



# BUY(Maintain)

목표주가: 450,000원(상향)

주가(4/29): 366,500원

시가총액: 602,025억원

인터넷/게임  
Analyst 김학준

02) 3787-5155  
dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/29)		3,174.07pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	403,500 원	197,500원
등락률	-9.2%	85.6%
수익률	절대	상대
1M	-1.5%	-5.8%
6M	22.8%	-10.0%
1Y	85.6%	13.9%

## Company Data

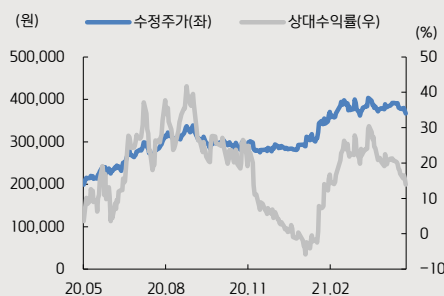
발행주식수	164,263 천주
일평균 거래량(3M)	900천주
외국인 지분율	56.9%
배당수익률(21E)	0.1%
BPS(21E)	142,985원
주요 주주	국민연금공단 10.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,356.2	5,304.1	6,751.8	7,745.1
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,451.7	1,686.9
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,874.0	2,185.9
세전이익	1,391.3	1,633.6	17,926.3	2,118.0
순이익	396.8	845.0	16,038.6	1,482.6
지배주주지분순이익	583.1	1,002.1	15,958.4	1,630.8
EPS(원)	3,538	6,097	97,151	9,928
증감률(% YoY)	-10.1	72.4	1,493.3	-89.8
PER(배)	52.7	48.0	3.8	36.9
PBR(배)	5.29	6.52	2.56	2.38
EV/EBITDA(배)	17.8	27.5	32.3	27.0
영업이익률(%)	26.5	22.9	21.5	21.8
ROE(%)	10.6	15.2	103.4	6.7
순차입금비율(%)	-31.0	-23.2	-2.5	-7.7

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## Price Trend



# NAVER (035420)

## 형성된 기대감을 충족시킬 지표를 기다리며



NAVER의 1Q실적은 매출액 1조 4,991억원(YoY, +29.8%), 영업이익 2,888억원(YoY, -1.0%)을 기록하면서 기대치를 소폭 하회하였습니다. 디스플레이광고성장에 힘입어 서치플랫폼 매출이 기대를 상회하였으며 이외 전사업부문이 고르게 성장하였습니다. 올해도 서치플랫폼, 커머스를 비롯한 전 사업 매출이 성장할 것으로 예상되는 가운데 비용의 증가로 4Q시점이 되어야 본격적인 이익개선이 나타날 것으로 전망됩니다.

### >>> 1Q Review: 서치플랫폼의 안정화와 고른 성장세 유지

NAVER의 1Q실적은 매출액 1조 4,991억원(YoY, +29.8%), 영업이익 2,888억원(YoY, -1.0%)을 기록하면서 매출액은 기대치를 상회하였지만 이익은 기대치를 소폭 하회하였다. 서치플랫폼이 디스플레이광고와 성과형광고 성장에 힘입어 좋은 성과를 기록하였다. 특히 서치플랫폼은 코로나영향에서 완전하게 벗어난 것으로 판단되며 올해 인벤토리 증가 등으로 성장세가 다시 확대될 것으로 기대된다. 스마트스토어의 거래액이 YoY 53%증가하면서 4Q(76%)에 이어 높은 성장세를 유지하였다. 이외 콘텐츠 매출과 클라우드 매출이 소폭 감소하였지만 이는 마케팅비용 집행이 감소되었던 측면과 클라우드 특성상 1Q에 고객처의 예산이 적게 집행되는 특성에 기인한다. 비용에서는 마케팅비용이 4Q대비 감소하였으나 인건비가 주식보상비용 등으로 급증하였고 인프라비용이 증가하면서 영업이익이 기대치를 밀돌았다.

### >>> 형성된 기대감 충족시킬 지표를 기다리며

올해 초부터 사업 전방위적으로 확장을 꾀함에 따라 형성된 기대감은 아직까지 지표로 확인되지는 않았다. 특히 커머스에서의 거래액증가를 기대하는 상황에서 아직까지는 기대감보다는 비용확대에 대한 우려가 존재하는 상황이다. 결국 하반기부터 본격적으로 진행될 거래액 증가 추이가 회사에 대한 기대치 수준을 확대시킬지 우려를 확대시킬지를 결정할 중요한 잣대가 될 것이다.

### >>> 2Q부터 집행되는 비용확대 추이는 지속될 것

1Q부터 시작된 비용의 증가는 올해 지속될 것으로 전망된다. 7월에 진행될 스톡옵션을 제외하더라도 왓패드 인수, 개발자 채용 확대 등으로 전체 인원수가 증가될 것으로 전망된다. 더불어 이마트/신세계와의 신선식품 카테고리 확장 관련되어 추가적인 마케팅비용(광고 및 포인트지급)도 집행될 것으로 예상되기 때문에 비용확대 추이는 지속될 것이다. 거래액 증가로 기대되는 수익이 본격적으로 반영될 4Q시점에 들어서야 큰 폭의 이익개선이 나타날 것으로 전망된다.

### >>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 450,000원 상향(SOTP)

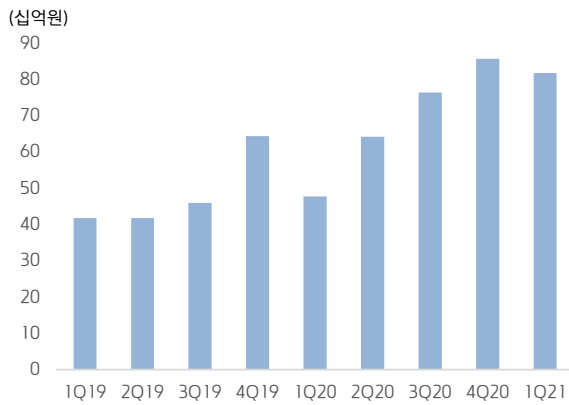
NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,499.1	1,626.5	1,724.8	1,901.5	5,304.1	6,751.8	7,745.1
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	767.3	803.4	848.1	2,803.2	3,171.6	3,312.6
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	356.9	397.6	439.1	1,089.6	1,517.9	1,690.7
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	241.5	255.1	287.1	677.4	993.2	1,294.2
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	151.5	154.3	180.9	460.2	617.5	834.6
클라우드	47.8	64.0	76.3	85.6	81.7	109.3	114.4	146.2	273.7	451.6	613.1
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,210.2	1,290.2	1,367.0	1,432.7	4,088.9	5,300.1	6,058.2
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	369.7	397.8	385.4	1,196.7	1,527.1	1,693.5
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	557.7	591.5	656.1	1,796.6	2,315.3	2,626.9
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	176.4	187.7	193.5	549.7	712.6	862.2
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	186.4	190.0	197.7	545.9	745.2	875.6
영업이익	291.8	308.0	291.7	323.7	288.8	336.3	357.9	468.8	1,215.2	1,451.7	1,686.9
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.7%	20.7%	24.7%	22.9%	21.5%	21.8%
YOY											
매출액	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	27.5%	26.8%	25.7%	21.8%	27.3%	14.7%
영업비용	22.8%	23.3%	32.1%	31.6%	40.3%	33.3%	27.9%	20.5%	27.7%	29.6%	14.3%
영업이익	0.7%	1.6%	1.8%	17.5%	-1.0%	9.2%	22.7%	44.8%	5.2%	19.5%	16.2%

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

주: 2020년 Line중단사업이 분류, 반영된 실적Table

클라우드부문 매출 추이(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

조정EBITDA 추이(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

Valuation

구분	적용값	비고
①서치플랫폼(포털) 사업가치 (십억원)	22,741	
순이익 (십억원)	951	21년 예상 순이익(이익률 40%, 유효법인세율 25%)가정
Target PER (배)	23.9	Facebook 21년 PER 23.9배 적용
②커머스 사업가치 (십억원)	16,257	
순이익(십억원)	398	21년 예상 순이익(이익률 35%, 유효법인세율 25%)가정
Target PER (배)	41	Amazon, Alibaba 21년 평균 PER 40.8배 적용
③네이버파이낸셜 기업가치(십억원)	7,696	Paypal 21년 PSR 12.3배 적용*10%할인* 지분율 70%
④클라우드가치 (십억원)	2,292	Cloudera 21년 PSR 4.2배 적용*프리미엄 20% 적용
⑤웹툰 사업가치(십억원)	7,673	넷플릭스 2021년 PSR 7.5배*10%할인 가정*지분율 66%
거래 추정액 (십억원)	1,700	2021년
⑥ A Holdings지분가치 (십억원)	12,374	
Z Holdings 현재시총	42,303	2021.04.29일 기준
지분가치*할인율	0.29	지분 64.7%*50%, 할인율 10% 반영
⑦자사주+현금+투자자산	5,172	자사주 할인율 20%+현금+투자자산
⑧기업가치(십억원)	74,205	①+②+③+④+⑤+⑥+⑦
⑨발행주식수(천주)	164,263	
목표주가 (원)	451,746	⑥/⑦, 천단위 반올림
	450,000	천단위 반올림
현재주가 (원)	366,500	
상승여력 (%)	23	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356.2	5,304.1	6,751.8	7,745.1	8,899.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,356.2	5,304.1	6,751.8	7,745.1	8,899.4
판매비	3,201.2	4,088.8	5,300.1	6,058.2	6,909.0
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,451.7	1,686.9	1,990.4
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,874.0	2,185.9	2,575.2
영업외손익	236.2	418.2	16,474.6	431.1	445.1
이자수익	11.5	16.0	29.9	37.9	51.9
이자비용	16.5	21.7	112.4	112.4	112.4
외환관련이익	10.3	13.6	13.6	13.6	13.6
외환관련손실	17.2	25.7	25.7	25.7	25.7
종속 및 관계기업손익	18.4	115.6	170.0	210.0	210.0
기타	229.7	320.4	16,399.2	307.7	307.7
법인세차감전이익	1,391.3	1,633.6	17,926.3	2,118.0	2,435.5
법인세비용	470.6	492.5	1,882.3	635.4	730.6
계속사업순이익	920.7	1,141.0	16,044.1	1,482.6	1,704.8
당기순이익	396.8	845.0	16,038.6	1,482.6	1,704.8
지배주주순이익	583.1	1,002.1	15,958.4	1,630.8	1,875.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.0	21.8	27.3	14.7	14.9
영업이익 증감율	22.5	5.2	19.5	16.2	18.0
EBITDA 증감율	37.3	3.5	9.6	16.6	17.8
지배주주순이익 증감율	-10.1	71.9	1,492.5	-89.8	15.0
EPS 증감율	-10.1	72.4	1,493.3	-89.8	15.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	26.5	22.9	21.5	21.8	22.4
EBITDA Margin(%)	37.9	32.3	27.8	28.2	28.9
지배주주순이익률(%)	13.4	18.9	236.4	21.1	21.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	7,063.7	8,697.3	11,427.9
현금 및 현금성자산	3,740.5	1,600.3	3,446.3	3,935.9	5,033.0
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	1,194.6	985.1	1,114.0	1,277.9	1,468.4
재고자산	55.1	4.3	5.5	6.3	7.3
기타유동자산	653.5	7,955.0	2,497.9	3,477.2	4,919.2
비유동자산	6,655.8	6,469.6	25,712.3	26,168.3	25,838.6
투자자산	1,387.7	2,247.7	3,487.4	4,346.5	23,411.6
유형자산	1,596.3	1,684.6	1,878.7	2,092.3	1,517.2
무형자산	341.4	105.1	88.7	76.1	66.4
기타비유동자산	3,330.4	2,432.2	20,257.5	19,653.4	843.4
자산총계	12,299.5	17,014.2	32,776.1	34,865.6	37,266.5
유동부채	3,773.1	7,911.8	3,713.3	4,158.7	4,693.1
매입채무 및 기타채무	2,203.5	1,855.5	2,226.6	2,672.0	3,206.4
단기금융부채	0	7	170	70	70
기타유동부채	1,569.6	6,048.9	1,317.1	1,416.2	1,416.2
비유동부채	2,022.5	847.4	4,607.4	4,607.4	4,607.4
장기금융부채	5	3	564	100	100
기타비유동부채	2,017.9	844.6	4,043.8	4,507.3	4,507.3
부채총계	5,795.6	8,759.1	8,320.7	8,766.0	9,300.4
지배지분	5,805.2	7,367.2	23,487.2	25,279.8	27,316.7
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,575.3	1,793.3	1,793.3	1,793.3	1,793.3
기타자본	-1,407.5	-1,203.7	-1,203.7	-1,203.7	-1,203.7
기타포괄손익누계액	-91.1	106.4	327.6	548.8	770.0
이익잉여금	5,712.1	6,654.8	22,553.6	24,124.9	25,940.7
비지배지분	698.7	887.9	968.1	819.8	649.4
자본총계	6,503.9	8,255.1	24,455.4	26,099.6	27,966.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,356.8	1,447.2	18,021.7	1,979.4	2,343.0
당기순이익	396.8	845.0	16,038.6	1,482.6	1,704.8
비현금항목의 가감	872.6	969.6	2,181.4	963.3	1,130.3
유형자산감가상각비	460.3	465.3	405.9	486.4	575.1
무형자산감가상각비	37.7	30.0	16.4	12.6	9.7
지분법평가손익	-209.0	-598.7	-170.0	-210.0	-210.0
기타	583.6	1,073.0	1,929.1	674.3	755.5
영업활동자산부채증감	566.5	227.1	1,736.3	213.2	268.9
매출채권및기타채권의감소	-55.8	-110.4	-128.9	-163.9	-190.5
재고자산의감소	0.0	0.0	-1.2	-0.8	-0.9
매입채무및기타채무의증가	178.3	214.3	371.1	445.3	534.4
기타	444.0	123.2	1,495.3	-67.4	-74.1
기타현금흐름	-479.1	-594.5	-1,934.6	-679.7	-761.0
투자활동 현금흐름	-1,078.1	-2,503.2	-20,165.4	-1,719.4	-1,475.4
유형자산의 취득	-435.9	-759.4	-600.0	-700.0	0.0
유형자산의 처분	6.7	9.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-71.0	-103.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1,221.2	-743.6	-18,895.0	-45.0	-45.0
단기금융자산의감소(증가)	330.4	-843.8	-608.0	-911.9	-1,367.9
기타	312.9	-62.4	-62.4	-62.5	-62.5
재무활동 현금흐름	52.3	1,192.1	3,658.5	-101.8	-101.8
차입금의 증가(감소)	144.5	1,304.8	3,760.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-93.7	-15.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-46.9	-54.9	-59.3	-59.5	-59.5
기타	48.4	-42.3	-42.2	-42.3	-42.3
기타현금흐름	86.6	-2,276.4	331.3	331.3	331.3
현금 및 현금성자산의 순증가	417.6	-2,140.2	1,846.0	489.5	1,097.1
기초현금 및 현금성자산	3,322.9	3,740.5	1,600.3	3,446.3	3,935.9
기말현금 및 현금성자산	3,740.5	1,600.3	3,446.3	3,935.9	5,033.0

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	3,538	6,097	97,151	9,928	11,417
BPS	35,223	44,850	142,985	153,898	166,298
CFPS	7,702	11,041	110,919	14,890	17,260
DPS	376	402	402	402	402
주가배수(배)					
PER	52.7	48.0	3.8	36.9	32.1
PER(최고)	53.7	56.9	4.2		
PER(최저)	30.1	22.1	2.9		
PBR	5.29	6.52	2.56	2.38	2.20
PBR(최고)	5.39	7.74	2.87		
PBR(최저)	3.02	3.01	2.00		
PSR	7.06	9.06	8.92	7.77	6.76
PCFR	24.2	26.5	3.3	24.6	21.2
EV/EBITDA	17.8	27.5	32.3	27.0	21.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	13.8	7.0	0.4	4.0	3.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROA	3.6	5.8	64.4	4.4	4.7
ROE	10.6	15.2	103.4	6.7	7.1
ROIC	62.9	58.5	76.5	129.4	290.3
매출채권회전율	3.8	4.9	6.4	6.5	6.5
재고자산회전율	77.4	178.4	1,367.4	1,304.4	1,305.4
부채비율	89.1	106.1	34.0	33.6	33.3
순차입금비율	-31.0	-23.2	-2.5	-7.7	-16.0
이자보상배율	69.8	56.1	12.9	15.0	17.7
총차입금	2,095.1	897.5	4,657.5	4,657.5	4,657.5
순차입금	-2,017.5	-1,918.7	-612.7	-2,014.2	-4,479.3
NOPLAT	1,653.0	1,710.6	1,874.0	2,185.9	2,575.2
FCF	1,281.9	966.7	2,857.8	1,193.1	2,246.9

Compliance Notice

- 당사는 4월 29일 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

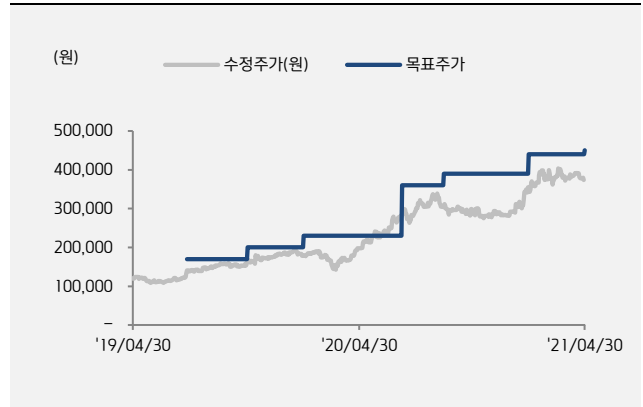
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NAVER (035420)	2019/07/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-12.04	-3.53
	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	-13.84	-8.30
	2021/04/30	BUY(Maintain)	450,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2020/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%