

2019.4.19



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (4.18) 118,000 원

상승여력 44.1%

KOSPI 2,213.77pt

시가총액 194,480억원

발행주식수 16,481만주

유동주식비율 78.15%

외국인비중 58.58%

52주 최고/최저가 156,400원/106,500원

평균거래대금 622.3억원

주요주주(%)

국민연금공단 10.10

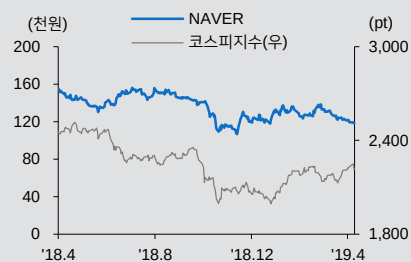
BlackRock Fund Advisors 5.03

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -10.6 -5.6 -21.5

상대주가 -12.0 -8.4 -12.1

주가그래프



NAVER 035420

1Q19, 예상보다 견조할 실적

- ✓ 1분기 실적, 기대치 부합 전망. 국내 쇼핑의 성장과 라인페이 마케팅 시점 지연 때문
- ✓ 라인페이, 올해 일본 간편결제 시장 경쟁심화와 1천만 MAU 달성 위한 공격적 프로모션 불가피. 다만 본격적인 비용 집행은 1분기말부터 개시되고 있음
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

1Q19 실적, 기대치 부합 전망

네이버의 1분기 실적은 기대치 부합할 전망이다. 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 5,161억원(+15.8% YoY), 2,083억원(-19.0% YoY)으로 컨센서스(1조 5,239억원, 영업이익 2,032억원)에 부합한다. 사업부문별로는 광고 매출액은 1,361억원(+2.3% YoY), 비즈니스 플랫폼 매출액은 6,579억원(+11.0% YoY), IT플랫폼 1,156억원(+59.5% YoY), 콘텐츠서비스 330억원(+11.4% YoY), 라인 및 기타플랫폼 5,735억원(+19.2% YoY)로 추정한다.

광고 매출액은 계절적 비수기 영향으로 낮은 한자리수 성장에 그치나 비즈니스 플랫폼 매출액은 쇼핑 사업 고도화로(포인트플러스, 쿡 에스크로), 이용자와 소상공인의 만족도 높아지는 선순환 효과 확대되며 10% 초반 성장세 지속한다. 라인 및 기타플랫폼 매출액 역시 19.2% YoY 성장하며 양호하다.

라인이 3월 15~31일 'Super Day Spring Fest' 통해 구매액 대비 20% 환원해주는 이벤트 진행하고 있는데 아직 라인페이의 일본 거래액 비중은 20%밖에 되지 않아 월 거래액 2,000억원 수준으로 1분기 추가되는 마케팅비 부담은 200~300억원 수준으로 크진 않다.

라인페이, 경쟁심화로 공격적 프로모션 불가피

2019년 일본 간편결제 시장은 폭발적 성장을 위한 경쟁리스크 고조되고 있다. 올해 초 소프트뱅크의 '페이페이'가 1주일동안 1,000억원의 마케팅비 집행하는 강도높은 프로모션 집행한 바 있으며 라인 역시 올해 1천만 MAU 달성목표 제시하고 있어 라인페이가 마케팅비는 2분기 이후 크게 증가할 가능성 높다.

투자의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

NAVER 비즈니스가 한단계 도약하기 위해선 쇼핑 사업의 확장 전략(유통, 금융 산업으로 직접진출)이 필요하다. 국내 전자상거래 과점 사업자로서의 네이버쇼핑의 가치는 유효하나 이미 국내 사업 가치의 64% 설명하고 있어 업사이드 제한적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	4,689	1.5	28,895	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018	5,586.9	942.5	648.8	3,937	-18.5	31,795	31.0	3.8	15.1	13.0	66.1
2019E	6,467.5	756.4	471.3	2,860	-23.5	29,308	41.8	4.1	18.2	9.4	79.0
2020E	7,117.1	878.6	552.4	3,352	16.8	32,367	35.7	3.7	15.9	10.9	77.5
2021E	7,934.0	1,037.2	657.1	3,987	18.7	36,135	30.0	3.3	13.7	11.6	75.4

표1 NAVER 1Q19 실적, 기대치 부합 예상

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,516.1	1,309.1	15.8%	1,516.5	0.0%	1,523.9	-0.5%
광고	136.1	133.1	2.3%	155.1	-12.2%	-	-
비즈니스플랫폼	657.9	592.7	11.0%	658.5	-0.1%	-	-
IT플랫폼	115.6	72.5	59.5%	105.6	9.5%	-	-
콘텐츠서비스	33.0	29.6	11.4%	32.0	3.0%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	573.5	481.2	19.2%	565.3	1.4%	-	-
영업이익	208.3	257.0	-19.0%	213.3	-2.3%	203.2	2.5%
세전이익	206.3	255.7	-19.3%	294.0	-29.8%	-	-
순이익	135.8	165.2	-17.8%	130.3	4.2%	142.7	-4.9%
영업이익률	13.7%	19.6%	-5.9%	14.1%	-0.3%	13.3%	0.4%
순이익률	9.0%	12.6%	-3.7%	8.6%	0.4%	9.4%	-0.4%

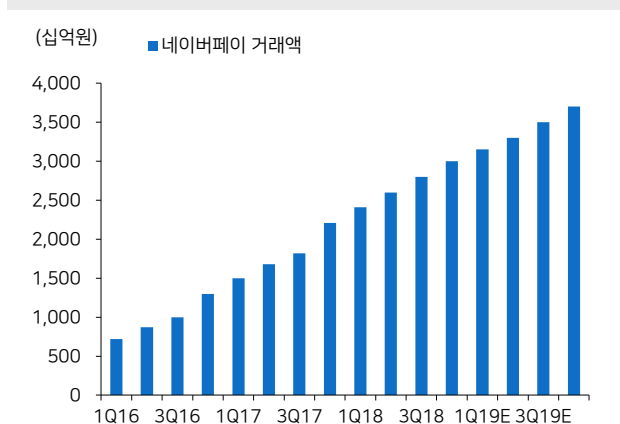
자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 NAVER 분기별 실적 - 실적의 저점은 아직 오지 않았다

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,516.1	1,579.5	1,634.4	1,737.5	4,678.4	5,586.9	6,467.5
광고	133.1	148.7	136.1	155.1	136.1	156.2	147.2	178.4	529.4	573.0	617.8
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.0	658.5	657.9	691.1	692.7	730.9	2,157.7	2,475.8	2,772.6
IT플랫폼	72.5	86.4	91.4	105.6	115.6	121.0	128.3	136.1	217.8	355.9	501.0
콘텐츠서비스	29.6	31.0	33.2	32.0	33.0	34.6	35.5	37.2	104.5	125.8	140.3
LINE 및 기타플랫폼	481.2	485.9	524.0	565.3	573.5	576.6	630.8	654.9	1,669.0	2,056.4	2,435.8
영업비용	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,303.3	1,307.9	1,395.2	1,461.7	1,546.5	3,499.3	4,644.4	5,711.2
플랫폼개발/운영	183.2	190.2	193.1	192.0	197.8	203.7	209.8	216.1	605.6	758.5	827.4
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	278.2	286.5	295.1	304.0	313.1	857.2	1,035.5	1,198.8
인프라	60.3	63.8	67.3	72.9	75.1	78.8	81.2	85.3	225.0	264.3	320.4
마케팅	71.0	84.9	82.8	99.5	106.5	115.0	115.0	119.5	242.4	338.2	455.9
LINE 및 기타플랫폼	497.2	511.9	578.1	660.8	642.0	702.5	751.7	812.5	1,569.0	2,248.0	2,908.7
영업이익	257.0	250.6	221.7	213.3	208.3	184.3	172.7	191.1	1,179.2	942.5	756.4
세전이익	255.7	388.4	186.8	294.0	206.3	177.6	167.8	165.7	1,195.8	1,124.8	717.3
지배순이익	165.2	264.2	99.0	130.3	135.8	116.6	110.1	108.8	772.9	648.8	471.3

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 네이버페이 거래액- 1Q19 3.2조원 예상



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 쇼핑검색광고주수



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 네이버페이 성장 로드맵



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 네이버쇼핑 가치평가 - 15.7조원으로 국내 사업가치 64% 설명

(조원)	기업가치	2019E 총매출액	2019E PSR(배)
쿠팡	10.0	8.0	1.3
마켓컬리	0.5	0.6	0.8
11번가	3.0	8.0	0.4
위메프	1.0	3.0	0.3
평균	3.6	4.9	0.7
네이버쇼핑	15.7	15.0	1.1

주: 네이버쇼핑 적용 밸류에이션은 평균 PSR 대비 30% 프리미엄

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 포인트 플러스 - 전월 실적에 따른 추가적립 프로그램

포인트 플러스

포인트 플러스 멤버가 되면?

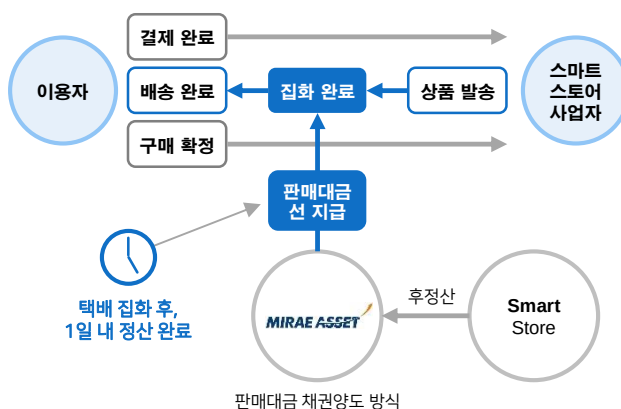
포인트 +가 표기된 상품을 결제할 때마다
총 2% 적립!

분기 30만원 & 7건 이상 구매확정 시 다음 분기 자격 부여



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 퀵 에스크로 - 소상공인 선정산 서비스



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 라인의 분기별 실적 - 2019년 핀테크 투자로 적자폭 확대 예상

(십억엔)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
영업수익	50.2	60.3	51.9	72.8	56.0	58.1	61.7	63.4	185.5	212.3	192.8
코어 비즈니스	42.7	44.6	44.7	46.5	45.0	46.6	49.2	50.0	167.1	178.2	190.8
커뮤니케이션	7.4	7.3	6.9	6.9	7.1	7.0	7.2	7.2	30.2	28.5	28.5
콘텐츠	9.2	9.4	9.9	9.7	9.4	9.7	9.6	10.1	40.1	38.2	38.7
라인광고	22.6	23.0	22.7	24.4	23.1	24.5	26.9	27.3	66.1	92.7	101.9
포털광고	2.6	4.0	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	10.4	15.3	18.2
기타	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	20.2	3.4	3.6
전략 비즈니스	6.1	6.0	7.2	9.5	10.5	11.0	12.0	12.9	-	28.8	46.3
라인프렌즈	3.4	4.1	5.2	6.9	7.3	7.7	8.5	9.3	-	19.6	32.7
핀테크/AI/커머스/모바일	2.7	2.0	2.0	2.6	2.7	2.8	3.0	3.1	-	9.2	11.5
기타 영업수익	7.5	9.7	0.1	16.9	0.5	0.5	0.5	0.5	18.3	34.2	2.0
영업비용	49.0	51.2	55.5	63.5	60.2	63.7	68.5	71.3	154.1	219.2	263.6
결제수수료 등	7.3	7.8	7.5	8.2	8.6	9.0	9.5	9.9	29.6	30.8	37.0
인건비	13.5	13.9	14.7	15.4	16.7	17.5	18.1	19.0	42.5	57.5	71.3
광고선전비	3.9	4.7	5.8	5.9	6.1	7.5	8.8	9.2	15.5	20.3	31.6
통신비	2.6	2.5	2.7	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	9.1	10.5	11.7
인증 수수료 및 기타비용	7.3	7.8	8.1	8.8	9.1	9.3	9.6	9.9	24.9	32.0	37.9
감가상각비	2.3	2.6	2.9	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	7.1	11.1	14.1
기타영업비용	12.0	11.9	13.8	19.2	13.5	13.9	16.0	16.5	25.4	56.9	59.9
영업이익	1.2	9.1	-3.6	9.4	-4.2	-5.6	-6.8	-7.9	25.1	16.1	-24.5
영업이익률(%)	2.5%	15.1%	-6.9%	12.9%	-7.4%	-9.6%	-11.1%	-12.4%	13.5%	7.6%	-12.7%
세전이익	-0.1	6.8	-6.9	3.6	-5.0	-6.0	-5.0	-4.0	18.1	3.4	-20.0
당기순이익	-1.8	3.7	-9.6	1.5	-6.2	-6.8	-6.0	-5.3	8.2	-6.2	-24.3

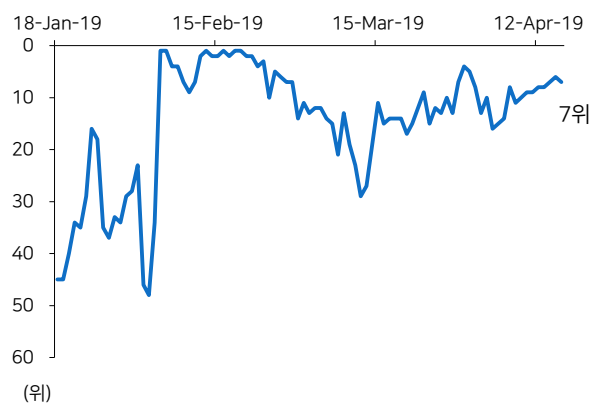
자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 라인페이 결제단말기



자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 소프트뱅크 '페이페이' 다운로드 순위



주: 일본 앱스토어 다운로드 순위

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER(035420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678.5	5,586.9	6,467.5	7,117.1	7,934.0
매출액증가율 (%)	16.3	19.4	15.8	10.0	11.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,586.9	6,467.5	7,117.1	7,934.0
판매비와관리비	3,499.3	4,644.4	5,711.2	6,238.5	6,896.8
영업이익	1,179.2	942.5	756.4	878.6	1,037.2
영업이익률 (%)	25.2	16.9	11.7	12.3	13.1
금융수익	82.6	52.1	21.1	22.1	23.3
종속/관계기업관련손익	-14.0	-85.1	-87.6	-90.3	-93.0
기타영업외손익	-51.9	202.2	-56.8	-59.6	-62.6
세전계속사업이익	1,195.8	1,111.7	717.3	837.6	994.1
법인세비용	423.2	488.8	236.7	276.4	328.1
당기순이익	770.1	627.9	480.6	561.2	666.1
지배주주지분 순이익	772.9	648.8	471.3	552.4	657.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	940.0	973.5	864.9	1,032.5	1,226.0
당기순이익(손실)	770.1	627.9	480.6	561.2	666.1
유형자산감가상각비	182.7	228.0	239.4	251.4	264.0
무형자산상각비	23.6	33.1	34.7	36.4	38.3
운전자본의 증감	-138.5	220.2	169.1	263.1	-120.7
투자활동 현금흐름	-1,310.3	-388.3	-753.2	-865.6	-990.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-472.2	-535.0	-556.4	-578.7	-601.8
투자자산의 감소(증가)	-604.8	-945.1	-645.0	-452.0	-164.5
재무활동 현금흐름	636.2	751.0	463.7	444.9	430.9
차입금증감	33.6	750.6	780.6	811.8	844.3
자본의증가	290.7	33.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가	181.3	1,415.3	-978.8	104.0	160.5
기초현금	1,726.2	1,907.6	3,322.9	2,344.1	2,448.2
기말현금	1,907.6	3,322.9	2,344.1	2,448.2	2,608.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784.2	5,385.6	6,136.4	6,550.9	7,049.4
현금및현금성자산	1,907.6	3,322.9	2,344.1	2,448.2	2,608.6
매출채권	621.5	585.5	670.7	803.4	895.7
재고자산	36.2	57.4	65.8	78.8	87.9
비유동자산	3,235.0	4,495.6	3,808.4	4,238.1	4,720.6
유형자산	1,150.0	1,457.3	1,391.5	1,530.7	1,683.7
무형자산	339.5	307.0	488.9	586.7	704.0
투자자산	1,387.7	2,247.7	1,495.1	1,644.6	1,809.0
자산총계	8,019.3	9,881.2	9,944.8	10,789.0	11,769.9
유동부채	2,302.7	2,619.7	2,786.3	3,064.9	3,371.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	211.0	349.9	349.9	349.9	349.9
유동성장기부채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	411.3	1,312.4	1,604.0	1,644.4	1,688.8
사채	0.0	711.6	711.6	711.6	711.6
장기차입금	49.9	100.1	100.1	100.1	100.1
부채총계	2,714.1	3,932.1	4,390.3	4,709.3	5,060.3
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,507.9	1,507.9	1,507.9
기타포괄이익누계액	-117.2	-221.8	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,634.8	6,159.9	6,790.0
비지배주주지분	542.8	708.9	724.2	745.2	754.2
자본총계	5,305.2	5,949.1	5,554.5	6,079.6	6,709.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	28,387	33,898	39,242	43,183	48,139
EPS(지배주주)	4,689	3,937	2,860	3,352	3,987
CFPS	8,698	7,493	9,297	9,220	6,951
EBITDAPS	8,406	7,303	6,252	7,077	8,127
BPS	28,895	31,795	29,308	32,367	36,135
DPS	289	314	314	314	314
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	37.1	31.0	41.8	35.7	30.0
PCR	20.0	16.3	12.9	13.0	17.2
PSR	6.1	3.6	3.0	2.8	2.5
PBR	6.0	3.8	4.1	3.7	3.3
EBITDA	1,385.4	1,203.6	1,030.5	1,166.4	1,339.4
EV/EBITDA	18.8	15.1	18.2	15.9	13.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.5	13.0	9.4	10.9	11.6
EBITDA 이익률	29.6	21.5	15.9	16.4	16.9
부채비율	51.2	66.1	79.0	77.5	75.4
금융비용부담률	0.0	0.2	0.7	0.7	0.0
이자보상배율(x)	2,073.9	68.7	15.7	18.2	
매출채권회전율(x)	8.5	9.3	10.3	9.7	9.3
재고자산회전율(x)	201.0	119.3	105.0	98.4	95.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김동희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.1	-21.3	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-23.1	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-23.4	-12.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.2	-12.7	
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.2	-10.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-16.3	-5.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-18.2	-16.3	
2018.01.26	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.0	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.7	-15.3	
2018.04.27	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.4	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.5	-15.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.3	-15.3	
2018.10.02	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.5	-15.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-31.1	-15.3	
2018.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-32.9	-31.2	
2018.11.14	산업분석	Buy	170,000	김동희	-29.5	-21.8	
2019.01.11	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.8	-19.1	
2019.02.01	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-26.7	-18.5	
2019.04.19	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-	-	