



# BUY(Maintain)

목표주가: 490,000원(상향)

주가(6/21): 397,000원

시가총액: 652,126억원

## 인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5115

dilog10@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (6/21)		3,240.79pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	403,500 원	249,500원
등락률	-1.6%	59.1%
수익률	절대	상대
1M	10.3%	7.4%
6M	39.8%	19.9%
1Y	47.3%	-4.0%

### Company Data

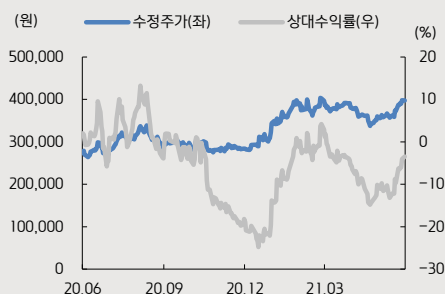
발행주식수	164,263 천주
일평균 거래량(3M)	648천주
외국인 지분율	56.9%
배당수익률(21E)	0.1%
BPS(21E)	143,113원
주요 주주	국민연금공단 10.0%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,356.2	5,304.1	6,817.9	7,861.1
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,475.4	1,739.1
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,897.7	2,238.1
세전이익	1,391.3	1,633.6	17,950.1	2,170.4
순이익	396.8	845.0	16,059.8	1,519.3
지배주주지분순이익	583.1	1,002.1	15,979.5	1,671.2
EPS(원)	3,538	6,097	97,280	10,174
증감률(% YoY)	-10.1	72.4	1,495.5	-89.5
PER(배)	52.7	48.0	4.1	39.0
PBR(배)	5.29	6.52	2.77	2.57
EV/EBITDA(배)	17.8	27.5	34.5	28.6
영업이익률(%)	26.5	22.9	21.6	22.1
ROE(%)	10.6	15.2	103.5	6.8
순차입금비율(%)	-31.0	-23.2	-2.5	-7.8

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### Price Trend



## 기업브리프

# NAVER (035420)

## 큰 그림에서 더 매력 있다



NAVER의 시가총액이 경쟁사에 역전을 당하면서 관련된 언급이 많은 시점입니다. 당사에서는 단기적인 흐름에서는 경쟁사의 IPO 이슈가 중요한 변곡점이 되었고 정도의 차이가 있지만 전반적인 인터넷 업체들의 Value가 Level Up이 되었습니다. 장기적으로도 IPO이슈는 2~3년여 간에 걸쳐 영향을 줄 것으로 판단됩니다. 결국 단기적으로는 경쟁사의 자회사 가치가 부각되었지만 큰 그림에서는 동사가 더 큰 매력 이 존재하는 만큼 기간이 지날수록 동사 자회사의 가치가 더욱 부각될 수 있습니다.

### >>> 플랫폼 사업 확장에 대한 경쟁

NAVER와 경쟁사의 실적차이에도 불구하고 경쟁사의 시가총액이 더 커진 것은 결국 플랫폼확장 사업에서 누가 더 빨리 부각되느냐 차이라고 판단된다. 두 업체 모두 거의 비슷한 사업을 영위하고 있다. 인터넷은행과 모빌리티 등에서 차이를 보이긴 하지만 일본 Z-Holdings에서 비슷한 사업을 진행(상대적으로 규모는 작음)하고 있다. 결국 사업 카테고리의 확대가 이루어지는 가운데 각 사업에서의 Value 반영이 상대적으로 낮게 반영되는 것으로 볼 수 있다. 즉, 라인을 통해서 영위하고 있던 일본사업은 거리가 멀다는 점, 적은 투자 유치로 개별 Value가 적용되기 어렵다는 점에서 상대적으로 자회사의 Value가치상승이 덜한 것으로 판단된다.

### >>> 준비단계의 기간, 사업확장은 점차 빨라질 것

결국 현재 시점에서 부각을 받기 위해서는 펀더멘털의 강화나 강점을 보이는 사업에서의 Value상승을 위한 지표 성과가 필요한 시점이다. 인건비를 비롯한 비용적인 부분이 올해 증가할 것으로 전망됨에 따라 펀더멘털의 극적인 강화는 어려울 것으로 보인다. 즉, 사업 Value 상승을 위한 지표 개선이 이루어져야 한다. 지표 개선은 하반기 시점이 들어서야 이루어질 것으로 전망된다. 신선식품을 포함한 커머스 거래액 확대는 하반기부터 본격적으로 이루어질 것으로 전망되며 경쟁사 대비 강점인 클라우드 매출도 4Q시점이 최고 성수기이기 때문이다. 더불어 일본에서의 사업도 경영통합 이후 하반기 시점부터 본격적인 사업확장이 이루어질 것으로 전망된다. 특히 상대적으로 성장을 상승 폭이 낮았던 쇼핑부문에서의 성과 확대가 중요하게 작용할 것으로 판단된다.

### >>> 장기적으로 글로벌 플랫폼 성장도 기대

현재 동사의 서비스 중 글로벌 성장 가능성이 높은 부문은 총 4가지 부문이다. 사업 가시성이 높은 웹툰사업, 일본 확장을 꾀하는 커머스, 동아시아 지역 확장을 노리는 클라우드, 메타버스 서비스인 제페토이다. 각 사업들에 대한 잠재력을 감안한다면 지금의 우려는 기우에 불과하다.

### >>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 490,000원 상향(SOTP)

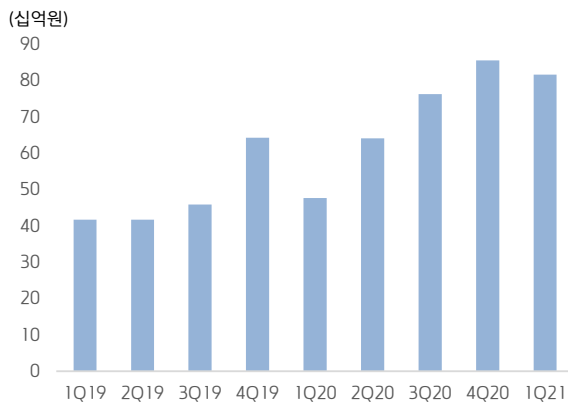
NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,499.1	1,639.3	1,747.8	1,931.8	5,304.1	6,817.9	7,861.1
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	796.3	820.2	868.6	2,803.2	3,237.7	3,428.6
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	231.6	255.1	297.0	677.4	993.2	1,294.2
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	145.3	160.5	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	1,311.1	1,380.0	1,441.2	4,088.9	5,342.5	6,122.0
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	374.0	402.4	394.3	1,196.7	1,545.1	1,713.6
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	574.3	599.8	655.7	1,796.6	2,339.7	2,670.6
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	328.2	367.8	490.6	1,215.2	1,475.4	1,739.1
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.0%	21.0%	25.4%	22.9%	21.6%	22.1%
YOY											
매출액	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	28.5%	28.4%	27.7%	21.8%	28.5%	15.3%
영업비용	22.8%	23.3%	32.1%	31.6%	40.3%	35.4%	29.1%	21.2%	27.7%	30.7%	14.6%
영업이익	0.7%	1.6%	1.8%	17.5%	-1.0%	6.6%	26.1%	51.5%	5.2%	21.4%	17.9%

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

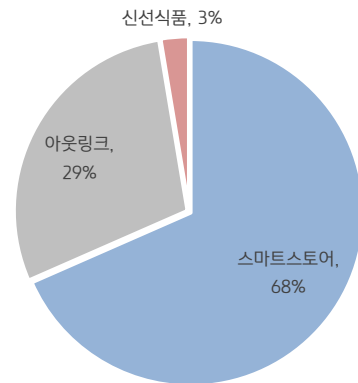
주: 2020년 Line중단사업이 분류, 반영된 실적Table

클라우드부문 매출 추이(단위:십억원)



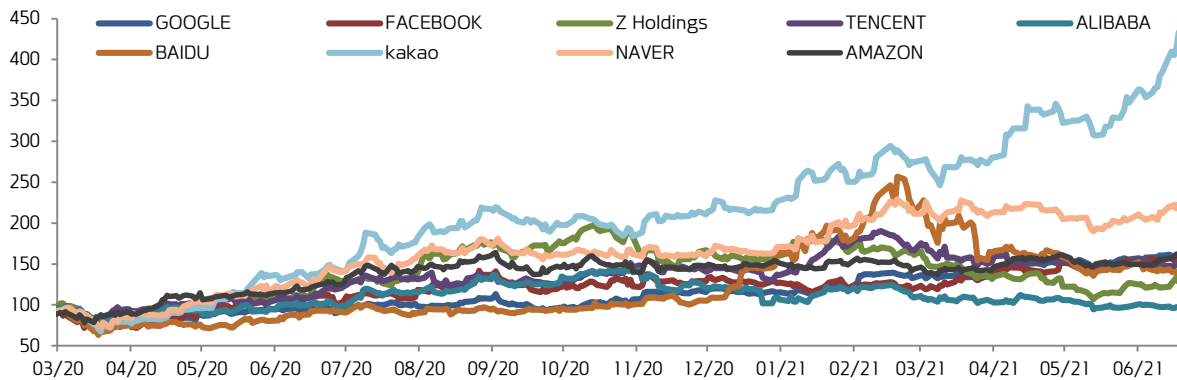
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

올해 NAVER 커머스 거래액 추정치: 38조원



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터 추정

글로벌 Peer들의 수익률 추이(기준=100, 20/2/21)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Valuation

구분	적용값	비고
①서치플랫폼(포털) 사업가치 (십억원)	22,632	
순이익 (십억원)	971	21년 예상 순이익(이익률 40%, 유효법인세율 25%)가정
Target PER (배)	23.3	Facebook 21년 PER 23.3배 적용
②커머스 사업가치 (십억원)	21,756	
순이익(십억원)	398	21년 예상 순이익(이익률 35%, 유효법인세율 25%)가정
Target PER (배)	55	Amazon 21년 PER 54.6배 적용
③네이버파이낸셜 기업가치(십억원)	8,072	Paypal 21년 PSR 12.9배 적용*10%할인* 지분율 70%
④클라우드가치 (십억원)	2,775	Cloudera 21년 PSR 5.1배 적용*프리미엄 20% 적용
⑤웹툰 사업가치(십억원)	7,744	넷플릭스 2021년 PSR 7.6배*10%할인 가정*지분율 66%
거래 추정액 (십억원)	1,700	2021년
⑥ A Holdings지분가치 (십억원)	12,320	
Z Holdings 현재시총	42,118	2021.06.18일 기준
지분가치*할인율	0.29	지분 64.7%*50%, 할인율 10% 반영
⑦자사주+현금+투자자산	5,172	자사주 할인율 20%+현금+투자자산
⑧기업가치(십억원)	80,470	①+②+③+④+⑤+⑥+⑦
⑨발행주식수(천주)	164,263	
목표주가 (원)	489,885	⑥/⑦, 천단위 반올림
	490,000	천단위 반올림
현재주가 (원)	397,000	
상승여력 (%)	23.4	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356.2	5,304.1	6,817.9	7,861.1	9,016.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,356.2	5,304.1	6,817.9	7,861.1	9,016.8
판매비	3,201.2	4,088.8	5,342.5	6,122.0	6,975.6
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,475.4	1,739.1	2,041.2
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,897.7	2,238.1	2,626.0
영업외손익	236.2	418.2	16,474.7	431.3	445.5
이자수익	11.5	16.0	30.0	38.1	52.3
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	17,950.1	2,170.4	2,486.7
법인세비용	470.6	492.5	1,884.8	651.1	746.0
계속사업순이익	920.7	1,141.0	16,065.3	1,519.3	1,740.7
당기순이익	396.8	845.0	16,059.8	1,519.3	1,740.7
지배주주순이익	583.1	1,002.1	15,979.5	1,671.2	1,914.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.0	21.8	28.5	15.3	14.7
영업이익 증감율	22.5	5.2	21.4	17.9	17.4
EBITDA 증감율	37.3	3.5	10.9	17.9	17.3
지배주주순이익 증감율	-10.1	71.9	1,494.6	-89.5	14.6
EPS 증감율	-10.1	72.4	1,495.5	-89.5	14.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	26.5	22.9	21.6	22.1	22.6
EBITDA Margin(%)	37.9	32.3	27.8	28.5	29.1
지배주주순이익률(%)	13.4	18.9	234.4	21.3	21.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	7,084.7	8,754.9	11,521.1
현금 및 현금성자산	3,740.5	1,600.3	3,456.4	3,974.2	5,106.8
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	1,194.6	985.1	1,125.0	1,297.1	1,487.8
재고자산	55.1	4.3	5.6	6.4	7.4
기타유동자산	653.5	7,955.0	2,497.7	3,477.2	4,919.1
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	32,797.1	34,923.2	37,359.7
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	23,508.2	25,340.9	27,417.1
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	22,574.6	24,186.1	26,041.1
비지배지분	698.7	887.9	968.2	816.3	642.2
자본총계	6,503.9	8,255.1	24,476.4	26,157.2	28,059.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,356.8	1,447.2	18,031.8	2,007.8	2,378.6
당기순이익	396.8	845.0	16,059.8	1,519.3	1,740.7
비현금항목의 가감	872.6	969.6	2,183.8	978.8	1,145.2
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	1,931.5	689.8	770.4
영업활동자산부채증감	566.5	227.1	1,725.1	205.0	268.6
매출채권및기타채권의감소	-55.8	-110.4	-139.8	-172.1	-190.7
재고자산의감소	0.0	0.0	-1.2	-0.9	-0.9
매입채무및기타채무의증가	178.3	214.3	371.1	445.3	534.4
기타	444.0	123.2	1,495.0	-67.3	-74.2
기타현금흐름	-479.1	-594.5	-1,936.9	-695.3	-775.9
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	-102.0	-102.0
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	-59.7	-59.7
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	1,856.1	517.8	1,132.6
기초현금 및 현금성자산	3,322.9	3,740.5	1,600.3	3,456.5	3,974.2
기말현금 및 현금성자산	3,740.5	1,600.3	3,456.5	3,974.2	5,106.8

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	3,538	6,097	97,280	10,174	11,657
BPS	35,223	44,850	143,113	154,270	166,909
CFPS	7,702	11,041	111,064	15,208	17,569
DPS	376	402	402	402	402
주가배수(배)					
PER	52.7	48.0	4.1	39.0	34.1
PER(최고)	53.7	56.9	4.2		
PER(최저)	30.1	22.1	2.9		
PBR	5.29	6.52	2.77	2.57	2.38
PBR(최고)	5.39	7.74	2.86		
PBR(최저)	3.02	3.01	1.99		
PSR	7.06	9.06	9.56	8.30	7.23
PCFR	24.2	26.5	3.6	26.1	22.6
EV/EBITDA	17.8	27.5	34.5	28.6	23.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.8	7.0	0.4	3.9	3.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROA	3.6	5.8	64.5	4.5	4.8
ROE	10.6	15.2	103.5	6.8	7.3
ROIC	62.9	58.5	77.5	131.2	286.2
매출채권회전율	3.8	4.9	6.5	6.5	6.5
재고자산회전율	77.4	178.4	1,373.2	1,307.5	1,304.4
부채비율	89.1	106.1	34.0	33.5	33.1
순차입금비율	-31.0	-23.2	-2.5	-7.8	-16.2
이자보상배율	69.8	56.1	13.1	15.5	18.2
총차입금	2,095.1	897.5	4,657.5	4,657.5	4,657.5
순차입금	-2,017.5	-1,918.7	-622.8	-2,052.5	-4,553.0
NOPLAT	1,653.0	1,710.6	1,897.7	2,238.1	2,626.0
FCF	1,281.9	966.7	2,867.9	1,221.4	2,282.2

Compliance Notice

- 당사는 6월 21일 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

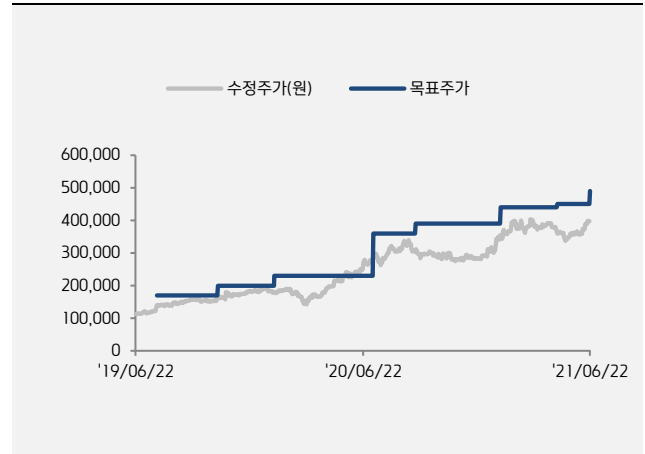
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-21.12	-19.00
	2021/05/17	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-19.24	-11.56
	2021/06/22	BUY(Maintain)	490,000원	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%