



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원

주가(7/25): 134,000원

시가총액: 220,850억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/25)	2,074.48pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	155,800원	106,500원
등락률	-14.0%	25.8%
수익률	절대	상대
1W	17.0%	19.7%
1M	3.1%	8.2%
1Y	-10.8%	-1.6%

Company Data

발행주식수	164,813천주
일평균 거래량(3M)	472천주
외국인 지분율	59.0%
배당수익률(19E)	0.2%
BPS(19E)	34,935원
주요 주주	국민연금공단
	10.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	4,678.5	5,586.9	6,580.0	7,466.0
영업이익	1,179.2	942.5	780.4	922.1
EBITDA	1,385.4	1,203.6	1,102.1	1,290.5
세전이익	1,195.8	1,111.7	951.5	1,094.3
순이익	770.1	627.9	539.4	656.6
지배주주지분순이익	772.9	648.8	557.3	678.4
EPS(원)	4,689	3,937	3,382	4,116
증감률(% YoY)	3.1	-16.1	-14.1	21.7
PER(배)	37.1	31.0	39.6	32.6
PBR(배)	6.02	3.84	3.84	3.45
EV/EBITDA(배)	18.8	15.1	17.2	14.5
영업이익률(%)	25.2	16.9	11.9	12.4
ROE(%)	18.5	13.0	10.1	11.2
순차입금비율(%)	-60.1	-43.9	-59.8	-56.7

Price Trend



실적 Review

NAVER (035420)

커머스를 기반으로 한 국내 금융산업 확대 계획



NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 6,303억원(YoY, +19.6%), 영업이익 1,283억원(YoY, -48.8%)을 기록하면서 기대치를 하회하는 결과를 나타내었습니다. 라인페이에 대한 마케팅비용 지출과 신사업투자에 관련된 부분이 지속되면서 실적부진을 기록하였습니다. 다만, 네이버페이의 분할 및 증자를 통해 국내 금융산업 확장에 공격적으로 임할 것으로 전망됨에 따라 이에 따른 기대감이 작용할 것으로 전망됩니다.

>> 2Q Review: 쇼핑호조 지속, 라인부문 손실 확대

NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 6,303억원(YoY, +19.6%), 영업이익 1,283억원(YoY, -48.8%)을 기록하면서 기대치를 하회하였다. 다만 라인페이(송금이벤트, 60억엔 수준)과 20주년행사(100억원)의 일회성비용을 감안하면 전분기 대비 소폭 감소한 수준의 성과를 달성한 것으로 판단된다. 특히 본업의 성과가 호조를 보인 점이 긍정적이다. 쇼핑부문의 성장 호조가 지속됨에 따라 비즈니스 플랫폼이 긍정적 성과를 보였으며 VLive의 라이브공연, 팬십 확대, 웹툰 해외부문 수익화 등으로 콘텐츠서비스가 큰 폭의 성장을 기록하였다. 비용부문에서는 네이버페이 포인트 증가, 모바일개편 광고에 따른 마케팅비용 증가가 있었지만 예상을 크게 상회하는 수준은 아니었다.

하반기에는 일회성비용 증가가 제한된 가운데 이익이 회복될 것으로 전망된다. 쇼핑이 하반기에도 비슷한 성장세를 보일 것으로 전망되고 있으며 콘텐츠 성장세도 확대될 것으로 기대된다. 3Q실적은 매출액 1조 6,474억원(YoY, +17.9%), 영업이익 2,042억원(YoY, -7.9%)으로 전망된다.

>> 네이버페이 분할 결정, 향후 공격적인 사업확대 전망

네이버페이의 물적분할 결정(네이버페이낸셜)은 향후 공격적인 사업확대를 예고하고 있다. 향후 미래에셋으로부터 5,000억원 이상의 투자를 유치할 것으로 기대되며 이에 자금을 바탕으로 금융사업에 사업확대 할 계획이다. 실적발표에서 동사는 1,000만명의 결제자와 보유한 커머스 데이터를 기반으로 한 금융사업확대를 계획한다고 밝혔다. 커머스(비즈니스 플랫폼)을 활용한 대출, 보험 등의 사업을 진행할 계획이며 판매자와 구매자를 중심으로 한 금융서비스가 중심이 될 것으로 전망된다. 이러한 사업모델을 통해 향후 IPO까지 계획이기 때문에 네이버페이의 가치는 더 확대될 것으로 전망된다.

>> 투자의견 Buy, 목표주가 170,000원 유지

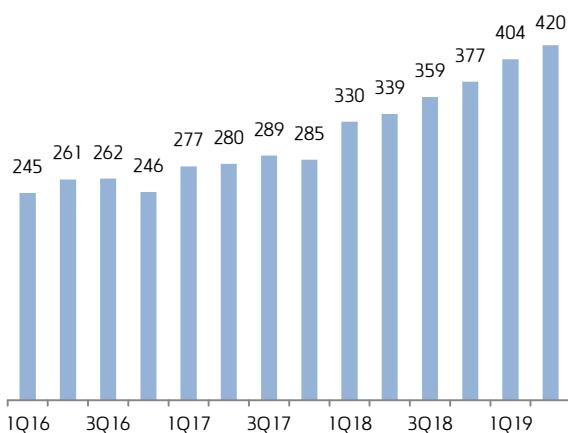
NAVER에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 170,000원을 유지한다. 투자유치를 받을 네이버페이에 대한 가치가 시장의 기대치를 끌어올릴 것으로 전망된다. 또한 성장세가 유지되는 본업을 바탕으로 하반기부터는 안정적 실적으로 회복할 것으로 예상된다는 점도 긍정적이다.

NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,510.9	1,630.3	1,647.4	1,791.5	5,586.9	6,580.0	7,466.0
광고	133.1	148.7	136.1	155.1	142.2	166.6	158.0	171.6	573.0	638.5	707.7
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.0	658.5	669.3	715.9	720.4	804.1	2,475.8	2,909.7	3,251.6
IT 플랫폼	72.5	85.7	91.4	105.6	99.2	105.9	112.0	120.9	355.2	438.0	543.6
콘텐츠서비스	29.6	31.7	36.1	32.0	35.0	50.1	43.9	54.7	129.4	183.7	198.4
LINE 및 기타	481.2	485.9	521.1	565.3	565.2	591.8	613.0	640.1	2,053.5	2,410.1	2,764.6
영업비용	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,303.3	1,304.6	1,501.9	1,443.2	1,549.9	4,644.4	5,799.6	6,543.9
플랫폼개발/운영	185.9	192.8	195.9	195.1	218.4	234.6	227.5	227.7	769.7	908.2	966.5
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	278.2	277.0	298.2	298.4	318.2	1,035.5	1,191.7	1,492.0
인프라	57.6	61.3	64.5	69.7	75.8	80.4	83.8	88.8	253.1	328.8	378.1
마케팅	71.0	84.9	82.3	99.5	65.8	102.9	109.7	153.9	337.7	432.3	518.7
LINE 및 기타	497.2	511.9	578.6	660.8	667.6	785.9	723.9	761.3	2,248.4	2,938.7	3,188.4
영업이익	257.0	250.6	221.7	213.2	206.3	128.4	204.2	241.5	942.5	780.4	922.1
영업이익률	19.6%	18.4%	15.9%	14.1%	13.7%	7.9%	12.4%	13.5%	16.9%	11.9%	12.4%
YOY											
매출액	21.0%	20.7%	16.4%	19.8%	15.4%	19.6%	17.9%	18.1%	16.3%	19.4%	17.8%
영업비용	32.9%	31.8%	32.3%	33.7%	24.0%	34.9%	22.7%	18.9%	19.8%	32.7%	24.9%
영업이익	-11.6%	-12.1%	-29.0%	-26.8%	-19.7%	-48.8%	-7.9%	13.3%	7.0%	-20.1%	-17.2%

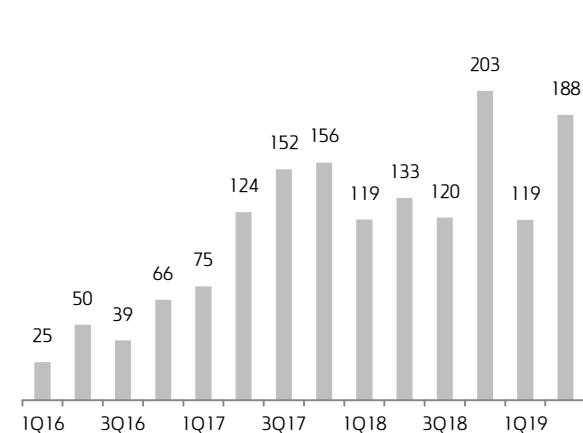
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER 연구개발비(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER CAPEX(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

물적분할 대상 네이버파이낸셜 주요 내용(단위: 십억원)

항목	금액 및 내용
자산	6,432
부채	6,108
자본	325
자본금	50
매출액(2018년 기준)	3,095
분할등기 예정일	2019.11.4
주요사업	전자금융서비스
네이버페이 월 결제자 수	1,000 만명
네이버쇼핑 가맹점 수	26 만 점포

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678.5	5,586.9	6,580.0	7,466.0	8,287.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,586.9	6,580.0	7,466.0	8,287.1
판관비	3,499.3	4,644.4	5,799.6	6,543.9	7,133.7
영업이익	1,179.2	942.5	780.4	922.1	1,153.4
EBITDA	1,385.4	1,203.6	1,102.1	1,290.5	1,556.3
영업외손익	16.6	169.1	171.1	172.2	174.9
이자수익	36.7	27.2	36.2	37.3	40.0
이자비용	0.6	13.7	13.7	13.7	13.7
외환관련이익	23.8	46.2	41.7	41.7	41.7
외환관련손실	39.7	48.4	48.4	48.4	48.4
증속 및 관계기업손익	-14.0	-85.1	-85.1	-85.1	-85.1
기타	10.4	242.9	240.4	240.4	240.4
법인세차감전이익	1,195.8	1,111.7	951.5	1,094.3	1,328.3
법인세비용	423.2	488.8	409.1	437.7	491.5
계속사업순손익	772.7	622.9	542.4	656.6	836.8
당기순이익	770.1	627.9	539.4	656.6	836.8
지배주주순이익	772.9	648.8	557.3	678.4	864.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.3	19.4	17.8	13.5	11.0
영업이익 증감율	7.0	-20.1	-17.2	18.2	25.1
EBITDA 증감율	9.5	-13.1	-8.4	17.1	20.6
지배주주순이익 증감율	3.1	-16.1	-14.1	21.7	27.5
EPS 증감율	3.1	-16.1	-14.1	21.7	27.5
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	25.2	16.9	11.9	12.4	13.9
EBITDA Margin(%)	29.6	21.5	16.7	17.3	18.8
지배주주순이익률(%)	16.5	11.6	8.5	9.1	10.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	940.0	973.5	1,114.8	1,244.1	1,369.3
당기순이익	770.1	627.9	539.4	656.6	836.8
비현금항목의 가감	663.4	607.1	794.1	868.3	953.9
유형자산감가상각비	182.7	228.0	289.9	346.5	387.8
무형자산감가상각비	23.6	33.1	31.8	21.9	15.1
지분법평가손익	-56.8	-378.5	-85.1	-85.1	-85.1
기타	513.9	724.5	557.5	585.0	636.1
영업활동자산부채증감	-138.5	220.2	140.3	105.6	16.0
매출채권및기타채권의감소	-176.2	48.8	-90.6	-84.8	-98.2
재고자산의감소	0.0	0.0	-10.2	-9.1	-8.4
매입채무및기타채무의증가	96.6	51.6	309.7	278.7	213.7
기타	-58.9	119.8	-68.6	-79.2	-91.1
기타현금흐름	-355.0	-481.7	-359.0	-386.4	-437.4
투자활동 현금흐름	-1,310.3	-388.3	51.5	-1,169.7	-1,070.9
유형자산의 취득	-472.2	-535.0	-500.0	-500.0	-400.0
유형자산의 처분	6.0	17.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.9	-42.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-604.8	-945.1	695.1	-525.0	-525.0
단기금융자산의감소(증가)	-21.6	1,237.2	-22.6	-23.8	-24.9
기타	-189.8	-121.0	-121.0	-120.9	-121.0
재무활동 현금흐름	636.2	751.0	141.3	141.5	141.5
차입금의 증가(감소)	48.1	730.7	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	498.4	-124.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-32.6	-42.5	-45.9	-45.7	-45.7
기타	122.3	187.3	187.2	187.2	187.2
기타현금흐름	-84.6	79.1	-88.8	-88.8	-88.8
현금 및 현금성자산의 순증가	181.3	1,415.3	1,218.8	127.1	351.1
기초현금 및 현금성자산	1,726.2	1,907.6	3,322.9	4,541.7	4,668.8
기말현금 및 현금성자산	1,907.6	3,322.9	4,541.7	4,668.8	5,020.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784.2	5,385.6	6,796.7	7,120.6	7,694.4
현금 및 현금성자산	1,907.6	3,322.9	4,541.7	4,668.8	5,020.0
단기금융자산	1,689.7	452.4	475.1	498.8	523.8
매출채권 및 기타채권	1,025.0	1,093.8	1,184.4	1,269.2	1,367.4
재고자산	36.2	57.4	67.7	76.8	85.2
기타유동자산	1,815.4	911.5	1,002.9	1,105.8	1,221.8
비유동자산	3,235.0	4,495.6	3,893.8	4,465.3	4,902.3
투자자산	1,387.7	2,247.7	1,467.6	1,907.5	2,347.4
유형자산	1,150.0	1,457.3	1,667.4	1,820.9	1,833.2
무형자산	339.5	307.0	275.2	253.2	238.1
기타비유동자산	357.8	483.6	483.6	483.7	483.6
자산총계	8,019.3	9,881.2	10,690.4	11,585.9	12,596.7
유동부채	2,302.7	2,619.7	2,929.4	3,208.1	3,421.8
매입채무 및 기타채무	1,245.8	1,548.5	1,858.2	2,136.9	2,350.6
단기금융부채	361.0	349.9	349.9	349.9	349.9
기타유동부채	695.9	721.3	721.3	721.3	721.3
비유동부채	411.3	1,312.4	1,312.4	1,312.4	1,312.4
장기금융부채	49.9	811.6	811.6	811.6	811.6
기타비유동부채	361.4	500.8	500.8	500.8	500.8
부채총계	2,714.1	3,932.1	4,241.7	4,520.5	4,734.2
자자지분	4,762.3	5,240.3	5,757.8	6,396.4	7,221.3
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,541.0	1,541.0	1,541.0
기타자본	-1,200.3	-1,324.6	-1,324.6	-1,324.6	-1,324.6
기타포괄손익누계액	-117.2	-221.8	-215.9	-210.0	-204.1
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,740.8	6,373.6	7,192.6
비지배지분	542.8	708.9	690.9	669.0	641.2
자본총계	5,305.2	5,949.1	6,448.7	7,065.5	7,862.5

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	4,689	3,937	3,382	4,116	5,247
BPS	28,895	31,795	34,935	38,810	43,815
CFPS	8,698	7,493	8,091	9,252	10,865
DPS	1,446	314	314	314	314
주가배수(배)					
PER	37.1	31.0	39.6	32.6	25.5
PER(최고)	41.6	49.5	42.4		
PER(최저)	30.6	26.4	31.5		
PBR	6.02	3.84	3.84	3.45	3.06
PBR(최고)	6.75	6.13	4.11		
PBR(최저)	4.96	3.27	3.05		
PSR	6.13	3.60	3.36	2.96	2.66
PCFR	20.0	16.3	16.6	14.5	12.3
EV/EBITDA	18.8	15.1	17.2	14.5	11.8
주요비율(%)					
배당성향%,보통주,현금	5.5	7.3	8.5	7.0	5.5
배당수익률(%),보통주,현금	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
ROA	10.7	7.0	5.2	5.9	6.9
ROE	18.5	13.0	10.1	11.2	12.7
ROIC	138.5	47.6	35.1	42.6	55.8
매출채권회전율	5.4	5.3	5.8	6.1	6.3
재고자산회전율	201.0	119.3	105.2	103.4	102.3
부채비율	51.2	66.1	65.8	64.0	60.2
순차입금비율	-60.1	-43.9	-59.8	-56.7	-55.7
이자보상배율	2,073.9	68.7	56.9	67.2	84.0
총차입금	410.9	1,161.5	1,161.5	1,161.5	1,161.5
순차입금	-3,186.3	-2,613.8	-3,855.3	-4,006.2	-4,382.2
NOPLAT	1,385.4	1,203.6	1,102.1	1,290.5	1,556.3
FCF	377.4	419.3	406.8	527.3	745.6

Compliance Notice

- 당사는 7월 25일 현재 'NAVER' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 김학준 애널리스트는 일본 라인컨퍼런스에 2019/6/27~2019/6/28 기간 중 NAVER의 비용을 통해 참석한 사실이 있으며, 기타 다른 특별한 이해 관계는 없음을 고지 합니다.

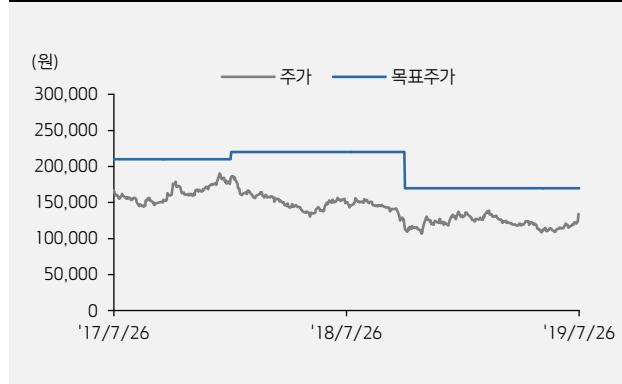
고지사항

동 자료에 수록된 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다. 동 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점			괴리율		
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
NAVER (035420)	2017/07/28	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-26.22	-19.89			
	2017/10/27	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-22.66	-9.40			
	2018/01/26	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-30.55	-15.15			
	2018/07/24	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-30.57	-15.15			
	2018/07/27	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-34.19	-29.08			
	2018/10/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-27.90	-19.12			
	2019/02/01	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-26.74	-18.53			
	2019/04/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-31.31	-21.18			
	2019/07/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월					

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)**투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%