

NAVER (032640/KS | 매수(신규편입) | T.P 360,000원(신규편입))

높아진 밸류에이션 매력

● 투자포인트

- ① 커머스 부문에서 높은 성장세를 유지하는 가운데 CJ와의 지분교환을 통해 경쟁력 강화
- ② 네이버페이의 오프라인 결제 시장 진출로 파이낸셜 부문 가치 상승과 커머스 부문과의 시너지 기대
- ③ 라인의 야후재팬과의 합병으로 고질적인 영업손실 해소 및 지분법이익 개선효과 기대
- ④ 신사업 투자에 따라 이익률은 다소 낮아지겠으나, 국내 경쟁력은 더욱 강화되고 해외진출 성과도 차츰 가시화될 것으로 기대

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 광고부문: 코로나19 영향으로 국내 광고시장 위축 예상되나, 1위 사업자로의 쏠림현상도 심해져 NAVER의 경쟁력은 더욱 강화될 전망
- ② 커머스: 커머스 부문에서 점진적인 점유율 확대가 이어지는 가운데 CJ와의 제휴로 커머스 부문 경쟁력 제고
- ③ 핀테크: 네이버페이 거래대금 지속적으로 증가하는 가운데 오프라인 결제시장 진출로 외형성장 및 커머스와의 시너지 기대
- ④ 콘텐츠: 국내 웹툰시장에서의 경쟁력 유효한 가운데 라인망가 재정비 및 미국, 유럽 등에서 이용자 지속확대
- ⑤ 투자의견 매수, 목표주가 360,000만원 제시하며 커버리지 개시. 커머스, 광고, 콘텐츠 분야에서 국내 독보적 지위가 강화되고 있는 가운데 라인, 웹툰 등 해외진출에서의 가시적 성과기대

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	165 억원	주가(20/11/27)	285,500 원		
발행주식수	16,426 만주	KOSPI	2625.91 pt		
자사주	1,680 만주	52주 Beta	0.72		
액면가	100 원	52주 최고가	339,000 원		
시가총액	468,972 억원	52주 최저가	143,000 원		
주요주주		60일 평균 거래대금	2,459 억원		
자사주	11.75%				
국민연금공단	11.10%				
외국인지분률	55.90%				
배당수익률	0.10%				
주가상승률		절대주가		상대주가	
1개월	1.4%			-9.5%	
6개월	19.5%			-7.7%	
12개월	65.0%			33.3%	

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	46,785	55,869	65,934	64,438	62,914	75,300
yoy	%	16.3	19.4	18.0	-2.3	-2.4	19.7
영업이익	억원	11,792	9,425	7,101	10,585	13,866	16,897
yoy	%	7.0	-20.1	-24.7	49.1	31.0	21.9
EBITDA	억원	13,854	12,036	12,081	15,349	17,348	19,474
세전이익	억원	11,958	11,117	8,667	11,812	14,805	17,927
순이익(지배주주)	억원	7,729	6,488	5,831	10,793	14,364	16,731
영업이익률%	%	25.2	16.9	10.8	16.4	22.0	22.4
EBITDA%	%	29.6	21.5	18.3	23.8	27.6	25.9
순이익률	%	16.5	11.2	6.0	14.1	20.1	20.0
EPS	원	4,705	3,906	3,559	5,684	7,857	9,297
PER	배	37.0	31.2	52.4	50.2	36.3	30.7
PBR	배	6.0	3.8	5.3	6.8	5.6	4.6
EV/EBITDA	배	19.0	15.2	24.8	30.6	25.9	22.1
ROE	%	18.5	13.0	10.6	17.0	18.8	18.0
순차입금	십억원	-31,817	-28,971	-20,286	-14,137	-32,870	-53,061
부채비율	%	51.2	66.1	89.1	102.2	92.2	84.2

▪ 2020년에 이어 2021년에도 고성장 전망

- 4Q20 실적은 매출액 1조 4,484억원(22.9% yoy), 영업이익 3,058억원(14.3% yoy, OPM:21.7%) 전망
- 광고부문의 전통적 성수기 효과(7.5% yoy)와 커머스(46.3% yoy), 핀테크(51.1% yoy), 콘텐츠(40.7% yoy), 클라우드(31.9% yoy) 등 전 부문에서 고성장 예상
- 다만 매출액 대비 마케팅 비용 비중도 전년 동기 8.7% 대비 11.3%까지 증가하며 영업이익률은 전년동기 대비 하락 전망
- 2020년과 2021년 연간 매출액 성장률은 각각 20.3%, 20.1%로 높은 탑라인 성장세 유효

(단위: 십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20F	2019A	2020F	2021F
영업수익	992.8	1,088.5	1,095.9	1,179.0	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,448.4	4,356.2	5,239.9	6,291.4
서치플랫폼	626.3	680.1	656.3	692.0	644.7	678.2	710.1	744.2	2,654.7	2,777.2	2,989.2
검색	501.9	535.3	523.2	540.3	519.6	527.7	542.0	562.5	2,100.7	2,151.8	2,236.8
디스플레이	124.4	144.8	133.1	151.7	125.1	150.5	168.1	181.7	554.0	625.4	752.4
커머스	177.4	193.1	202.6	219.0	231.2	256.2	285.4	320.4	792.1	1,093.2	1,483.7
핀테크	87.3	95.5	103.9	119.9	137.6	164.7	174.0	181.2	406.6	657.5	886.0
콘텐츠	60.1	78.2	87.2	83.8	93.4	112.9	115.0	117.9	309.3	439.2	572.6
클라우드	41.7	41.7	45.9	64.3	47.7	64.1	76.3	84.8	193.6	272.9	359.8
영업비용	702.9	785.3	809.4	903.6	862.9	968.0	1,069.1	1,133.8	3,201.2	4,033.8	4,904.8
영업이익	289.9	303.2	286.5	275.4	291.8	308.1	291.7	314.7	1,155.0	1,206.3	1,386.6
영업이익률	29.2%	27.9%	26.1%	23.4%	25.3%	24.1%	21.4%	21.7%	26.5%	23.0%	22.0%

주: 라인을 중단사업으로 인식하여 소급 적용

▪ **Sum Of The Parts**를 이용해 목표주가 360,000원 제시

- 서치플랫폼: 21년 예상 순이익에 Target PER 40(높은 시장지배력 고려)배 적용
- 커머스: 21년 예상 순이익에 Target PER 20(글로벌 인터넷 업체 평균치)배 적용
- Z홀딩스: LINE과 Z홀딩스 합산 시가총액 합산 시가총액 대비 32.7% 지분 보유
- 파이낸셜: 네이버페이 21년 예상 거래액에 페이코 투자유치 당시 멀티플 적용
- 웹툰: 21년 예상거래액 대비 국내 디지털콘텐츠 업체평균 멀티플 적용
- 목표주가는 2021년 예상 EPS 대비 45.8배 수준

NAVER 목표주가 산정

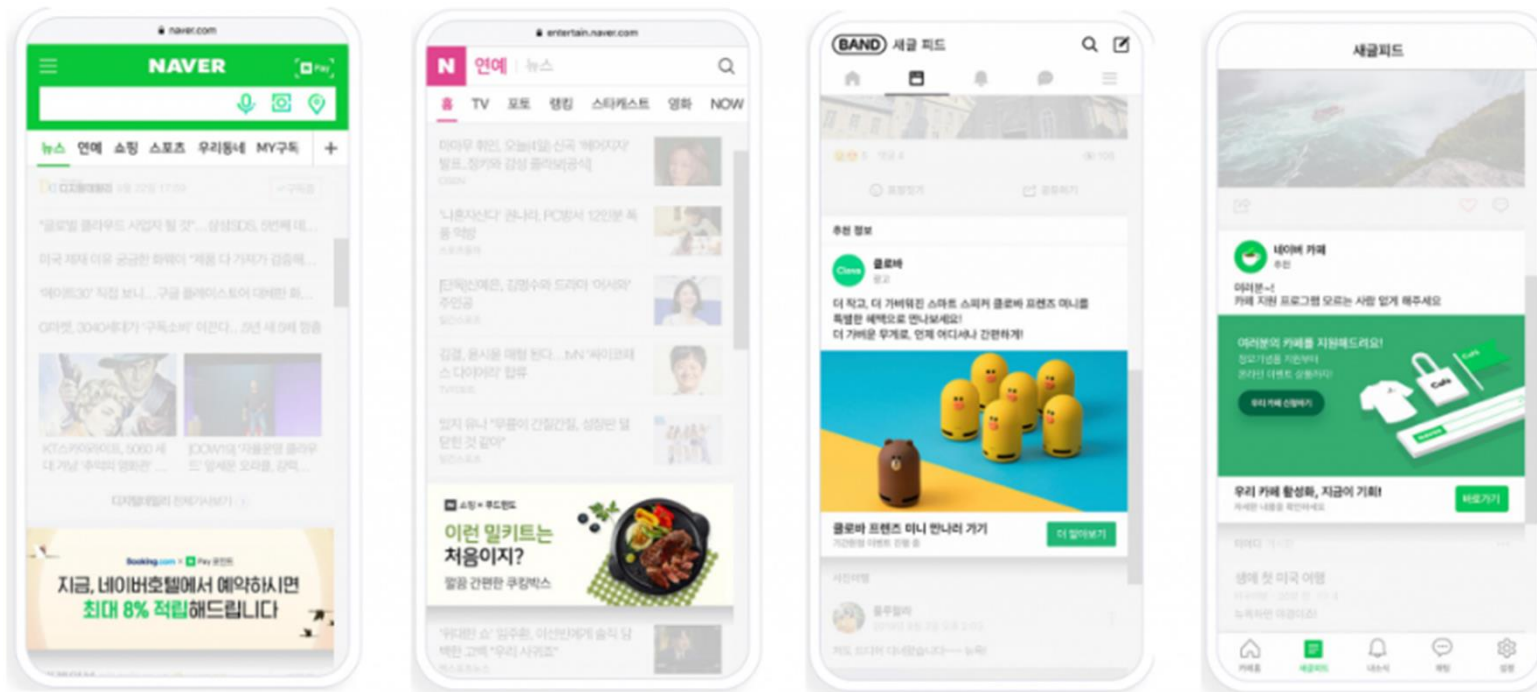
(단위: 조원, 배, 원)

구분	매출액	멀티플	적정가치	비고
서치플랫폼	0.60	40	23.9	예상 순이익 x Target PER
커머스	0.45	20	8.9	예상 순이익 x Target PER
Z홀딩스			14.7	LINE과 Z홀딩스 합산 시총 44.9조원. 32.7% 지분 보유
파이낸셜	36.0	0.2	5.0	페이코 투자유치 당시 거래대금 대비 멀티플
웹툰	1.3	5.1	6.7	예상거래액 대비 국내 디지털콘텐츠 업체 평균 PSR 멀티플
합산			59.3	
주식수(천주)			164,263	
적정주가			360,792	

자료: SK증권

- **서치플랫폼: 업황은 어렵지만 국내 광고시장 내 입지는 여전**
 - 2019년 4월 출시하고 네이버 모바일 메인/서브 지면으로 확대된 성과형 광고 호조
 - 실시간 입찰을 통해 광고단가 상승 여력 ↑
 - 네이버 프리미엄 지면을 통해 다양한 타게팅 가능

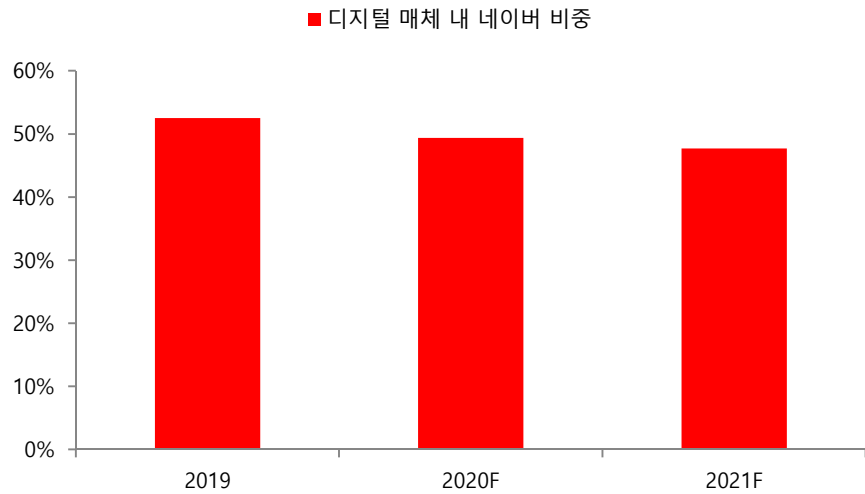
NAVER 성과형 광고



자료: NAVER

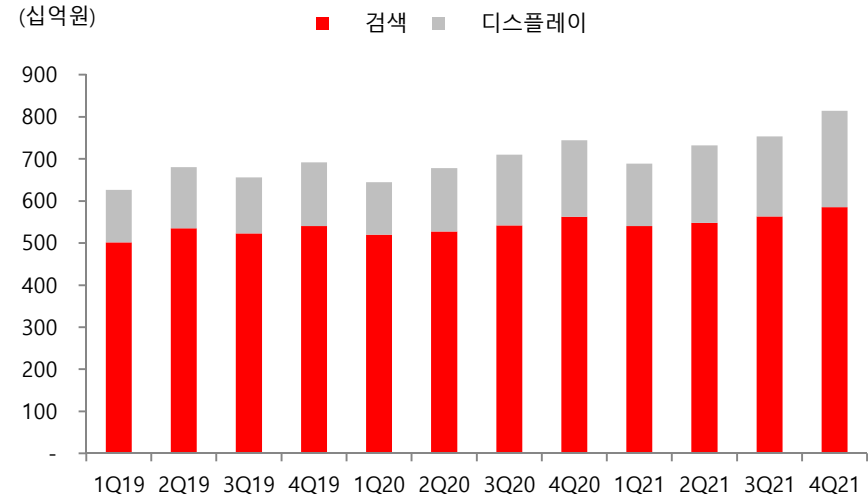
- **서치플랫폼: 업황은 어렵지만 국내 광고시장 내 입지는 여전**
 - 코로나19 영향으로 국내 광고경기 둔화우려에도 디지털 매체에 대한 점유율은 상승할 전망
 - 2020년 NAVER 광고부문은 4.6% 성장 전망
 - 광고경기 둔화 시 1위업체로의 쏠림현상 강화로 NAVER의 영향력은 강화될 전망
 - 광고주 수 지속적으로 증가, 성과형 디스플레이 광고의 단가 상승 등 안정적 성장 가능할 전망

디지털 매체 내 네이버 비중은 절대적



자료: NAVER, 제일기획, SK증권

NAVER 서치플랫폼 매출액 전망

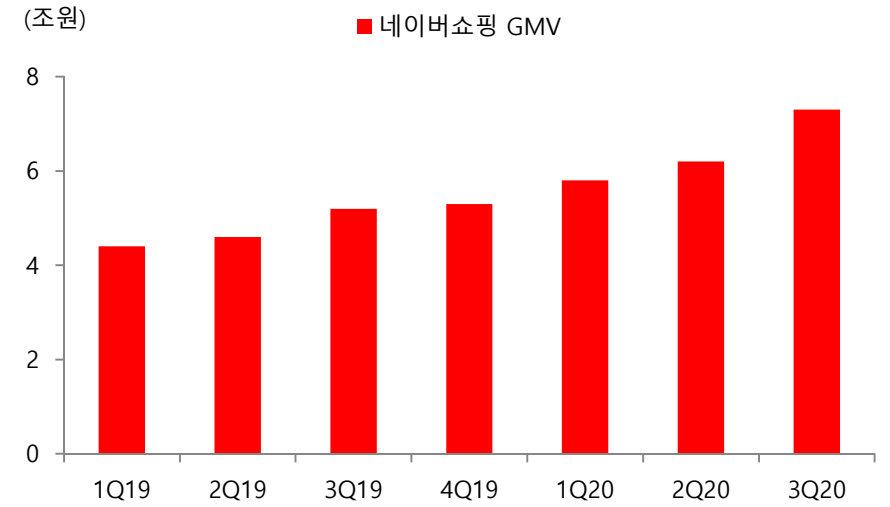


자료: NAVER

▪ 커머스: 쇼핑의 정석, 네이버쇼핑

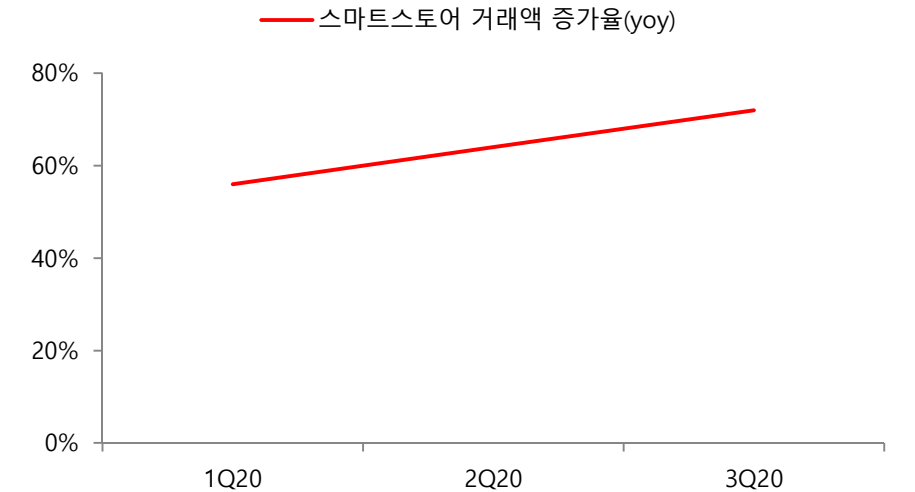
- 스마트스토어 판매자수는 3Q20 기준 38만까지 증가(전분기 대비 + 3만)
→ 판매자수 증가와 더불어 거래액도 높은 증가율 기록: 3Q20 +72% yoy
- 쇼핑부문 GMV는 3Q20 기준 7.3조원 수준. 3분기 누적 19.3조원으로 연간 27조원 상회할 전망
→ 2019년 기준 쿠팡 연간 거래액 17조원, NAVER 20.9조원으로 추정(와이즈앱)
→ 국내 커머스 시장 내 NAVER의 입지 강화

NAVER 쇼핑 GMV 추이



자료: NAVER

NAVER 스마트스토어 거래액 증가율



자료: NAVER

▪ 커머스: 쇼핑의 정석, 네이버쇼핑

- CJ와의 제휴를 통해 물류부문에서도 경쟁력 강화될 것
- 플러스멤버십 가입자 수는 3Q20 기준 160만명 돌파. 연내 200만명 확보 가능할 전망
- NAVER와 CJ 대한통운의 지분교환으로 커머스의 물류경쟁력 확보할 전망
 - 물류 배송강화를 통해 네이버 쇼핑 이용자 편의성 확대 및 판매자의 효율성 제고 효과 기대
- 커머스 부문 매출액은 2020년과 2021년 각각 38.0%, 35.7% 성장 전망

NAVER와 CJ의 지분교환



자료 : NAVER

NAVER 플러스 멤버십



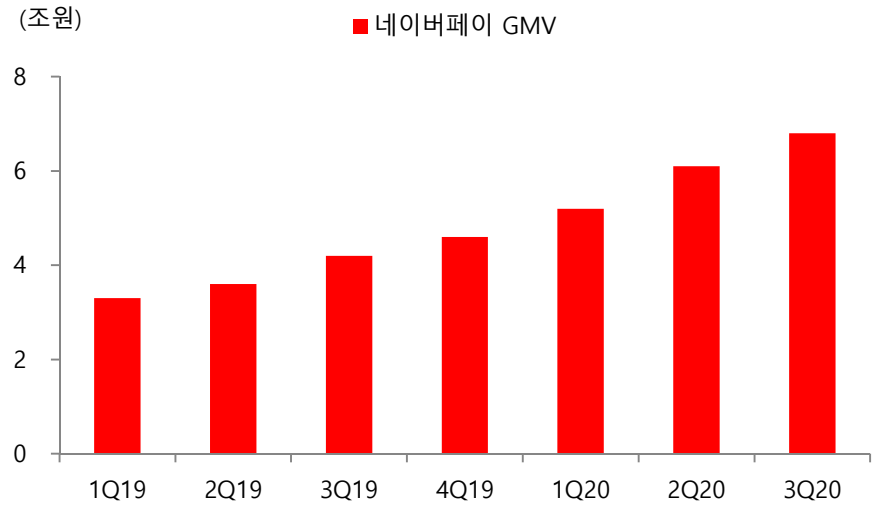
자료 : NAVER

■ 핀테크: 21년 네이버페이 거래액 36조원 전망

- 3Q20 네이버페이 거래액은 6.8조원으로 전년 동기 대비 62% 성장
- 2021년 네이버페이 거래액은 36조원까지 증가할 전망
- 오프라인 포인트 QR 결제 등 다양한 확장성
- 마이데이터를 접목해 핀테크 사업 확장

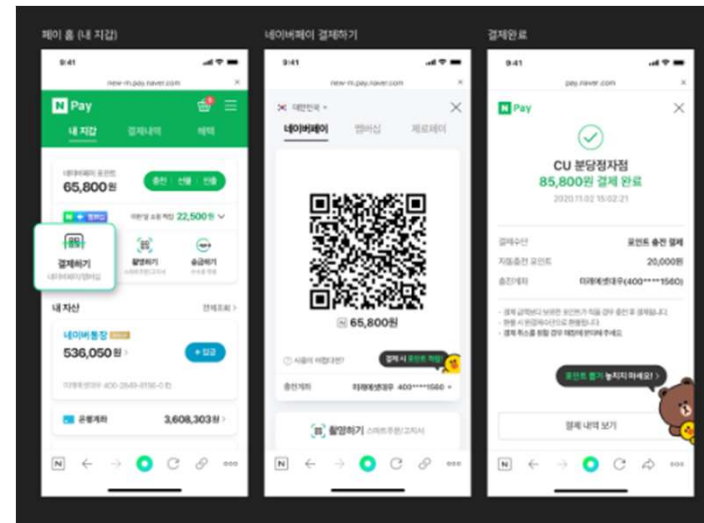
→ 주부, 사회초년생을 위한 대출상품 출시, 카드결제 내역과 영수증 리뷰 결합 등

네이버페이 GMV 추이



자료: NAVER

네이버페이

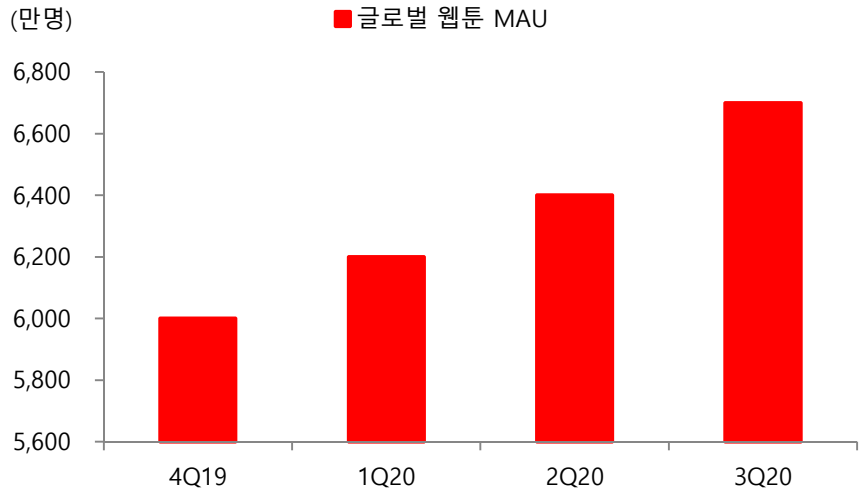


자료: NAVER

■ 콘텐츠: 네이버 웹툰 글로벌

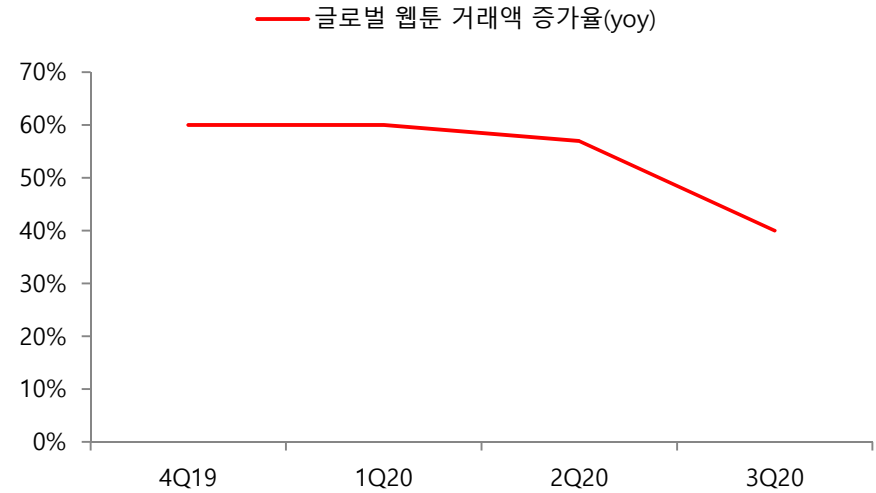
- 네이버 웹툰 글로벌 MAU는 6,700만명을 넘어섰으며, 거래액은 전년 대비 40% 이상 증가
- 라인망가의 경우 일본에서 비즈니스 모델 정비
 - 단행본을 연재형으로 전환하고, 베스트도전과 같은 오픈 경쟁환경 조성
- 빅히트와 YG에서 투자유치를 받는 한편, 최근 CJ ENM, 스튜디오드래곤과도 지분교환을 통한 협업 강화
- 2021년 콘텐츠부문 매출액 30.4% 증가 전망

네이버 웹툰 글로벌 MAU 추이



자료: NAVER

여전히 고성장을 기록하고 있는 네이버 웹툰 거래액 증가율



자료: NAVER

NAVER (032640/KS | 매수(신규편입) | T.P 360,000원(신규편입))

기업분석

재무상태표					
월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	53,856	56,437	105,000	125,682	148,135
현금및현금성자산	33,229	37,405	17,986	36,719	56,910
매출채권및기타채권	10,794	11,434	7,029	8,495	10,196
재고자산	574	551	339	409	491
비유동자산	44,956	66,558	50,830	47,722	46,345
장기금융자산	12,464	19,291	21,036	21,036	21,036
유형자산	14,573	15,963	11,577	8,256	5,887
무형자산	3,070	3,414	828	1,281	1,685
자산총계	98,812	122,995	155,830	173,404	194,479
유동부채	26,197	37,731	69,579	73,452	77,948
단기금융부채	3,573	7,292	13,591	13,591	13,591
매입채무 및 기타채무	5,946	7,587	4,664	5,636	6,765
단기충당부채	25	38	-3	-29	-55
비유동부채	13,124	20,225	9,186	9,744	10,958
장기금융부채	8,144	13,659	2,571	2,571	2,571
장기매입채무 및 기타채무	90	203	556	1,005	1,453
장기충당부채	424	590	111	180	249
부채총계	39,321	57,956	78,765	83,195	88,906
지배주주지분	52,403	58,052	68,701	83,976	101,471
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,410	15,753	14,461	14,461	14,461
기타자본구성요소	-13,246	-14,075	-13,485	-13,485	-13,485
자기주식	-12,967	-13,904	-14,059	-14,059	-14,059
이익잉여금	52,292	57,121	67,354	81,129	97,122
비지배주주지분	7,089	6,987	8,364	6,233	4,102
자본총계	59,491	65,039	77,064	90,209	105,573
부채와자본총계	98,812	122,995	155,830	173,404	194,479

포괄손익계산서					
월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	55,869	65,934	64,438	62,914	75,300
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	55,869	65,934	64,438	62,914	75,300
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	46,444	58,833	53,853	49,048	58,403
영업이익	9,425	7,101	10,585	13,866	16,897
영업이익률 (%)	16.9	10.8	16.4	22.0	22.4
비영업손익	1,691	1,567	1,227	939	1,031
순금융비용	-135	185	86	100	8
외환관련손익	-23	-141	10	10	10
관계기업투자등 관련손익	1,850	-100	58	58	58
세전계속사업이익	11,117	8,667	11,812	14,805	17,927
세전계속사업이익률 (%)	19.9	13.2	18.3	23.5	23.8
계속사업법인세	4,888	4,663	4,161	3,583	4,338
계속사업이익	6,229	4,004	7,651	11,222	13,589
중단사업이익	50	-36	1,451	1,451	1,451
*법인세효과	-3	8	0	0	0
당기순이익	6,279	3,968	9,102	12,673	15,040
순이익률 (%)	11.2	6.0	14.1	20.1	20.0
지배주주	6,488	5,831	10,793	14,364	16,731
지배주주귀속 순이익률(%)	11.61	8.84	16.75	22.83	22.22
비지배주주	-209	-1,862	-1,691	-1,691	-1,691
총포괄이익	6,338	5,356	10,164	13,735	16,101
지배주주	6,272	6,595	12,294	15,865	18,232
비지배주주	65	-1,240	-2,131	-2,131	-2,131
EBITDA	12,036	12,081	15,349	17,348	19,474

NAVER (032640/KS | 매수(신규편입) | T.P 360,000원(신규편입))

기업분석

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	9,293	13,578	13,208	19,588	21,102
당기순이익(손실)	6,279	3,968	9,102	12,673	15,040
비현금성항목등	6,071	8,726	14,970	6,126	5,886
유형자산감가상각비	2,280	4,603	4,658	3,322	2,369
무형자산상각비	331	377	106	160	209
기타	796	-936	9,132	-971	-971
운전자본감소(증가)	2,202	5,665	-4,637	2,326	2,469
매출채권및기타채권의 감소(증가)	488	-558	2,019	-1,466	-1,701
재고자산감소(증가)	0	0	-314	-71	-82
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	516	1,783	-2,337	973	1,129
기타	1,199	4,440	-4,005	2,890	3,123
법인세납부	-5,258	-4,781	-6,228	-1,537	-2,292
투자활동현금흐름	-3,334	-10,398	-20,957	-446	-354
금융자산감소(증가)	7,259	485	-11,487	0	0
유형자산감소(증가)	-5,174	-4,292	-5,887	0	0
무형자산감소(증가)	-421	-710	-613	-613	-613
기타	-4,999	-5,882	-2,970	167	259
재무활동현금흐름	7,403	130	10,006	-409	-557
단기금융부채증가(감소)	1,247	1,445	10,031	0	0
장기금융부채증가(감소)	6,060	-1,380	397	0	0
자본의증가(감소)	-1,245	-937	-155	0	0
배당금의 지급	-425	-469	-550	-590	-737
기타	1,765	1,471	282	181	181
현금의 증가(감소)	14,153	4,176	-19,419	18,733	20,191
기초현금	19,076	33,229	37,405	17,986	36,719
기말현금	33,229	37,405	17,986	36,719	56,910
FCF	5,850	4,160	3,602	14,273	15,809

자료 : NAVER, SK증권 추정

주요투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
월 결산(억원)					
성장성 (%)					
매출액	19.4	18.0	-2.3	-2.4	19.7
영업이익	-20.1	-24.7	49.1	31.0	21.9
세전계속사업이익	-7.0	-22.0	36.3	25.3	21.1
EBITDA	-13.1	0.4	27.1	13.0	12.3
EPS(계속사업)	-17.0	-8.9	59.7	38.2	18.3
수익성 (%)					
ROE	13.0	10.6	17.0	18.8	18.0
ROA	7.0	3.6	6.5	7.7	8.2
EBITDA마진	21.5	18.3	23.8	27.6	25.9
안정성 (%)					
유동비율	205.6	149.6	150.9	171.1	190.0
부채비율	66.1	89.1	102.2	92.2	84.2
순차입금/자기자본	-48.7	-31.2	-18.3	-36.4	-50.3
EBITDA/이자비용(배)	87.7	34.6	57.4	64.8	72.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,906	3,559	5,684	7,857	9,297
BPS	31,795	35,223	41,824	51,123	61,773
CFPS	5,521	6,559	9,466	10,859	11,749
주당 현금배당금	314	376	400	500	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	48.7	52.4	59.6	43.2	36.5
PER(최저)	27.3	30.5	25.2	18.2	15.4
PBR(최고)	6.0	5.3	8.1	6.6	5.5
PBR(최저)	3.4	3.1	3.4	2.8	2.3
PCR	22.1	28.4	30.2	26.3	24.3
EV/EBITDA(최고)	24.5	24.8	36.3	31.0	26.6
EV/EBITDA(최저)	13.1	14.2	15.3	12.4	10.0