



NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

RA 백길현

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	380,000원 (U)
현재주가 (1/4)	293,000원
상승여력	30%

시기총액	481,292억원
총발행주식수	164,263,395주
60일 평균 거래대금	2,170억원
60일 평균 거래량	753,731주
52주 고	339,000원
52주 저	143,000원
외인지분율	55.91%
주요주주	국민연금공단 11.59%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.3)	(1.2)	61.4
상대	(7.5)	(21.9)	19.3
절대(달러환산)	(0.7)	6.4	73.4

NAVER의 무한도전 – 웹툰 사업을 중심으로

할 수 있지만 하지 않았던 수익화

2019년 네이버 웹툰은 전체 트래픽의 65.1%(페이지뷰 214억건)으로 카카오페이지와 다음웹툰 페이지뷰를 합한 것보다 3배가 많지만, 2019년 매출액은 카카오페이지에 63%에 불과. 하지만, 지금은 연간 거래액 8,000억원(2020년 예상, 2020년 3분기 2,200억 돌파), 글로벌 월간 이용자수(MAU) 6,700만명의 글로벌 플랫폼으로 도약. 미국에서는 MAU가 천만 명을 넘어 2020년 3분기 거래액이 YoY 86% 성장, 일본/한국도 거래액 기준 YoY 40% 성장하며 트래픽과 수익이 동반 성장 중

YouTube와 Netflix를 합친 성공 요인

YouTube: 한국의 창작만화 게시판 ‘도전만화’를 글로벌 시장에 적용한 아마추어 창작 공간 플랫폼 ‘Canvas’의 미국 작가 전체 평균 연 수익은 6천만원, Top 10 작가 평균 연 수익은 5억원. 최근 전세계 아마추어 창작자들 70여만 명이 모이면서 전세계 대규모 스토리 창작 생태계를 조성. 자유로운 창작자의 데뷰 시스템과 보상체계가 적용된 북미 지역 ‘Canvas’에서 연재되는 작품 수는 연평균 108%씩 빠르게 증가하고 있으며, 이에 따라 사용자수도 2018년 10월 500만 MAU에서 1년 반 만에 1천만 MAU를 달성

Netflix: 웹툰과 웹소설은 내러티브(Narrative) 특성을 지니고 있어 인쇄매체대비 더 자유로운 표현이 가능한 드라마/영화 등 다른 종류 콘텐츠로 확산되는 것은 필연적. 웹툰, 웹소설과 같은 2차 콘텐츠로의 안정적인 확장을 위해 네이버는 스튜디오드래곤 등 CJ그룹과 주식교환을 통한 전략적 제휴. 글로벌 누적 조회수 12억뷰 웹툰 ‘스위트홈’은 12/22 현재 넷플릭스 전세계 TV쇼 3위 기록 중. 이 외에도 ‘지금 우리 학교는’, ‘지옥’ 등이 넷플릭스 오리지널 시리즈로 제작돼 전 세계 방영을 앞두고 있음

목표주가 38만원 상향조정, 투자의견 BUY 유지

네이버 웹툰의 가치산정은 2021년 예상 거래액 11,675억원에 글로벌 컨텐츠 기업 2021년 평균 PSR 4.8배를 적용하여 5.6조원의 가치를 새로이 부여. NAVER(035420) 목표주가를 38만원으로 상향조정하고 투자의견 BUY를 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,787	25.4	8.7	14,896	-0.7
영업이익	3,453	25.4	18.4	3,072	12.4
세전계속사업이익	3,982	-10.7	10.1	3,676	8.3
지배순이익	2,915	17.2	18.8	2,396	21.7
영업이익률 (%)	23.4	0	+2.0 %pt	20.6	+2.8 %pt
지배순이익률 (%)	19.7	-1.4 %pt	+1.7 %pt	16.1	+3.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	55,869	43,562	52,702	63,426
영업이익	9,425	11,550	12,368	15,745
지배순이익	6,488	5,831	8,691	15,042
PER	37.2	39.1	56.4	32.0
PBR	4.1	3.5	6.3	5.1
EV/EBITDA	18.2	12.9	25.3	16.1
ROE	13.0	10.6	13.6	19.6

자료: 유안타증권

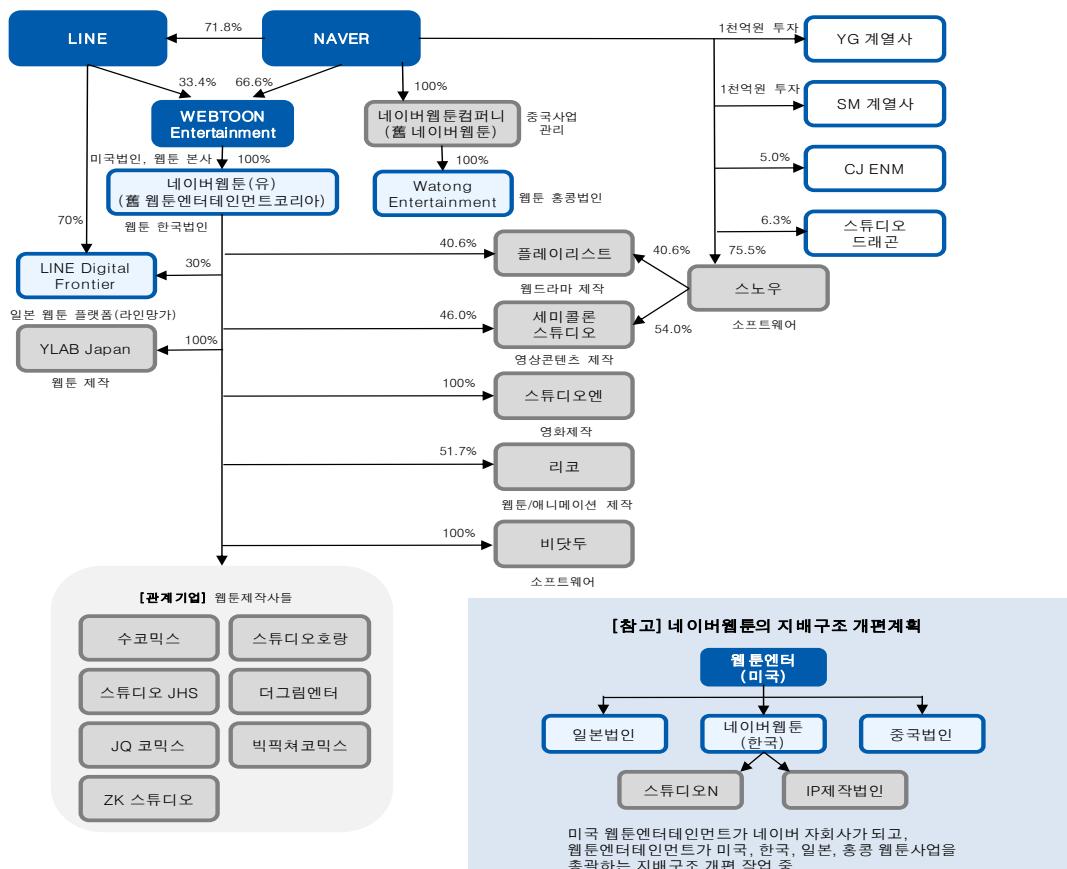
네이버 웹툰 – 그 시작은 미약 하였으나...

네이버 웹툰은 2004년 6월, 직원 3명이 네이버(당시 NHN) 내의 작은 서비스 중 하나로 시작하였다. 2003년 2월 시작한 경쟁 포털 ‘다음’이 강풀 작가의 ‘순정만화’로 인기몰이를 하고 있던 상황이어서 시작도 늦고 인지도도 미약한 출발이었다.

후발주자인 네이버 웹툰을 오늘의 네이버 웹툰으로 만든 것은 현 네이버 웹툰 대표인 김준구 대표이사였다. 2006년 도전 만화(신인작가 발굴 프로젝트) 런칭 때, 마케팅 예산이 전혀 없어서 김준구 대표 사비 700만원을 들여 프린터 등 경품을 내걸어 현재 국민 웹툰으로 성장한 조석 작가의 ‘마음의 소리’를 발굴 기회 연재하게 되었다. 조석 작가는 당시 이름 없던 네이버 웹툰과 모 부동산 사이트를 사이에 두고 연재처를 고민했다고 회고한 바 있을 정도였다.

네이버 웹툰은 2015년 2월 4일부터, 단순 팀(셀)을 넘어서 사내 독립 기업(Company In Company)으로 운영되기 시작했다. 그리고 2017년 '네이버웹툰 주식회사'로 분사하였다. 2019년 미국 네이버(라인) 웹툰의 구독자가 급증하면서 Webtoon Entertainment(미국)가 글로벌 웹툰 사업을 총괄하고 한국(네이버웹툰), 일본(LINE Digital Frontier), 중국(Watong Entertainment)을 총괄할 예정이다.

[그림 133] NAVER 웹툰 IP 관련 국내외 계열회사 현황 (3Q20 기준)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

네이버 웹툰 – YouTube 와 같은 생태계

네이버 웹툰은 출시 초반 네이버 포털의 트래픽 확보용으로 시작하였고, 최근까지도 이러한 성격이 강해 트래픽 대비 수익성은 높지 않았다. 실제로 한국콘텐츠진흥원이 발간한 ‘2020 웹툰 사업체 실태조사’에 따르면 2019년 네이버 웹툰은 전체 트래픽의 65.1%(페이지 뷰 214억건)으로 카카오페이지와 다음웹툰 페이지 뷰를 합한 것보다 3배가 많지만 2019년 매출액은 카카오페이지에 63%에 불과하였다.

[표 25] NAVER 웹툰 vs 카카오페이지 요약 손익

(단위: 억원)

	네이버웹툰			카카오페이지		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
영업수익	341	722	1,610	1,184	1,876	2,571
영업이익	-381	-541	-207	33	126	306
당기순이익	-365	-628	-335	34	-42	61

자료: DART

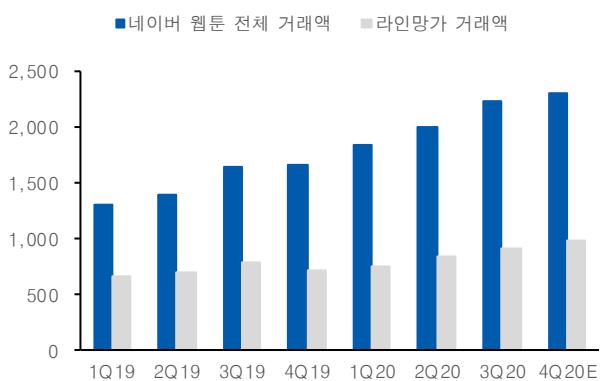
하지만 지금은 연간 거래액 8,000억원(2020년 예상, 2020년 3분기 2,200억 돌파), 글로벌 월간 이용자수(MAU) 6,700만명의 글로벌 플랫폼으로 도약하였다.

세로 스크롤, 요일제 연재 시스템, 미리보기 유료화, 웹툰 간접광고(PPL), IP 비즈니스 등 새로운 수익 모델을 도입하며 성장한 네이버 웹툰은 이제 글로벌 콘텐츠 시장의 새로운 주인공으로 떠올랐다.

네이버 웹툰은 구글스토어 전세계 100여 국에서 만화 앱 분야 수익 1위를 기록하고 있다. 글로벌 진출 5년만에 이룬 성과이다. 특히 미국에서는 MAU가 천만 명을 넘어 2020년 3분기 거래액이 YoY 86% 성장하고 있으며, 일본, 한국도 거래액 기준 YoY 40% 성장하며 트래픽과 수익이 동반 성장하고 있다.

[그림 134] 네이버 웹툰 전체 & 일본 라인 망가 거래액 추이

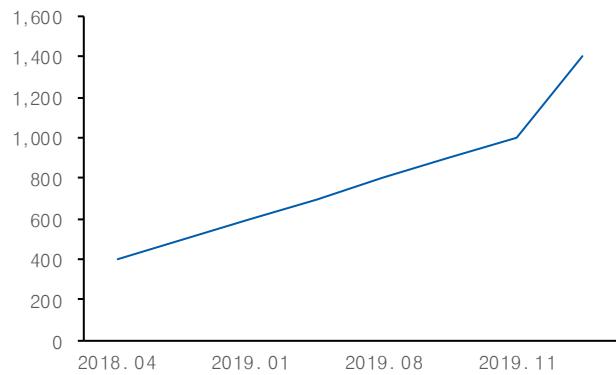
(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

[그림 135] 네이버 웹툰 북미지역 MAU

(단위: 만명)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

네이버 웹툰은 ‘유튜브’와 ‘넷플릭스’의 성공 방식을 모두 갖추고 있다.

네이버 웹툰이 업계 최초로 구축한 ‘도전 만화’ 플랫폼을 통해 누구나 웹툰 작가로 성공할 수 있는 기회를 만들어 준 것이 오늘날 전세계 웹툰 플랫폼으로 성공하게 된 가장 큰 이유가 되었다는 판단이다. 일반인(아마추어 작가)도 큰 성공과 수익을 얻을 수 있다는 점에서 수많은 인기 컨텐츠가 쉽 없이 올라오는 유튜브의 성공 배경과 비슷하기 때문이다.

2005년 시작된 유튜브는 전세계 100여개국가에서 80개 언어로 20억 명의 사용자가 매일 1억개의 비디오를 하루 10억시간이상 시청하고 있다. 관련 광고 매출액은 3Q20기준 50억 달러에 이른다.

[표 26] 유튜브와 네이버웹툰(CANVAS) 비교

	유튜브	네이버 웹툰(CANVAS)
구독자	20억명	6,700만명
서비스 국가	100여 개 국가	100여 개 국가
크리에이터와의 광고 수익 배분 비율	45(구글): 55(크리에이터)	50:50
광고/유료컨텐츠 수익 배분 기준	구독자 1,000명 달성 및 12개월 동안 총 시청시간 4,000 시간 달성	구독자 1,000명 달성 및 시리즈의 미국 월간 페이지 조회수 40,000회 이상 달성

자료: 유안타증권 리서치센터

유튜브의 성공 이유는 사용자 창작 동영상의 롱테일 소비, 짧은 컨텐츠의 장점, 모바일 동영상 시장 급성장, 개인맞춤형 컨텐츠 추천 등 다양한 이유가 있다. 그러나, 무엇보다도 유튜브(구글)과 개인 영상 창작자가 45:55로 광고수익을 나누어 갖는 수익배분 구조가, 창작자들로 하여금 유튜브 플랫폼 안에 더 많은, 더 좋은 동영상 콘텐츠를 경쟁적으로 제작하게 하였고, 이것이 더 많은 시청자와 시청 시간을 늘리며 자연스러운 선순환 생태계를 조성하였기 때문이었다는 판단이다.

2019년 국내에서 국세청에 수입금액을 신고한 유튜버 330명의 월 평균 수입은 934만원이었다. 근로소득자 평균 월급 306만원(2018년 국세청 신고 소득 기준)의 3배에 해당하는 액수이다. 이 금액은 소득신고를 한 330명의 평균이고, 실제로 간접광고를 통해 연간 수십 억원의 수익을 내는 유튜버들이 수 없이 많다는 것은 이미 주지된 사실이다. 이러한 높은 수입은 의사와 판/검사를 제치고 초등학생 장래희망 직업 3위에 오른 이유가 되었다. 이것이 많은 사람들이 유튜브 플랫폼에 서로 경쟁적으로 동영상 컨텐츠를 올리고 있는 가장 큰 이유일 것이다.

[표 27] 희망 직업 순위

초등학생 희망직업 TOP 10			성인남녀 희망직업 TOP 10		
1	운동선수	11.6%	1	공무원, 공공기관 종사자	26.7%
2	교사	6.9%	2	식당, 카페, 온라인 마켓 등 사업	16.2%
3	크리에이터	5.7%	3	사무직 회사원	15.0%
4	의사	5.6%	4	음악가, 미술가 등 순수 예술가	11.4%
5	요리사	4.1%	5	변호사, 의사 등 전문직	11.4%
6	프로그래머	4.0%	6	엔지니어, 설계자 등 기술자	9.9%
7	경찰관	3.7%	7	유튜버 BJ 등 1인 방송인	9.0%
8	법률전문가	3.5%	8	연예인	7.4%
9	가수	3.2%	9	웹툰작가 등 크리에이터	6.4%
10	뷰티디자이너	2.9%	10	건축가, 인테리어 디자이너 등	6.3%

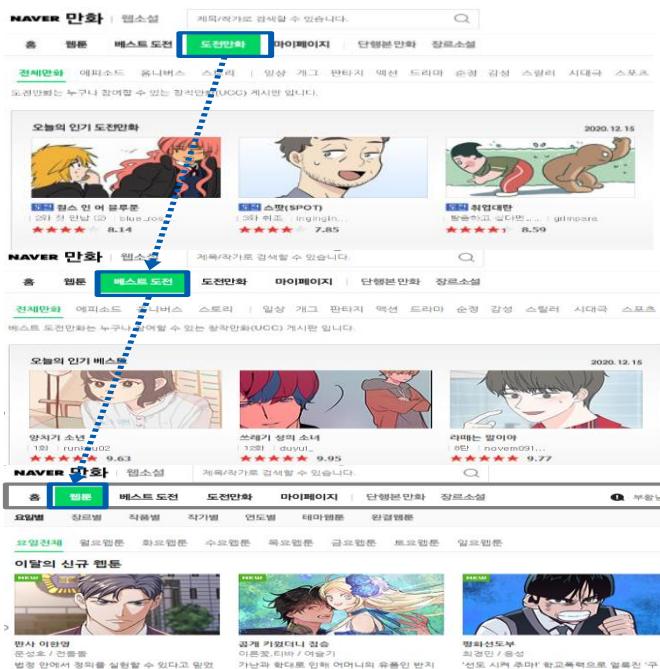
자료: 교육부, 한국직업능력개발원, '2019 초,중등 진로교육 현황조사', saramin 웹사이트

네이버의 글로벌 웹툰 창작 플랫폼 ‘Canvas’도 YouTube 플랫폼 성공과 비슷한 요인으로 전세계 웹툰 플랫폼을 구축 중에 있다.

한국의 창작만화 계시판 ‘도전만화’를 글로벌 시장에 적용한 아마추어 창작 공간 플랫폼 ‘Canvas’의 미국 전체 작가 평균 연 수익은 6천만원, Top 10 작가 평균 연 수익은 5억원으로 최근 전세계 아마추어 창작자들 70여만 명이 모이면서 전세계 대규모 창작 생태계를 조성하고 있다.

북미 누적 조회 수 2억 5천만 뷰, 글로벌 누적 조회 수 5억 6천만 뷰 이상을 기록하고 있는 ‘로어 올림푸스’의 작가 ‘레이첼 스マイ스(Rachel Smythe)’는 미국판 도전만화인 ‘Canvas’를 통해 네이버웹툰이 발굴한 미국 현지 작가로 주목을 받고 있다. 2018년부터 네이버 글로벌 웹툰 플랫폼 라인 웹툰에서 연재 중인 ‘로어 올림푸스’는 그리스 신화라는 서구적 세계관을 기반으로 하며, 프랑스어 및 스페인어로 번역되어 유럽이나 중남미에서도 높은 인기를 자랑한다. 또한 지난 2019년 미국 만화계의 아카데미상으로 불리는 ‘아이즈너 어워드’의 후보에 올랐으며, 미국의 유명 제작사인 짐 헨슨 컴퍼니(The Jim Henson Company)와 TV 애니메이션 제작 계약을 맺어 큰 화제를 모으기도 했다.

[그림 136] 네이버 웹툰 ‘도전 만화’ → ‘베스트 도전’ → ‘웹툰’



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

기존 만화시장에서는 작가 지망생들이 유명작가의 문하생으로 시작하여 온갖 허드렛일을 하며 어깨너머로 만화를 배워가며 겨우 등단하였는데, 네이버 웹툰은 위 그림과 같은 방식으로 ‘도전 만화’ → ‘베스트 도전’ → ‘웹툰’으로 승격하여 정식 웹툰 작가로 등단할 수 있는 플랫폼이 만들어진 것이다.

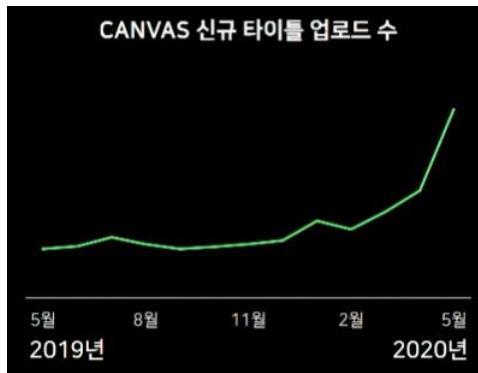
‘도전만화’는 아이디어를 가진 누구나 웹툰 형태로 이미지를 구성하여 업로드 할 수 있는 공간으로 그 중에서 인정받은 일부의 작품이 ‘베스트도전’ 게시판으로 가고, ‘베스트도전’ 작품 중 조회수, 평점 등의 요소를 고려해서 선정한 일부 작품을 ‘웹툰’으로 연재하는 방식이다. 이러한 승급의 기준이 상당부분 독자 평점, 조회수 등 컨텐츠 소비자 기반의 평가로 이루어지기 때문에, 아마추어 작가들에게 기존 만화 시장과 비교할 수 없을 정도의 폭넓은 기회가 주어지게 된다.

네이버 웹툰의 또 하나의 강점은 ‘댓글’과 ‘평점’을 통해 작가와 독자가 실시간 소통을 하며 보다 다양한 스토리를 전개할 수 있는 소재를 얻고, 팬덤 형성으로 웹툰 소비층을 두텁고 넓게 형성하는데 기여하고 있다. 일례로 ‘신의탑’ 2부 20화의 경우 댓글이 101만개가 달리기도 하였다.

이러한 자유로운 창작자의 데뷰 시스템과 보상체계가 적용된 북미 지역 ‘Canvas’에서 연재되는 작품 수는 연평균 108%씩 빠르게 증가하고 있으며, 이에 따라 사용자수도 2018년 10월 기준 500만 MAU에서 1년 반 만에 1천만 MAU를 달성하였다.

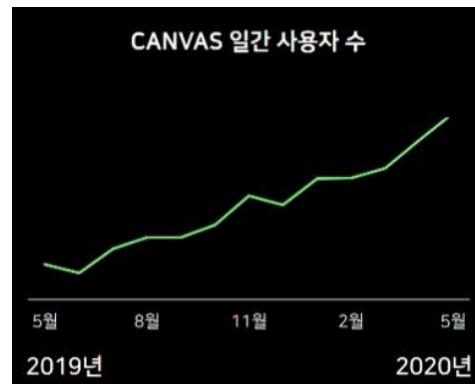
네이버웹툰 글로벌 플랫폼의 미래가 더욱 긍정적인 것은 해외 사용자들의 6~70%가 16~24세인 Z 세대가 차지하고 있다. 이들 Z 세대는 모바일 트래픽 발생에 핵심 계층일 뿐 아니라 향후 구매력이 계속 증가하며, 글로벌 웹툰 시장 성장의 핵심 기반이 될 것으로 예상된다.

[그림 137] CANVAS 신규 타이틀 업로드 수



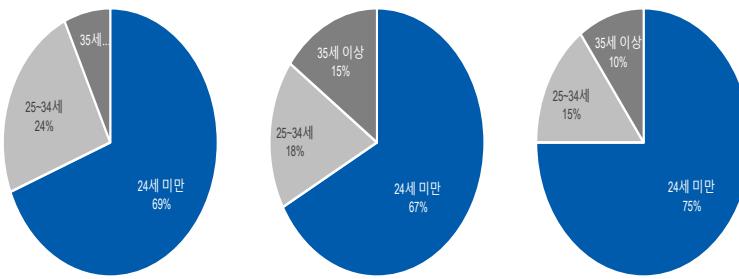
자료: NAVER

[그림 138] CANVAS 일간 사용자 수



자료: NAVER

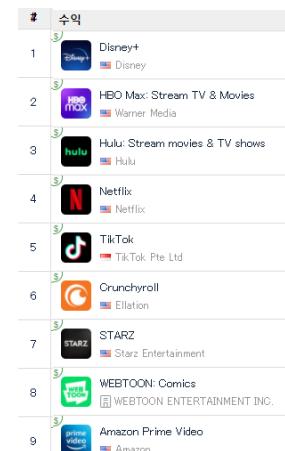
[그림 139] 네이버 웹툰 국가별 구독자 연령 비중



자료: NAVER

주: 왼쪽부터 차례로 미국, 멕시코, 프랑스 기준

[그림 140] 미국 iOS 엔터테인먼트 App 매출순위 (12/28 기준)



자료: Appannie

네이버 웹툰 – Netflix 와 같은 IP 컨텐츠 비즈니스

웹툰과 웹소설은 내리티브(Narrative) 특성을 지니고 있어 독자로 하여금 의미를 해석하고 상상하게 만든다. 독자는 자신이 읽은 이야기를 현실적으로 구현해보거나 원작을 넘어서 상상하려는 욕구를 갖게된다. 디지털매체에서는 인쇄매체대비 더 자유로운 표현이 가능하다. 웹툰과 웹소설이 드라마, 영화 등 다른 종류 콘텐츠로 확산되는 것은 필연적이다.

웹툰과 웹소설은 다른 콘텐츠의 원천, 즉IP가 되었다. 참여가 쉽고 확산이 빠른 디지털 환경에서 플랫폼 업체가 웹툰 유통의 중심축이 되었고, 생태계내 다양한 참여자가 상호작용하게 되었다. 이러한 행태는 웹툰과 웹소설의 IP 기능을 더욱 강화하고 있다.

이러한 웹툰, 웹소설의 2차 컨텐츠로의 안정적인 확장을 위해 네이버는 CJ 그룹과 주식교환을 통한 전략적 제휴를 맺고 '한국판 마블' 탄생을 가속화할 계획이다.

지난 9월 개봉한 '기기괴괴 성형수'는 코로나19 상황에서 10만 관객을 돌파하며 '2020 한국 독립예술 영화 흥행 순위' 1위에 올랐다. 6년이라는 제작 기간을 통해 국내 개봉에 맞춰 싱가포르, 대만, 홍콩, 호주, 뉴질랜드에서 동시 개봉한 이 영화는 국내에서는 보기 드문 15세 이상 관람가 호러 애니메이션으로, 내년에는 일본에서의 개봉을 앞두고 있다.

글로벌 누적 조회수 12억 뷰 웹툰 '스위트홈'은 넷플릭스 10부작 드라마로 제작되어 12/22 현재 넷플릭스 전세계 TV 쇼 3위에 랭크 중이다. 이 외에도 '지금 우리 학교는', '지옥' 등이 넷플릭스 오리지널 시리즈로 제작돼 전 세계 방영을 앞두고 있다.

이에 앞서 '신의 탑', '갓 오브 하이스쿨', '노블레스' 등은 글로벌 애니메이션 기업 '크런치롤'이 주요 투자·유통사로 참여해 해외에서 애니메이션화 되기도 했다.

[표 28] TOP TV Shows on Netflix in the World Today (2020년 12월 22일 기준)

순위	제목
1	Tiny Pretty Things
2	The Queen's Gambit
3	Sweet Home(스위트홈)
4	The Ripper
5	The Mess You Leave Behind
6	Home for Christmas
7	The Crown
8	Alice in Borderland
9	Selena: The Series
10	Star Trek: Discovery

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 29] 네이버 웹툰 작품이 영화/드라마 등 2차 파생 컨텐츠로 제작된 사례

네이버 웹툰 작품	작가	2차 컨텐츠	비고
치즈인더 트랩	순끼	영화/드라마	2010년부터 연재된 웹툰으로 드라마화되어 인기를 누리고 영화로도 제작
신과함께	주호민	영화	2017년 2편의 영화(신과 함께-죄와벌, 신과 함께-인과 연)로 제작되어 크게 흥행
기기괴괴 성형수	오성대	영화	2020 한국 독립예술 영화 흥행 순위 1위, 에스에스애니멘트 제작, 한국/싱가포르/대만 등 4개국 개봉
신의 탑	SIU	모바일 게임 애니메이션	2010년부터 10년 이상 연재, 전세계 누적 조회수 45억 뷔 네이버 웹툰 전체 댓글 수 1위, 한미일 합작 애니메이션 제작
로어 올림푸스	레이첼스마이스	애니메이션	미국 '짐 핸슨 컴퍼니'와 애니메이션 제작 중
여신강림	아옹이	드라마	tvN 제작, 현재도 연재중인 웹툰을 드라마 방영 시작
간 떨어지는 동거	장기용	드라마	tvN 제작, 등장인물 캐스팅 공식적으로 확정
스위트홈	김칸비	드라마	전세계 8개국 국가별 넷플릭스에서 1위 차지, 42개 국가에서 일일 랭킹 Top 10
유미의 세포들	이동건	드라마 등	드라마 뿐만 아니라 해당 웹툰의 경우 우리은행과의 적금 콜라보 및 3D AR 콘텐츠 또한 개발 중
갓오브하이스쿨	박용제	영화	네이버웹툰의 경우엔 스위트홈이 이번에 처음 넷플릭스 오리지널 콘텐츠로 제작
아일랜드	양경일, 윤인원	드라마	연재 19년만에 〈아일랜드〉 2부가 네이버 웹툰에 연재. 〈킹덤〉 시리즈 원작만화가의 차기 작으로 기대
모범택시	까를로스, 크크재진	드라마	SBS 제작, 현재 등장인물 캐스팅 중인 것으로 파악

자료: 유안티증권 리서치센터

네이버웹툰의 미국 법인인 웹툰 엔터테인먼트는 국내 작품뿐 아니라 미국 현지 작품을 영상화하기 위해 3개의 국내외 영상 제작 스튜디오와 파트너십을 맺었다. 3개사는 '링', '인베이전', '레고무비'를 제작한 베티고 엔터테인먼트, 애니메이션 스튜디오로 잘 알려진 루스터 티스 스튜디오스, '설국열차'와 '옥자'의 프로듀싱에 참여한 하연주 대표의 바운드 엔터테인먼트 등이다.

[표 30] 네이버 웹툰 글로벌 드라마/영화 제작사 제휴 내용

파트너사	파트너사 설명	제휴 내용
베티고 엔터테인먼트 (Vertigo Entertainment)	'링'을 비롯해 '인베이전', '레고무비' 등 다수의 인기 할리우드 영화를 제작한 미국의 영화·TV 콘텐츠 제작사	'Rooster Teeth Studios'는 애니메이션 스튜디오로 잘 알려진 곳으로 액션 시리즈물을 공동 제작
'바운드 엔터테인먼트 (Bound Entertainment)'	하연주 바운드 엔터테인먼트 대표는 '설국열차'와 넷플릭스 오리지널 시리즈 '옥자'의 프로듀싱에 참여하는 등 할리우드와의 네트워크 기반	파트너십을 맺어 미국에서 방영될 SF TV 시리즈를 준비
'크런치풀'	'신의 탑', '갓 오브 하이스쿨', '노블레스'를 애니메이션화해 호평을 받은 기업	네이버웹툰의 미국 현지 작품 '로어올림푸스(Lore Olympus)'는 현재 '짐 핸슨 컴퍼니(The Jim Henson Company)'와 애니메이션 제작을 진행
스튜디오드래곤	국내 최대 드라마 제작사	네이버(0.32%)-스튜디오드래곤(6.26%) 지분교환. '여신강림' 드라마 제작, tvN 방영 예정

자료: NAVER 보도자료, 유안티증권 리서치센터

이처럼 영어권 국가를 포함한 해외에서 웹툰/웹소설 스토리창작이 지속적으로 창출되는 플랫폼의 탄생은 글로벌 IP를 창출하는 플랫폼으로 성장할 것으로 예상되어, 영화 및 드라마로 확장할 수 있는 글로벌 영화/TV 제작사와 잇따른 파트너십을 체결하고 있다. 네이버의 웹툰 사업은 국내는 물론 해외시장에서 성장을 위한 선순환의 플랫폼구조가 정착되고 있어, 2021년뿐만 아니라 향후 지속적이고 구조적인 성장 초기단계에 진입했다는 의견이다.

네이버 웹툰 – Valuation

당리서치팀은 전세계의 웹툰 작가 - 소비자 연결, 구조적인 성장이 가능한 글로벌 웹툰 플랫폼구축뿐만 아니라, 영화, 드라마, 게임 등 2차 컨텐츠로의 IP 확산의 가능성이 높다는 점을 높이 평가하여, 종전에는 동사 목표주가 산정 시 반영하지 않았던 웹툰 사업부문의 가치를 새로이 반영한다. 이에 목표주가를 38만원으로 상향조정하고 투자의견 BUY를 유지한다.

네이버 웹툰의 가치 산정은 2021년 예상 거래액 11,675억원에 글로벌 컨텐츠 기업 2021년 평균 PSR 4.8배를 적용하여 5.6조원의 가치를 부여하였다.

[표 31] 네이버 웹툰 매출액/거래액 추정													(단위: 억원)
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
네이버 콘텐츠 매출액	601	782	872	838	934	1,129	1,150	1,194	3,092	4,407	6,251	8,126	10,158
웹툰	358	383	452	459	512	554	625	642	1,651	2,333	3,587	5,287	7,015
웹툰 거래액	1,303	1,391	1,634	1,648	1,830	1,986	2,233	2,303	5,976	8,352	11,675	15,644	20,758
YoY	–	–	–	–	40%	43%	37%	40%	40%	40%	40%	34%	33%
MAU(만명)	4,000	4,500	5,000	6,000	6,200	6,400	6,700	7,014	5,000	6,607	7,928	9,514	11,417
PUR	8.5%	8.6%	8.6%	8.7%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%	8.6%	9.0%	10%	11%	12%
Paying Users(만명)	–	–	–	–	570	603	637	670	430	603	793	1,047	1,370
ARPPU(월/원)	–	–	–	–	1,034	1,111	1,095	1,095	996	1,053	1,227	1,370	1,515
국내 거래액	593	608	732	794	882	900	981	962	2,727	3,725	4,843	6,054	7,264
YoY (%)	–	–	–	–	–	–	34%	21%	–	37%	30%	25%	20%
라인망가 거래액	660	693	772	704	748	836	902	973	2,829	3,459	4,497	5,621	6,745
YoY (%)	–	–	–	–	13%	21%	17%	38%	–	22%	30%	25%	20%
기타 해외 거래액	50	90	130	150	200	250	350	368	420	1,168	2,335	3,970	6,748

자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

[표 32] NAVER SOTP 벨류에이션

(단위: 억원)

밸류에이션 항목	가치산정내역
국내 NAVER (검색+커머스) 플랫폼 가치 (A)	325,914
2021년 예상 NAVER 별도 영업이익 (1~25%)	11,808
Target PER (유사기업 평균)	27.6
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 훌딩스 지분가치 (b = F * 50% * 62.5%)	67,973
Z 훌딩스 가치 (F) (12/28 시총)	313,405
자산가치 (C = h + i)	35,188
자사주 (16,804,360주) (h)	47,052
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
네이버 웹툰(WEBTOON Entertainment) 지분 가치 (E)	50,996
네이버 웹툰 가치 = 2021년 예상 거래액 11,675억원 * 글로벌 컨텐츠 기업 2021년 PSR 평균 4.8배	56,040
CJ 대한통운, CJ ENM, 스튜디오드래곤 지분가치 (F)	6,154
NAVER 총 가치 (A+B+C+D+E+F)	624,475
발행주식수	164,263,395
NAVER 총 주당가치	380,167

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 글로벌기업 Valuation 지표는 11월 11일 종가기준

[표 33] 글로벌 컨텐츠 기업 벨류에이션 비교

(단위: 배, %)

	웨원그룹		넷플릭스		스포티파이		아이치이		스튜디오드래곤		디즈니		도에이애니		카도가와		평균	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
PER	-	36.8	79.8	55.0	-	-	-	-	53.0	42.3	112.9	91.0	29.1	28.0	28.1	22.8	60.6	46.0
PBR	3.0	2.7	21.7	15.8	23.2	20.9	13.2	16.2	3.9	3.7	3.7	3.6	3.6	3.3	1.9	1.8	6.3	5.1
ROE	-11.0	6.9	29.9	29.8	-23.2	-6.5	-	-	8.4	9.0	1.5	3.2	13.1	13.0	7.0	7.8	8.2	11.6
EV/EBITDA	-	34.5	48.0	38.1	-	6,763.	-	-	11.7	8.8	38.6	35.1	17.7	15.6	16.6	13.4	26.5	24.3
PSR	6.2	4.8	9.4	7.9	6.4	5.2	2.9	2.6	4.4	3.3	4.8	4.5	5.8	5.6	1.2	1.1	5.7	4.8

자료: Bloomberg(12월 28일 종가 기준), PSR 평균 산정 시 카도카와는 outlier로 제외함

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	55,869	43,562	52,702	63,426	73,319	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	55,869	43,562	52,702	63,426	73,319	
판관비	46,444	32,012	40,334	47,681	54,083	
영업이익	9,425	11,550	12,368	15,745	19,236	
EBITDA	12,036	16,530	18,520	27,555	27,751	
영업외손익	1,691	895	1,579	4,311	6,025	
외환관련손익	-23	-141	0	0	0	
이자순익	135	-185	60	187	289	
관계기업관련손익	-851	-644	-153	3,924	5,717	
기타	2,429	1,865	1,671	200	20	
법인세비용차감전순손익	11,117	13,913	14,692	20,056	25,262	
법인세비용	4,888	4,706	4,343	5,014	6,315	
계속사업순손익	6,229	9,207	10,349	15,042	18,946	
중단사업순손익	50	-5,239	-2,839	0	0	
당기순이익	6,279	3,968	7,510	15,042	18,946	
지배지분순이익	6,488	5,831	8,691	15,042	18,946	
포괄순이익	6,338	5,356	11,998	17,674	21,578	
지배지분포괄이익	6,272	6,595	13,212	19,462	23,761	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	9,735	13,568	19,601	28,094	26,926	
당기순이익	6,279	3,968	7,510	15,042	18,946	
감가상각비	2,280	4,603	4,800	8,322	8,215	
외환손익	1	-85	0	0	0	
증속, 관계기업관련손익	851	644	65	-3,924	-5,717	
자산부채의 증감	2,202	5,665	5,730	2,306	2,320	
기타현금흐름	-1,878	-1,227	1,495	6,349	3,161	
투자활동 현금흐름	-3,883	-10,781	-33,990	-9,548	-9,650	
투자자산	-4,484	-7,068	-10,137	-231	-300	
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,350	-4,359	-20,647	-8,500	-8,500	
유형자산 감소	177	67	217	0	0	
기타현금흐름	5,775	579	-3,423	-817	-850	
재무활동 현금흐름	7,510	523	-766	6,801	6,801	
단기차입금	1,247	1,445	1,647	1,647	1,647	
사채 및 장기차입금	6,060	0	-7,923	-7,923	-7,923	
자본	0	0	-7,417	0	0	
현금배당	-425	-469	-558	-563	-563	
기타현금흐름	627	-453	13,485	13,640	13,640	
연결범위변동 등 기타	791	866	9,753	-14,321	-17,816	
현금의 증감	14,153	4,176	-5,402	11,026	6,260	
기초 현금	19,076	33,229	37,405	32,003	43,029	
기말 현금	33,229	37,405	32,003	43,029	49,289	
NOPLAT	9,425	11,550	12,368	15,745	19,236	
FCF	4,744	13,930	-53	17,424	16,763	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

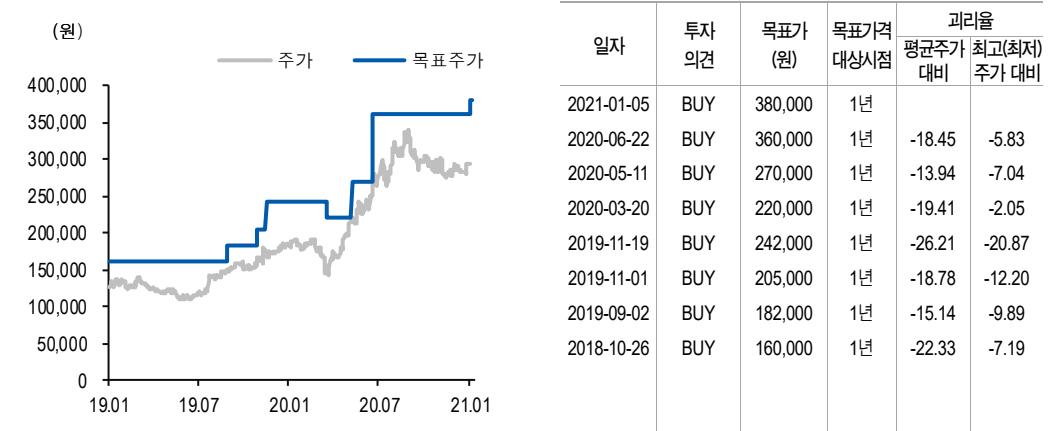
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		53,856	56,437	65,433	80,609	91,564
현금및현금성자산		33,229	37,405	32,003	43,029	49,289
매출채권 및 기타채권		10,938	11,946	9,138	9,870	10,659
재고자산		574	551	945	1,137	1,314
비유동자산		44,956	66,558	93,828	95,825	103,025
유형자산		14,573	15,963	32,483	32,662	32,946
관계기업등 지분관련자산		10,014	15,583	18,403	22,558	28,576
기타투자자산		12,464	19,291	21,468	21,468	21,468
자산총계		98,812	122,995	159,261	176,434	194,589
유동부채		26,197	37,731	44,416	52,242	56,375
매입채무 및 기타채무		15,485	22,035	16,605	17,767	19,011
단기차입금		3,498	5,096	6,880	8,527	10,174
유동성장기부채		0	500	1,000	1,000	1,000
비유동부채		13,124	20,225	15,117	8,071	1,284
장기차입금		1,001	500	0	0	0
사채		7,116	7,523	0	-7,923	-15,846
부채총계		39,321	57,956	80,532	81,314	78,659
지배지분		52,403	58,052	69,591	84,081	102,474
자본금		165	165	165	165	165
자본잉여금		15,410	15,753	14,929	14,929	14,929
이익잉여금		52,292	57,121	65,244	79,734	98,128
비지배지분		7,089	6,987	9,138	11,040	13,455
자본총계		59,491	65,039	78,729	95,121	115,930
순차입금		-28,971	-21,975	-30,890	-48,400	-62,796
총차입금		11,717	19,262	14,312	8,236	2,160

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		3,937	3,538	5,291	9,157	11,534
BPS		35,847	39,913	47,362	57,223	69,741
EBITDAPS		7,303	10,030	11,275	16,775	16,894
SPS		33,898	26,431	32,084	38,612	44,635
DPS		314	376	376	376	376
PER		37.2	39.1	56.4	32.0	25.4
PBR		4.1	3.5	6.3	5.1	4.2
EV/EBITDA		18.2	12.9	25.3	16.1	15.6
PSR		4.3	5.2	9.3	7.6	6.6

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		19.4	-22.0	21.0	20.3	15.6
영업이익 증가율 (%)		-20.1	22.5	7.1	27.3	22.2
지배순이익 증가율 (%)		-16.1	-10.1	49.1	73.1	26.0
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		16.9	26.5	23.5	24.8	26.2
지배순이익률 (%)		11.6	13.4	16.5	23.7	25.8
EBITDA 마진 (%)		21.5	37.9	35.1	43.4	37.9
ROIC		68.0	124.0	64.1	60.0	87.8
ROA		7.2	5.3	6.2	9.0	10.2
ROE		13.0	10.6	13.6	19.6	20.3
부채비율 (%)		66.1	89.1	102.3	85.5	67.9
순차입금/자기자본 (%)		-55.3	-37.9	-44.4	-57.6	-61.3
영업이익/금융비용 (배)		68.7	33.1	85.0	193.6	1,126.0

NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	93.4
Hold(중립)	5.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-02

※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, 절대수익률을 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 투자 의사결정은 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.