



# NAVER (035420)

인터넷

이창영



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

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>160,000원 (M)</b>
현재주가 (1/4)	<b>125,500원</b>
상승여력	<b>27%</b>

시가총액	206,841억원	
총발행주식수	164,813,395주	
60일 평균 거래대금	790억원	
60일 평균 거래량	655,001주	
52주 고	190,000원	
52주 저	106,500원	
외인지분율	59.42%	
주요주주	국민연금 10.00%	

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.6	(9.7)	(29.7)
상대	6.9	2.2	(13.8)
절대(달러환산)	(0.4)	(9.5)	(33.8)

## 4분기 그리고 2019

### 4분기 Preview

매출액 1.48조원, 영업이익 2,433억원으로 시장기대치 부합 전망. 4분기 광고/쇼핑 성수기, 네이버 페이 고성장기에 기반한 쇼핑, IT플랫폼 매출 고성장으로, LINE 등 비용 증가 지속에도 불구하고 영업이익(률)은 3분기 대비 소폭 개선 될 것으로 예상됨.

유튜브, 인스타그램을 통한 검색 증가로 동사 주요 수익원인 검색광고 성장에 대한 우려가 팽배하였으나, 일단 금번 18년 4분기 동사 플랫폼 비즈니스(검색광고) 매출은, 검색쿼리(Q), 검색광고단가(P) 모두 성장하며, 전년 동기 대비 투자릿수 성장을 이어 갈 것으로 전망됨.

LINE의 경우 매출 증가에도 핀테크 관련 비용증가로 적자가 지속될 것으로 예상됨.

### 모바일 화면 개편과 2019년 전망

동사 실적의 가장 큰 비중을 차지하는 모바일 검색광고의 초기화면 개편이 19년 1분기로 예정되어 있음. 변화에 따른 불확실성(사용량 감소에 의한 광고매출 감소)이 내재하고 있으나, 변화를 최소화 하기 위한 여러 방안들이 논의되고 있고(구버전과 신버전의 공존, 초기화면 빈공간의 새로운 콘텐츠들 통한 활용 등) 개인화, 전문화(쇼핑, 카테고리별)를 통한 Soft Landing도 가능할 수 있어, 변화의 불확실성이 크지 않을 수 있을 것으로 예상됨.

2018년 매출 성장률 18.6%(예상)의 고성장에도 불구하고 AI, 핀테크 등 비용증가로 인해 영업이익은 -17.5%의 역성장이 예상됨. 그러나, 2018년 비용증가의 주 원인 중 하나인 인건비(28%, 1700억원 증가)가 2019년에는 증가율이 크게 둔화될 것으로 예상되고, SNOW(2017년 -727억원), 네이버랩스(-334억원), 네이버웹툰(-365억원)의 적자가 유지되거나 감소할 것으로 예상되는바, LINE 비용 증가 하더라도, 2019년 NAVER 연결 영업이익(률)은 2018년 대비 개선될 가능성이 높을 것으로 예상됨.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 16만원

핀테크 투자확대에 따른 LINE 실적 적자지속으로 NAVER 전체 밸류에이션은 높게 보일수 있으나, 적자 회사인 LINE을 PSR밸류에이션으로 하거나, 현재 시가대로 반영하게 되면, NAVER 국내 플랫폼 19년 PER은 12배로 역사적 최저 수준임. 2018년 4분기 실적 개선, 2018년 연간 실적 기저 효과에 따른 2019년 실적 개선 가능성 등 낙폭 과대 대형주로서의 투자매력도가 증가하고 있다는 판단임. 투자 의견 BUY, 목표주가 16만원 유지함.

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,793	16.9	5.8	14,667	0.9
영업이익	2,433	-16.4	9.7	2,414	0.8
세전계속사업이익	2,349	-10.6	25.7	2,330	0.8
지배순이익	1,906	5.8	92.6	1,716	11.1
영업이익률 (%)	16.4	-6.6 %pt	+0.5 %pt	16.5	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	12.9	-1.3 %pt	+5.8 %pt	11.7	+1.2 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	40,226	46,785	55,497	61,726
영업이익	11,020	11,792	9,726	11,036
지배순이익	7,493	7,729	7,190	8,168
PER	159.8	173.4	28.8	25.3
PBR	29.1	25.1	3.4	3.0
EV/EBITDA	17.0	17.4	19.8	18.1
ROE	26.2	18.5	14.2	14.2

자료: 유안타증권

NAVER 실적 추이 및 전망									(단위: 억원, 백만원)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익(억원)	10,822	11,296	12,007	12,659	13,091	13,636	13,977	14,793	46,784	55,497	61,726
광고	1,122	1,338	1,329	1,505	1,331	1,487	1,361	1,565	5,294	5,744	5,457
비즈니스플랫폼	5,105	5,218	5,498	5,756	5,927	6,116	6,130	6,425	21,577	24,598	26,566
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 및기타플랫폼	3,914	3,996	4,322	4,458	4,812	4,859	5,240	5,466	16,690	20,377	23,607
영업비용	7,914	8,444	8,886	9,748	10,521	11,130	11,760	12,360	34,992	45,771	50,689
플랫폼개발/운영	1,481	1,513	1,596	1,466	1,832	1,902	1,931	2,091	6,056	7,756	8,307
대형/파트너	1,887	2,043	2,157	2,486	2,404	2,622	2,547	2,735	6,056	7,756	8,307
인프라	501	552	580	617	603	638	673	670	2,250	2,584	2,789
마케팅	472	582	700	670	710	849	823	918	2,424	3,300	3,633
LINE 및기타	3,574	3,755	3,852	4,509	4,972	5,119	5,786	5,946	15,690	21,823	24,485
영업이익	2,908	2,852	3,121	2,911	2,570	2,506	2,217	2,433	11,792	9,726	11,036
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.4%	15.9%	16.4%	25.2%	17.5%	17.9%
LINE Corp. (백만원)											
Revenues	40,652	41,579	44,342	47,890	48,736	50,625	51,850	54,054	174,463	205,265	235,950
Other Operating Income	329	10694	491	497	1473	9655	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	7,232	30,225	28,865	27,999
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	56,957	161,422	212,643	236,532
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	4,469	8,212	15,550	15,360
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	5,803	15,477	20,164	22,055
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	-1,839	25,052	4,907	5,492
Operating Income(기타수익제외)	3,697	3,909	5,360	75	-226	-580	-3,669	-2,903	13,041	-7,378	-582
영업이익률	9.1%	9.4%	12.1%	0.2%	-0.5%	-1.1%	-7.1%	-5.4%	7.5%	-3.6%	-0.2%

자료: NAVER, LINE, 유안타증권 리서치센터

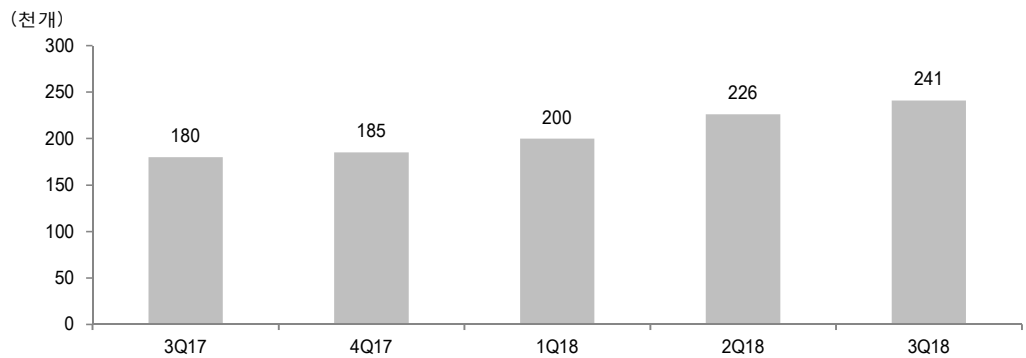
매출액 vs 인건비 등 비용 증가율 비교

(단위: 억원)

	2017	2018E	2019E
매출액	46,784	55,497	61,726
YoY		18.6%	11.2%
플랫폼개발 운영비(인건비)	6,056	7,756	8,307
YoY		<b>28.1%</b>	<b>7.1%</b>
연간 평균 인원수	10,750	13,601	14,281
YoY		26.5%	5.0%
LINE 및 기타플랫폼 비용	16,690	20,377	23,607
YoY		22.1%	15.8%
영업이익	11,792	9,726	11,036
YoY		-17.5%	13.5%
영업이익률	<b>25.2%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.9%</b>
Y-Y		-7.7%	0.4%

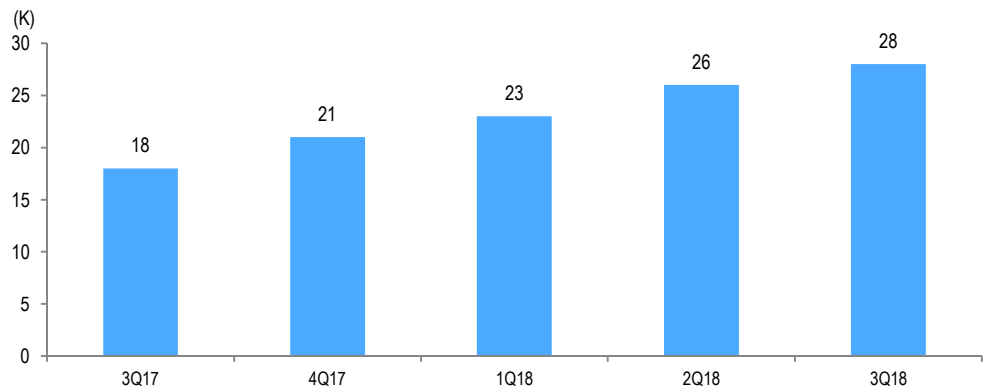
자료: 유안타증권 리서치센터

네이버페이 가맹점수



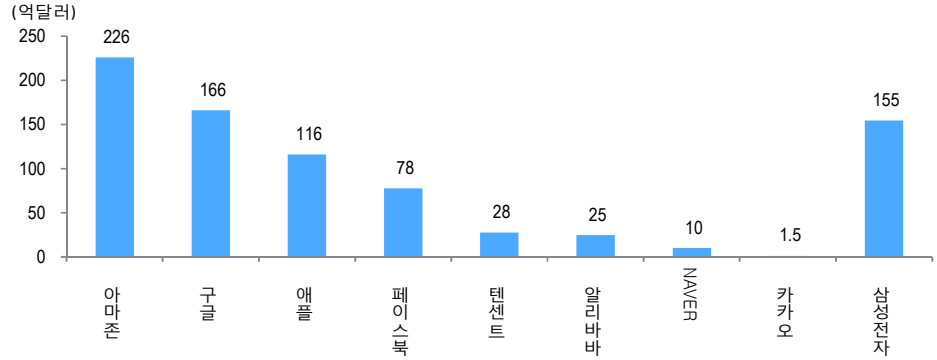
자료: 유안타증권 리서치센터

쇼핑 검색광고주수



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 IT 기업 연구개발비 비교



자료: 각 사 자료

NAVER 모바일 '그린닷' 베타서비스 버전



자료: NAVER

Google 모바일 초기 화면



자료: Google

NAVER 목표주가 산정 내역		(단위: 억원)
국내 검색+커머스 플랫폼 가치 (A)		152,351
2019년 예상 별도 영업이익 (1~25%)		8,936
Target PER		17.1
(글로벌 peer 평균 PER)		
LINE 지분 가치 (B)		75,209.09
LINE 2019년 예상 매출액		23,595
Target PSR		4.3
(글로벌 peer 평균 PSR)		
LINE 가치		100,279
LINE 발행 주식수		219,407,000
자산가치 (C)		36,808
자사주 (18,630,305주)		29,808
순현금(별도재무제표 기준)		7,000
NAVER 총 가치 (A+B+C)		264,369
발행주식수		164,813,395
NAVER 총 주당가치		160,405

자료: 유안타증권 리서치센터

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

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	40,226	46,785	55,497	61,726	67,834
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	40,226	46,785	55,497	61,726	67,834
판매비	29,206	34,993	45,771	50,689	55,621
영업이익	11,020	11,792	9,726	11,036	12,213
EBITDA	12,650	13,854	9,726	11,036	12,213
영업외손익	297	166	932	-126	37
외환관련손익	9	-159	0	0	0
이자손익	295	361	329	394	345
관계기업관련손익	-94	-140	-485	-404	-202
기타	88	105	1,088	-115	-106
법인세비용차감전순손익	11,318	11,958	10,658	10,911	12,250
법인세비용	3,609	4,232	3,936	3,273	4,043
계속사업순손익	7,709	7,727	6,722	7,637	8,208
중단사업순손익	-118	-26	8	8	8
당기순이익	7,591	7,701	6,730	7,646	8,216
지배지분순이익	7,493	7,729	7,190	8,168	8,216
포괄순이익	7,236	6,272	6,190	7,499	8,088
지배지분포괄이익	7,330	6,725	1,073	1,300	1,402

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	41,999	47,842	58,852	57,323	52,747
현금및현금성자산	17,262	19,076	39,611	37,865	33,076
매출채권 및 기타채권	7,193	10,250	13,083	13,249	13,412
재고자산	103	362	461	513	564
비유동자산	21,707	32,350	49,736	65,101	80,669
유형자산	8,633	11,500	13,444	16,883	20,322
관계기업 등 자본관련자산	1,822	2,810	15,610	27,536	39,665
기타투자자산	6,148	11,067	13,280	13,280	13,280
자산총계	63,706	80,193	108,587	122,424	133,416
유동부채	18,039	23,027	29,271	34,627	38,788
매입채무 및 기타채무	9,808	12,458	10,107	10,107	10,107
단기차입금	2,273	2,110	6,363	10,524	14,685
유동성장기부채	0	1,500	1,508	1,508	1,508
비유동부채	4,371	4,113	19,260	19,046	19,361
장기차입금	0	499	806	1,122	1,437
사채	1,500	0	13,927	13,927	13,927
부채총계	22,410	27,141	48,531	53,673	58,149
지배지분	35,947	47,623	53,495	61,240	67,044
자본금	165	165	824	824	824
자본잉여금	12,172	15,079	15,577	15,577	15,577
이익잉여금	38,102	45,555	52,874	60,619	66,423
비지배지분	5,349	5,428	6,561	7,511	8,223
자본총계	41,296	53,052	60,056	68,751	75,267
순차입금	-30,170	-31,817	-20,850	-14,627	-5,362
총차입금	3,773	4,156	22,628	27,104	31,581

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	11,640	9,400	8,709	13,598	13,970
당기순이익	7,591	7,701	6,730	7,646	8,216
감가상각비	1,457	1,827	0	0	0
외환손익	-37	54	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	94	140	180	404	202
자산부채의 증감	883	-1,385	-577	-452	-447
기타현금흐름	1,653	1,063	2,376	5,999	5,999
투자활동 현금흐름	-9,417	-13,103	-4,315	-13,387	-13,387
투자자산	-1,999	-7,787	-13,741	-12,331	-12,331
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,538	-4,722	-3,484	-3,484	-3,484
유형자산 감소	566	60	45	45	45
기타현금흐름	-6,446	-654	12,865	2,382	2,382
재무활동 현금흐름	6,978	6,362	20,165	6,652	4,663
단기차입금	-2,352	-9	4,161	4,161	4,161
사채 및 장기차입금	-1,055	490	14,416	315	315
자본	0	0	659	0	0
현금배당	-321	-326	-425	-423	-2,412
기타현금흐름	10,707	6,207	1,354	2,598	2,598
연결범위변동 등 기타	-73	-846	-4,024	-8,609	-10,034
현금의 증감	9,128	1,813	20,535	-1,747	-4,789
기초 현금	8,134	17,262	19,076	39,611	37,865
기말 현금	17,262	19,076	39,611	37,865	33,076
NOPLAT	11,020	11,792	9,726	11,036	12,213
FCF	8,481	3,575	2,073	3,790	4,252

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

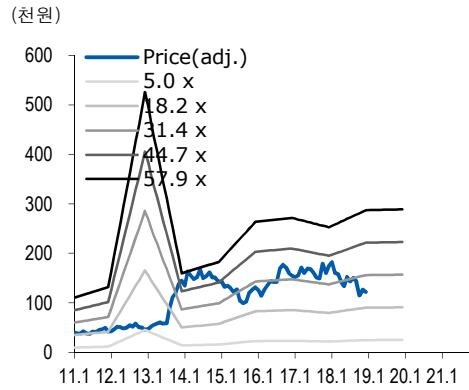
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

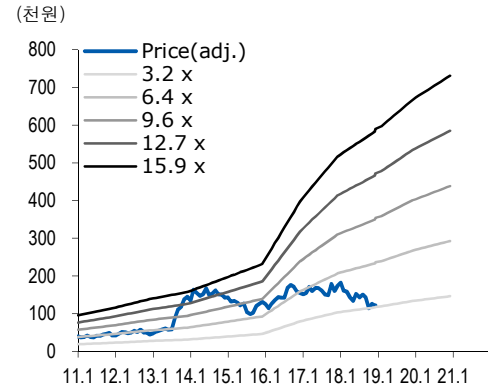
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,546	4,689	4,362	4,956	4,985
BPS	24,957	32,429	36,594	41,893	45,863
EBITDAPS	38,377	42,031	5,901	6,696	7,410
SPS	24,407	28,386	33,673	37,452	41,158
DPS	226	289	289	1,650	1,750
PER	159.8	173.4	28.8	25.3	25.2
PBR	29.1	25.1	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.0	17.4	19.8	18.1	17.2
PSR	29.8	28.6	3.7	3.4	3.0

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	23.6	16.3	18.6	11.2	9.9
영업이익 증가율 (%)	32.7	7.0	-17.5	13.5	10.7
지배순이익 증가율 (%)	44.4	3.1	-7.0	13.6	0.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	27.4	25.2	17.5	17.9	18.0
지배순이익률 (%)	18.6	16.5	13.0	13.2	12.1
EBITDA 마진 (%)	31.4	29.6	17.5	17.9	18.0
ROIC	256.6	162.2	67.2	63.5	53.7
ROA	13.9	10.7	7.6	7.1	6.4
ROE	26.2	18.5	14.2	14.2	12.8
부채비율 (%)	54.3	51.2	80.8	78.1	77.3
순차입금/자기자본 (%)	-83.9	-66.8	-39.0	-23.9	-8.0
영업이익/금융비용 (배)	181.5	2,073.9	2,423.3	2,295.3	2,179.8

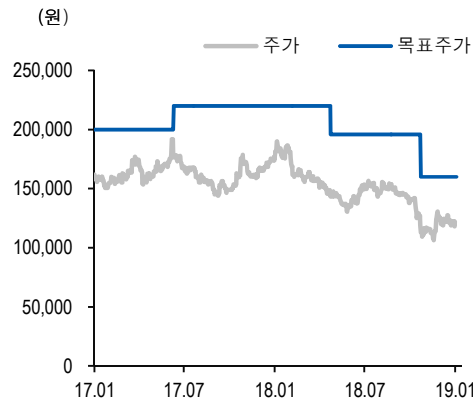
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-07	BUY	160,000	1년		
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: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.