

NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	205,000원 (U)
현재주가 (10/30)	154,500원
상승여력	33%

시가총액	254,637억원
총발행주식수	164,813,395주
60일 평균 거래대금	559억원
60일 평균 거래량	375,667주
52주 고	160,000원
52주 저	106,500원
외인지분율	59.27%
주요주주	국민연금공단 11.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.6)	11.6	39.8
상대	(2.4)	9.3	35.4
절대(달려환산)	0.8	12.8	36.4

성장지속, 이익률 개선

3분기 실적 Review

영업수익 1조6,648억원(YoY +19.1%, QoQ +2.1%), 영업이익 2,021억원(YoY -8.9%, QoQ +57.5%), 당기순이익 853억원(YoY +24.7%, QoQ +207.2%), 시장기대치 상회

사업 부문별로 광고 1,527억원(YoY +12.2%), 비즈니스플랫폼(검색+쇼핑) 7,193억원(YoY +17.3%), IT 플랫폼 1,163억원(YoY +27.2%)(클라우드 매출 YoY 두 배 증가), 콘텐츠 545억원(YoY +64.1%)(웹툰매출 YoY 두 배 이상 증가), LINE 및 기타플랫폼 6,220억원(YoY +18.7%)(LINE 적자 57억엔, Q-Q 82억엔 적자 감소)

국내 광고, 검색+쇼핑 YoY 투자리수 및 투자릿수 후반 두 분기 연속 성장, 신규 콘텐츠(웹툰), 클라우드 YoY 두 배 성장으로 국내 실적 성장성 제고. LINE 적자 감소로 연결실적 전체로 전 분기 대비 영업이익률 4.3%pt 개선된 12.1%로 회복

4분기 및 2020년 전망

검색, 결제, AI추천(현재 쇼핑거래액 중 10% 이상)에 기반한 쇼핑+광고의 고성장 지속, 성수기 효과로 4분기 성장, 이익률 개선 지속 전망. 검색, 결제 빅데이터에 기반한 AI추천 고도화된다면 2020년에도 현재의 검색+쇼핑에 기반한 투자릿수 성장은 가능할 것으로 전망. 여기에 IT서비스, 국내외 웹툰 매출 고성장과 일본 LINE 투자(비용)효율화, 스마트채널(카카오프로모션과 유사한), 토크헤드뷰(동영상광고) 등 신규광고상품 성장으로 이익개선 되어 전체 연결영업이익(률) 개선전망

투자의견 BUY, 목표주가 20.5만원으로 상향 조정

데이터경쟁력에 기반한 국내 쇼핑+검색(광고) 성장성 유지, 신규 웹툰, 클라우드의 고성장으로 국내 성장성 우려 불식. LINE비용 효율화, 광고 중심의 성장 유지로 실적 추세적 회복가능성 높아 짐.

글로벌 피어 기업들의 높아진 밸류에이션과 동사에 대한 성장성제고, 이익률 개선을 반영 적용 멀티플을 상향조정하여 목표주가를 20.5만원으로 상향조정하고 투자의견 BUY를 유지함

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,648	19.1	2.1	16,537	0.7
영업이익	2,021	-8.8	57.5	1,912	5.7
세전계속사업이익	1,822	-2.5	65.0	1,805	0.9
지배순이익	1,268	28.2	60.1	1,318	-3.7
영업이익률 (%)	12.1	-3.8 %pt	+4.2 %pt	11.6	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	7.6	+0.5 %pt	+2.7 %pt	8.0	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		46,785	55,869	65,791	73,599
영업이익		11,792	9,425	7,897	11,797
지배순이익		7,729	6,488	5,212	8,126
PER		34.7	37.2	48.9	31.3
PBR		5.0	4.1	4.3	3.8
EV/EBITDA		17.4	18.2	30.1	19.8
ROE		18.5	13.0	9.3	12.8

자료: 유안타증권

NAVER 실적 추이 및 전망

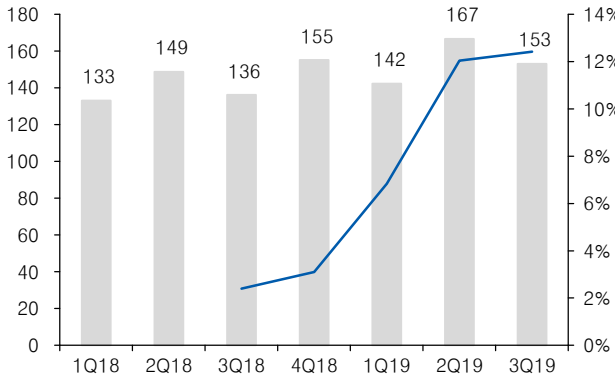
(단위: 억원, 백만원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2017	2018	2019E
영업수익	13,091	13,636	13,977	15,165	15,108	16,303	16,648	17,731	46,784	55,869	65,790
영업수익 YoY(%)	21.0%	17.1%	17.3%	19.8%	15.4%	19.6%	19.1%	16.9%	4.0%	19.4%	17.8%
광고	1,331	1,487	1,361	1,551	1,422	1,666	1,527	1,688	5,294	5,730	6,303
YoY(%)	18.6%	11.1%	2.4%	3.1%	6.8%	12.0%	12.2%	8.8%	32.5%	8.2%	10.0%
비즈니스플랫폼	5,927	6,116	6,130	6,585	6,693	7,159	7,193	7,551	21,577	24,758	28,596
YoY(%)	16.1%	17.2%	11.5%	14.4%	12.9%	17.1%	17.3%	14.7%	15.7%	14.7%	15.5%
IT 플랫폼	725	857	914	1,056	992	1,059	1,163	1,226	2,178	3,552	4,440
YoY(%)	67.1%	73.5%	56.0%	59.0%	36.8%	23.6%	27.2%	16.1%	80.7%	63.1%	25%
콘텐츠 서비스	296	317	332	320	350	501	545	628	1,045	1,265	2,024
YoY(%)	19.8%	26.8%	19.4%	15.9%	18.2%	58.0%	64.2%	96.3%	1.3%	21.1%	60%
LINE 및 기타 플랫폼	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,918	6,220	6,638	16,690	20,564	24,427
영업비용	10,521	11,131	11,760	13,033	13,046	15,020	14,627	15,201	34,992	46,445	57,894
플랫폼개발/운영	1,859	1,928	1,959	1,951	2,184	2,346	2,287	2,379	6,056	7,697	9,196
대형/파트너	2,404	2,622	2,547	2,782	2,770	2,982	3,046	3,270	8,572	10,355	12,068
인프라	576	613	645	697	758	804	850	860	2,250	2,531	3,272
마케팅	710	849	828	995	658	1,029	1,221	1,000	2,424	3,382	3,908
LINE 및 기타	4,972	5,119	5,781	6,608	6,676	7,859	7,223	7,691	15,690	22,480	29,449
영업이익	2,570	2,505	2,217	2,133	2,062	1,283	2,021	2,530	11,792	9,425	7,896
영업이익률	19.6%	18.4%	15.9%	14.1%	13.6%	7.9%	12.1%	14.3%	25.2%	16.9%	12.0%
Revenues(백만원)	48,736	50,625	51,850	55,971	55,323	55,437	55,942	61,133	174,463	207,182	227,835
YoY(%)	19.9%	21.8%	16.9%	16.9%	13.5%	-	-	-	-	18.8%	10.0%
Ads	25,190	27,169	26,946	28,951	29,853	30,676	30,572	33,801	83,147	108,256	124,902
YoY(%)	38.0%	41.9%	22.3%	22.1%	18.5%	12.9%	13.5%	16.8%	-	30.2%	15.4%
Account Ads	13,468	13,999	13,912	15,335	15,590	15,620	15,051	16,278	44,929	56,714	62,539
Display Ads	9,128	9,177	8,838	9,078	10,624	11,456	12,560	14,419	27,022	36,221	49,059
Portal Ads	2,575	3,993	4,196	4,538	3,639	3,600	2,961	3,105	11,307	15,302	13,305
Communication	7,415	7,313	6,905	6,894	7,427	7,174	6,948	7,101	30,225	28,527	28,650
Content	9,231	9,342	9,931	9,733	9,492	9,337	9,865	10,025	40,144	38,237	38,719
LNE FRIENDS	3,390	4,092	5,155	6,942	4,463	4,674	4,911	5,923	12,297	19,579	19,971
Fintech/AI/Commerce/Mobile	2,665	1,956	2,033	2,551	2,912	2,356	2,505	2,985	5,747	9,205	10,758
Operating Expenses(계정별)	48,962	51,205	55,519	63,484	63,367	70,613	63,140	67,575	161,422	219,170	264,969
Payment processing and Licensing	7,306	7,837	7,507	8,173	8,803	8,367	9,236	9,383	29,616	30,823	36,063
Employee compensation	13,493	13,884	14,728	15,387	17,190	16,585	17,797	18,469	42,469	57,492	70,041
Marketing	3,931	4,655	5,775	5,949	7,499	13,109	4,958	6,956	15,477	20,310	32,522
Other operating expenses	8,354	8,812	9,693	14,283	8,628	9,189	8,556	9,316	25,403	41,142	35,689
Operating Income(기타수익제외)	-226	-580	-3,669	-7,513	-8,044	-15,176	-7,198	-6,442	13,041	-11,988	-37,134
NAVER 플랫폼 영업수익	8,279	8,777	8,737	9,512	9,457	10,385	10,428	11,093	30,094	35,305	41,363
YoY	19.8%	20.2%	13.7%	16.0%	14.2%	18.3%	19.4%	16.6%	-	17.3%	17.2%
NAVER 플랫폼 영업이익	3,368	2,764	2,759	3,087	3,086	3,225	3,023	3,582	10,792	11,980	12,918
NAVER 플랫폼 영업이익률(%)	-	-	-	-	32.6%	31.1%	29.0%	32.3%	-	33.9%	31.2%
LINE 및 기타 플랫폼 매출	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,918	6,220	6,638	16,690	20,564	24,427
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익	-160	-260	-541	-955	-1,025	-1,941	-1,003	-1,053	1,000	-1,916	-5,022
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익률(%)	-18.1%	-32.8%	-17.9%	-19.2%	-18.1%	-32.8%	-16.1%	-15.9%	6.0%	-9.3%	-20.6%

자료: NAVER, LINE, 유안타증권 리서치센터

NAVER 광고매출 분기별 매출 추이

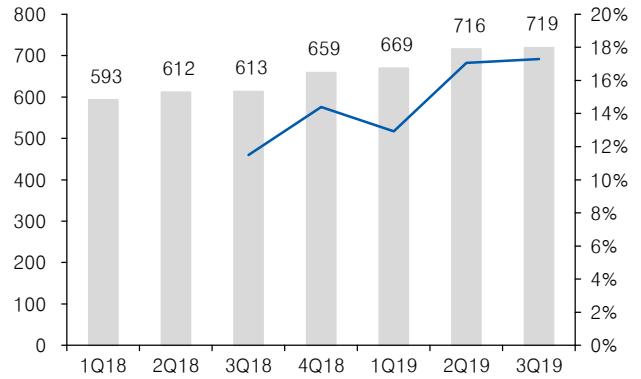
(단위: 십억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER 비즈니스 플랫폼 분기별 매출 추이

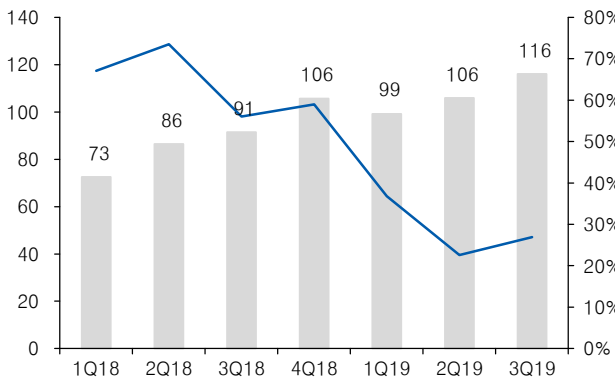
(단위: 십억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER IT 플랫폼 분기별 매출 추이

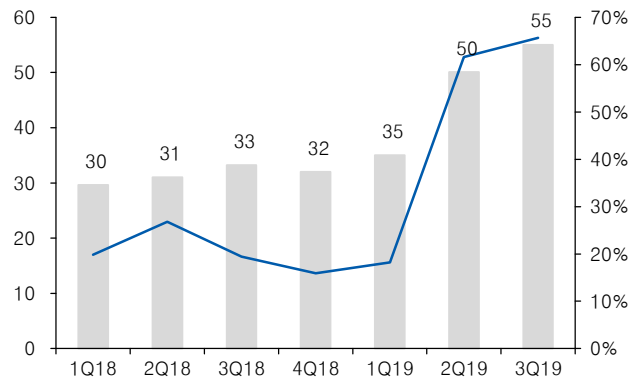
(단위: 십억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER 콘텐츠 분기별 매출 추이

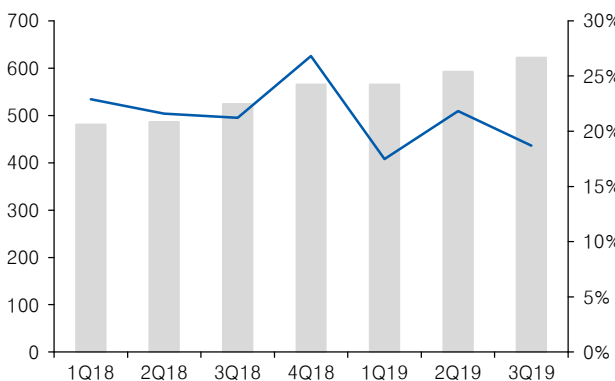
(단위: 십억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

LINE 및 기타 플랫폼 분기별 매출 추이

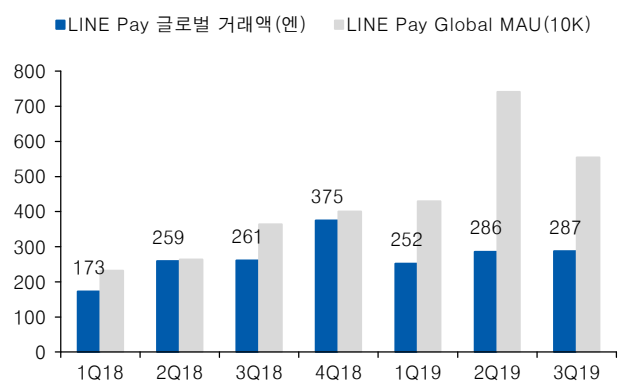
(단위: 십억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

LINE Pay 글로벌 거래액 및 MAU 분기별 추이

(단위: 엔, 10K)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

변경전 목표주가 산정 내역		변경후 목표주가 산정 내역	
2019년 예상 별도 영업이익 (1-25%)	9,906	2020년 예상 별도 영업이익 (1-25%)	10,357
Target PER	17.1	Target PER	19.7
글로벌 peer 평균 PER 10% 할인	19.0	글로벌 peer 평균 PER 10% 할인	
국내 NAVER (검색+커머스) 플랫폼 가치 (A)	169,393	국내 NAVER (검색+커머스) 플랫폼 가치 (A)	204,453
LINE 2019년 예상 매출액	23,168	LINE 2020년 예상 매출액	27,264
Target PSR	4.8	Target PSR	4.0
LINE 가치	111,206	LINE 가치	110,148
"LINE 지분 가치 (B)	66,724	"LINE 지분 가치 (B)	66,089
LINE 발행 주식수	219,407,000	LINE 발행 주식수	219,407,000
LINE 주당가치	50,685	LINE 주당가치	50,203
자사주 (19,365,600주)	29,048	자사주 (19,365,600주)	31,760
순현금(별도재무제표 기준)	5,827	순현금(별도재무제표 기준)	6,750
자산가치 (C)	34,875	자산가치 (C)	38,510
네이버 파이낸셜 가치	35,730	네이버 파이낸셜 가치	35,730
네이버 파이낸셜 지분가치(80% 가정) (D)	28,584	네이버 파이낸셜 지분가치(80% 가정) (D)	28,584
NAVER 총 가치 (A+B+C+D)	299,576	NAVER 총 가치 (A+B+C+D)	337,635
발행주식수	164,813,395	발행주식수	164,813,395
NAVER 총 주당가치(원)	181,767	NAVER 총 주당가치(원)	204,859

자료: 유안타증권 리서치센터

유사기업 밸류에이션 비교

기업명	P/E			P/B			ROE			P/S		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
ALPHABET	23.3	23.4	20.8	5.0	4.3	3.5	17.2	17.5	16.5	7.9	6.6	5.6
Z HOLDINGS CORP	14.5	20.4	19.3	1.9	1.9	2.0	13.4	9.0	10.6	1.8	1.7	1.6
FACEBOOK	22.2	20.3	17.4	6.4	5.3	4.2	25.7	22.1	23.3	9.7	7.6	6.3
WEIBO	18.6	18.0	16.1	5.5	4.6	3.7	36.6	30.4	25.9	6.4	6.1	5.4
AMAZON.COM	61.8	56.3	45.3	19.6	14.0	10.7	27.3	21.1	21.9	3.8	3.2	2.7
EBAY	15.6	12.9	12.3	5.1	10.5	10.3	33.1	53.6	67.8	2.7	2.7	2.6
평균	26.0	25.2	21.9	7.2	6.8	5.7	25.5	25.6	27.7	5.4	4.6	4.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,785	55,869	65,791	73,599	80,459
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	46,785	55,869	65,791	73,599	80,459
판매비	34,993	46,444	57,894	61,801	66,422
영업이익	11,792	9,425	7,897	11,797	14,037
EBITDA	13,854	12,036	7,897	11,797	14,037
영업외손익	166	1,691	-745	-141	-1,422
외환관련손익	-159	-23	0	0	0
이자손익	361	135	78	99	123
관계기업관련손익	-140	-851	-1,230	-615	-553
기타	105	2,429	407	374	-991
법인세비용차감전순이익	11,958	11,117	7,152	11,656	12,615
법인세비용	4,232	4,888	3,800	5,129	4,415
계속사업순이익	7,727	6,229	3,352	6,527	8,200
중단사업순이익	-26	50	-27	-27	-27
당기순이익	7,701	6,279	3,325	6,501	8,173
지배지분순이익	7,729	6,488	5,212	8,126	8,990
포괄순이익	6,272	6,338	7,008	10,184	11,856
지배지분포괄이익	6,725	6,272	7,250	10,536	12,266

주: 영업이익의 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	60,295	67,113	74,440
현금및현금성자산	19,076	33,229	40,137	45,314	50,873
매출채권 및 기타채권	10,250	10,938	13,012	14,053	15,177
재고자산	362	574	646	723	790
비유동자산	32,350	44,956	61,755	67,379	72,686
유형자산	11,500	14,573	16,303	18,469	20,636
관계기업등 지분관련자산	2,810	10,014	15,338	18,217	20,749
기타투자자산	11,067	12,464	15,443	15,443	15,443
자산총계	80,193	98,812	122,050	134,492	147,127
유동부채	23,027	26,197	33,256	37,247	39,842
매입채무 및 기타채무	12,458	15,485	13,748	14,710	15,740
단기차입금	2,110	3,498	4,819	5,537	6,256
비유동부채	1,500	0	0	0	0
유형부채	4,113	13,124	20,726	20,501	20,946
장기차입금	499	1,001	1,130	1,730	2,330
사채	0	7,116	7,565	6,565	5,565
부채총계	27,141	39,321	53,983	57,748	60,788
지배지분	47,623	52,403	59,685	67,294	75,707
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,079	15,410	15,846	15,846	15,846
이익잉여금	45,555	52,292	57,116	64,725	73,138
비지배지분	5,428	7,089	8,382	9,450	10,632
자본총계	53,052	59,491	68,067	76,744	86,339
순차입금	-31,817	-28,971	-25,152	-30,067	-35,385
총차입금	4,156	11,717	19,068	19,586	20,104

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9,400	9,735	11,210	13,679	16,299
당기순이익	7,701	6,279	3,325	6,501	8,173
감가상각비	1,827	2,280	0	0	0
외환손익	54	1	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	140	851	712	615	553
자산부채의 증감	-1,385	2,202	2,884	598	607
기타현금흐름	1,063	-1,878	4,289	5,966	6,966
투자활동 현금흐름	-13,103	-3,883	-8,156	-5,878	-5,490
투자자산	-7,787	-4,484	-5,916	-3,494	-3,085
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,722	-5,350	-3,065	-2,205	-2,205
유형자산 감소	60	177	39	39	39
기타현금흐름	-654	5,775	786	-218	-238
재무활동 현금흐름	6,362	7,510	1,983	1,897	1,838
단기차입금	-9	1,247	868	718	718
사채 및 장기차입금	490	6,060	414	-400	-400
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-326	-425	-459	-518	-577
기타현금흐름	6,207	627	1,159	2,096	2,096
연결범위변동 등 기타	-846	791	1,871	-4,522	-7,087
현금의 증감	1,813	14,153	6,908	5,177	5,560
기초 현금	17,262	19,076	33,229	40,137	45,314
기말 현금	19,076	33,229	40,137	45,314	50,873
NOPLAT	11,792	9,425	7,897	11,797	14,037
FCF	3,575	4,744	3,520	4,999	7,526

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

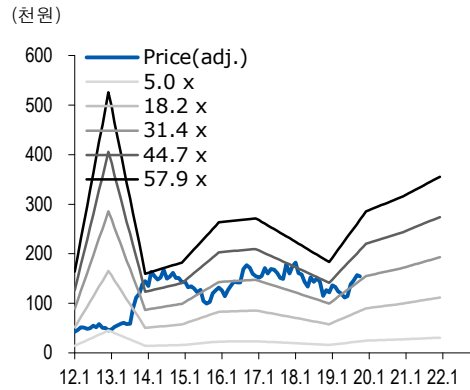
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

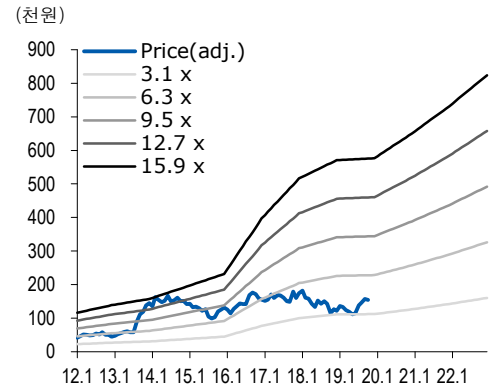
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,689	3,937	3,162	4,930	5,455
BPS	32,429	35,847	36,214	40,830	45,935
EBITDAPS	42,031	7,303	4,791	7,158	8,517
SPS	28,386	33,898	39,918	44,656	48,818
DPS	289	314	314	350	350
PER	34.7	37.2	48.9	31.3	28.3
PBR	5.0	4.1	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	17.4	18.2	30.1	19.8	16.4
PSR	5.7	4.3	3.9	3.5	3.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	16.3	19.4	17.8	11.9	9.3
영업이익 증가율 (%)	7.0	-20.1	-16.2	49.4	19.0
지배순이익 증가율 (%)	3.1	-16.1	-19.7	55.9	10.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	25.2	16.9	12.0	16.0	17.4
지배순이익률 (%)	16.5	11.6	7.9	11.0	11.2
EBITDA 마진 (%)	29.6	21.5	12.0	16.0	17.4
ROIC	162.2	68.0	47.3	78.7	89.0
ROA	10.7	7.2	4.7	6.3	6.4
ROE	18.5	13.0	9.3	12.8	12.6
부채비율 (%)	51.2	66.1	79.3	75.2	70.4
순차입금/자기자본 (%)	-66.8	-55.3	-42.1	-44.7	-46.7
영업이익/금융비용 (배)	2,073.9	68.7	71.3	104.8	122.6

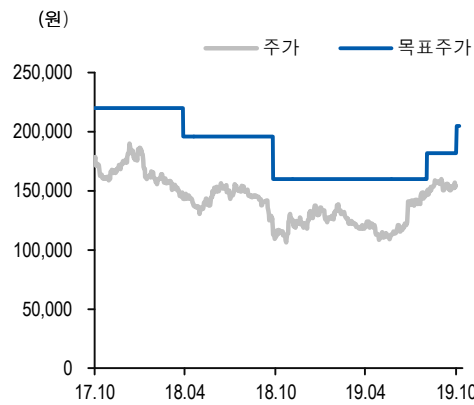
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-01	BUY	205,000	1년		
2019-09-02	BUY	182,000	1년	-15.14	-9.89
2018-10-26	BUY	160,000	1년	-22.33	-7.19
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)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-29

※ 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.