



NAVER (035420)

또 한번 예상을 뛰어넘을 외형성장

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 370,000원

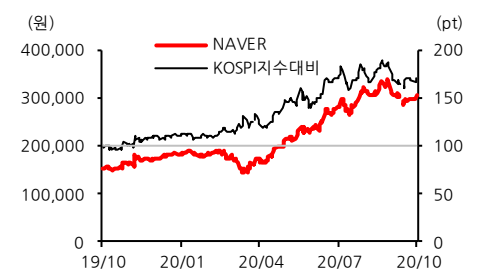
현재 주가(10/6)	305,000원
상승여력	▲21.3%
시가총액	501,003억원
발행주식수	164,263천주
52 주 최고가 / 최저가	339,000 / 143,000원
90 일 일평균 거래대금	3,150.93억원
외국인 지분율	55.5%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1인)	12.7%
자사주 (외 1인)	11.5%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.2	8.3	76.3	102.7
상대수익률(KOSPI)	-7.1	0.2	44.3	85.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,587	6,593	7,715	8,722
영업이익	943	710	1,042	1,354
EBITDA	1,204	1,208	1,437	1,842
지배주주순이익	649	583	819	1,106
EPS	3,941	3,538	4,988	6,731
순차입금	-2,897	-2,029	-2,526	-3,055
PER	31.0	52.7	61.1	45.3
PBR	3.8	5.3	7.0	6.1
EV/EBITDA	14.3	23.8	33.1	25.5
배당수익률	0.3	0.2	0.1	0.1
ROE	13.0	10.6	12.7	14.4

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 광고, 커머스, 페이, 콘텐츠 사업에서 시장 예상을 뛰어 넘는 성장세를 나타낼 것으로 전망합니다.

3분기 매출액 1.98조 원, 영업이익 2707억 원 전망

동사의 3분기 연결 실적으로 매출액 1.98조 원, 영업이익 2707억 원을 전망한다. 광고(CPM)와 비즈니스플랫폼(CPC/CPS) 매출액은 전년동기 대비 각각 18%, 12% 증가할 것으로 예상된다. 스마트채널은 노출량 확대가 지속되고 있고, 크게 증가한 쇼핑 거래액의 성장세도 꺾이지 않고 유지되고 있는 것으로 추정한다. IT플랫폼과 콘텐츠 부문 매출액도 각각 65%, 68% 성장하며 시장 예상을 상회할 것으로 전망한다. 이는 페이, 클라우드 매출액 증가와 8월 월거래액 800억 원을 달성한 글로벌 웹툰 사업 호조세에 기인한다. 한편, 라인망가 관련 마케팅 강화로 인해 마케팅비는 전분기 대비 14% 증가한 1574억 원을 예상한다.

본업 성장세 레벨업, 신규 사업 매출 기여도 임박

동사의 4분기 매출액과 영업이익도 전년동기 대비 각각 18%, 84%나 성장하는 실적 모멘텀이 유지될 것으로 전망된다. 성과형 광고 확대와 쇼핑 호조세로 본업 성장 레벨이 한단계 높아졌으며, 웹툰과 B2B 사업은 성장 속도가 가팔라질 것으로 예상된다. 글로벌 웹툰 연간 거래액은 올 초 목표로 제시했던 8000억 원을 무난히 넘어 1조 원 가까운 수준을 달성할 것으로 전망하며, 이에 따라 수익화 시점도 빨라질 것으로 판단한다. 전년대비 2배 이상씩 매출이 증가하고 있는 클라우드를 포함한 B2B 사업은 동사의 히트 가치가 될 것으로 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 37만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 목표주가는 포털 32.8조 원, 파이낸셜 4.7조 원, 웹툰 4조 원, 라인 합작법인 13조 원으로 산출했다. 우리는 최근 나타난 주가 조정이 과잉평가 기회라고 판단하며 EPS 성장과 멀티플 리레이팅이 동반될 것이라는 의견을 유지한다. 4분기에도 전 사업 분야에 걸쳐 실적이 좋을 것으로 예상하고, 신규 사업들이 구체화됨에 따라 또 다른 매출 성장 기대감도 부각될 것으로 판단하기 때문이다. 커머스, 파이낸셜, B2B 등 주요 사업 지표 공개 시에는 시장 성장률을 상회하고 있는 성장세가 두드러지면서 각 사업 부문의 가치 재평가가 나타날 것으로 전망한다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	1,511	1,630	1,665	1,787	1,732	1,903	1,980	2,101	4,678	5,587	6,593	7,715
YoY(%)	15.4	19.6	19.1	17.9	14.6	16.7	18.9	17.5	16.3	19.4	18.0	17.0
광고	142.2	166.6	152.7	171.8	144.0	174.7	179.6	203.0	529	573	633	701
비즈니스플랫폼	669.3	715.9	719.3	746.5	749.7	777.2	808.6	850.1	2,158	2,476	2,851	3,186
IT 플랫폼	99.2	105.9	116.3	136.0	148.2	180.2	192.1	205.6	218	356	457	726
콘텐츠서비스	35.0	50.1	54.5	69.9	55.4	79.6	91.6	101.6	105	126	210	328
LINE 및 기타플랫폼	565.1	591.8	622.0	663.2	634.8	690.8	708.2	740.4	1,669	2,056	2,442	2,774
YoY(%) 성장률												
광고	6.8	12.0	12.2	10.8	1.3	4.9	17.6	18.2		8.2	10.5	10.7
비즈니스플랫폼	12.9	17.1	17.3	13.4	12.0	8.6	12.4	13.9		14.7	15.2	11.7
IT 플랫폼	36.8	22.6	27.2	28.8	49.4	70.2	65.2	51.2		63.4	28.5	58.8
콘텐츠서비스	18.2	61.6	64.2	118.4	58.3	58.9	68.1	45.4		20.4	66.5	56.7
LINE 및 기타플랫폼	17.4	21.8	18.7	17.3	12.3	16.7	13.9	11.6		23.2	18.8	13.6
영업비용	1,305	1,502	1,463	1,614	1,511	1,672	1,709	1,781	3,499	4,644	5,883	6,673
YoY(%)	24.0	34.9	24.4	23.8	15.8	11.3	16.9	10.4	19.8	32.7	26.7	13.4
플랫폼개발/운영	218.4	234.6	228.7	252.4	259.4	263.7	266.3	285.1	590	770	934	1,075
대행/파트너	277.0	298.2	304.6	339.7	320.5	361.0	368.2	382.9	852	1,036	1,220	1,433
인프라	75.8	80.4	85.0	94.8	89.2	110.0	102.3	108.4	223	253	336	410
마케팅	65.8	102.9	122.1	123.1	120.7	138.1	157.4	165.3	228	338	414	582
LINE 및 기타플랫폼	667.6	785.9	722.3	804.0	720.8	799.1	815.1	839.5	1,606	2,249	2,980	3,175
영업이익	206.2	128.4	202.1	173.4	221.5	230.6	270.7	319.5	1,179	943	710	1,042
YoY(%)	(19.8)	(48.8)	(8.8)	(18.7)	7.4	79.6	34.0	84.2	7.0	(20.1)	(24.7)	46.8
영업이익률(%)	13.6	7.9	12.1	9.7	12.8	12.1	13.7	15.2	25.2	16.9	10.8	13.5
당기순이익	87.6	27.8	85.3	196.2	135.1	90.6	218.6	224.4	770	637	397	669
YoY(%)	(43.0)	(90.1)	24.6	48.1	54.2	226.4	156.3	14.3	1.5	(17.3)	(37.7)	68.5
당기순이익률(%)	13.1	3.9	11.9	26.3	18.0	11.7	27.0	26.4	35.7	25.7	13.9	21.0

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
네이버 포털 적정가치	32,750	
12개월 선행 순이익	1,310	
Target PER(배)	25	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER 대비 10% 할인
웹툰 지분가치	4,010	
12개월 선행 거래대금	810	네이버웹툰+라인망가 합산
Target PSR(배)	7.5	
지분율	66%	
파이낸셜 지분가치	4,686	
12개월 선행 네이버페이 거래대금	25,500	2Q20 6조 원 돌파한점 고려
배수(기업가치/거래대금)	0.26	페이코 최근 투자 유치 가치에 100% 할증
파이낸셜 적정가치	6,694	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
Z홀딩스 지분가치	12,847	15% 할인 적용
Z홀딩스+LINE 시가총액	45,800	
지분율	33%	
순현금	2,026	
자사주	4,701	15% 할인 적용
적정 기업가치	61,019	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 주가(원)	370,234	
목표 주가(원)	370,000	
현재 주가(원)	305,000	
상승 여력	21.3%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,678	5,587	6,593	7,715	8,722
매출총이익	4,678	5,587	6,593	7,715	8,722
영업이익	1,179	943	710	1,042	1,354
EBITDA	1,385	1,204	1,208	1,437	1,842
순이자손익	47	38	1	60	100
외화관련손익	-16	-2	-14	0	0
지분법손익	-13	185	-10	-15	-13
세전계속사업손익	1,196	1,112	867	1,122	1,621
당기순이익	770	628	397	669	1,005
지배주주순이익	773	649	583	819	1,106
증가율(%)					
매출액	16.3	19.4	18.0	17.0	13.0
영업이익	7.0	-20.1	-24.7	46.8	29.9
EBITDA	9.5	-13.1	0.4	19.0	28.2
순이익	1.5	-18.5	-36.8	68.5	50.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	25.2	16.9	10.8	13.5	15.5
EBITDA 이익률	29.6	21.5	18.3	18.6	21.1
세전이익률	25.6	19.9	13.1	14.5	18.6
순이익률	16.5	11.2	6.0	8.7	11.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	940	974	1,357	1,372	1,708
당기순이익	770	628	397	669	1,005
자산상각비	206	261	498	395	488
운전자본증감	-139	220	567	16	73
매출채권 감소(증가)	-176	49	-56	-44	-16
재고자산 감소(증가)	0	0	0	18	-1
매입채무 증가(감소)	0	0	0	5	14
투자현금흐름	-1,310	-388	-1,078	-2,247	-1,183
유형자산처분(취득)	-466	-517	-429	-784	-835
무형자산 감소(증가)	-28	-42	-71	-67	-65
투자자산 감소(증가)	264	728	48	-981	-55
재무현금흐름	636	751	52	755	-51
차입금의 증가(감소)	48	731	6	111	0
자본의 증가(감소)	466	-42	-46	644	-51
배당금의 지급	33	42	46	52	51
총현금흐름	1,433	1,235	1,269	1,356	1,635
(-)운전자본증가(감소)	16	-191	-578	2	-73
(-)설비투자	472	535	436	805	835
(+)자산매각	-22	-24	-64	-45	-65
Free Cash Flow	923	866	1,348	504	807
(-)기타투자	1,202	527	638	398	227
잉여현금	-279	339	709	106	580
NOPLAT	762	528	328	621	839
(+) Dep	206	261	498	395	488
(-)운전자본투자	16	-191	-578	2	-73
(-)Capex	472	535	436	805	835
OpFCF	480	445	968	208	565

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	4,784	5,386	5,644	7,051	7,611
현금성자산	3,597	4,069	4,124	4,967	5,496
매출채권	1,014	1,079	1,143	1,632	1,649
재고자산	36	57	55	112	113
비유동자산	3,235	4,496	6,656	7,906	8,533
투자자산	1,745	2,731	4,718	5,275	5,489
유형자산	1,150	1,457	1,596	2,047	2,459
무형자산	340	307	341	584	585
자산총계	8,019	9,881	12,300	14,957	16,144
유동부채	2,303	2,620	3,773	4,611	4,716
매입채무	544	595	759	1,377	1,391
유동성이자부채	361	357	729	1,006	1,006
비유동부채	411	1,312	2,022	2,168	2,196
비유동이자부채	55	814	1,366	1,435	1,435
부채총계	2,714	3,932	5,796	6,780	6,912
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,575	2,235	2,235
이익잉여금	4,556	5,229	5,712	6,475	7,529
자본조정	-1,318	-1,546	-1,499	-1,593	-1,593
자기주식	-1,172	-1,297	-1,390	-1,366	-1,366
자본총계	5,305	5,949	6,504	8,178	9,232

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	4,696	3,941	3,538	4,988	6,731
BPS	28,936	31,795	35,223	43,425	49,846
DPS	289	314	310	310	310
CFPS	8,710	7,501	7,702	8,257	9,951
ROA(%)	10.7	7.2	5.3	6.0	7.1
ROE(%)	18.5	13.0	10.6	12.7	14.4
ROIC(%)	105.9	46.3	18.1	22.7	24.4
Multiples(x, %)					
PER	37.1	31.0	52.7	61.1	45.3
PBR	6.0	3.8	5.3	7.0	6.1
PSR	6.1	3.6	4.7	6.5	5.7
PCR	20.0	16.3	24.2	36.9	30.7
EV/EBITDA	18.4	14.3	23.8	33.1	25.5
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	51.2	66.1	89.1	82.9	74.9
Net debt/Equity	-60.0	-48.7	-31.2	-30.9	-33.1
Net debt/EBITDA	-229.7	-240.7	-167.9	-175.8	-165.9
유동비율	207.8	205.6	149.6	152.9	161.4
이자보상배율(배)	2,073.9	68.7	20.4	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	14.4	16.9	20.2	23.9	24.9
현금+투자자산	85.6	83.1	79.8	76.1	75.1
자본구조(%)					
차입금	7.3	16.5	24.4	23.0	20.9
자기자본	92.7	83.5	75.6	77.0	79.1

[Compliance Notice]

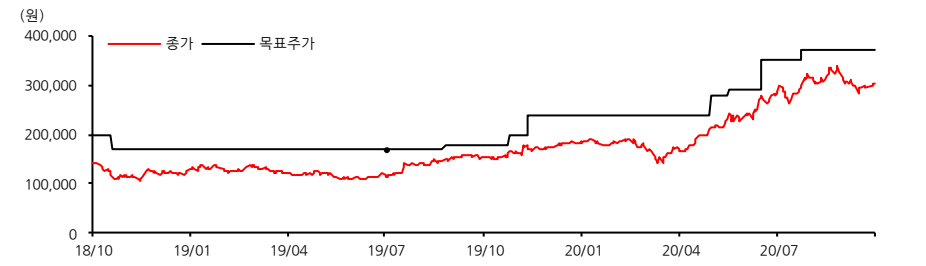
(공표일: 2020년 10월 07일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.10.15	2018.10.26	2018.11.27	2019.01.10	2019.01.21
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		200,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2019.02.01	2019.03.19	2019.04.26	2019.05.03	2019.07.08	2019.07.26
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2019.09.02	2019.10.11	2019.10.24	2019.11.01	2019.11.11	2019.11.19
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	180,000	180,000	180,000	200,000	200,000	240,000
일 시	2020.01.13	2020.01.31	2020.03.10	2020.03.18	2020.04.24	2020.05.07
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	280,000
일 시	2020.05.25	2020.06.24	2020.07.31	2020.08.05	2020.09.16	2020.09.24
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	290,000	350,000	370,000	370,000	370,000	370,000
일 시	2020.10.07					
투자 의견	Buy					
목표 가격	370,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	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	-26.10	-11.67
2020.05.07	Buy	280,000	-22.02	-17.68
2020.05.25	Buy	290,000	-16.79	-4.83
2020.06.24	Buy	350,000	-20.13	-14.57
2020.07.31	Buy	370,000		

[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 투자 의견 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: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%