

# NAVER

# BUY(유지)

035420 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(상향)	440,000원	현재주가(01/28)	355,000원	Up/Downside	+23.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2021. 01. 29

## 함께한 모든 부문이 좋았다

### 4Q20 Review

**컨센서스 부합:** 4Q20 매출액은 1,5조원(+28%YoY), 영업이익은 3,238억원(+17%YoY)으로 컨센서스(매출액 1.5조원, 영업이익 3,129억원)에 부합하는 호실적을 기록했다. 모든 사업 부문이 좋았다. 성수기 및 성과형 중심의 디스플레이 광고 호조로 서치플랫폼 매출이 YoY 두 자릿수 성장률을 기록했고, 커머스는 스마트스토어 거래액의 가파른 확대 등에 힘입어 고성장이 이어졌다. 핀테크는페이 거래액이 전년동기대비 68% 성장한 7.8조원 기록하며 호조였고, 콘텐츠는 글로벌 웹툰 MAU 및 거래액이 지속 증가하며 성장을 견인했다. 이에 힘입어페이포인트 및 라인망가 프로모션 등으로 마케팅비(1,837억원, +78%YoY)가 크게 증가했음에도 불구하고 전분기 수준의 수익성을 유지했다.

### Comment

**더 강해지고 있다:** 페이/웹툰 확장 마케팅 전략 유지로 당분간 수익성은 저하될 것으로 보인다. 하지만 이용자/거래액이 확대되며 자리매김하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다고 판단된다. 또한 스트리밍 플랫폼 간의 경쟁 심화로 양질의 콘텐츠 확보가 중요해지고 있는 상황에서 최근 웹소설 플랫폼 왓패드 인수 및 빅히트의 자회사 지분 취득 등으로 콘텐츠 부문을 보강하고 있다. 이를 통해 그간 웹툰 외에는 아쉬웠던 콘텐츠 사업에서 IP 확장 등을 통한 기대감이 높아지고 있다는 점도 긍정적이라고 판단된다.

### Action

**목표주가 상황:** 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 44만원으로 상향한다. 마케팅비 증가 추세를 반영하여 21년 영업이익 추정치를 5% 낮췄지만 SOTP 밸류에이션에서 21년 커머스 고성장이 지속 및 콘텐츠 사업 기대감 등을 반영하여 분사 적용 PER을 42배로 기존 대비 10% 할증한 것이 목표주가 상향의 주 이유이다. NAVER에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2018	2019	2020P	2021E	2022E	52주 최저/최고	143,000/355,000원												
매출액	5,587	6,593	5,304	6,594	7,951	KOSDAQ /KOSPI	961/3,069pt												
(증가율)	19.4	18.0	-19.6	24.3	20.6	시가총액	583,135억원												
영업이익	943	710	1,215	1,260	1,585	60일-평균거래량	1,039,826												
(증가율)	-20.1	-24.7	71.2	3.7	25.8	외국인지분율	57.1%												
지배주주순이익	649	583	993	1,365	1,646	60일-외국인지분율변동추이	+1.2%p												
EPS	3,937	3,538	6,043	8,309	10,018	주요주주	국민연금공단 11.6%												
PER (H/L)	49.5/26.4	53.7/30.1	48.4	42.7	35.4														
PBR (H/L)	6.1/3.3	5.4/3.0	7.1	7.2	6.1	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>26.3</td> <td>18.9</td> <td>98.9</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>15.6</td> <td>-9.1</td> <td>41.1</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	26.3	18.9	98.9	상대기준	15.6	-9.1	41.1
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	26.3	18.9	98.9																
상대기준	15.6	-9.1	41.1																
EV/EBITDA (H/L)	24.2/12.8	24.3/13.7	24.6	28.7	23.9														
영업이익률	16.9	10.8	22.9	19.1	19.9														
ROE	13.0	10.6	15.8	18.5	18.6														

도표 1. 네이버 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
<b>영업수익</b>	<b>11,547</b>	<b>12,760</b>	<b>13,608</b>	<b>15,126</b>	<b>14,960</b>	<b>16,000</b>	<b>16,746</b>	<b>18,233</b>	<b>43,562</b>	<b>53,041</b>	<b>65,939</b>
YoY	16.3	17.2	24.2	28.3	29.6	25.4	23.1	20.5		21.8	24.3
서치플랫폼	6,447	6,782	7,101	7,702	7,223	7,598	7,672	8,217	26,546	28,032	30,710
커머스	2,312	2,562	2,854	3,168	3,171	3,396	3,660	3,974	7,921	10,896	14,201
핀테크	1,376	1,647	1,740	2,011	2,084	2,252	2,417	2,708	4,066	6,774	9,460
콘텐츠	934	1,129	1,150	1,389	1,552	1,728	1,853	2,093	3,092	4,602	7,226
클라우드	477	641	763	856	930	1,026	1,145	1,241	1,936	2,737	4,341
<b>영업비용</b>	<b>8,629</b>	<b>9,680</b>	<b>10,691</b>	<b>11,888</b>	<b>12,174</b>	<b>12,992</b>	<b>13,490</b>	<b>14,684</b>	<b>32,012</b>	<b>40,887</b>	<b>53,340</b>
YoY	22.8	23.3	32.1	31.6	41.1	34.2	26.2	23.5		27.7	30.5
개발/운영	2,829	2,897	3,117	3,124	3,246	3,360	3,500	3,719	5,405	11,967	13,826
파트너	3,772	4,275	4,570	5,349	5,571	6,041	6,515	7,181	7,412	17,966	25,308
인프라	1,109	1,361	1,448	1,579	1,481	1,616	1,725	1,896	2,235	5,497	6,718
마케팅	919	1,147	1,556	1,837	1,876	1,975	1,750	1,888	2,077	5,459	7,488
<b>영업이익</b>	<b>2,918</b>	<b>3,081</b>	<b>2,917</b>	<b>3,238</b>	<b>2,786</b>	<b>3,008</b>	<b>3,256</b>	<b>3,548</b>	<b>11,550</b>	<b>12,154</b>	<b>12,598</b>
YoY	0.6	1.6	1.8	17.6	(4.5)	(2.4)	11.6	9.6		5.2	3.7
영업이익률	25.3	24.1	21.4	21.4	18.6	18.8	19.4	19.5	26.5	22.9	19.1
당기순이익	1,349	907	2,353	3,753	2,778	3,031	3,266	3,461	3,968	8,362	12,537
순이익률	11.7	7.1	17.3	24.8	18.6	18.9	19.5	19.0	9.1	15.8	19.0

자료: 네이버, DB 금융투자

도표 2. 네이버 밸류에이션

(단위: 억원 배, 천주, %)

구분	내용	비고
<b>네이버(별도) 가치 1)</b>	<b>543,734</b>	
21년 예상 순이익	12,946	
적용 PER	42.0	주요 인터넷/전자상거래 Peer 고려 & 콘텐츠 사업 기대감 반영
<b>New Z Holdongs 지분가치 2)</b>	<b>123,124</b>	
LINE + Z holdings 시가총액	541,206	공개매수 예정가 5,380엔 기준
네이버 지분율	32.5	
할인율	30	
<b>웹툰 가치 3)</b>	<b>28,342</b>	
21년 예상 매출액	6,006	
적용 멀티플	7.2	15년 스포티파이 글로벌 확장성 부각 당시 PSR에 10% 할증
네이버 지분율	66	
<b>네이버 파이낸셜 지분 가치 4)</b>	<b>28,000</b>	
네이버 파이낸셜 가치	40,000	DB 가치평가 상/하단의 중간값
네이버 지분율	70	
<b>적정 네이버 연결 시가총액</b>	<b>723,201</b>	
주식수	164,263,395	
적정 주가	440,269	
<b>목표주가</b>	<b>440,000</b>	

자료: DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산십억원					
유동자산	5,386	5,644	6,590	7,998	9,682
현금및현금성자산	3,323	3,741	3,925	5,045	6,433
매출채권및기타채권	1,094	1,195	1,845	2,045	2,253
재고자산	57	55	36	52	61
비유동자산	4,496	6,656	6,436	6,475	6,522
유형자산	1,457	1,596	1,414	1,480	1,546
무형자산	307	341	304	277	258
투자자산	2,248	3,487	3,487	3,487	3,487
자산총계	9,881	12,300	13,297	14,744	16,475
유동부채	2,620	3,773	3,993	4,236	4,502
매입채무및기타채무	1,548	2,204	2,424	2,666	2,933
단기차입금및단기차채	350	510	510	510	510
유동성장기부채	0	50	50	50	50
비유동부채	1,312	2,022	2,022	2,022	2,022
사채및장기차입금	812	802	802	802	802
부채총계	3,932	5,796	6,016	6,258	6,525
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,541	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	5,229	5,712	6,646	7,952	9,538
비지배주주지분	709	699	542	441	319
자본총계	5,949	6,504	7,281	8,485	9,950

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산십억원					
영업활동현금흐름	974	1,357	1,086	1,945	2,218
당기순이익	628	397	836	1,264	1,524
현금유출이없는비용및수익	607	873	1,188	1,246	1,354
유형및무형자산상각비	261	498	671	666	666
영업관련자산부채변동	220	567	-449	-10	9
매출채권및기타채권의감소	49	-56	-650	-200	-208
재고자산의감소	0	0	19	-15	-9
매입채무및기타채무의증가	52	178	220	242	267
투자활동현금흐름	-388	-1,078	-466	-721	-726
CAPEX	-535	-436	-452	-706	-713
투자자산의순증	-945	-1,304	0	0	0
재무활동현금흐름	751	52	-99	-104	-104
사채및차입금의 증가	751	925	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	33	34	0	0	0
배당금지급	-42	-47	-55	-59	-59
기타현금흐름	79	87	-336	0	0
현금의증가	1,415	418	185	1,120	1,388
기초현금	1,908	3,323	3,741	3,925	5,045
기말현금	3,323	3,741	3,925	5,045	6,433

자료: NAVER, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산십억원					
매출액	5,587	6,593	5,304	6,594	7,951
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,587	6,593	5,304	6,594	7,951
판관비	4,644	5,883	4,089	5,334	6,365
영업이익	943	710	1,215	1,260	1,585
EBITDA	1,204	1,208	1,887	1,926	2,251
영업외손익	169	157	406	558	607
금융손익	52	246	366	268	322
투자손익	-85	-64	116	344	356
기타영업외손익	202	-25	-76	-54	-71
세전이익	1,112	867	1,621	1,818	2,192
중단사업이익	5	-4	-296	0	0
당기순이익	628	397	836	1,264	1,524
지배주주지분순이익	649	583	993	1,365	1,646
비지배주주지분순이익	-21	-186	-157	-101	-122
총포괄이익	634	536	836	1,264	1,524
증감률(%YoY)					
매출액	19.4	18.0	-19.6	24.3	20.6
영업이익	-20.1	-24.7	71.2	3.7	25.8
EPS	-16.1	-10.1	70.8	37.5	20.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2020E	2021E	2022E
주당자료(원)				
EPS	3,937	3,538	6,043	8,309
BPS	31,795	35,223	41,026	48,974
DPS	314	376	402	402
Multiple(배)				
P/E	31.0	52.7	48.4	42.7
P/B	3.8	5.3	7.1	7.2
EV/EBITDA	14.9	24.3	24.6	28.7
수익성(%)				
영업이익률	16.9	10.8	22.9	19.1
EBITDA마진	21.5	18.3	35.6	29.2
순이익률	11.2	6.0	15.8	19.2
ROE	13.0	10.6	15.8	18.5
ROA	7.0	3.6	6.5	9.0
ROIC	51.4	25.8	58.9	55.5
안정성및기타				
부채비율(%)	66.1	89.1	82.6	73.8
이자보상배율(배)	68.7	20.4	27.2	28.2
배당성향(배)	7.3	13.8	7.1	4.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

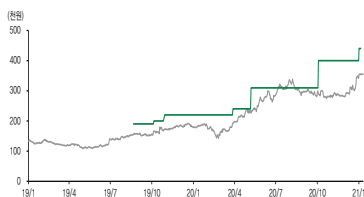
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

NAVER 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/09/17	Buy	190,000	-18.3	-13.7					
19/11/01	Buy	200,000	-16.4	-10.0					
19/11/25	Buy	220,000	-19.9	-13.0					
20/04/24	Buy	240,000	-8.5	0.4					
20/06/03	Buy	310,000	-6.2	9.4					
20/10/30	Buy	400,000	-26.6	-12.8					
21/01/29	Buy	440,000	-	-					