

## NAVER (035420)

## 인터넷



이창영

02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	160,000원 (M)
현재주가 (7/25)	134,000원
상승여력	19%

시가총액	220,850억원
총발행주식수	164,813,395주
60일 평균 거래대금	551억원
60일 평균 거래량	471,779주
52주 고	155,800원
52주 저	106,500원
외인지분율	58.95%
주요주주	국민연금공단 10.53%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.0	11.2	(10.2)
상대	19.7	17.4	(1.6)
절대(달러환산)	14.5	9.2	(14.4)

## 달라진 회사

## 2분기 실적 Review

영업수익 1조6,303억원(YoY +19.6%, QoQ +7.9%), 영업이익 1,283억원(YoY -48.8%, QoQ -37.8%), 순이익 278억원(YoY -90.1%, QoQ -68.3%). LINE적자 확대로 전체 실적은 시장기 대치를 하회하였으나 광고매출 1,666억원(YoY +12.0%), 비즈니스플랫폼 7,159억원(YoY +17.1%), IT플랫폼 YoY +22.6%, 콘텐츠서비스 YoY +61.4% 등 국내 실적은 서프라이즈 수준의 실적을 기록하였음. 국내 NAVER플랫폼 영업이익은 3,225억원, 영업이익률 31.1% 사상 최고 기록. LINE적자 증가로 인한 높은 유효법인세율 적용으로 당기순이익 감소

## 하반기 전망

쇼핑성장을 기반으로 한 비즈니스 플랫폼 매출성장은 지속될 것으로 추정. LINE적자는 마케팅비 감소로 지난 1분기 수준의 적자(약 800억원, 2분기 약 1,600억원)로 감소되어, 2000억원대 연결영업이익을 회복할 것으로 전망. (유안타리서치 하반기 연결영업이익 2,210+2,327=4,537억원 전망) 새로운 것은 해외 웹툰, VLIVE의 유료모델확대에 따른 실적증가, LINE 스마트채널 트래픽 급증에 따른 DA 광고매출 증가로 하반기 실적 개선 가능성 클 것으로 예상

## 빨라진 NAVER

1위사업자에 대한 규제로 신규사업에 대한 진행이 다소 느렸던 과거와 달리, NAVER Pay 물적분할/외부투자유치 등 핀테크 사업에 대한 공격적인 행보는 동사에 대한 디스카운트가 해소될 수 있는 계기가 될 것으로 전망. NAVER Pay Financial은 중국 타오바오-앤티파이낸셜 모델처럼 YoY 20%이상 성장 중일 것으로 예상되는 NAVER 쇼핑 기반 위에 쇼핑 판매자에 대한 금융서비스 제공, 구매자에게는 결제, 대출, 보험, 투자 등 다양한 인터넷 금융서비스를 통한 핀테크 사업을 확장해 나갈 것으로 기대됨. 월사용자(MAU) 5,500만명(국내 2200만명, 미국 700만명) '네이버 웹툰'은, 2018년 순손실 616억원에서 해외매출증가, 유료화 확대에 연말 BEP 수준까지 실적개선 예상(미국 QoQ 3배 증가)전망. 누적다운로드 7800만명의 'V-Live'는 글로벌 사용자수 증가에 따른 월정액 FanShip 등 유료화 모델의 성공적 안착으로 향후 웹툰과 함께 동사 콘텐츠 매출 성장의 주요 동력이 될 것으로 전망됨. 동사의 이와 같은 새로운 성장동력 증가, 신사업에 대한 발빠른 행보, LINE투자에 대한 보수적인 집행계획은, 밸류에이션 디스카운트 해소와 함께 향후 실적 개선 가능성이 높아졌다는 의견임

## Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,303	19.6	7.9	15,849	2.9
영업이익	1,283	-48.8	-37.8	1,637	-21.6
세전계속사업이익	1,104	-71.6	-41.8	1,600	-31.0
지배순이익	792	-70.0	-39.0	924	-14.3
영업이익률 (%)	7.9	-10.5 %pt	-5.8 %pt	10.3	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	4.9	-14.5 %pt	-3.7 %pt	5.8	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	46,785	55,869	65,996	72,517
영업이익	11,792	9,425	7,885	12,406
지배순이익	7,729	6,488	5,301	8,288
PER	34.7	37.2	38.4	24.6
PBR	5.0	4.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.4	18.5	26.1	17.1
ROE	18.5	13.0	9.5	13.0

자료: 유안타증권

## NAVER 실적 추이 및 전망

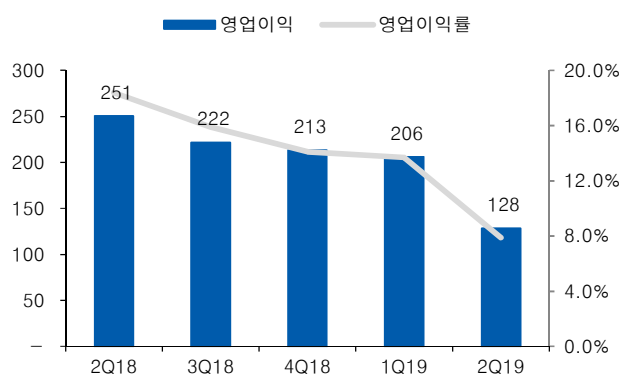
(단위: 억원, 백만원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
영업수익	13,091	13,636	13,977	15,165	15,108	16,303	16,639	17,945	46,784	55,869	65,995
영업수익 YoY(%)	21.0%	17.1%	17.3%	19.8%	15.4%	19.6%	19.0%	18.3%	4.0%	19.4%	18.1%
광고	1,331	1,487	1,361	1,551	1,422	1,666	1,534	1,710	5,294	5,730	6,332
YoY(%)	18.6%	11.1%	2.4%	3.1%	6.8%	12.0%	12.7%	10.2%	32.5%	8.2%	10.5%
비즈니스플랫폼	5,927	6,116	6,130	6,585	6,693	7,159	7,253	7,614	21,577	24,758	28,720
YoY(%)	16.1%	17.2%	11.5%	14.4%	12.9%	17.1%	18.3%	15.6%	15.7%	14.7%	16.0%
IT 플랫폼	725	857	914	1,056	992	1,059	1,131	1,258	2,178	3,552	4,440
YoY(%)	67.1%	73.5%	56.0%	59.0%	36.8%	23.6%	23.8%	19.1%	80.7%	63.1%	25%
콘텐츠 서비스	296	317	332	320	350	501	610	753	1,045	1,265	2,214
YoY(%)	19.8%	26.8%	19.4%	15.9%	18.2%	58.0%	83.8%	135.2%	1.3%	21.1%	75%
LINE 및 기타 플랫폼	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,918	6,111	6,610	16,690	20,564	24,290
영업비용	9,882	11,131	11,760	13,033	13,046	15,020	14,429	15,618	34,992	45,806	58,113
플랫폼개발/운영	1,859	1,928	1,959	1,951	2,184	2,346	2,315	2,362	6,056	7,697	9,207
대형/파트너	2,404	2,622	2,547	2,782	2,770	2,982	3,089	3,375	8,572	10,355	12,216
인프라	576	613	645	697	758	804	820	828	2,250	2,531	3,210
마케팅	71	849	828	995	658	1,029	1,000	1,176	2,424	2,743	3,863
LINE 및 기타	4,972	5,119	5,781	6,608	6,676	7,859	7,204	7,878	15,690	22,480	29,617
영업이익	3,209	2,505	2,217	2,133	2,062	1,283	2,210	2,327	11,792	10,064	7,882
영업이익률	24.5%	18.4%	15.9%	14.1%	13.6%	7.9%	13.3%	13.0%	25.2%	18.0%	11.9%
Line Corp.											
Revenues(백만원)	48,736	50,625	51,850	55,971	55,323	55,437	58,358	62,558	174,463	207,182	231,676
YoY(%)	19.9%	21.8%	16.9%	16.9%	13.5%	9.5%	12.6%	11.8%	-	18.8%	11.8%
Ads	25,190	27,169	26,946	28,951	29,853	30,676	33,048	35,381	83,147	108,256	128,958
YoY(%)	38.0%	41.9%	22.3%	22.1%	18.5%	12.9%	22.6%	22.2%	-	30.2%	19.1%
Account Ads	13,468	13,999	13,912	15,335	15,590	15,620	16,486	17,320	44,929	56,714	65,016
Display Ads	9,128	9,177	8,838	9,078	10,624	11,456	12,833	14,394	27,022	36,221	49,307
Portal Ads	2,575	3,993	4,196	4,538	3,639	3,600	3,729	3,667	11,307	15,302	14,635
Communication	7,415	7,313	6,905	6,894	7,427	7,174	6,836	7,101	30,225	28,527	28,538
Content	9,231	9,342	9,931	9,733	9,492	9,337	9,633	9,830	40,144	38,237	38,292
LNE FRIENDS	3,390	4,092	5,155	6,942	4,463	4,674	4,980	5,854	12,297	19,579	19,971
Fintech/AI/Commerce/Mobile	2,665	1,956	2,033	2,551	2,912	2,356	2,543	2,997	5,747	9,205	10,808
Operating Expenses(계정별)	48,962	51,205	55,519	63,484	63,367	70,613	65,764	71,057	161,422	219,170	270,802
Payment processing and Licensing	7,306	7,837	7,507	8,173	8,803	8,367	8,870	10,023	29,616	30,823	36,063
Employee compensation	13,493	13,884	14,728	15,387	17,190	16,585	17,250	18,607	42,469	57,492	69,632
Marketing	3,931	4,655	5,775	5,949	7,499	13,109	7,730	8,761	15,477	20,310	37,098
Other operating expenses	8,354	8,812	9,693	14,283	8,628	9,189	9,087	10,052	25,403	41,142	36,955
Operating Income(기타수익제외)	-226	-580	-3,669	-7,513	-8,044	-15,176	-7,406	-8,499	13,041	-11,988	-39,125
NAVER 플랫폼 영업수익	8,279	8,777	8,737	9,512	9,457	10,385	10,528	11,335	30,094	35,305	41,705
YoY	19.8%	20.2%	13.7%	16.0%	14.2%	18.3%	20.5%	19.2%	-	17.3%	18.1%
NAVER 플랫폼 영업이익	3,368	2,764	2,759	3,087	3,086	3,225	3,302	3,593	10,792	11,980	13,208
NAVER 플랫폼 영업이익률(%)	-	-	-	-	32.6%	31.1%	31.4%	31.7%	-	-	31.7%
LINE 및 기타 플랫폼 매출	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,918	6,111	6,610	16,690	20,564	24,290
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익	-160	-260	-541	-955	-1,025	-1,941	-1,093	-1,267	1,000	-1,916	-5,326
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익률(%)	-18.1%	-32.8%	-17.9%	-19.2%	-18.1%	-32.8%	-17.9%	-19.2%	6.0%	-9.3%	-21.9%

자료: NAVER, LINE, 유안타증권 리서치센터

NAVER 연결 영업이익 추이

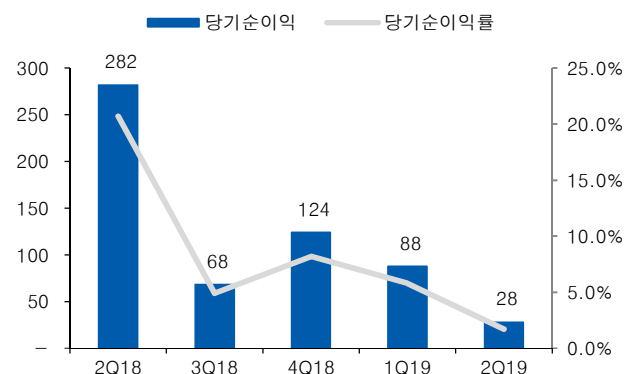
(단위: 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 연결 당기순이익 추이

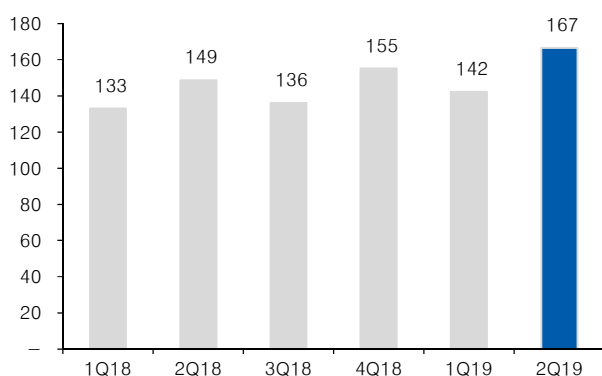
(단위: 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 광고 매출 추이

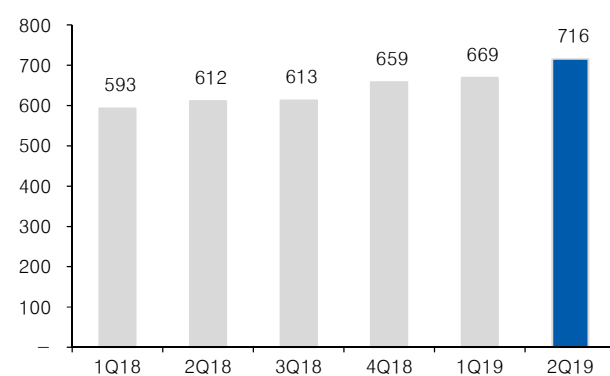
(단위: 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 비즈니스 플랫폼 매출 추이

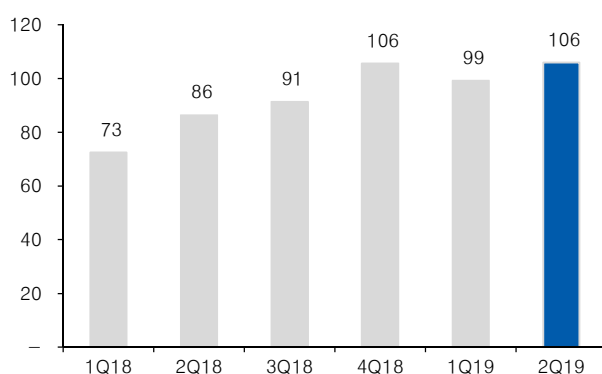
(단위: 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER IT 플랫폼 매출 추이

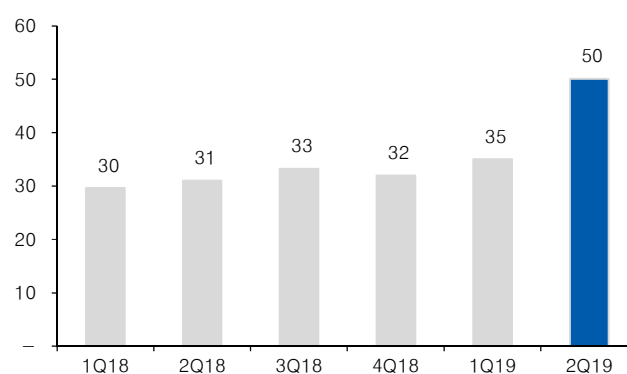
(단위: 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 콘텐츠 매출 추이

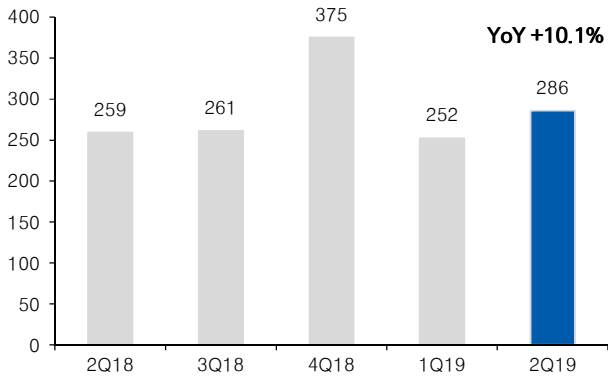
(단위: 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

LINE Pay 글로벌 거래액

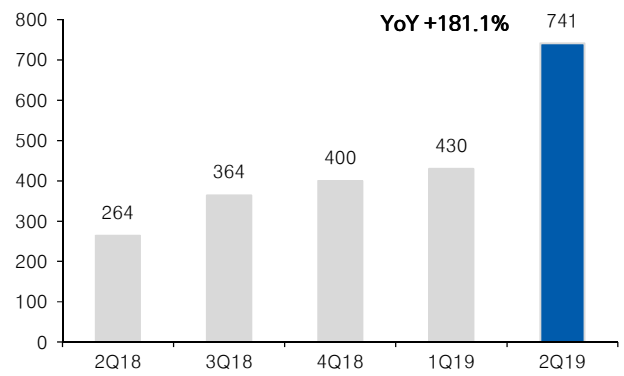
(단위: 엔)



자료: 유안타증권 리서치센터

LINE Pay 글로벌 MAU

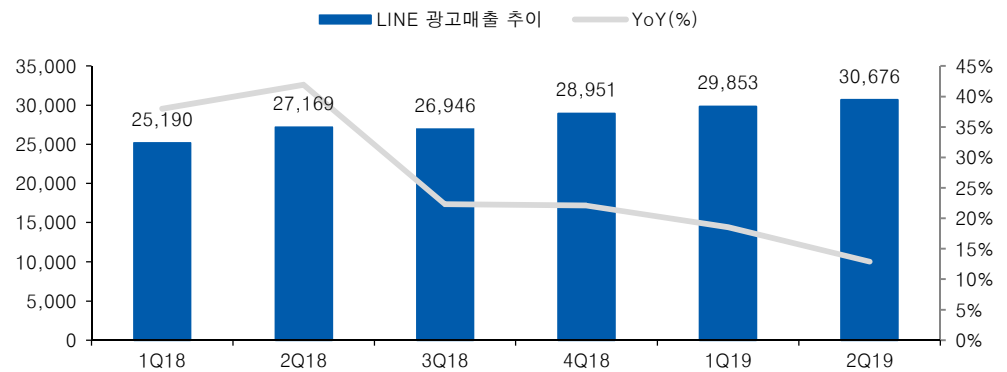
(단위: 10K)



자료: 유안타증권 리서치센터

LINE 광고 매출 추이 및 YoY 증감율

(단위: 백만엔)



자료: 유안타증권 리서치센터

## NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,785	55,869	65,996	72,517	78,432
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	46,785	55,869	65,996	72,517	78,432
판매비	34,993	46,444	58,111	60,110	63,595
영업이익	11,792	9,425	7,885	12,406	14,837
EBITDA	13,854	12,036	7,885	12,406	14,837
영업외손익	166	1,691	-225	5	106
외환관련손익	-159	-23	0	0	0
이자손익	361	135	102	173	106
관계기업관련손익	-140	-851	-768	-384	-307
기타	105	2,429	442	216	307
법인세비용차감전순이익	11,958	11,117	7,660	12,411	14,943
법인세비용	4,232	4,888	3,681	4,096	4,931
계속사업순이익	7,727	6,229	3,979	8,315	10,012
중단사업순이익	-26	50	-27	-27	-27
당기순이익	7,701	6,279	3,952	8,288	9,984
지배지분순이익	7,729	6,488	5,301	8,288	9,984
포괄순이익	6,272	6,338	6,425	10,028	11,725
지배지분포괄이익	6,725	6,272	6,694	10,449	12,216

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	61,335	57,821	53,704
현금및현금성자산	19,076	33,229	27,936	22,891	17,325
매출채권 및 기타채권	10,250	10,938	23,393	24,469	25,445
재고자산	362	574	710	781	844
비유동자산	32,350	44,956	50,530	66,625	85,259
유형자산	11,500	14,573	21,006	32,780	46,653
관계기업 등 자본관련자산	2,810	10,014	12,378	15,375	18,787
기타투자자산	11,067	12,464	1,263	2,315	3,378
자산총계	80,193	98,812	111,865	124,446	138,962
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	59,763	67,594	77,069
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,079	15,410	15,461	15,461	15,461
이익잉여금	45,555	52,292	57,102	64,933	74,409
비지배지분	5,428	7,089	8,262	9,345	10,655
자본총계	53,052	59,491	68,025	76,938	87,724
순차입금	-31,863	-26,138	-23,290	-18,249	-11,712
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	-4,477	8,353	10,079
당기순이익	7,701	6,279	3,952	8,288	9,984
감가상각비	1,827	2,280	0	0	0
외환손익	54	1	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	140	851	489	384	307
자산부채의 증감	-1,385	2,202	-8,278	-4	103
기타현금흐름	1,063	-1,878	-639	-315	-315
투자활동 현금흐름	-13,103	-3,883	-14,400	-15,896	-18,357
투자자산	-7,787	-4,484	-4,185	-4,381	-4,719
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	17,385	-294	-1,026
현금의 증감	1,813	14,153	-5,292	-5,046	-5,566
기초 현금	17,262	19,076	33,229	27,936	22,891
기말 현금	19,076	33,229	27,936	22,891	17,325
NOPLAT	11,792	9,425	7,885	12,406	14,837
FCF	3,575	4,744	-11,452	-3,492	-3,857

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

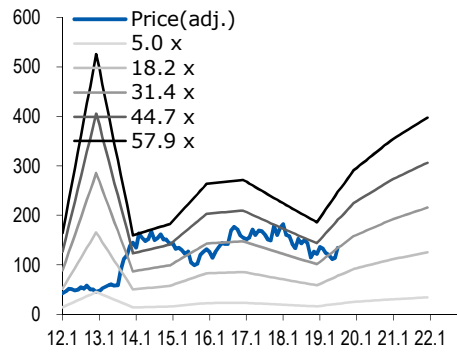
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,689	3,937	3,216	5,029	6,058
BPS	32,429	35,847	41,089	46,473	52,987
EBITDAPS	42,031	7,303	4,784	7,527	9,002
SPS	28,386	33,898	40,043	43,999	47,588
DPS	289	314	314	350	350
PER	34.7	37.2	38.4	24.6	20.4
PBR	5.0	4.1	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	17.4	18.5	26.1	17.1	14.8
PSR	5.7	4.3	3.1	2.8	2.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	16.3	19.4	18.1	9.9	8.2
영업이익 증가율 (%)	7.0	-20.1	-16.3	57.3	19.6
지배순이익 증가율 (%)	3.1	-16.1	-18.3	56.4	20.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	25.2	16.9	11.9	17.1	18.9
지배순이익률 (%)	16.5	11.6	8.0	11.4	12.7
EBITDA 마진 (%)	29.6	21.5	11.9	17.1	18.9
ROIC	162.3	68.3	23.2	25.9	22.9
ROA	10.7	7.2	5.0	7.0	7.6
ROE	18.5	13.0	9.5	13.0	13.8
부채비율 (%)	51.2	66.1	64.4	61.7	58.4
순차입금/자기자본 (%)	-66.9	-49.9	-39.0	-27.0	-15.2
영업이익/금융비용 (배)	2,073.9	68.7	64.0	97.4	104.0

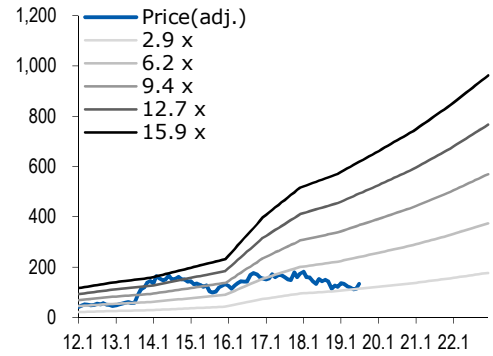
P/E band chart

(천원)

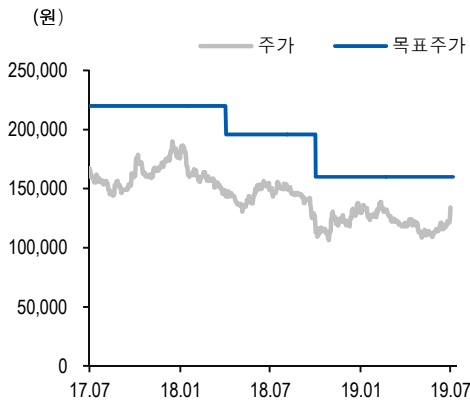


P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-26	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)	0.5
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-23

※ 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.