한화투자증권

2020년 5월 7일
기업분석

NAVER (035420)

사상 최고가 경신이 두렵지 않은 이유

▶Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(상향): 280,000원

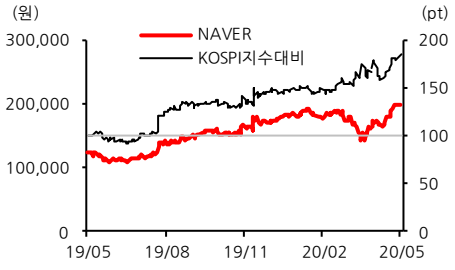
현재 주가(5/6)	212,000원
상승여력	▲32.1%
시가총액	348,238억원
발행주식수	164,263천주
52 주 최고가 / 최저가	212,000 / 108,500원
90 일 일평균 거래대금	1,245.94억원
외국인 지분율	58.1%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	12.3%
자사주 (외 1 인)	11.5%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	22.5	16.8	31.3	71.0
상대수익률(KOSPI)	14.9	30.2	41.3	83.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,587	6,593	7,478	8,354
영업이익	943	710	1,065	1,397
EBITDA	1,204	1,208	1,434	1,838
지배주주순이익	649	583	741	968
EPS	3,941	3,538	4,499	5,871
순차입금	-2,897	-2,029	-2,255	-2,729
PER	31.0	52.7	47.1	36.1
PBR	3.8	5.3	5.5	4.8
EV/EBITDA	14.3	23.8	22.7	17.5
배당수익률	0.3	0.2	0.1	0.1
ROE	13.0	10.6	12.2	14.2

주가 추이



동사의 주가는 분할 전 기준으로 100 만 원을 넘어서며, 사상 최고치를 경신했습니다. 시장의 투자 심리 개선과 무관하게 언택트 시대 수혜주로 꼽히며 동사의 기업가치 상승은 지속될 것입니다.

이유있는 신고가 행진, 성장성과 신규 BM 확대가 동시에

투자자들은 인터넷 기업의 가치를 '성장성과 신규 수익모델의 확장성'으로 평가한다. [그림1]에서 보듯이 동사의 기업가치가 크게 증가했던 2014년과 2017년에는 큰 폭의 이익 성장이 나타났고 라인이나 쇼핑검색광고와 같이 신규 수익모델 확장이라는 변수가 반영되었다. 동사의 올해 영업이익 성장률은 50%로 역대 가장 높은 수준이 전망되기 때문에 성장성이라는 요건을 충족한다. 또한 국내와 해외 모두에서 신규 수익모델 확장 모멘텀이 기대된다. 북미 웹툰의 성장이 가속화되는 가운데 기타 지역으로의 확장도 예상되며, 네이버파이낸셜 금융상품 판매 본격화를 앞두고 있고, 라인과 야후재팬의 경영통합도 구체화될 것으로 예상한다. 만약 이러한 변수들이 하나씩 가시화되면서 실적에 반영된다면 성장률 전망치는 더욱 상향 조정 될 수도 있다.

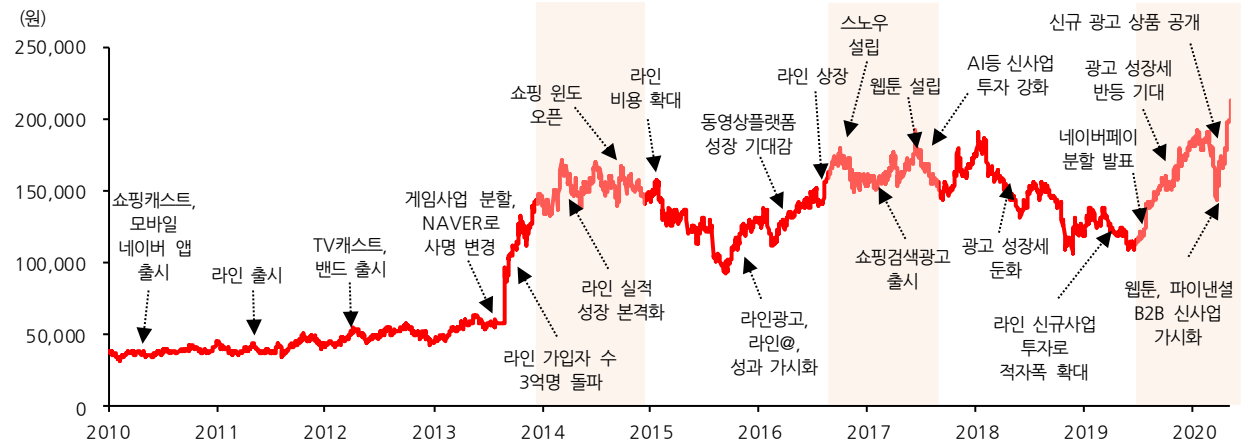
언택트 시대, 강력한 플랫폼 효과가 실질적으로 확인 중

쇼핑과 페이 거래액 성장세는 2분기에도 지속될 것으로 전망한다. 최근 네이버쇼핑의 신규 구매자는 급증하고 있고, 50대 이상 네이버페이 결제자 수도 전년 대비 53% 증가했다. 이는 언택트 문화 확산이 동사의 사업에 긍정적인 영향을 미치고 있다는 실질적인 지표로 볼 수 있다. 차기 성장 동력원이었던 클라우드, 라인웍스 등 B2B 사업은 코로나로 인해 예상보다 성장 속도가 빨라졌다. 비즈니스 협업툴 라인웍스의 3월 국내 고객 수는 국내에서 전년 대비 20배 이상 증가, 일본에서도 연초 대비 2배 이상 성장했다. 우리는 2분기 동사의 매출액과 영업이익이 전년동기 대비 각각 12.4%, 92.7% 성장할 것으로 전망한다.

목표주가 28만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

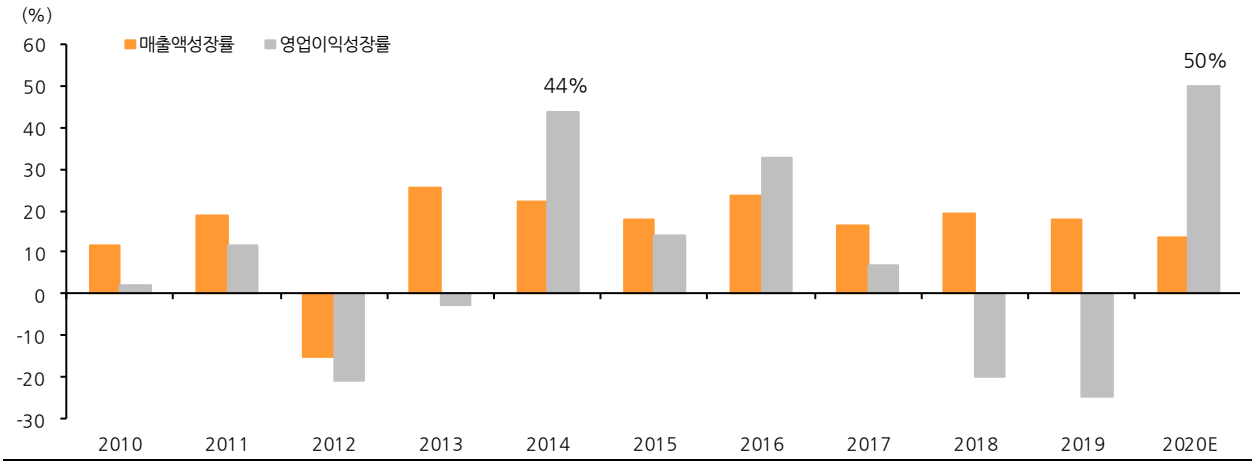
동사에 대한 목표주가를 28만 원으로 상향한다. 국내 포털 가치 22조 원, 파이낸셜 3조 원, 웹툰 3.5조 원, Z홀딩스 12조 원, 자사주와 순현금 5조 원을 합산해 산출했다. 이커머스 시장의 선두업체로 자리 잡아가는 쇼핑 부문 가치를 반영한다면 목표주가의 추가 상향 조정도 가능하다. EPS 성장과 리레이팅은 여전히 현재 진행형이라고 판단한다.

[그림1] NAVER 주가이벤트 히스토리: 3 번 째 주가 상승 랠리 후 역사적 신고가 돌파



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] NAVER 연간 실적 성장률 추이 및 전망



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	1,511	1,630	1,665	1,787	1,732	1,833	1,893	2,020	4,678	5,587	6,593	7,478
YoY(%)	15.4	19.6	19.1	17.9	14.6	12.4	13.7	13.0	16.3	19.4	18.0	13.4
광고	142.2	166.6	152.7	171.8	144.0	167.6	162.3	183.7	529	573	633	658
비즈니스플랫폼	669.3	715.9	719.3	746.5	749.7	788.4	808.6	850.1	2,158	2,476	2,851	3,197
IT 플랫폼	99.2	105.9	116.3	136.0	148.2	155.0	161.2	185.4	218	356	457	650
콘텐츠서비스	35.0	50.1	54.5	69.9	55.4	65.4	77.4	87.4	105	126	210	286
LINE 및 기타플랫폼	565.1	591.8	622.0	663.2	634.8	656.8	683.3	713.7	1,669	2,056	2,442	2,689
YoY (%) 성장률												
광고	6.8	12.0	12.2	10.8	1.3	0.6	6.3	6.9		8.2	10.5	3.8
비즈니스플랫폼	12.9	17.1	17.3	13.4	12.0	10.1	12.4	13.9		14.7	15.2	12.1
IT 플랫폼	36.8	22.6	27.2	28.8	49.4	46.3	38.6	36.3		63.4	28.5	42.0
콘텐츠서비스	18.2	61.6	64.2	118.4	58.3	30.5	42.0	25.0		20.4	66.5	36.3
LINE 및 기타플랫폼	17.4	21.8	18.7	17.3	12.3	11.0	9.8	7.6		23.2	18.8	10.1
영업비용	1,305	1,502	1,463	1,614	1,511	1,586	1,610	1,708	3,499	4,644	5,883	6,414
YoY(%)	24.0	34.9	24.4	23.8	15.8	5.6	10.0	5.8	19.8	32.7	26.7	9.0
플랫폼개발/운영	218.4	234.6	228.7	252.4	259.4	267.8	270.5	284.0	590	770	934	1,082
대행/파트너	277.0	298.2	304.6	339.7	320.5	349.8	353.3	390.0	852	1,036	1,220	1,414
인프라	75.8	80.4	85.0	94.8	89.2	95.4	100.7	110.5	223	253	336	396
마케팅	65.8	102.9	122.1	123.1	120.7	123.1	128.0	135.7	228	338	414	508
LINE 및 기타플랫폼	667.6	785.9	722.3	804.0	720.8	749.6	757.1	787.4	1,606	2,249	2,980	3,015
영업이익	206.2	128.4	202.1	173.4	221.5	247.4	283.1	312.7	1,179	943	710	1,065
YoY(%)	(19.8)	(48.8)	(8.8)	(18.7)	7.4	92.7	40.1	80.4	7.0	(20.1)	(24.7)	49.9
영업이익률(%)	13.6	7.9	12.1	9.7	12.8	13.5	15.0	15.5	25.2	16.9	10.8	14.2
당기순이익	87.6	27.8	85.3	196.2	135.1	180.4	216.2	209.7	770	637	397	741
YoY(%)	(43.0)	(90.1)	24.6	48.1	54.2	550.0	153.5	6.9	1.5	(17.3)	(37.7)	86.7
당기순이익률(%)	13.1	3.9	11.9	26.3	18.0	22.9	26.7	24.7	35.7	25.7	13.9	23.2

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,678	5,587	6,593	7,478	8,354
매출총이익	4,678	5,587	6,593	7,478	8,354
영업이익	1,179	943	710	1,065	1,397
EBITDA	1,385	1,204	1,208	1,434	1,838
순이자손익	47	38	1	-61	-57
외화관련손익	-16	-2	-14	0	0
지분법손익	-13	185	-10	79	79
세전계속사업손익	1,196	1,112	867	1,203	1,561
당기순이익	770	628	397	741	968
지배주주순이익	773	649	583	741	968
증가율(%)					
매출액	16.3	19.4	18.0	13.4	11.7
영업이익	7.0	-20.1	-24.7	50.0	31.2
EBITDA	9.5	-13.1	0.4	18.7	28.2
순이익	1.5	-18.5	-36.8	86.8	30.5
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	25.2	16.9	10.8	14.2	16.7
EBITDA 이익률	29.6	21.5	18.3	19.2	22.0
세전이익률	25.6	19.9	13.1	16.1	18.7
순이익률	16.5	11.2	6.0	9.9	11.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	4,784	5,386	5,644	6,106	6,607
현금성자산	3,597	4,069	4,124	4,350	4,824
매출채권	1,014	1,079	1,143	1,348	1,361
재고자산	36	57	55	73	74
비유동자산	3,235	4,496	6,656	7,184	7,733
투자자산	1,745	2,731	4,718	4,910	5,109
유형자산	1,150	1,457	1,596	1,978	2,368
무형자산	340	307	341	297	257
자산총계	8,019	9,881	12,300	13,290	14,340
유동부채	2,303	2,620	3,773	4,178	4,286
매입채무	544	595	759	1,071	1,082
유동성이자부채	361	357	729	729	729
비유동부채	411	1,312	2,022	2,048	2,075
비유동이자부채	55	814	1,366	1,366	1,366
부채총계	2,714	3,932	5,796	6,227	6,361
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	4,556	5,229	5,712	6,402	7,318
자본조정	-1,318	-1,546	-1,499	-1,629	-1,629
자기주식	-1,172	-1,297	-1,390	-1,390	-1,390
자본총계	5,305	5,949	6,504	7,063	7,980

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	940	974	1,357	1,097	1,435
당기순이익	770	628	397	741	968
자산상각비	206	261	498	369	440
운전자본증감	-139	220	567	170	79
매출채권 감소(증가)	-176	49	-56	-204	-13
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-18	-1
매입채무 증가(감소)	0	0	0	313	11
투자현금흐름	-1,310	-388	-1,078	-834	-926
유형자산처분(취득)	-466	-517	-429	-716	-800
무형자산 감소(증가)	-28	-42	-71	10	10
투자자산 감소(증가)	264	728	48	-16	-16
재무현금흐름	636	751	52	-52	-51
차입금의 증가(감소)	48	731	6	0	0
자본의 증가(감소)	466	-42	-46	-52	-51
배당금의 지급	33	42	46	52	51
총현금흐름	1,433	1,235	1,269	927	1,356
(-)운전자본증가(감소)	16	-191	-578	-170	-79
(-)설비투자	472	535	436	716	800
(+)자산매각	-22	-24	-64	10	10
Free Cash Flow	923	866	1,348	391	645
(-)기타투자	1,202	527	638	112	120
잉여현금	-279	339	709	278	525
NOPLAT	762	528	328	656	866
(+) Dep	206	261	498	369	440
(-)운전자본투자	16	-191	-578	-170	-79
(-)Capex	472	535	436	716	800
OpFCF	480	445	968	479	586

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	4,696	3,941	3,538	4,499	5,871
BPS	28,936	31,795	35,223	38,615	44,176
DPS	289	314	310	310	310
CFPS	8,710	7,501	7,702	5,623	8,226
ROA(%)	10.7	7.2	5.3	5.8	7.0
ROE(%)	18.5	13.0	10.6	12.2	14.2
ROIC(%)	105.9	46.3	18.1	27.8	32.6
Multiples(x,%)					
PER	37.1	31.0	52.7	47.1	36.1
PBR	6.0	3.8	5.3	5.5	4.8
PSR	6.1	3.6	4.7	4.7	4.2
PCR	20.0	16.3	24.2	37.7	25.8
EV/EBITDA	18.4	14.3	23.8	22.7	17.5
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	51.2	66.1	89.1	88.2	79.7
Net debt/Equity	-60.0	-48.7	-31.2	-31.9	-34.2
Net debt/EBITDA	-229.7	-240.7	-167.9	-157.3	-148.5
유동비율	207.8	205.6	149.6	146.1	154.2
이자보상배율(배)	2,073.9	68.7	20.4	7.7	10.1
자산구조(%)					
투하자본	14.4	16.9	20.2	21.1	22.2
현금+투자자산	85.6	83.1	79.8	78.9	77.8
자본구조(%)					
차입금	7.3	16.5	24.4	22.9	20.8
자기자본	92.7	83.5	75.6	77.1	79.2

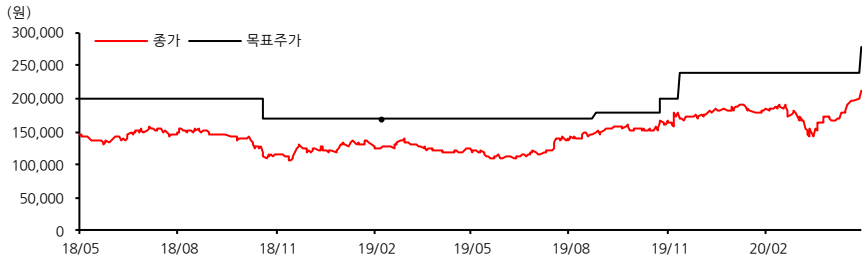
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2020 년 05 월 07 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.06.12	2018.08.16	2018.10.15	2018.10.26	2018.11.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		1,000,000	1,000,000	200,000	170,000	170,000
일 시	2019.01.10	2019.01.21	2019.02.01	2019.03.19	2019.04.26	2019.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2019.07.08	2019.07.26	2019.09.02	2019.10.11	2019.10.24	2019.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	180,000	180,000	180,000	200,000
일 시	2019.11.11	2019.11.19	2020.01.13	2020.01.31	2020.03.10	2020.03.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2020.04.24	2020.05.07				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	240,000	280,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.10.15	Buy	200,000	-35.97	-32.00
2018.10.26	Buy	170,000	-26.93	-12.65
2019.09.02	Buy	180,000	-14.26	-8.89
2019.11.01	Buy	200,000	-16.73	-10.00
2019.11.19	Buy	240,000	-26.23	-17.08
2020.05.07	Buy	280,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2020 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%