

NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	160,000원 (M)
현재주가 (6/24)	113,500원
상승여력	41%

시가총액	187,063억원
총발행주식수	164,813,395주
60일 평균 거래대금	637억원
60일 평균 거래량	542,230주
52주 고	156,400원
52주 저	106,500원
외인지분율	58.08%
주요주주	국민연금 10.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.0)	(10.6)	(21.5)
상대	(3.8)	(8.1)	(13.0)
절대(달러환산)	2.1	(13.2)	(25.3)

어부의 이익

이커머스의 경쟁격화의 실질적 수혜자

쿠팡의 공격적인 투자와 물류혁신, 이로 인한 업체들간 가격할인전쟁, 신세계, 롯데 등 전통 유통 기업들의 대규모 투자는 이커머스 시장을 극한경쟁 상황으로 치닫게 하고 있음. 그러나, 이들 이커머스 사업자들의 경쟁은 쇼핑 구매자 확보/유지를 위해 NAVER를 통한 마케팅을 증가/유지를 통해할 것으로 예상되는 바, NAVER 쇼핑관련 광고 매출액(비즈니스플랫폼)은 이들 경쟁이 지속되는한 계속 증가할 것으로 예상됨. 실제로 오픈서베이가 3,694명의 1백만건 이상의 결제내역을 분석한 결과 6개월내 1회이상 물품을 산 비율이 네이버쇼핑 53.9%, 11번가 46.3%, 쿠팡 31.5%로 네이버쇼핑이 가장 높게 나와 NAVER를 통한 쇼핑 트래픽은 여전히 견조한 것으로 확인됨

2분기 NAVER연결 실적은 적자인가?

2분기 LINEPay 프로모션 3천억원에 대한 비용인식은 실제 2분기에 3천억원이 모두 비용 인식되지 않을 것(무료 송금 1천엔이 실제 실행되어야 하고, 일본인 특성상 1천엔을 위해 본인인증을 많이 안 할 것이므로) 으로 예상되는바 LINE 적자증가 → NAVER 연결실적 적자가능성은 크지 않을 것으로 예상됨.

또한, 2019년이 LINE 핀테크 투자가 정점을 이루고, LINE 매출은 광고, 커머스 등 지속 증가하고 있어, LINE적자규모는 2019년이후 감소될 것으로 예상되는바, LINE적자증가에 따른 기업가치 하락은 현재가 정점이 될 것으로 판단됨

쿠팡이 10조면 국내 NAVER는 얼마?

NAVER 시가총액 18조원 중 LINE 지분가치(시가 7.3조원의 73.4%)를 제외하면 13조원 수준. 13조원 안에는 국내 검색광고 및 검색점유율 70%인 검색, 쿠팡 거래금액(8조원) 이상의 네이버 쇼핑(업계추정), 클라우드, 핀테크 사업이 포함되어 있지만 LINE 적자증가에 가려 국내 사업가치도 디스카운트 되고 있다는 판단. 적자 회사인 LINE을 PSR밸류레이션으로 하거나, 현재 시가대로만 반영하게 되면, NAVER 국내 플랫폼 19년 PER은 13배로 수준으로 글로벌 SNS, 인터넷, 쇼핑 어떠한 peer기업보다도 저평가된 상황임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,579	14.2	3.1	15,813	-1.5
영업이익	893	-64.4	-56.7	1,875	-52.4
세전계속사업이익	1,081	-72.2	-43.0	2,068	-47.7
지배순이익	744	-71.9	-42.7	1,156	-35.7
영업이익률 (%)	5.7	-12.7 %pt	-8.0 %pt	11.9	-6.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.8	-14.6 %pt	-3.8 %pt	7.3	-2.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	46,785	55,869	64,241	71,224
영업이익	11,792	9,425	8,348	10,986
지배순이익	7,729	6,488	5,473	7,193
PER	34.7	37.2	33.6	25.5
PBR	5.0	4.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	17.4	18.5	20.5	16.2
ROE	18.5	13.0	9.7	11.4

자료: 유안타증권

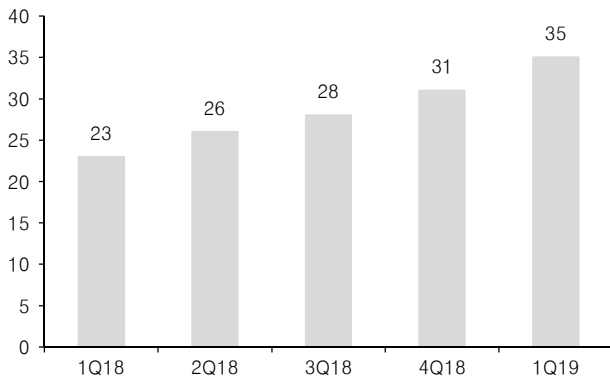
NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, 백만엔)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
영업수익	13,091	13,636	13,977	15,165	15,108	15,579	15,998	17,554	46,784	55,869	64,240
광고	1,331	1,487	1,361	1,551	1,422	1,561	1,429	1,604	5,294	5,730	6,017
비즈니스플랫폼	5,927	6,116	6,130	6,585	6,693	6,819	6,835	7,258	21,577	24,758	27,605
IT 플랫폼	725	857	914	1,056	992	1,103	1,188	1,334	2,178	3,552	4,618
콘텐츠 서비스	296	317	332	320	350	363	372	408	1,045	1,265	1,493
LINE 및 기타 플랫폼	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,733	6,174	6,950	16,690	20,564	24,508
영업비용	9,882	11,131	11,760	13,033	13,046	14,686	13,728	14,432	34,992	45,806	55,892
플랫폼개발/운영	1,859	1,928	1,959	1,951	2,184	2,132	2,127	2,140	6,056	7,697	8,583
대형/파트너	2,404	2,622	2,547	2,782	2,770	2,919	2,960	3,227	8,572	10,355	11,876
인프라	576	613	645	697	758	742	765	769	2,250	2,531	3,034
마케팅	71	849	828	995	658	692	718	796	2,424	2,743	2,863
LINE 및 기타	4,972	5,119	5,781	6,608	6,676	8,202	7,157	7,501	15,690	22,480	29,536
영업이익	3,209	2,505	2,217	2,133	2,062	893	2,270	3,122	11,792	10,064	8,348
영업이익률	24.5%	18.4%	15.9%	14.1%	13.6%	5.7%	14.2%	17.8%	25.2%	18.0%	13.0%
Line Corp. (백만엔)											
Revenues(백만엔)	48,736	50,625	51,850	55,971	55,323	56,117	60,401	67,932	174,463	207,182	239,773
Other Operating Income	1,473	9,655	93	16,878	152	872	512	563	12,011	28,099	4,011
Ads	25,190	27,169	26,946	28,951	29,853	31,161	35,697	39,987	83,147	108,256	136,698
Account Ads	13,468	13,999	13,912	15,335	15,590	15,568	16,852	17,705	44,929	56,714	65,714
Display Ads	9,128	9,177	8,838	9,078	10,624	11,881	14,882	17,631	27,022	36,221	55,018
Portal Ads	2,575	3,993	4,196	4,538	3,639	3,712	3,963	4,652	11,307	15,302	15,965
Communication	7,415	7,313	6,905	6,894	7,427	6,728	6,629	6,317	30,225	28,527	27,101
Content	9,231	9,342	9,931	9,733	9,492	9,622	9,633	10,637	40,144	38,237	39,384
Others	864	753	880	900	1,176	915	925	661	2,730	3,397	3,676
LNE FRIENDS	3,390	4,092	5,155	6,942	4,463	4,562	4,061	5,560	12,297	19,579	18,647
Fintech/AI/Commerce/Mobile	2,665	1,956	2,033	2,551	2,912	3,130	3,456	4,770	5,747	9,205	14,268
Operating Expenses(계정별)	48,962	51,205	55,519	63,484	63,367	78,300	68,189	71,522	161,422	219,170	281,378
Payment processing and Licensing	7,306	7,837	7,507	8,173	8,803	8,895	9,055	9,309	29,616	30,823	36,063
Sales commissin	3,011	3,939	4,131	4,879	4,254	4,714	5,081	5,487	8,212	15,960	19,536
Employee compensation	13,493	13,884	14,728	15,387	17,190	17,964	18,667	19,722	42,469	57,492	73,544
Marketing	3,931	4,655	5,775	5,949	7,499	20,357	9,029	9,569	15,477	20,310	46,455
Infrastructure and communication	2,601	2,482	2,681	2,719	2,708	2,741	2,752	2,684	9,087	10,483	10,884
Outsourcing expense	7,937	6,976	8,101	8,811	9,101	8,956	9,029	8,992	24,009	31,825	36,078
Depreciation and Amortization	2,329	2,620	2,903	3,283	5,184	4,445	4,959	4,843	7,149	11,135	19,431
Other operating expenses	8,354	8,812	9,693	14,283	8,628	10,228	9,617	10,915	25,403	41,142	39,387
Operating Income	1,247	9,075	-3,576	9,365	-7,892	-21,311	-7,276	-3,027	25,052	16,111	-37,594
Operating Income(기타수익제외)	-226	-580	-3,669	-7,513	-8,044	-22,183	-7,788	-3,590	13,041	-11,988	-41,605
NAVER 플랫폼 영업수익	8,279	8,777	8,737	9,512	9,457	9,846	9,824	10,605	30,094	35,305	39,732
YoY	19.8%	20.2%	13.7%	16.0%	14.2%	12.2%	12.4%	11.5%	-	17.3%	12.5%
NAVER 플랫폼 영업이익	3,368	2,764	2,759	3,087	3,086	3,361	3,253	3,672	10,792	11,980	13,376
YoY	31.2%	5.9%	4.1%	4.2%	-8.4%	21.6%	17.9%	19.0%	-	11.0%	11.7%
LINE 및 기타 플랫폼 매출	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,733	6,174	6,950	16,690	20,564	24,508
YoY	22.9%	21.6%	21.2%	26.8%	17.4%	18.0%	17.8%	22.9%	-	23.2%	19.2%
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익	-160	-260	-541	-955	-1,025	-2,469	-983	-551	1,000	-1,916	-5,028

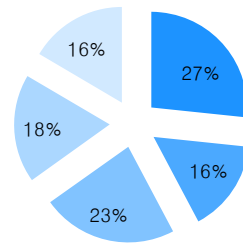
쇼핑 검색 광고주 수

(단위: 천개) 6개월 내 1회 이상 물품 산 비율



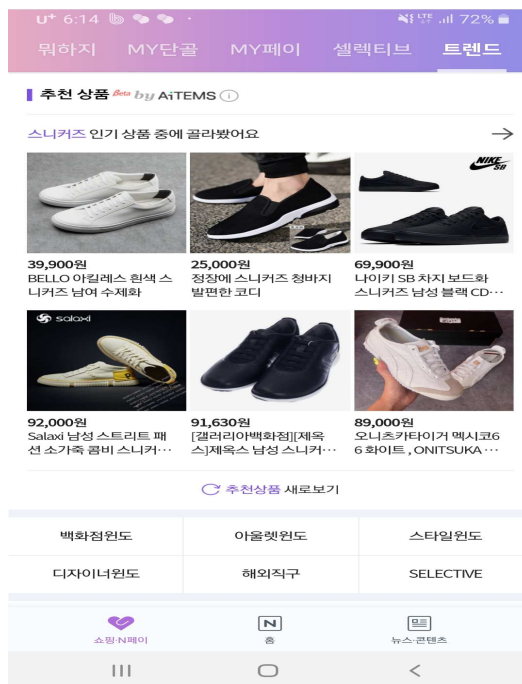
자료: NAVER

네이버쇼핑 쿠팡 11번가 위메프 티몬



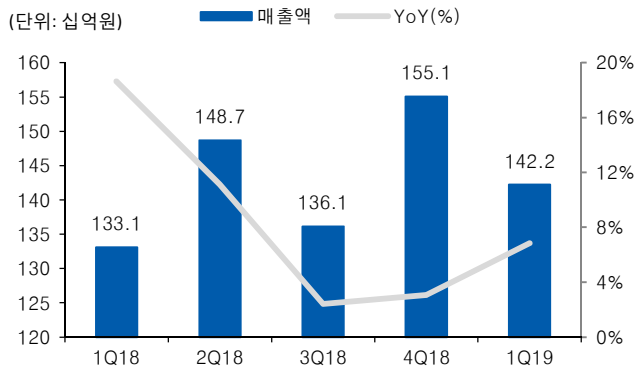
자료: 오픈서베이, 주: 2018.6.1~2018.11.30, 3,449 명의 인터넷 쇼핑 결제내역

NAVER AITEMS 상품 추천 화면



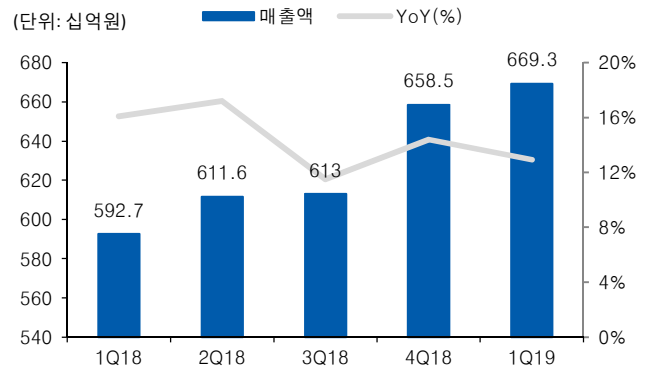
자료: NAVER

네이버 광고 매출 추이



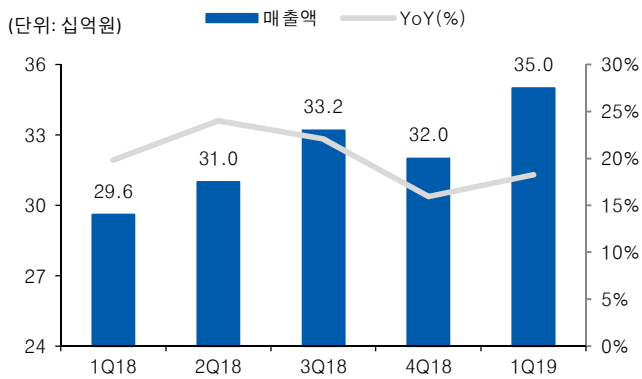
자료: NAVER

네이버 비즈니스플랫폼 매출 추이



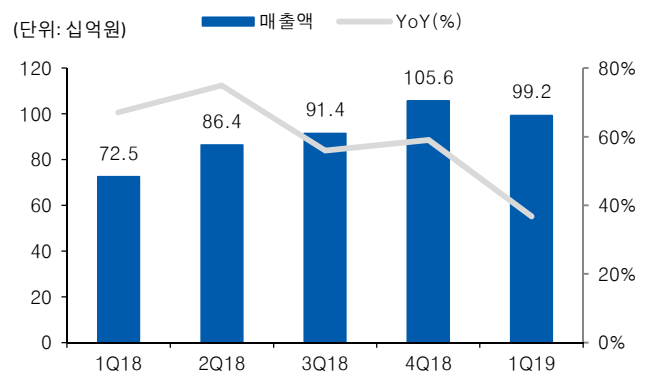
자료: NAVER

네이버 콘텐츠서비스 매출 추이



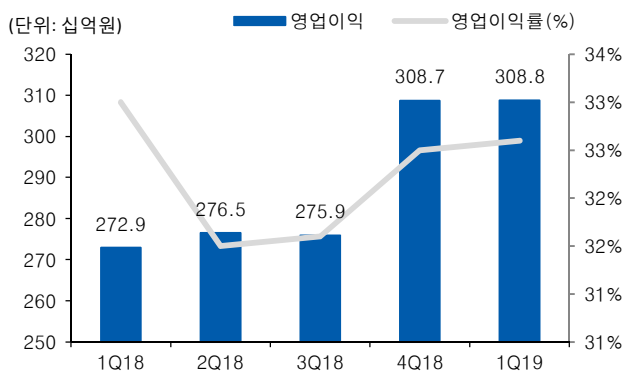
자료: NAVER

네이버 IT 플랫폼 매출 추이



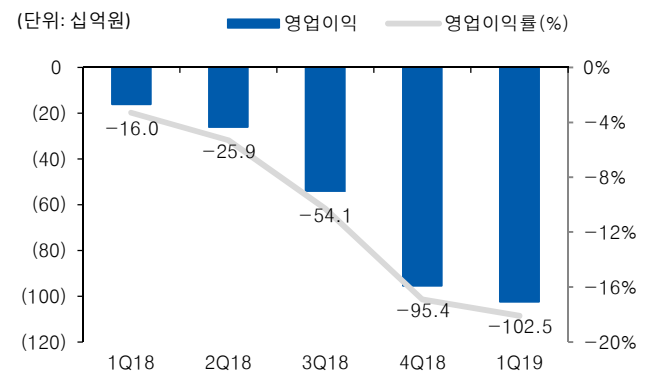
자료: NAVER

네이버 주요 사업부문 영업이익



자료: NAVER

LINE 및 기타 사업부문 영업이익



자료: NAVER

NAVER 기업가치평가		(단위: 억원)
항목	가치	
NAVER (A)	183,767	
LINE (B)	75,939	
LINE 지분율 (C)	73.36%	
LINE 지분가치 (D = B*C)	55,709	
NAVER 국내 기업가치 (E = A - D)	128,058	
NAVER 국내 2018년 영업이익	12,636	
NAVER 국내 2019년 예상 영업이익 (F)	13,376	
NAVER 국내 2019년 예상 순이익 (G = F * (1-27.5%))	9,698	
NAVER 국내 2019년 P/E (E / G)	13.2	

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,785	55,869	64,241	71,224	78,121
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	46,785	55,869	64,241	71,224	78,121
판매비	34,993	46,444	55,892	60,238	64,222
영업이익	11,792	9,425	8,348	10,986	13,899
EBITDA	13,854	12,036	8,348	10,986	13,899
영업외손익	166	1,691	-708	-50	-98
외환관련손익	-159	-23	0	0	0
이자손익	361	135	105	175	107
관계기업관련손익	-140	-851	-1,297	-649	-649
기타	105	2,429	484	423	443
법인세비용차감전순이익	11,958	11,117	7,641	10,936	13,801
법인세비용	4,232	4,888	3,286	3,609	4,554
계속사업순이익	7,727	6,229	4,355	7,327	9,247
중단사업순이익	-26	50	-134	-134	-134
당기순이익	7,701	6,279	4,221	7,193	9,113
지배지분순이익	7,729	6,488	5,473	7,193	9,113
포괄손익	6,272	6,338	6,694	8,934	10,853
지배지분포괄이익	6,725	6,272	6,963	9,293	11,290

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	47,842	53,856	62,061	57,873	53,750
현금및현금성자산	19,076	33,229	28,915	23,108	17,358
매출채권 및 기타채권	10,250	10,938	23,155	24,314	25,458
재고자산	362	574	695	771	845
비유동자산	32,350	44,956	50,001	65,524	83,171
유형자산	11,500	14,573	21,006	32,780	46,653
관계기업 등 자본관련자산	2,810	10,014	11,849	14,274	16,699
기타투자자산	11,067	12,464	1,263	2,315	3,378
자산총계	80,193	98,812	112,062	123,397	136,921
유동부채	23,027	26,197	27,952	31,945	34,506
매입채무 및 기타채무	12,458	15,485	11,447	12,592	13,851
단기차입금	2,110	3,498	2,508	2,008	2,508
유동성장기부채	1,500	0	0	0	0
비유동부채	4,113	13,124	15,888	15,563	16,733
장기차입금	499	1,001	1,881	2,761	3,641
사채	0	7,116	2,118	2,118	2,118
부채총계	27,141	39,321	43,841	47,508	51,239
지배지분	47,623	52,403	59,935	66,672	75,275
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,079	15,410	15,461	15,461	15,461
이익잉여금	45,555	52,292	57,275	64,012	72,615
비지배지분	5,428	7,089	8,286	9,217	10,407
자본총계	53,052	59,491	68,221	75,889	85,682
순차입금	-31,863	-26,138	-24,268	-18,466	-11,745
총차입금	4,109	11,615	11,067	11,447	12,827

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9,400	9,735	-3,276	7,586	9,520
당기순이익	7,701	6,279	4,221	7,193	9,113
감가상각비	1,827	2,280	0	0	0
외환손익	54	1	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	140	851	1,018	649	649
자산부채의 증감	-1,385	2,202	-8,026	-91	-76
기타현금흐름	1,063	-1,878	-489	-165	-165
투자활동 현금흐름	-13,103	-3,883	-14,400	-15,589	-17,712
투자자산	-7,787	-4,484	-4,185	-4,074	-4,074
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,722	-5,350	-7,270	-11,800	-13,900
유형자산 감소	60	177	27	27	27
기타현금흐름	-654	5,775	-2,972	258	235
재무활동 현금흐름	6,362	7,510	-3,800	2,791	3,739
단기차입금	-9	1,247	-1,036	-500	500
사채 및 장기차입금	490	6,060	-4,236	880	880
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-326	-425	-459	-457	-509
기타현금흐름	6,207	627	1,931	2,868	2,868
연결범위변동 등 기타	-846	791	17,162	-595	-1,297
현금의 증감	1,813	14,153	-4,314	-5,807	-5,750
기초 현금	17,262	19,076	33,229	28,915	23,108
기말 현금	19,076	33,229	28,915	23,108	17,358
NOPLAT	11,792	9,425	8,348	10,986	13,899
FCF	3,575	4,744	-10,537	-4,530	-4,663

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

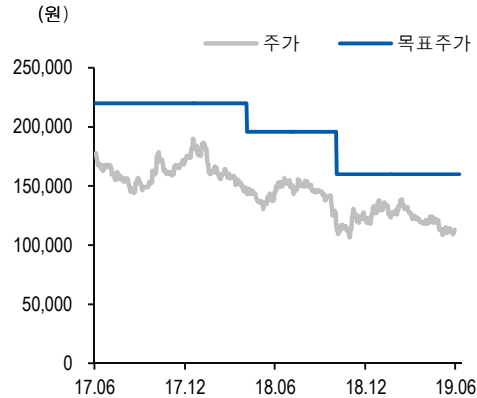
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,689	3,937	3,321	4,365	5,529
BPS	32,429	35,847	41,207	45,839	51,754
EBITDAPS	42,031	7,303	5,065	6,666	8,433
SPS	28,386	33,898	38,978	43,215	47,400
DPS	289	314	314	350	350
PER	34.7	37.2	33.6	25.5	20.2
PBR	5.0	4.1	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	17.4	18.5	20.5	16.2	13.4
PSR	5.7	4.3	2.9	2.6	2.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	16.3	19.4	15.0	10.9	9.7
영업이익 증가율 (%)	7.0	-20.1	-11.4	31.6	26.5
지배지분 순이익 증가율 (%)	3.1	-16.1	-15.6	31.4	26.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	25.2	16.9	13.0	15.4	17.8
자본순이익률 (%)	16.5	11.6	8.5	10.1	11.7
EBITDA 마진 (%)	29.6	21.5	13.0	15.4	17.8
ROIC	162.3	68.3	27.2	23.1	21.5
ROA	10.7	7.2	5.2	6.1	7.0
ROE	18.5	13.0	9.7	11.4	12.8
부채비율 (%)	51.2	66.1	64.3	62.6	59.8
순차입금/자기자본 (%)	-66.9	-49.9	-40.5	-27.7	-15.6
영업이익/금융비용 (배)	2,073.9	68.7	67.8	86.3	97.4

NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-25	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

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)	0.6
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	12.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-22

※ 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.