

인터넷

이창영



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	160,000원 (M)
현재주가 (1/31)	136,000원
상승여력	18%

시가총액	224,146억원
총발행주식수	164,813,395주
60일 평균 거래대금	578억원
60일 평균 거래량	467,891주
52주 고	184,600원
52주 저	106,500원
외인지분율	59.77%
주요주주	국민연금 9.48%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.5	18.8	(25.3)
상대	3.2	9.3	(13.0)
절대(달러환산)	11.8	21.6	(28.3)

국내 실적 견조, LINE 적자 확대

2018년 4분기 실적 Review

영업수익 1조 5,165억원 YoY +19.8%, QoQ +8.5%, 영업이익 2,133억원 YoY -26.7%, QoQ -3.8%, 영업이익률 14.1%, 순이익 1,325억원 YoY -22.9%, QoQ +93.8%. 시장기대치 하회. NAVER 국내 사업부문은 4분기 광고 및 쇼핑 성수기 효과, 모바일 검색, 쇼핑 자연 성장 등으로 YoY 기준 광고 +8.3%, 비즈니스플랫폼 +14.7%의 견조한 성장을 이어갔고, 클라우드, 네이버 페이 등 IT 플랫폼 +63.4%, 웹툰, 뮤직 등 콘텐츠서비스 +20.4%의 고성장을 시현하였음. 이로 인해 NAVER 국내 사업부문의 영업이익은 3,087억원으로 YoY +4.2%, QoQ +11.9%, 영업이익률 32.5%로 기대치 상회. 반면 LINE 및 기타 플랫폼은 라인페이 및 핀테크 관련 비용증가로 영업손실이 크게 증가하여 954억원 적자를 기록함. (17년 4분기 51억원 적자, 18년 3분기 541억원 적자, 18년 4분기 954억원의 코업사업부문 흑자 약 550억원, 전략 사업부문 적자 약 1,200억원, 기타 플랫폼 사업부문 적자 약 300억원으로 구성되어 있을 것으로 추정됨)

2019년 전망

검색 및 쇼핑 거래액의 견조한 성장, IT 플랫폼의 고성장으로 국내 NAVER 사업부문은 2019년에도 두자릿수 성장 및 30% 이상의 영업이익률을 시현할 것으로 전망함. (=회사측 가이던스)

반면, LINE 사업부문은 라인페이 사용자 확보, 핀테크 확장을 위한 마케팅비 등 비용증가로 2018년 대비 적자 규모가 더욱 커질 것으로 예상됨. (회사 측 가이던스는 LINE Pay, 금융, 커머스, AI 등의 전략 사업부문의 2019년 영업적자 규모를 600억엔을 제시)

투자 의견 BUY, 목표주가 16만원 유지

2019년 LINE사업부문의 대규모 적자가 예상됨에 따라, 향후 동사의 P/E 밸류에이션은 부담스러운 수준이 지속될 것으로 예상됨. 그러나, 동사 연결 영업이익의 대부분을 차지하는 (1) 국내 NAVER 사업부문의 성장률 및 이익률이 아직 견조하게 유지되고 있고 (2) LINE의 광고 등 코어 사업부문 역시 성장률 및 이익률이 견조하게 유지되고 있으며 (3) 당 리서치팀은 적자가 발생한지 1년이 된 LINE의 가치평가방법을 PSR방식으로 했기 때문에 LINE 적자확대가 동사 가치평가에 영향을 주지 않으며 (4) LINE적자(=투자증가)를 통해 선점하고 자 하는 일본 및 동남아 핀테크 시장의 성장 가능성, 잠재력이 높다고 판단. 종전 투자 의견 BUY와 목표주가 16만원을 유지함

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,165	19.8	8.5	14,711	3.1
영업이익	2,133	-26.7	-3.8	2,325	-8.3
세전계속사업이익	2,939	11.8	57.3	2,245	30.9
지배순이익	1,302	-27.7	31.6	1,662	-21.7
영업이익률 (%)	14.1	-8.9 %pt	-1.8 %pt	15.8	-1.7 %pt
지배순이익률 (%)	8.6	-5.6 %pt	+1.5 %pt	11.3	-2.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	40,226	46,785	55,869	64,376
영업이익	11,020	11,792	9,426	7,585
지배순이익	7,493	7,729	6,586	5,154
PER	32.0	34.7	30.5	43.5
PBR	5.8	5.0	3.4	3.5
EV/EBITDA	17.0	17.4	22.3	29.1
ROE	26.2	18.5	13.1	9.3

자료: 유안타증권

NAVER 실적 추이 및 전망

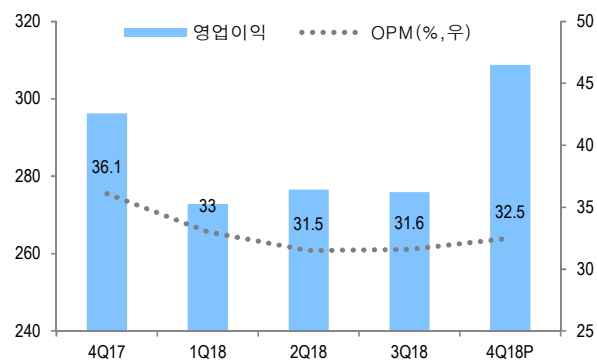
(단위: 억원, 백만원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
영업수익	13,091	13,636	13,977	15,165	15,385	15,604	16,095	17,292	46,784	55,869	64,376
광고	1,331	1,487	1,361	1,551	1,398	1,561	1,472	1,586	5,294	5,730	6,017
비즈니스플랫폼	5,927	6,116	6,130	6,585	6,579	6,789	6,872	7,242	21,577	24,758	27,482
IT 플랫폼	725	857	914	1,056	1,073	1,196	1,353	1,385	2,178	3,552	5,008
콘텐츠 서비스	296	317	332	320	349	358	375	423	1,045	1,265	1,505
LINE 및 기타플랫폼	4,812	4,859	5,240	5,653	5,986	5,699	6,022	6,656	16,690	20,564	24,364
영업비용	10,521	11,130	11,760	13,033	13,386	13,982	14,343	15,081	34,992	46,444	56,791
플랫폼개발/운영	1,832	1,902	1,931	1,920	2,111	2,101	2,096	2,108	6,056	7,585	8,415
대형/파트너	2,404	2,622	2,547	2,782	2,800	2,975	3,096	3,261	8,572	10,355	12,133
인프라	603	638	673	729	736	747	756	767	2,250	2,643	3,007
마케팅	710	849	823	995	1,019	1,054	1,098	1,192	2,424	3,377	4,363
LINE 및 기타	4,972	5,119	5,781	6,608	6,720	7,104	7,296	7,753	15,690	22,480	28,873
영업이익	2,570	2,506	2,217	2,133	1,999	1,622	1,752	2,211	11,792	9,426	7,585
영업이익률	19.6%	18.4%	15.9%	14.1%	13.0%	10.4%	10.9%	12.8%	25.2%	16.9%	11.8%
Line Corp. (백만원)											
Revenues(백만원)	48,736	50,625	51,850	55,971	59,395	59,145	59,574	65,401	174,463	207,182	243,516
Other Operating Income	1,473	9,655	93	16,878	1,064	872	968	1,065	12,011	28,099	10,028
Ads	25,190	27,169	26,946	28,951	31,994	31,431	31,573	35,505	83,147	108,256	130,503
Account Ads	13,468	13,999	13,912	15,335	16,162	16,519	16,555	19,059	44,929	56,714	68,294
Display Ads	9,128	9,177	8,838	9,078	10,954	10,829	10,517	11,283	27,022	36,221	43,582
Portal Ads	2,575	3,993	4,196	4,538	4,879	4,084	4,500	5,164	11,307	15,302	18,626
Communication	7,415	7,313	6,905	6,894	6,822	6,728	6,629	6,637	30,225	28,527	26,815
Content	9,231	9,342	9,931	9,733	9,877	9,622	9,633	9,869	40,144	38,237	39,002
Others	864	753	880	900	851	850	847	1,129	2,730	3,397	3,676
LNE FRIENDS	3,390	4,092	5,155	6,942	6,653	6,798	6,726	7,234	12,297	19,579	27,411
Fintech/AI/Commerce/Mobile	2,665	1,956	2,033	2,551	3,198	3,716	4,168	5,027	5,747	9,205	16,109
Operating Expenses(계정별)	48,962	51,205	55,519	63,484	65,145	68,865	70,769	75,307	161,422	219,170	280,087
Payment processing and Licensing	7,306	7,837	7,507	8,173	8,231	8,369	8,258	8,431	29,616	30,823	33,289
Sales commissin	3,011	3,939	4,131	4,879	5,004	5,120	5,139	5,817	8,212	15,960	21,081
Employee compensation	13,493	13,884	14,728	15,387	16,197	17,063	17,706	18,456	42,469	57,492	69,422
Marketing	3,931	4,655	5,775	5,949	6,787	7,305	7,791	8,731	15,477	20,310	30,616
Infrastructure and communication	2,601	2,482	2,681	2,719	2,889	2,944	3,062	3,198	9,087	10,483	12,093
Outsourcing expense	7,937	6,976	8,101	8,811	9,386	10,099	10,814	11,607	24,009	31,825	41,907
Depreciation and A — ortization	2,329	2,620	2,903	3,283	3,464	3,542	3,503	3,885	7,149	11,135	14,395
Other operating expenses	8,354	8,812	9,693	14,283	13,187	14,422	14,494	15,181	25,403	41,142	57,284
Operating Income	1,247	9,075	-3,576	9,365	-4,687	-8,847	-10,227	-8,842	25,052	16,111	-26,543
Operating Income(기타수익제외)	-226	-580	-3,669	-7,513	-5,750	-9,719	-11,195	-9,907	13,041	-11,988	-36,571
NAVER 플랫폼 영업수익	8,279	8,777	8,737	9,512	9,399	9,905	10,073	10,636	30,094	35,305	40,012
YoY	19.8%	20.2%	13.7%	16.0%	13.5%	12.8%	15.3%	11.8%		17.3%	13.3%
NAVER 플랫폼 영업이익	2,729	2,765	2,759	3,087	2,732	3,027	3,025	3,307	10,792	11,342	12,095
YoY	6.3%	5.9%	4.1%	4.2%	0.1%	9.5%	9.6%	7.1%			
LINE 및 기타 플랫폼 매출	4,812	4,859	5,240	5,653	5,986	5,699	6,022	6,656	16,690	20,564	24,364
YoY	22.9%	21.6%	21.2%	26.8%	24.4%	17.3%	14.9%	17.7%			

자료: NAVER, LINE, 유안타증권 리서치센터

네이버 주요 사업부문 영업이익

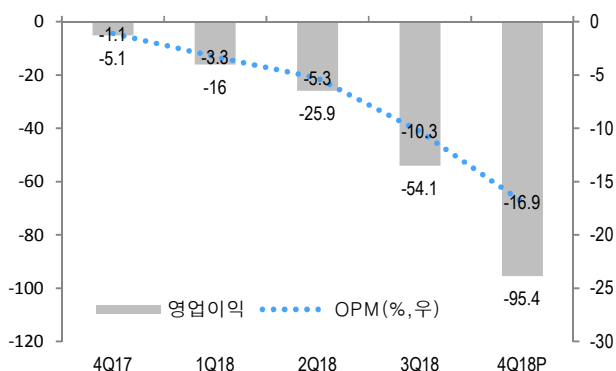
(단위: 십억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

LINE 및 기타 사업부문 영업이익

(단위: 십억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

LINE Earnings Summary 4Q18

(단위: mn yen)

	4Q17	3Q17	4Q18P	Growth Rate	
				YoY	QoQ
Revenue and other operating income	48,411	51,943	72,849	50.5%	40.2%
Revenues	47,915	51,850	55,971	16.8%	7.9%
Operating Income	599	-3,576	9,365	N/M	N/A
Margin(%)	1.2%	-6.9%	12.9%	11.6%p	-19.7%p
Core Revenue	41,577	44,662	46,478	11.8%	4.1%
Core Operating Income	8,274	6,005	5,279	-36.2%	-12.1%
Margin(%)	19.9%	13.4%	11.4%	-8.5%p	-2.1%p
Strategic Revenue	6,338	7,188	9,493	49.8%	32.1%
Strategic Operating Income	-6,875	-8,846	-12,037	N/A	N/A
Common Revenue	496	93	16,878	N/M	N/M
Common Operating Expenses	1,296	828	755	-41.8%	-8.8%

자료: LINE, 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	40,226	46,785	55,869	64,376	71,045
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	40,226	46,785	55,869	64,376	71,045
판매비	29,206	34,993	46,444	56,791	61,983
영업이익	11,020	11,792	9,426	7,585	9,062
EBITDA	12,650	13,854	9,426	7,585	9,062
영업외손익	297	166	1,822	411	670
외환관련손익	9	-159	0	0	0
이자손익	295	361	327	352	284
관계기업관련손익	-94	-140	-485	-404	-202
기타	88	105	1,980	464	588
법인세비용차감전순이익	11,318	11,958	11,248	7,996	9,732
법인세비용	3,609	4,232	4,933	2,799	3,211
계속사업순이익	7,709	7,727	6,315	5,197	6,520
중단사업순이익	-118	-26	8	8	8
당기순이익	7,591	7,701	6,323	5,206	6,529
지배지분순이익	7,493	7,729	6,586	5,154	6,529
포괄순이익	7,236	6,272	5,783	5,059	6,401
지배지분포괄이익	7,330	6,725	2,848	2,491	3,152

주: 영업이익 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	58,174	53,261	46,792
현금및현금성자산	17,262	19,076	38,885	33,669	26,962
매출채권 및 기타채권	7,193	10,250	13,121	13,351	13,532
재고자산	103	362	473	545	601
비유동자산	21,707	32,350	49,736	65,101	80,669
유형자산	8,633	11,500	13,444	16,883	20,322
관계기업 등 지분관련자산	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	107,910	118,363	127,460
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	52,891	57,622	61,739
자본금	165	165	824	824	824
자본잉여금	12,172	15,079	15,577	15,577	15,577
이익잉여금	38,102	45,555	52,270	57,001	61,118
비지배지분	5,349	5,428	6,487	7,067	7,572
자본총계	41,296	53,052	59,378	64,690	69,311
순차입금	-30,170	-31,817	-20,124	-10,432	752
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	8,253	11,073	12,259
당기순이익	7,591	7,701	6,323	5,206	6,529
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	-626	-537	-471
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	-4,294	-9,553	-10,241
현금의 증감	9,128	1,813	19,809	-5,216	-6,707
기초 현금	8,134	17,262	19,076	38,885	33,669
기말 현금	17,262	19,076	38,885	33,669	26,962
NOPLAT	11,020	11,792	9,426	7,585	9,062
FCF	8,481	3,575	1,182	910	2,117

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

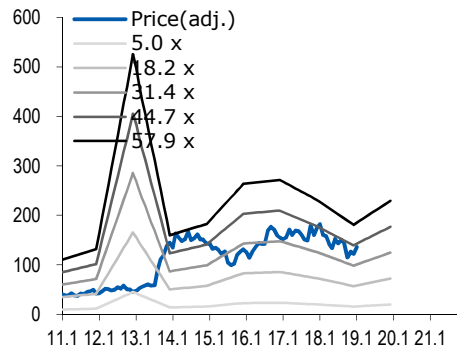
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,546	4,689	3,996	3,127	3,961
BPS	24,957	32,429	36,182	39,418	42,234
EBITDAPS	38,377	42,031	5,719	4,602	5,498
SPS	24,407	28,386	33,899	39,060	43,106
DPS	226	289	289	1,650	1,750
PER	32.0	34.7	30.5	43.5	34.3
PBR	5.8	5.0	3.4	3.5	3.2
EV/EBITDA	17.0	17.4	22.3	29.1	25.7
PSR	6.0	5.7	3.6	3.5	3.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	23.6	16.3	19.4	15.2	10.4
영업이익 증가율 (%)	32.7	7.0	-20.1	-19.5	19.5
지배순이익 증가율 (%)	44.4	3.1	-14.8	-21.8	26.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	27.4	25.2	16.9	11.8	12.8
지배순이익률 (%)	18.6	16.5	11.8	8.0	9.2
EBITDA 마진 (%)	31.4	29.6	16.9	11.8	12.8
ROIC	256.6	162.2	57.9	40.2	39.4
ROA	13.9	10.7	7.0	4.6	5.3
ROE	26.2	18.5	13.1	9.3	10.9
부채비율 (%)	54.3	51.2	81.7	83.0	83.9
순차입금/자기자본 (%)	-83.9	-66.8	-38.0	-18.1	1.2
영업이익/금융비용 (배)	181.5	2,073.9	2,348.6	1,577.5	1,617.4

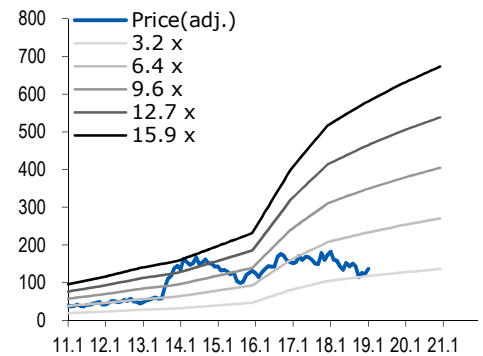
P/E band chart

(천원)



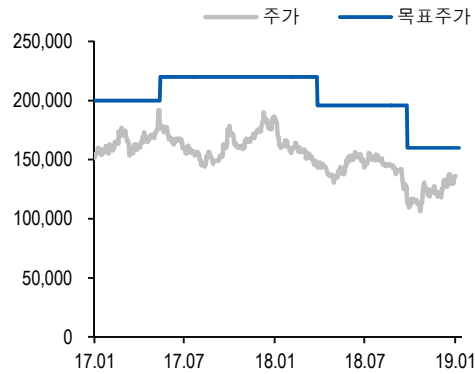
P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-01	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)	0.5
Buy(매수)	85.6
Hold(중립)	13.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-29

※ 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.