

## NAVER (035420)

인터넷

02)3770-5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	160,000원 (D)
현재주가 (10/25)	119,000원
상승여력	34%

시가총액	196,128억원
총발행주식수	164,813,395주
60일 평균 거래대금	704억원
60일 평균 거래량	268,743주
52주 고	190,000원
52주 저	119,000원
외인지분율	60.10%
주요주주	국민연금 10.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.9)	(20.2)	(26.0)
상대	(7.0)	(12.1)	(10.6)
절대(달러환산)	(19.6)	(21.1)	(26.7)

## 이익감소 보다 매출둔화가 더 우려

## 3분기 실적 Review

매출액 1조3,977억원 YoY +16.4%, 영업이익은 2,217억원 YoY -29.0%. 순이익은 684억원 YoY -68.3%. 시장기대치 하회

NAVER 플랫폼 8,737억원 YoY +13.7%, QoQ -0.5%, 영업이익 2,764억원, YoY +4.3%, 영업이익률 31.6%. LINE 및 기타 매출 5,240억원 YoY +21.2%, 영업손실 546억원 적자확대

세부적으로 NAVER (디스플레이) 광고 매출액 1,361억원 YoY 성장을 +2.4%로 상반기 YoY 성장을 +14.6% 대비 12.2%pt 감소. 비즈니스 플랫폼(검색광고&쇼핑) 매출액 6,130억원 YoY 성장을 +11.5%로 상반기 YoY 성장을 +16.7% 대비 5.2%pt 감소. LINE 광고 매출액 269억엔 YoY 성장을 +22.3%로 상반기 YoY 성장을 40.0% 대비 17.7%pt 감소. NAVER 연결매출의 73%를 차지하고 영업이익의 대부분을 차지하는 광고 매출의 3분기 YoY 성장률은 +12.8%로 상반기 +21.6% 대비 8.8%pt 감소함. 원인은 국내 광고시장 불황, NAVER 모바일의 추가 성장여력 한계, LINE 광고플랫폼 이전에 따른 광고단가 정체로 판단됨

## 4분기 및 2019년 전망

NAVER가 국내 모바일 시장에서 차지하는 (검색) 영향력이 과거와 같지 않고, 연말 또는 내년 초 도입 예정될 모바일 화면 개편이 가져올 트래픽 증감이 불확실하며, 초기화면 개편에 따른 디스플레이 광고 매출 하락은 불가피 할 것으로 예상됨. 동사는 주력 매출액이자 영업이익의 원천인 광고 성장률이 떨어지면 떨어질수록 광고외 사업(핀테크 등) 성장을 위한 투자(비용) 증가를 할 것으로 예상됨

LINE은 LINE페이의 사용 증가를 위해 매출액 증가 이상의 비용증가가 계속되고 있지만, LINE페이가 다른 LINE 관련 사업(핀테크 등) 성장을 가져올지에 대해서는 불확실성이 존재한다는 판단임. 또한, LINE의 페이, 핀테크, 인공지능 등 미래 성장을 위한 투자(비용)는 계속될 것으로 예상되는 바, 매출액 성장에도 이익성장을 및 이익률 개선은 제한적일 것으로 전망.

## 투자의견 BUY, 목표주가 16만원으로 하향조정

10월 진행된 5:1 액면분할에 따른 주식수 증가와 광고매출 성장을 하락전망에 따른 2019년 실적 추정 감소를 반영하여 목표주가를 16만원으로 하향 조정함

## Quarterly earning forecasts

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,977	16.4	2.5	14,102	-0.9
영업이익	2,217	-29.0	-11.5	2,509	-11.6
세전계속사업이익	1,887	-41.2	-51.4	2,528	-25.4
지배순이익	989	-53.8	-62.6	1,745	-43.3
영업이익률 (%)	15.9	-10.1 %pt	-2.5 %pt	17.8	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	7.1	-10.7 %pt	-12.3 %pt	12.4	-5.3 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

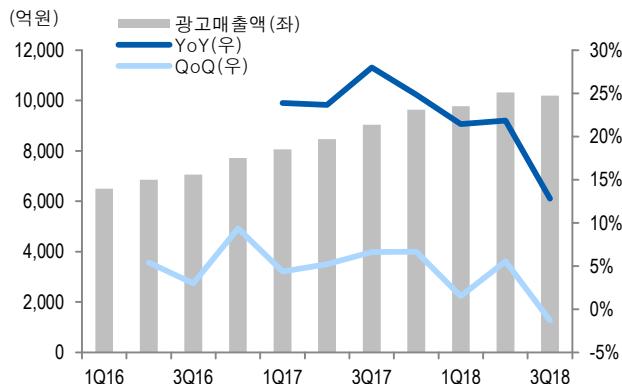
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	40,226	46,785	55,378	61,599
영업이익	11,020	11,792	9,762	10,794
지배순이익	7,493	7,729	6,999	8,575
PER	159.8	173.4	28.0	22.9
PBR	29.1	25.1	3.2	2.8
EV/EBITDA	17.0	17.4	17.0	15.3
ROE	26.2	18.5	13.8	14.7

자료: 유안타증권

NAVER 실적 추이 및 전망											(단위: 억원, 백만엔)
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익(억원)	10,822	11,296	12,007	12,659	13,091	13,636	13,977	14,674	46,784	55,378	61,599
광고	1,122	1,338	1,329	1,505	1,331	1,487	1,361	1,539	5,294	5,718	5,432
비즈니스플랫폼	5,105	5,218	5,498	5,756	5,927	6,116	6,130	6,317	21,577	24,490	26,449
IT 플랫폼	434	494	586	664	725	857	885	952	2,178	3,419	4,479
콘텐츠서비스	247	250	272	276	296	317	361	385	1,045	1,359	1,617
LINE 및 기타플랫폼	3,914	3,996	4,322	4,458	4,812	4,859	5,240	5,481	16,690	20,392	23,622
영업비용	7,914	8,444	8,886	9,748	10,521	11,130	11,760	12,204	34,992	45,615	50,804
플랫폼개발/운영	1,481	1,513	1,596	1,466	1,832	1,902	1,931	2,054	6,056	7,719	8,507
대형/파트너	1,887	2,043	2,157	2,486	2,404	2,622	2,547	2,705	6,056	7,719	8,507
인프라	501	552	580	617	603	638	673	670	2,250	2,584	2,789
마케팅	472	582	700	670	710	849	823	914	2,424	3,296	3,629
LINE 및 기타	3,574	3,755	3,852	4,509	4,972	5,119	5,786	5,862	15,690	21,739	24,436
영업이익	2,908	2,852	3,121	2,911	2,570	2,506	2,217	2,470	11,792	9,763	10,794
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.4%	15.9%	16.8%	25.2%	17.6%	17.5%
LINE Corp.(백만엔)											
Revenues	40,652	41,579	44,342	47,890	48,736	50,625	51,850	54,205	174,463	205,416	236,097
Other Operating Income	329	10,694	491	497	1,473	9,655	93	1063.5	12,011	12,285	6,074
Ads	18,254	19,145	22,036	23,712	25,190	27,169	26,946	28,187	83,147	107,492	130,937
Account Ads	10,543	10,148	11,518	12,720	13,468	13,999	13,912	14,377	44,929	55,756	64,353
Display Ads	5,033	5,680	7,833	8,476	9,128	9,177	8,838	9,534	27,022	36,677	53,410
Portal Ads	2,678	3,317	2,694	2,618	2,575	3,993	4,196	4,276	11,307	15,040	13,174
Communication	8,067	7,548	7,526	7,084	7,415	7,313	6,905	7,383	30,225	29,016	28,146
Content	10,441	10,080	9,879	9,744	9,231	9,342	9,931	10,034	40,144	38,538	37,382
Fintech/AI/Commerce/Mobile	574	1,777	1,179	2,217	2,665	1,956	2,033	2,236	5,747	8,890	16,003
Operating Expenses(계정별)	36,955	37,670	38,982	47,815	48,962	51,205	55,519	56,111	161,422	211,797	236,040
Payment processing and Licensing	7,684	7,340	7,296	7,296	7,306	7,837	7,507	7,821	29,616	30,471	30,776
Sales commission	1,872	1,934	1,978	2,428	3,011	3,939	4,131	4,092	8,212	15,173	15,132
Employee compensation	9,718	9,547	10,799	12,405	13,493	13,884	14,728	15,901	42,469	58,006	69,375
Marketing	4,026	3,832	2,538	5,081	3,931	4,655	5,775	5,334	15,477	19,695	21,791
Infrastructure and communication	2,142	2,243	2,225	2,477	2,601	2,482	2,681	2,711	9,087	10,475	11,470
Outsourcing expense	4,815	5,622	6,338	7,234	7,937	6,976	8,101	7,915	24,009	30,929	33,071
Depreciation and amortization	1,476	1,541	1,870	2,262	2,329	2,620	2,903	2,900	7,149	10,752	12,936
Other operating expenses	5,222	5,611	5,938	8,632	8,354	8,812	9,693	9,438	25,403	36,297	41,489
Operating Income	4,026	14,603	5,851	572	1,247	9,075	-3,576	-842	25,052	5,904	6,130
Operating Income(기타수익제외)	3,697	3,909	5,360	75	-226	-580	-3,669	-1,906	13,041	-6,381	56
영업이익률	9.1%	9.4%	12.1%	0.2%	-0.5%	-1.1%	-7.1%	-3.5%	7.5%	-3.1%	0.0%

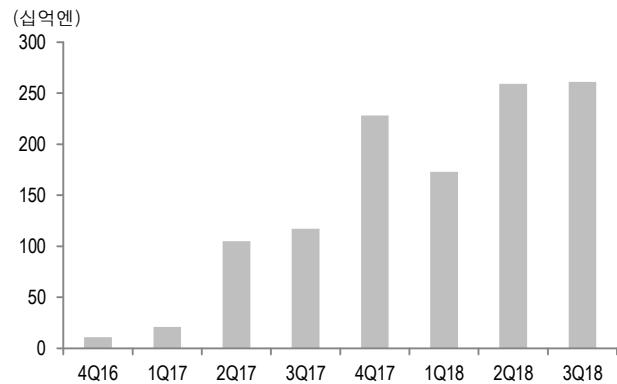
자료: NAVER, LINE, 유안타증권 리서치센터

## NAVER 연결 광고(디스플레이+검색+리인광고) 매출액 &amp; 성장을



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

## 라인페이 거래액 추이



자료: LINE, 유안타증권 리서치센터

## Peer 기업 베이스 비교

(단위: 배, %)

		Alphabet	Facebook	Baidu	Yahoo JP	평균	Amazon	Tencent	Twitter
PER(배)	FY18	20.7	17.7	18.6	18.8	18.9	62.9	28.1	40.4
	FY19	18.6	15.8	16.3	17.6	17.1	46.2	21.9	36.0
ROE(%)	FY18	17.6	24.9	17.3	10.3	17.5	23.6	26.0	9.2
	FY19	16.7	22.1	15.8	11.0	16.4	21.7	25.6	8.4
PSR(배)	FY18	6.7	7.6	4.3	2.0	5.1	3.5	7.0	7.2
	FY19	5.6	6.1	3.6	1.9	4.3	2.8	5.3	6.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## NAVER 목표주가 산정내역

(단위: 억원, 원, 배)

NAVER 국내 검색+커머스 플랫폼 가치 (A)	148,440
2019년 예상 별도 영업이익 (1~25%)	8,706
Target PER(글로벌 peer 4개사 평균 PER)	17.1
LINE 지분 가치 (B) (71%)	70,239
LINE 2019년 예상 매출액	23,610
Target PSR(글로벌 peer 4개사 평균 PSR)	4.3
LINE 가치	100,341
LINE 발행 주식수	219,407,000
자산가치 (C)	45,808
자사주 (18,630,305주)	29,808
순현금(별도재무제표 기준)	16,000
NAVER 총 가치 (A+B+C)	264,488
발행주식수	164,813,395
NAVER 주당가치 (원)	160,477

자료: 유안타증권 리서치센터

## NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	40,226	46,785	55,378	61,599	67,699	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	40,226	46,785	55,378	61,599	67,699	
판관비	29,206	34,993	45,615	50,804	55,455	
영업이익	11,020	11,792	9,762	10,794	12,244	
EBITDA	12,650	13,854	9,762	10,794	12,244	
영업외순익	297	166	701	731	1,008	
외환관련순익	9	-159	-142	0	0	
이자순익	295	361	390	609	674	
관계기업관련순익	-94	-140	-317	-264	-132	
기타	88	105	770	387	466	
법인세비용차감전순이익	11,318	11,958	10,464	11,526	13,252	
법인세비용	3,609	4,232	3,877	3,458	4,373	
계속사업순이익	7,709	7,727	6,587	8,068	8,879	
증단사업순이익	-118	-26	-9	-9	-9	
당기순이익	7,591	7,701	6,578	8,059	8,869	
지배지분순이익	7,493	7,729	6,999	8,575	9,438	
포괄순이익	7,236	6,272	7,551	7,916	8,672	
지배지분포괄이익	7,330	6,725	7,373	7,730	8,468	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	41,999	47,842	50,720	53,539	55,328	
현금및현금성자산	17,262	19,076	29,750	32,359	33,942	
매출채권 및 기타채권	7,193	10,250	5,645	5,810	5,972	
재고자산	103	362	406	452	496	
비유동자산	21,707	32,350	40,832	48,366	56,032	
유형자산	8,633	11,500	12,930	15,332	17,734	
관계기업등 지분관련자산	1,822	2,810	8,799	13,931	19,195	
기타투자자산	6,148	11,067	11,904	11,904	11,904	
자산총계	63,706	80,193	91,552	101,905	111,360	
유동부채	18,039	23,027	24,859	25,436	25,942	
매입채무 및 기타채무	9,808	12,458	8,764	8,764	8,764	
단기차입금	2,273	2,110	2,901	3,407	3,914	
유동성장기부채	0	1,500	1,500	1,500	1,500	
비유동부채	4,371	4,113	6,118	6,779	7,872	
장기차입금	0	499	1,592	2,685	3,777	
사채	1,500	0	0	0	0	
부채총계	22,410	27,141	30,977	32,215	33,814	
자본금	35,947	47,623	54,175	62,328	69,354	
자본금	165	165	824	824	824	
자본잉여금	12,172	15,079	15,235	15,235	15,235	
이익잉여금	38,102	45,555	52,683	60,836	67,862	
비자지분	5,349	5,428	6,399	7,362	8,192	
자본총계	41,296	53,052	60,574	69,690	77,546	
순차입금	-30,170	-31,817	-37,004	-38,014	-37,997	
총차입금	3,773	4,156	6,016	7,615	9,214	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	11,640	9,400	13,734	11,167	11,850	
당기순이익	7,591	7,701	6,578	8,059	8,869	
감가상각비	1,457	1,827	0	0	0	
외환순이익	-37	54	142	0	0	
증속,관계기업관련순이익	94	140	192	264	132	
자산부채의 증감	883	-1,385	6,225	-306	-302	
기타현금흐름	1,653	1,063	598	3,150	3,150	
투자활동 현금흐름	-9,417	-13,103	-5,650	-7,832	-7,832	
투자자산	-1,999	-7,787	-6,219	-5,396	-5,396	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,538	-4,722	-2,434	-2,434	-2,434	
유형자산 감소	566	60	32	32	32	
기타현금흐름	-6,446	-654	2,971	-34	-34	
재무활동 현금흐름	6,978	6,362	1,357	1,945	-45	
단기차입금	-2,352	-9	506	506	506	
사채 및 장기차입금	-1,055	490	1,093	1,093	1,093	
자본	0	0	659	0	0	
현금배당	-321	-326	-425	-423	-2,412	
기타현금흐름	10,707	6,207	-476	768	768	
연결범위변동 등 기타	-73	-846	1,233	-2,671	-2,390	
현금의 증감	9,128	1,813	10,674	2,609	1,583	
기초 현금	8,134	17,262	19,076	29,750	32,359	
기말 현금	17,262	19,076	29,750	32,359	33,942	
NOPLAT	11,020	11,792	9,762	10,794	12,244	
FCF	8,481	3,575	9,936	4,816	5,467	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

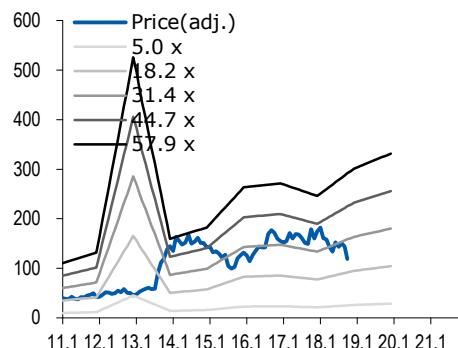
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		4,546	4,689	4,247	5,203	5,726
BPS		24,957	32,429	37,060	42,637	47,443
EBITDAPS		38,377	42,031	5,923	6,549	7,429
SPS		24,407	28,386	33,600	37,375	41,076
DPS		226	289	289	1,650	1,750
PER		159.8	173.4	28.0	22.9	20.8
PBR		29.1	25.1	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA		17.0	17.4	17.0	15.3	13.6
PSR		29.8	28.6	3.5	3.2	2.9
재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		23.6	16.3	18.4	11.2	9.9
영업이익 증가율 (%)		32.7	7.0	-17.2	10.6	13.4
지배순이익 증가율 (%)		44.4	3.1	-9.4	22.5	10.1
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		27.4	25.2	17.6	17.5	18.1
지배순이익률 (%)		18.6	16.5	12.6	13.9	13.9
EBITDA 마진 (%)		31.4	29.6	17.6	17.5	18.1
ROIC		256.6	162.2	111.3	151.0	107.7
ROA		13.9	10.7	8.2	8.9	8.9
ROE		26.2	18.5	13.8	14.7	14.3
부채비율 (%)		54.3	51.2	51.1	46.2	43.6
순차입금/자기자본 (%)		-83.9	-66.8	-68.3	-61.0	-54.8
영업이익/금융비용 (배)		181.5	2,073.9	3,674.3	3,206.9	3,004.7

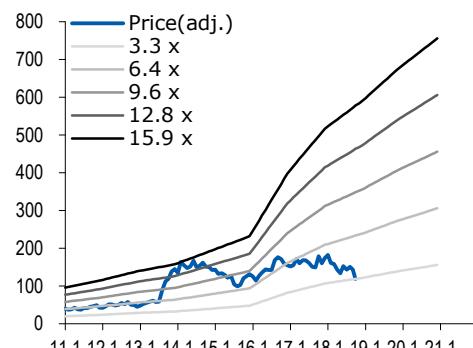
## P/E band chart

(천원)

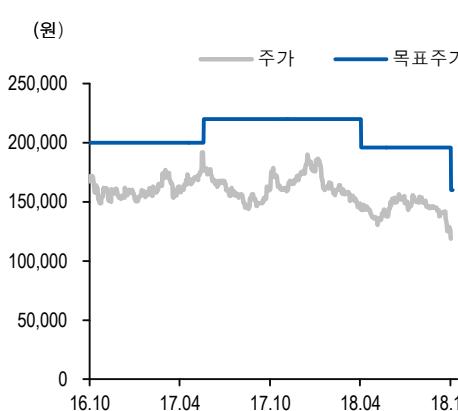


## P/B band chart

(천원)



## NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-26	BUY	160,000	1년			
2018-04-27	BUY	196,000	1년	-26.37	-20.20	
2017-06-13	BUY	220,000	1년	-25.77	-13.64	
2016-09-05	BUY	200,000	1년	-18.38	-4.00	

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.