



BUY(Maintain)

목표주가: 540,000원(상향)

주가(7/22): 440,000원

시가총액: 722,759억원

인터넷/게임
Analyst 김학준

02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/22)		3,250.21pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	449,000 원	270,000원	
등락률	-2.0%	63.0%	
수익률	절대	상대	
	1M	12.5%	13.0%
	6M	28.1%	23.8%
	1Y	56.6%	6.0%

Company Data

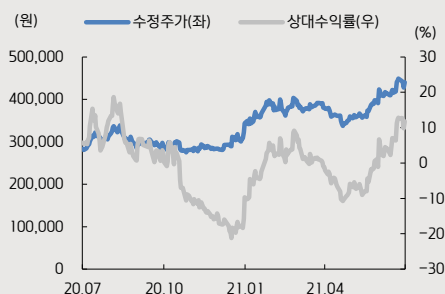
발행주식수	164,263 천주
일평균 거래량(3M)	795천주
외국인 지분율	56.8%
배당수익률(21E)	0.1%
BPS(21E)	145,205원
주요 주주	국민연금공단 10.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,356.2	5,304.1	6,798.1	7,981.3
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,336.5	1,770.2
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,758.8	2,269.2
세전이익	1,391.3	1,633.6	18,336.0	2,701.6
순이익	396.8	845.0	16,405.3	1,891.1
지배주주지분순이익	583.1	1,002.1	16,323.2	2,080.3
EPS(원)	3,538	6,097	99,372	12,664
증감률(% YoY)	-10.1	72.4	1,529.8	-87.3
PER(배)	52.7	48.0	4.4	34.7
PBR(배)	5.29	6.52	3.03	2.77
EV/EBITDA(배)	17.8	27.5	41.3	31.3
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.7	22.2
ROE(%)	10.6	15.2	104.6	8.3
순차입금비율(%)	-31.0	-23.2	-2.6	-7.9

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



NAVER (035420)

사업고도화를 통한 매출액 성장에 집중



NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 6,635억원(YoY +30.4%), 영업이익 3,356억원(YoY +8.9%)을 기록하면서 당사 기대치에 부합하였습니다. 서치플랫폼이 높은 성장세를 기록하였고 전반적인 성장세가 유지됨에 따라 실적호조를 기록하였습니다. 하반기 커머스의 카테고리 확대와 스마트 플레이스, 배달확대, 웹툰 사업확대 등 투자가 크게 나타나겠지만 이를 바탕으로 매출의 고성장세는 지속될 것으로 전망됩니다.

>>> 2Q실적 Review: 고무적인 서치플랫폼의 성장

NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 6,635억원(YoY +30.4%), 영업이익 3,356억원(YoY +8.9%)을 기록하면서 당사 기대치(영업이익 3,282억원)에 부합하였다. 매출에서는 서치플랫폼이 검색쿼리 확대와 성과형광고에 힘입어 YoY +21.8% 증가하면서 성장세를 회복하였다. 커머스는 스마트스토어 거래액이 YoY +40%증가하면서 작년 코로나19 영향으로 기저가 높았음에도 불구하고 높은 성장성을 기록하였다. 이외에도 유료콘텐츠, 핀테크, 클라우드 등 전사업 부문이 고르게 성장하면서 분기 최대 매출액 성장을 기록하였다. 비용적인 측면에서는 주식보상비용의 증가와 인원수 증가로 인건비가 증가하였으며 서버 확대에 따른 감가상각 비용이 확대되었지만 마케팅비용이 전분기 수준을 유지함에 따라 최대 이익을 달성하였다.

>>> 하반기 투자속도가 더 빨라져, 높은 매출액 성장 기대

상반기 매출확대는 2020년에 이루어진 투자의 영향이 크다. 커머스에 대한 투자가 집중적으로 이루어졌던 2020년의 준비가 상반기에 발휘된 것이다. 이러한 투자는 하반기에도 집중적으로 이루어질 것이다. 배송시스템의 고도화와 신선식품 카테고리 확장 등 커머스의 배송투자와 프로모션 확대가 있을 예정이며 스마트플레이스를 통한 검색관련 투자가 지속적으로 이루어질 것이다. 더불어 왓패드 인수 전까지 필수적인 마케팅비용만 지출했던 최근의 기초에서 벗어나 라인망가 2.0버전이 완료된 일본에서 마케팅비용이 집중적으로 발생할 것으로 전망된다. 핀테크 부문도 후불결제와 관련된 프로모션이 진행되는 등 전사업에서 시장참여자, 사용자 확대를 위한 투자가 지속될 것으로 보여 이익률 개선은 시간이 필요할 것으로 판단된다. 다만, 하반기 투자는 프로모션이 다수 포함되어 있어 관련된 매출 확대가 즉각적으로 이루어질 것으로 전망됨에 따라 높은 매출액 성장세가 유지될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 540,000원 상향(SOTP)

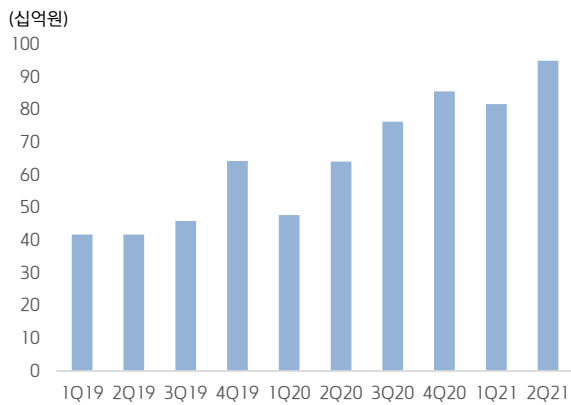
NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,499.1	1,663.5	1,709.8	1,925.6	5,304.1	6,798.1	7,981.3
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	826.0	797.7	902.1	2,803.2	3,278.5	3,536.5
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	365.3	397.6	430.7	1,089.6	1,517.9	1,690.7
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	255.1	296.0	677.4	993.2	1,386.8
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	144.8	156.1	169.0	460.2	600.6	809.6
클라우드	47.8	64.0	76.3	85.6	81.7	94.9	103.3	127.9	273.7	407.8	557.7
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,210.2	1,327.9	1,375.5	1,547.9	4,088.9	5,461.6	6,211.1
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	399.6	404.8	437.5	1,196.7	1,616.2	1,806.3
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	581.7	596.4	683.1	1,796.6	2,371.3	2,701.1
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	170.6	187.7	199.3	549.7	712.6	862.2
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	176.0	186.6	227.9	545.9	761.5	841.5
영업이익	291.8	308.0	291.7	323.7	288.8	335.6	334.3	377.7	1,215.2	1,336.5	1,770.2
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	19.6%	19.6%	22.9%	19.7%	22.2%
YOY											
매출액	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	25.6%	27.3%	21.8%	28.2%	17.4%
영업비용	22.8%	23.3%	32.1%	31.6%	40.3%	37.2%	28.7%	30.2%	27.7%	33.6%	13.7%
영업이익	0.7%	1.6%	1.8%	17.5%	-1.0%	9.0%	14.6%	16.7%	5.2%	10.0%	32.4%

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

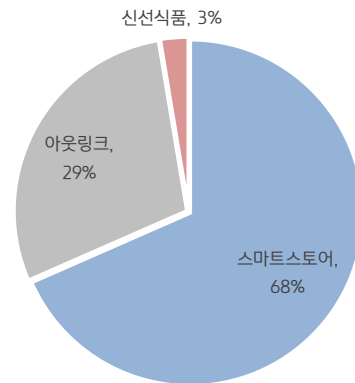
주: 2020년 Line중단사업이 분류, 반영된 실적Table

클라우드부문 매출 추이(단위:십억원)



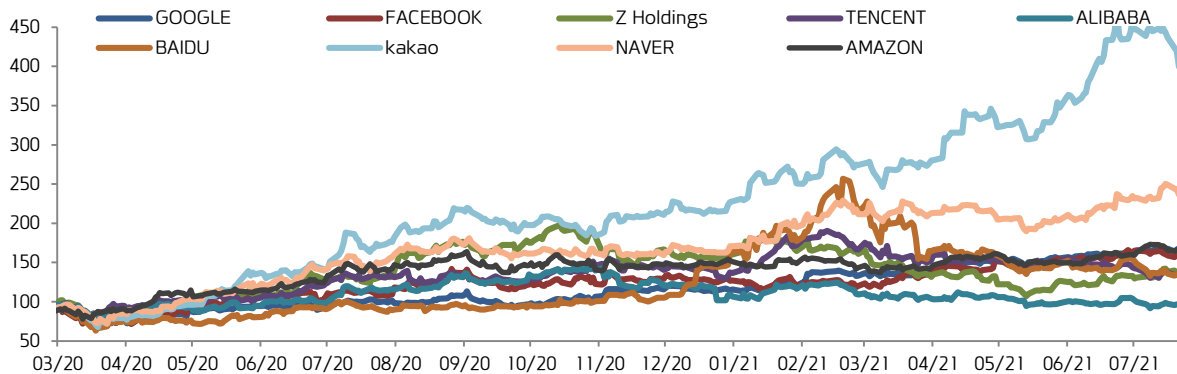
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

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)	25,769	
순이익 (십억원)	984	21년 예상 순이익(이익률 40%, 유효법인세율 25%)가정
Target PER (배)	26.2	알파벳 21년 PER 26.2배 적용
②커머스 사업가치 (십억원)	20,759	
순이익(십억원)	398	21년 예상 순이익(이익률 35%, 유효법인세율 25%)가정
Target PER (배)	52	Amazon 21년 PER 52.1배 적용
③네이버파이낸셜 기업가치(십억원)	9,525	Paypal 21년 PSR 13.7배 적용*지분율 70%
④클라우드가치 (십억원)	2,714	Cloudera 21년 PSR 5.1배 적용*프리미엄 30% 적용
⑤웹툰 사업가치(십억원)	9,231	넷플릭스 2021년 PSR 7.7배*지분율 66%
거래 추정액 (십억원)	1,800	2021년
⑥ A Holdings지분가치 (십억원)	13,303	
Z Holdings 현재시총	45,482	2021.07.21 일 기준
지분가치*할인율	0.29	지분 64.7%*50%, 할인율 10% 반영
⑦자사주+현금+투자자산	6,899	자사주 할인율 20%+현금+투자자산
⑧기업가치(십억원)	88,201	①+②+③+④+⑤+⑥+⑦
⑨발행주식수(천주)	164,263	
목표주가 (원)	536,948	⑥/⑦, 천단위 반올림
	540,000	천단위 반올림
현재주가 (원)	440,000	
상승여력 (%)	22.7	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356.2	5,304.1	6,798.1	7,981.3	9,227.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,356.2	5,304.1	6,798.1	7,981.3	9,227.3
판매비	3,201.2	4,088.8	5,461.6	6,211.1	7,069.5
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,336.5	1,770.2	2,157.8
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,758.8	2,269.2	2,742.6
영업외손익	236.2	418.2	16,999.5	931.4	1,086.1
이자수익	11.5	16.0	30.1	38.5	53.2
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	495.0	510.0	650.0
기타	229.7	320.4	16,598.9	507.4	507.4
법인세차감전이익	1,391.3	1,633.6	18,336.0	2,701.6	3,243.9
법인세비용	470.6	492.5	1,925.3	810.5	973.2
계속사업순이익	920.7	1,141.0	16,410.8	1,891.1	2,270.7
당기순이익	396.8	845.0	16,405.3	1,891.1	2,270.7
지배주주순이익	583.1	1,002.1	16,323.2	2,080.3	2,497.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.0	21.8	28.2	17.4	15.6
영업이익 증감율	22.5	5.2	10.0	32.5	21.9
EBITDA 증감율	37.3	3.5	2.8	29.0	20.9
지배주주순이익 증감율	-10.1	71.9	1,528.9	-87.3	20.1
EPS 증감율	-10.1	72.4	1,529.8	-87.3	20.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.7	22.2	23.4
EBITDA Margin(%)	37.9	32.3	25.9	28.4	29.7
지배주주순이익률(%)	13.4	18.9	240.1	26.1	27.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	7,105.2	8,847.1	11,703.3
현금 및 현금성자산	3,740.5	1,600.3	3,480.1	4,046.5	5,254.1
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	1,194.6	985.1	1,121.7	1,316.9	1,522.5
재고자산	55.1	4.3	5.6	6.5	7.6
기타유동자산	653.5	7,955.0	2,497.8	3,477.2	4,919.1
비유동자산	6,655.8	6,469.6	26,037.3	26,793.3	26,903.6
투자자산	1,387.7	2,247.7	3,487.4	4,346.5	23,736.6
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	20,582.5	20,278.4	1,583.4
자산총계	12,299.5	17,014.2	33,142.5	35,640.4	38,606.9
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	23,851.9	26,093.6	28,752.8
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	22,918.3	24,938.8	27,376.8
비지배지분	698.7	887.9	969.9	780.8	553.8
자본총계	6,503.9	8,255.1	24,821.8	26,874.4	29,306.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,356.8	1,447.2	18,055.5	2,056.5	2,453.7
당기순이익	396.8	845.0	16,405.3	1,891.1	2,270.7
비현금항목의 가감	872.6	969.6	1,899.2	837.8	931.5
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	-495.0	-510.0	-650.0
기타	583.6	1,073.0	1,971.9	848.8	996.7
영업활동자산부채증감	566.5	227.1	1,728.4	181.7	253.7
매출채권및기타채권의감소	-55.8	-110.4	-136.6	-195.2	-205.6
재고자산의감소	0.0	0.0	-1.2	-1.0	-1.0
매입채무및기타채무의증가	178.3	214.3	371.1	445.3	534.4
기타	444.0	123.2	1,495.1	-67.4	-74.1
기타현금흐름	-479.1	-594.5	-1,977.4	-854.1	-1,002.2
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	-59.8	-59.8
기타	48.4	-42.3	-42.2	-42.2	-42.2
기타현금흐름	86.6	-2,276.4	331.3	331.3	331.3
현금 및 현금성자산의 순증가	417.6	-2,140.2	1,879.8	566.4	1,207.6
기초현금 및 현금성자산	3,322.9	3,740.5	1,600.3	3,480.1	4,046.5
기말현금 및 현금성자산	3,740.5	1,600.3	3,480.1	4,046.5	5,254.1

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	3,538	6,097	99,372	12,664	15,206
BPS	35,223	44,850	145,205	158,852	175,041
CFPS	7,702	11,041	111,434	16,613	19,495
DPS	376	402	402	402	402
주가배수(배)					
PER	52.7	48.0	4.4	34.7	28.9
PER(최고)	53.7	56.9	4.6		
PER(최저)	30.1	22.1	2.9		
PBR	5.29	6.52	3.03	2.77	2.51
PBR(최고)	5.39	7.74	3.17		
PBR(최저)	3.02	3.01	1.97		
PSR	7.06	9.06	10.63	9.06	7.83
PCFR	24.2	26.5	3.9	26.5	22.6
EV/EBITDA	17.8	27.5	41.3	31.3	24.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	13.8	7.0	0.4	3.2	2.6
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROA	3.6	5.8	65.4	5.5	6.1
ROE	10.6	15.2	104.6	8.3	9.1
ROIC	62.9	58.5	70.3	132.3	286.8
매출채권회전율	3.8	4.9	6.5	6.5	6.5
재고자산회전율	77.4	178.4	1,371.5	1,318.5	1,309.2
부채비율	89.1	106.1	33.5	32.6	31.7
순차입금비율	-31.0	-23.2	-2.6	-7.9	-16.0
이자보상배율	69.8	56.1	11.9	15.7	19.2
총차입금	2,095.1	897.5	4,657.5	4,657.5	4,657.5
순차입금	-2,017.5	-1,918.7	-646.5	-2,124.8	-4,700.3
NOPLAT	1,653.0	1,710.6	1,758.8	2,269.2	2,742.6
FCF	1,281.9	966.7	2,746.8	1,219.9	2,348.9

Compliance Notice

- 당사는 7월 22일 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

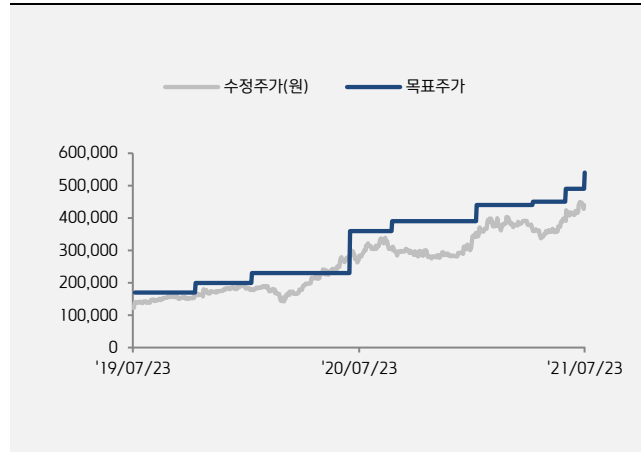
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-13.73	-8.37
	2021/07/23	BUY(Maintain)	540,000원	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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%