동자산	1,343.6	2,470.4	147.6	5,987.6	1,487.6
자산총계	9,881.2	12,299.5	15,716.0	15,602.6	17,848.2
유동부채	2,619.7	3,773.1	6,443.9	5,138.9	5,852.8
매입채무 및 기타채무	1,548.5	2,203.5	2,974.8	3,569.7	4,283.7
단기금융부채	0	7	170	170	170
기타유동부채	1,071.2	1,562.2	3,299.5	1,399.6	1,399.5
비유동부채	1,312.4	2,022.5	1,572.5	1,572.5	1,572.5
장기금융부채	5	3	564	114	114
기타비유동부채	1,307.8	2,019.7	1,008.9	1,458.9	1,458.9
부채총계	3,932.1	5,795.6	8,016.4	6,711.4	7,425.3
지배지분	5,240.3	5,805.2	7,260.3	8,562.7	10,239.2
자본금	16.5	16.5	16.4	16.4	16.4
자본잉여금	1,541.0	1,575.3	1,446.0	1,446.0	1,446.0
기타자본	-1,324.6	-1,407.5	-907.2	-907.2	-907.2
기타포괄손익누계액	-221.8	-91.1	47.6	186.4	325.1
이익잉여금	5,229.2	5,712.1	6,657.4	7,821.1	9,358.9
비지배지분	708.9	698.7	439.3	328.5	183.7
자본총계	5,949.1	6,503.9	7,699.6	8,891.2	10,422.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	973.5	1,356.8	879.4	3,241.0	2,236.5
당기순이익	627.9	396.8	741.2	1,108.1	1,448.2
비현금항목의 가감	607.1	872.6	857.8	857.4	1,002.5
유형자산감가상각비	228.0	460.3	479.3	488.2	536.0
무형자산감가상각비	33.1	37.7	47.6	30.1	19.0
지분법평가손익	-378.5	-209.0	-64.4	-204.4	-254.4
기타	724.5	583.6	395.3	543.5	701.9
영업활동자산부채증감	220.2	566.5	-328.3	1,815.1	483.8
매출채권및기타채권의감소	48.8	-55.8	95.4	79.0	-186.9
재고자산의감소	0.0	0.0	1.1	2.4	-9.5
매입채무및기타채무의증가	51.6	178.3	771.2	595.0	713.9
기타	119.8	444.0	-1,196.0	1,138.7	-33.7
기타현금흐름	-481.7	-479.1	-391.3	-539.6	-698.0
투자활동 현금흐름	-388.3	-1,078.1	895.7	-4,905.2	-456.2
유형자산의 취득	-535.0	-435.9	-500.0	-600.0	-700.0
유형자산의 처분	17.7	6.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-42.1	-71.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-945.1	-1,304.1	1,018.7	-4,681.3	-131.3
단기금융자산의감소(증가)	987.2	330.4	-18.6	-19.5	-20.5
기타	129.0	395.8	395.6	395.6	395.6
재무활동 현금흐름	751.0	52.3	364.7	-6.8	-6.8
차입금의 증가(감소)	730.7	144.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	-129.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-124.5	-93.7	500.4	0.0	0.0
배당금지급	-42.5	-46.9	-54.7	-55.2	-55.2
기타	187.3	48.4	48.4	48.4	48.4
기타현금흐름	79.1	86.6	-550.5	-180.5	-180.5
현금 및 현금성자산의 순증가	1,415.3	417.6	1,589.4	-1,851.5	1,593.1
기초현금 및 현금성자산	1,907.6	3,322.9	3,740.5	5,329.9	3,478.5
기말현금 및 현금성자산	3,322.9	3,740.5	5,329.9	3,478.5	5,071.5

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	3,937	3,538	6,088	7,421	9,698
BPS	31,795	35,223	44,199	52,128	62,334
CFPS	7,493	7,702	9,729	11,966	14,919
DPS	314	376	376	376	376
주가배수(배)					
PER	31.0	52.7	49.0	40.2	30.8
PER(최고)	49.5	53.7	57.0		
PER(최저)	26.4	30.1	22.2		
PBR	3.84	5.29	6.75	5.73	4.79
PBR(최고)	6.13	5.39	7.85		
PBR(최저)	3.27	3.02	3.05		
PSR	3.60	4.66	7.59	7.93	6.70
PCFR	16.3	24.2	30.7	24.9	20.0
EV/EBITDA	14.9	24.4	28.6	25.0	19.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	7.3	13.8	7.5	5.0	3.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
ROA	7.0	3.6	5.3	7.1	8.7
ROE	13.0	10.6	15.3	15.4	16.9
ROIC	53.8	24.7	49.8	145.6	-297.3
매출채권회전율	5.3	5.8	5.6	5.8	6.6
재고자산회전율	119.3	117.2	118.5	117.0	129.7
부채비율	66.1	89.1	104.1	75.5	71.2
순차입금비율	-48.0	-31.0	-52.9	-25.2	-37.0
이자보상배율	68.7	20.4	38.7	49.9	66.0
총차입금	1,171.7	2,095.1	1,645.1	1,645.1	1,645.1
순차입금	-2,853.7	-2,017.5	-4,075.5	-2,243.6	-3,857.2
NOPLAT	1,203.6	1,208.1	1,587.7	1,884.2	2,363.9
FCF	419.3	845.5	388.2	2,648.6	1,550.8

Compliance Notice

- 당사는 10월 29일 현재 'NAVER' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

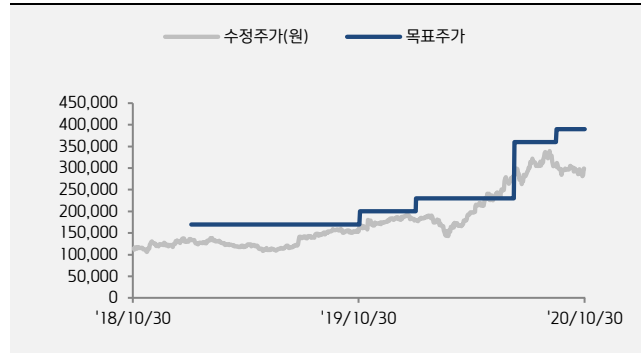
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NAVER (035420)	2019/02/01	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-25.39	-18.53
	2019/04/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-28.47	-18.53
	2019/07/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-28.12	-17.06
	2019/11/01	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-11.31	-4.25
	2020/01/31	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-24.52	-17.17
	2020/04/24	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-12.17	22.39
	2020/07/08	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.17	-16.94
	2020/07/31	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-15.32	-5.83
	2020/09/14	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-24.16	-20.00
	2020/10/30	BUY(Maintain)	390,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%