

NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (M)
현재주가 (11/30)	277,500원
상승여력	30%

시가총액	455,831억원
총발행주식수	164,263,395주
60일 평균 거래대금	2,412억원
60일 평균 거래량	818,174주
52주 고	339,000원
52주 저	143,000원
외인지분율	55.93%
주요주주	국민연금공단 12.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.3)	(16.7)	61.3
상대	(16.3)	(24.3)	30.0
절대(달러환산)	(1.8)	(10.8)	72.2

오토메틱 성장

선순환 생태계 구축

3분기 YoY 성장률 기준 서치플랫폼 8.2% ↔ 커머스 41% ↔ 결제 60% ↔ 핀테크 68%로 이어지는 선순환 생태계 플랫폼이 구축되어, 어느 한 부분이 성장하면 다른 사업부문으로 확산되어 동반 성장하는 비즈니스 모델 구축, 성장이 구조화 됨.

특히, 네이버 웹툰은 전세계 아마추어 작가들의 창작물이 유통되는 'CANVAS'의 미국 작가들의 연 평균 수익이 6천만원(Top 10 작가 평균 연수익 5억원) 까지 상승하여, 전세계 작가들이 'CANVAS'에 작품을 업로드하는 수가 급증하고 있어, 작가수익 증가-작품증가의 선순환 구조가 이루어져 향후 지속적인 성장이 가능한 플랫폼으로 정착하였다는 의견 임. 이처럼 영어권 국가를 포함한 해외에서 웹툰, 웹소설 스토리 창작이 지속적으로 창출되는 플랫폼의 탄생은 글로벌 IP를 창출하는 플랫폼으로 성장, 영화, 드라마로 확장될 것으로 전망

Z홀딩스의 야후 재팬 쇼핑은 이미 분기당 8조원 규모(CY 3Q20, 이하 동일)의 거래를 YoY 30%의 성장률로 커가고 있어, 규모나 성장률 면에서 국내 네이버보다 크거나 유사한 상황. LINE - SoftBank 통합의 단초가 되었던 간편결제 'PayPay'도 분기당 약 5억건의 거래와 YoY 400%의 초고속 성장을 구가 중. 2021년 3월 통합 후 LINE에서 야후 재팬의 쇼핑, 포털, 미디어 등의 콘텐츠를 이용할 수 있게 되면 국내 카카오톡처럼 LINE의 모바일 네트워크 효과까지 더해져 모바일 플랫폼(LINE)과 야후 재팬의 사업이 상호 시너지가 발생하여 큰 폭의 실적 개선이 기대

2020년 보다 2021년이 더 좋다

2020년은 코로나 영향으로 동사 실적 중 가장 큰 비중인 소상공인 위주의 동사 (검색)광고가 부정적 영향이 있었으나, 최근 광고경기 회복, '스마트채널' 등 타겟팅 신규 광고상품의 호조, 기저효과 등으로 영업이익(률) '성장률'은 2020년을 상회 할 수 있을 것으로 전망. 또한, 연간 약 1조원 규모의 Z홀딩스 순이익이 지분법으로 새로이 추가되어, 밸류에이션 부담도 경감될 것으로 예상

전 사업 부문의 순환적 자동 성장 구조와 2021년 일본/동남아 실적 모멘텀이 기대되는 동사를 2021년 플랫폼 기업 Top Pick으로 추천함

Quarterly earning Forecasts

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,787	25.4	8.7	14,916	-0.9
영업이익	3,453	25.4	18.4	3,068	12.5
세전계속사업이익	3,982	-10.7	10.1	3,638	9.5
지배순이익	2,915	17.2	18.8	2,344	24.4
영업이익률 (%)	23.4	0	+2.0 %pt	20.6	+2.8 %pt
지배순이익률 (%)	19.7	-1.4 %pt	+1.7 %pt	15.7	+4.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액		43,562	52,702	63,426	73,319
영업이익		11,550	12,368	15,745	19,236
지배순이익		5,831	8,691	15,042	18,946
PER		39.1	52.4	30.3	24.1
PBR		3.5	5.9	4.8	4.0
EV/EBITDA		12.9	23.4	15.2	14.6
ROE		10.6	13.6	19.6	20.3

자료: 유안타증권

네이버 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2021E
영업수익	9,928	10,885	10,959	11,790	11,547	12,760	13,608	14,787	43,563	52,702	63,426	73,319
YoY(%)	-	-	-	-	16.3%	17.2%	24.2%	25.4%		21.0%	20.3%	15.6%
서치플랫폼	6,263	6,801	6,563	6,920	6,447	6,782	7,101	7,560	26,546	27,890	29,920	31,556
YoY(%)	-	-	-	-	2.9%	-0.3%	8.2%	9.2%		5.1%	7.3%	5.5%
검색	5,019	5,353	5,232	5,403	5,196	5,277	5,420	5,636	21,006	21,529	22,605	23,510
YoY(%)	-	-	-	-	3.5%	-1.4%	3.6%	4.3%		2.5%	5%	4%
디스플레이	1,244	1,448	1,331	1,517	1,251	1,505	1,681	1,924	5,540	6,361	7,315	8,047
YoY(%)	-	-	-	-	0.6%	3.9%	26.3%	26.8%		14.8%	15%	10%
커머스	1,774	1,931	2,026	2,190	2,312	2,562	2,854	3,246	7,921	10,974	13,937	16,028
YoY(%)	-	-	-	-	30.3%	32.7%	40.9%	48.2%		38.5%	27%	15%
핀테크	873	955	1,039	1,199	1,376	1,647	1,740	1,873	6,636	9,622	12,990	16,238
YoY(%)	-	-	-	-	57.6%	72.4%	67.5%	56.2%	63.2%	45%	35%	25%
콘텐츠	601	782	872	838	934	1,129	1,150	1,252	4,465	6,251	8,126	10,158
YoY(%)	-	-	-	-	55.4%	44.4%	31.9%	49.4%	44.4%	40%	30%	25%
클라우드	417	417	459	643	477	641	763	856	2,737	3,695	4,619	5,311
YoY(%)	-	-	-	-	14.4%	53.7%	66.2%	33.1%	41.4%	35%	25%	15%
영업비용	7,029	7,853	8,094	9,036	8,629	9,680	10,691	11,334	40,334	47,681	54,083	59,811
개발/운영	2,350	2,534	2,494	2,911	2,829	2,897	3,117	3,211	12,054	13,037	14,099	15,248
파트너	3,106	3,413	3,490	3,922	3,772	4,275	4,570	4,947	17,564	20,874	23,633	
인프라	968	1,009	1,062	1,173	1,109	1,361	1,448	1,475	5,393	5,555	5,721	5,893
마케팅	605	898	1,047	1,030	919	1,147	1,556	1,701	5,323	8,216	10,629	12,914
영업이익	2,899	3,032	2,865	2,754	2,918	3,080	2,917	3,453	11,550	12,368	15,745	19,236
영업이익률	29.2%	27.9%	26.1%	23.4%	25.3%	24.1%	21.4%	23.4%	26.5%	23.5%	24.8%	26.2%
Z Holdings												
매출액 (억엔)	2,471	2,386	2,455	2,755	2,933	2,739	2,818	3,162	10,068	10,432	10,566	10,958
영업이익 (억엔)	208	362	395	479	287	506	453	550	1,444	1,504	1,350	1,412
순이익 (억엔)	77	278	248	270	85	275	284	310	873	918	1,026	1,242
순이익 (억원)	789	2,951	2,753	2,892	928	3,129	3,233	3,526	9,308	10,356	11,577	14,011
LINE 순이익 (억원)	-1,093	-1,835	-979	-1,562	-1,161	-1,587	-1,289	-1,074	-5,480	-4,443	1,525	4,829
신규통합법인 순이익 (억 원)	-304	1,116	1,774	1,330	-233	1,542	1,945	2,452	3,828	5,913	13,102	18,840
NAVER 지분법이익	-94	346	550	412	-72	478	603	760	1,187	1,833	4,061	5,840

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: NAVER 지분법이익 지분율 50% * 62% = 31% 반영

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	43,562	52,702	63,426	73,319	82,403
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	43,562	52,702	63,426	73,319	82,403
판매비	32,012	40,334	47,681	54,083	59,811
영업이익	11,550	12,368	15,745	19,236	22,592
EBITDA	16,530	18,520	27,555	27,751	31,052
영업외손익	895	1,579	4,311	6,025	8,191
외환관련손익	-141	0	0	0	0
이자손익	-185	60	187	289	424
관계기업관련손익	-644	-153	3,924	5,717	7,847
기타	1,865	1,671	200	20	-80
법인세비용차감전순손익	13,913	14,692	20,056	25,262	30,783
법인세비용	4,706	4,343	5,014	6,315	7,696
계속사업순손익	9,207	10,349	15,042	18,946	23,087
중단사업순손익	-5,239	-2,839	0	0	0
당기순이익	3,968	7,510	15,042	18,946	23,087
지배지분순이익	5,831	8,691	15,042	18,946	23,087
포괄순이익	5,356	11,998	17,674	21,578	25,719
지배지분포괄이익	6,595	13,212	19,462	23,761	28,321

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	13,568	19,601	28,094	26,926	28,897
당기순이익	3,968	7,510	15,042	18,946	23,087
감가상각비	4,603	4,800	8,322	8,215	8,161
외환손익	-85	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	644	65	-3,924	-5,717	-7,847
자산부채의 증감	5,665	5,730	2,306	2,320	2,335
기타현금흐름	-1,227	1,495	6,349	3,161	3,161
투자활동 현금흐름	-10,781	-33,990	-9,548	-9,650	-9,209
투자자산	-7,068	-10,137	-231	-300	-300
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,359	-20,647	-8,500	-8,500	-8,500
유형자산 감소	67	217	0	0	0
기타현금흐름	579	-3,423	-817	-850	-409
재무활동 현금흐름	523	-766	6,801	6,801	6,801
단기차입금	1,445	1,647	1,647	1,647	1,647
사채 및 장기차입금	0	-7,923	-7,923	-7,923	-7,923
자본	0	-7,417	0	0	0
현금배당	-469	-558	-563	-563	-563
기타현금흐름	-453	13,485	13,640	13,640	13,640
연결범위변동 등 기타	866	9,753	-14,321	-17,816	-13,507
현금의 증감	4,176	-5,402	11,026	6,260	12,982
기초 현금	33,229	37,405	32,003	43,029	49,289
기말 현금	37,405	32,003	43,029	49,289	62,271
NOPLAT	11,550	12,368	15,745	19,236	22,592
FCF	13,930	-53	17,424	16,763	19,239

자료: 유안타증권

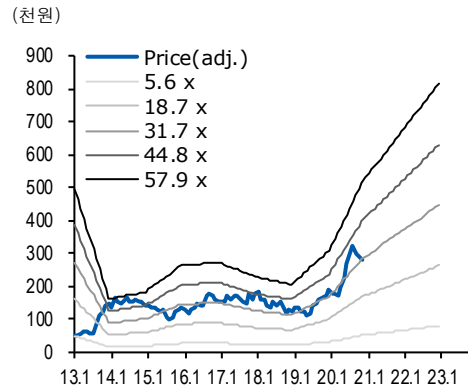
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
유동자산	56,437	65,433	80,609	91,564	104,708
현금및현금성자산	37,405	32,003	43,029	49,289	62,271
매출채권 및 기타채권	11,946	9,138	9,870	10,659	10,659
재고자산	551	945	1,137	1,314	1,477
비유동자산	66,558	93,828	95,825	103,025	111,511
유형자산	15,963	32,483	32,662	32,946	33,286
관계기업등 지분관련자산	15,583	18,403	22,558	28,576	36,722
기타투자자산	19,291	21,468	21,468	21,468	21,468
자산총계	122,995	159,261	176,434	194,589	216,219
유동부채	37,731	44,416	52,242	56,375	60,435
매입채무 및 기타채무	22,035	16,605	17,767	19,011	20,341
단기차입금	5,096	6,880	8,527	10,174	11,821
유동성장기부채	500	1,000	1,000	1,000	1,000
비유동부채	20,225	15,117	8,071	1,284	-6,639
장기차입금	500	0	0	0	0
사채	7,523	0	-7,923	-15,846	-23,769
부채총계	57,956	80,532	81,314	78,659	74,796
지배지분	58,052	69,591	84,081	102,474	125,009
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,753	14,929	14,929	14,929	14,929
이익잉여금	57,121	65,244	79,734	98,128	120,662
비지배지분	6,987	9,138	11,040	13,455	16,414
자본총계	65,039	78,729	95,121	115,930	141,423
순차입금	-21,975	-30,890	-48,400	-62,796	-83,995
총차입금	19,262	14,312	8,236	2,160	-4,116

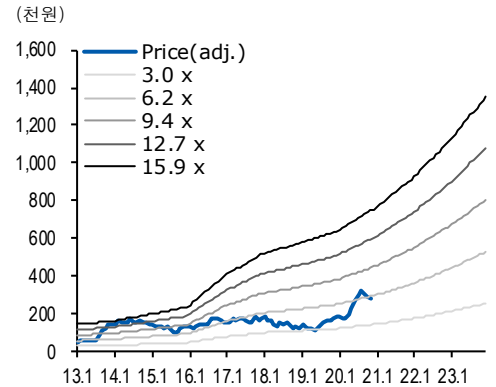
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
EPS	3,538	5,291	9,157	11,534	14,055
BPS	39,913	47,362	57,223	69,741	85,078
EBITDAPS	10,030	11,275	16,775	16,894	18,904
SPS	26,431	32,084	38,612	44,635	50,165
DPS	376	376	376	376	376
PER	39.1	52.4	30.3	24.1	19.7
PBR	3.5	5.9	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	12.9	23.4	15.2	14.6	12.5
PSR	5.2	8.6	7.2	6.2	5.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-22.0	21.0	20.3	15.6	12.4
영업이익 증가율 (%)	22.5	7.1	27.3	22.2	17.4
지배순이익 증가율 (%)	-10.1	49.1	73.1	26.0	21.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	26.5	23.5	24.8	26.2	27.4
지배순이익률 (%)	13.4	16.5	23.7	25.8	28.0
EBITDA 마진 (%)	37.9	35.1	43.4	37.9	37.7
ROIC	124.0	64.1	60.0	87.8	108.8
ROA	5.3	6.2	9.0	10.2	11.2
ROE	10.6	13.6	19.6	20.3	20.3
부채비율 (%)	89.1	102.3	85.5	67.9	52.9
순차입금/자기자본 (%)	-37.9	-44.4	-57.6	-61.3	-67.2
영업이익/금융비용 (배)	33.1	85.0	193.6	1,126.0	-478.9

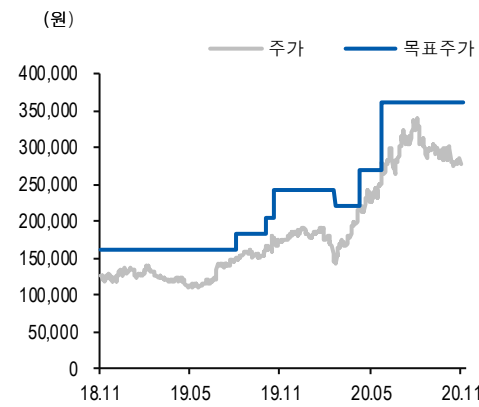
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-12-01	BUY	360,000	1년		
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

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)	1.2
Buy(매수)	90.4
Hold(중립)	8.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-28

※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 투자의사결정은 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.