



BUY(Maintain)

목표주가: 440,000원(상향)

주가(1/28): 355,000원

시가총액: 583,135억원

인터넷/게임
Analyst 김학준

02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/28)		3,069.05pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	355,000 원	143,000원
당락률	0.0%	148.3%
수익률	절대	상대
	1M	26.3% 15.6%
	6M	23.3% -9.4%
	1Y	97.2% 38.0%

Company Data

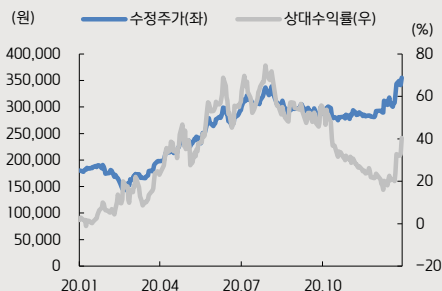
발행주식수	164,263 천주
일평균 거래량(3M)	1,040천주
외국인 지분율	57.2%
배당수익률(20E)	0.1%
BPS(20E)	47,347원
주요 주주	국민연금공단 11.6%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,586.9	6,593.4	5,304.1	6,536.5
영업이익	942.5	710.1	1,215.2	1,486.0
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,742.1	2,039.7
세전이익	1,111.7	866.7	1,631.9	1,817.1
순이익	627.9	396.8	1,124.3	1,266.5
지배주주지분순이익	648.8	583.1	1,517.8	1,393.1
EPS(원)	3,937	3,538	9,240	8,481
증감률(% YoY)	-16.1	-10.1	161.2	-8.2
PER(배)	31.0	52.7	31.7	41.9
PBR(배)	3.84	5.29	6.18	6.30
EV/EBITDA(배)	14.9	24.4	25.1	27.9
영업이익률(%)	16.9	10.8	22.9	22.7
ROE(%)	13.0	10.6	22.3	16.4
순차입금비율(%)	-48.0	-31.0	-56.8	-17.5

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



NAVER (035420)

연초부터 이루어지는 변혁의 흐름



NAVER의 4Q실적은 매출액 1조 5,126억원(YoY, +28.3%), 영업이익 3,238억원(YoY, +17.6%)을 기록하면서 당사 기대치를 소폭 상회하였습니다. 디스플레이광고 성장에 힘입어 서치플랫폼 매출이 기대를 상회하였으며 이외 전사업부문이 고르게 성장하였습니다. 작년 4Q에는 CJ그룹과의 지분투자를 통한 커머스/콘텐츠 강화가 이루어진 가운데 올해초 왓패드 인수와 더불어 워버스 투자 등으로 콘텐츠에 대한 투자도 이루어지면서 전 사업부문의 변혁이 진행되고 있습니다.

>>> 4Q Review: 좋았던 서치플랫폼과 전사업부문의 고른 성장

NAVER의 4Q실적은 매출액 1조 5,126억원(YoY, +28.3%), 영업이익 3,238억원(YoY, +17.6%)을 기록하면서 당사 기대치를 소폭 상회하였다. 서치플랫폼이 디스플레이광고와 성과형광고 성장에 힘입어 코로나19의 확산에도 불구하고 좋은 성과를 기록하였다. 스마트스토어의 거래액이 YoY 76%증가하면서 3Q(72%)에 이어 높은 성장세를 기록하였다. 이외 클라우드 매출이 세종스마트시티, 부산스마트시티, 교육부문 수주 확대로 YoY 163% 성장하였다. 다만, 웹툰 마케팅비용이 소폭 감소하였으나 플러스멤버십과 스마트스토어 사업자대출 프로모션이 진행되면서 전분기에 이은 마케팅비용의 급증세는 이어졌으며 이에 영업이익률이 21.4%로 유지되었다.

>>> 플랫폼의 확장을 위한 변화 지속

최근 IP의 확장성이 넓어짐에 따라 IP Value가 높아지고 있는 현상이 나타나고 있으며 이에 IP소유권을 보유하는 것이 중요해진 시점이다. 최근 소설-웹툰-드라마-애니메이션-영화, 스트리밍공연-온라인음반-팬서비스-커머스 등으로 이어지는 IP의 확장성이 용이해 졌다는 점에서 왓패드와 워버스 투자는 긍정적으로 판단된다. 올해 3월 라인과 Z홀딩스의 경영통합이 완료되면 본격적인 동사의 해외확장 전략이 시작될 것으로 전망되고 있으며 커머스와 파이낸셜의 해외진출 윤곽도 더 뚜렷해 질 것으로 기대된다.

>>> 클라우드 매출의 성장세 지켜봐요

클라우드 부문은 스마트시티 사업자선정을 통해 장기간 클라우드 매출처를 확보하였다. 이외 작년보다 이어진 교육부문의 성과에 힘입어 EBS 등 신규 고객사를 지속적으로 확보하고 있다. 클라우드 매출을 특성상 갱신되는 경우가 많기 때문에 추가 고객사 확보를 통해 계단식 실적 확대를 기대할 수 있다. 결국 4Q에 보여주었던 YoY +165%의 급성장은 올해 상반기에도 나타날 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 440,000원 상향(SOTP)

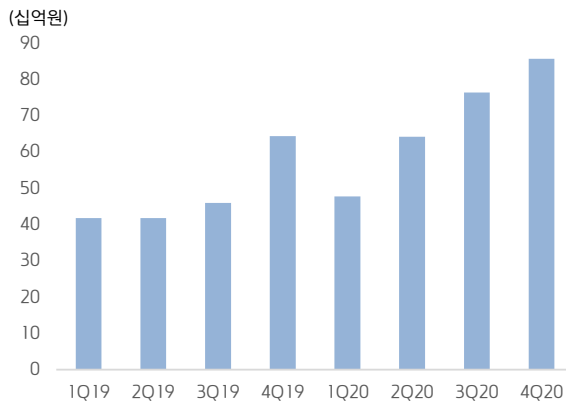
NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,434.7	1,575.2	1,669.3	1,857.3	4,356.3	5,304.1	6,536.5
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	691.5	727.5	761.7	826.2	2,654.7	2,803.2	3,006.9
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	297.8	330.0	367.6	408.1	792.1	1,089.6	1,403.6
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	203.6	243.7	257.4	297.5	406.6	677.4	1,002.2
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	125.3	151.5	154.3	186.4	309.3	460.2	617.5
클라우드	47.8	64.0	76.3	85.6	116.5	122.5	128.3	139.1	193.6	273.7	506.3
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,119.0	1,250.7	1,288.4	1,392.4	3,201.2	4,088.9	5,050.5
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	314.5	343.9	370.0	392.1	1,028.9	1,196.7	1,420.5
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	490.0	537.9	570.1	634.3	1,393.1	1,796.6	2,232.3
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	154.4	172.4	183.4	186.1	421.2	549.7	696.3
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	160.2	196.5	164.9	179.9	358.0	545.9	701.5
영업이익	291.8	308.0	291.7	323.7	315.7	324.5	381.0	464.9	1,155.1	1,215.2	1,486.1
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	22.0%	20.6%	22.8%	25.0%	26.5%	22.9%	22.7%
YOY											
매출액	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	24.3%	23.4%	22.7%	22.8%		21.8%	23.2%
영업비용	22.8%	23.3%	32.1%	31.6%	29.7%	29.2%	20.5%	17.1%		27.7%	23.5%
영업이익	0.7%	1.6%	1.8%	17.5%	8.2%	5.4%	30.6%	43.6%		5.2%	22.3%

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

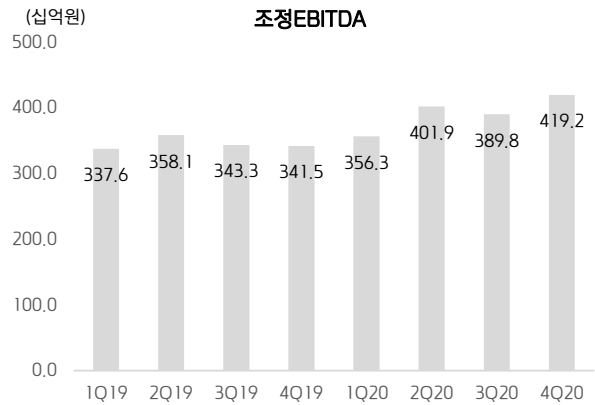
주: 2019년~2020년 Line중단사업이 분류, 반영된 실적Table

클라우드부문 매출 추이(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

조정EBITDA 추이(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

VLive와 위버스가 통합플랫폼으로 진화될 것으로 기대



자료: NAVER, 빅히트, 키움증권 리서치센터

최근 이루어진 NAVER의 대형 투자

투자시기	헤딩기업(규모)	협력분야
2020.8	SM엔터(1천억원)	VLive 등 콘텐츠
2020.10	CJ대한통운(3천억원)	커머스
	CJ ENM(1.5천억원)	네이버TV, 커머스
	스튜디오드래곤(1.5천억원)	네이버웹툰
2021.1	왓패드(6.5천억원)	네이버웹툰
2021.1	위버스(4천억원)	VLive 양수

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

Valuation

구분	적용값	비고
①서치플랫폼(포털) 사업가치 (십억원)	20,026	
순이익 (십억원)	902	21년 예상 순이익(이익률 40%, 유효법인세율 25%)가정
Target PER (배)	22.2	Facebook 21년 PER 22.2배 적용
②커머스 사업가치 (십억원)	14,738	
순이익(십억원)	368	21년 예상 순이익(이익률 35%, 유효법인세율 25%)가정
Target PER (배)	40	Amazon, Alibaba 21년 평균 PER 40배 적용
③네이버파이낸셜 기업가치(십억원)	6,756	Paypal 21년 PSR 10.7배 적용*10%할인* 지분율 70%
④클라우드가치 (십억원)	3,410	Cloudera 21년 PSR 5.6배 적용*프리미엄 20% 적용
⑤웹툰 사업가치(십억원)	7,948	넷플릭스 2021년 PSR 7.8배*10%할인 가정*지분율 66%
거래 추정액 (십억원)	1,700	2021년
⑥Line-Z Holdings지분가치 (십억원)	13,750	
Z Holdings 현재시총+Line공개매수가	47,010	2021.01.13일 기준
지분가치*할인율	0.29	지분 64.7%*50%, 할인율 10% 반영
⑦자사주+현금+투자자산	5,172	자사주 할인율 20%+현금+투자자산
⑧기업가치(십억원)	71,800	①+②+③+④+⑤+⑥+⑦
⑨발행주식수(천주)	164,263	
목표주가 (원)	437,103	⑥/⑦, 천단위 절상
	440,000	천단위 반올림
현재주가 (원)	355,000	
상승여력 (%)	24	

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 1월 28일 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

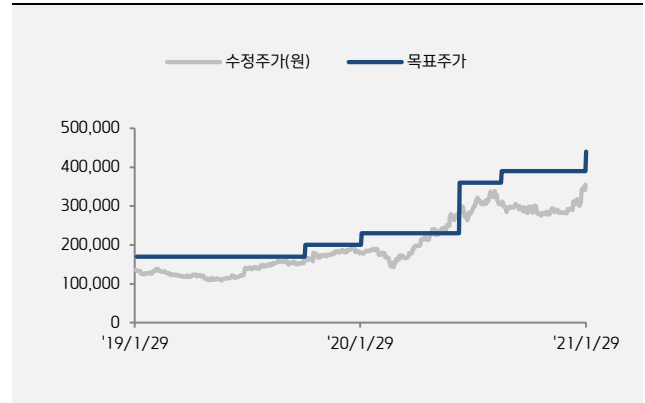
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	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	-24.73	-20.00
	2020/11/18	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-24.36	-8.97
	2021/01/29	BUY(Maintain)	440,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였습니다.

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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%