

NAVER (035420)

인터넷

이창영



02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견 BUY (M)

목표주가 242,000원 (M)

현재주가 (1/8) 183,000원

상승여력 32%

시가총액	301,609억원
총발행주식수	164,813,395주
60일 평균 거래대금	728억원
60일 평균 거래량	427,529주
52주 고	187,000원
52주 저	108,500원
외인자본율	58.42%
주요주주	국민연금공단 11.52%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.2	19.2	40.8
상대	1.8	13.4	32.5
절대(달러환산)	6.9	21.5	35.2

LINE이 연결에서 빠진다면

2019년 4분기 Preview

영업수익 1조7,601억원 YoY +16.1%, 영업이익 2,202억원 YoY +3.3%. 시장 컨센서스 소폭 하회전망. 컨센 하회의 가장 큰 이유는 2019년 연간 상여금 지급, TV광고, 네이버페이, 웹툰 등 마케팅비 증가가 가장 큰 원인이나, 4분기 성수기 효과가 크지 않았던 쇼핑 성장 둔화와 Q(검색 조화수)정체 및 P(CPC)성장 둔화에 따른 비즈니스 플랫폼의 2Q 및 3Q(YoY +17%대) 대비 성장둔화 (YoY +13.5%)에 기인한 것으로 추정됨. 비즈니스 플랫폼 성장둔화는 쇼핑관련 매출 및 검색증가에 의한 CPC 상승으로 고성장을 유지하였으나, 경기둔화에 의한 쇼핑매출 둔화에 기인하고 있는 것으로 추정됨

광고 매출액은 새로운 모바일 화면 변경이 80% 이상 안착된 상황에서, 9월 광고단가가 30% 인상된 효과가 4분기 온전히 반영되며 QoQ +10.6% 성장 전망. IT플랫폼은 네이버 페이 YoY +40% 전후 성장하며 YoY +19.5% 성장 예상. 콘텐츠 서비스는 웹툰 매출이 50% 이상 차지하는 가운데 네이버 웹툰 MAU가 6,000만명 돌파, 북미 1,000만명 돌파하며, 거래액이 YoY 두 배 이상 늘고 있어 고성장(YoY +96%)이 예상됨

2020년 투자포인트

[네이버파이낸셜] YoY 40%대의 높은 네이버 페이 성장을 기반으로, 2020년 상반기중 CMA기반의 네이버 통장(미래에셋대우계좌)출시, 보험, 주식, 대출 등 금융상품 판매 채널링하는 본격적인 금융플랫폼으로 성장 및 밸류에이션 상승 전망

[비즈니스플랫폼] 네이버 페이에 근거한 네이버 쇼핑 고성장은 지속될 전망이고, 최근 AI추천통한 네이버 쇼핑 거래액이 10%까지 증가, 장기적으로 50%까지 증가시킬 계획이어서, 2020년에도 비즈니스플랫폼 성장률은 두자릿수가 유지될 수 있을 것으로 예상

[네이버 웹툰] 최근 네이버웹툰 고성장 원인은 해외(북미)시장 성장. 해외시장은 유료콘텐츠에 대한 지불의사가 높아 ARPU가 빠르게 상승하고 있어, 2020년에도 고성장 기대. 최근 스페인, 프랑스 등 유럽지역에서 신규 진출 중이어서, 글로벌 확대의 새로운 킬러 콘텐츠로 부각 기대

(2 page로 이어짐)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,601	16.1	5.7	17,791	-1.1
영업이익	2,202	3.3	9.0	2,377	-7.3
세전계속사업이익	2,096	-25.4	16.3	2,157	-2.9
지배순이익	1,486	23.4	18.5	1,563	-5.0
영업이익률 (%)	12.5	-1.6 %pt	+0.4 %pt	13.4	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	8.4	+0.5 %pt	+0.9 %pt	8.8	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	55,869	65,660	46,633	50,823
영업이익	9,425	7,569	14,366	15,801
지배순이익	6,488	4,829	12,476	14,327
PER	37.2	63.7	24.7	21.5
PBR	4.1	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA	18.2	38.3	20.9	19.1
ROE	13.0	8.7	19.1	18.3

자료: 유안타증권

LINE이 연결에서 빠진다면

NAVER와 SoftBank의 5:5 통합법인 설립(계획)으로 인해, LINE은 NAVER의 30%~32.5%의 손자회사(100% 모회사는 Z Holdings)가 될 예정임. 이로 인해 현재 NAVER의 연결실적으로 반영되었던 LINE 실적은, 야후재팬의 실적과 함께 Z Holdings 실적(순이익)이 NAVER의 지분법으로 반영될 전망.

Z Holdings의 2019년 3분기(3월 결산법인 기준 2018년4분기 + 2019년 상반기) 누적 실적은 매출액 7,313억 엔, 순이익 603억 엔을 기록함. Bloomberg 컨센서스 기준 2019년(CY 기준) 예상 순이익은 827억엔, 2020년은 918억엔으로 한화로 각각 8,810억원, 9,388억원임.

이를 당리서치팀이 추정된 LINE 실적추정치와 단순 합산하여 예상 지분율 31%를 적용하면, 2019년~2021년 지분법이익은 각각 1,240억원, 2,454억원, 3,441억원으로 추정됨. 이는 Z Holdings(야후재팬 등)의 연간 1조원에 가까운 이익이 반영되어, LINE이 연결된 실적보다 크게 순이익이 증가하게 됨.

이는 그동안 LINE 적자로 인한 밸류에이션 멀티플 부담을 크게 줄여줄 수 있는 요인이 되어, 글로벌 피어와의 밸류에이션 갭이 크게 줄어들 수 있는 요인이 될 수 있을 것으로 판단됨

또한, 야후재팬, 소프트뱅크와 플랫폼 통합, 비즈니스 융합되어 본격적인 시너지가 발생하게 된다면, 밸류에이션 멀티플이 상승할 수 있을 것으로 예상됨

NAVER, SoftBank 합작법인 설립 이후 Z Holdings 순이익 추정

(단위: 억엔, 억원)

Z Holdings (억 엔)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	2,384	2,319	2,332	2,426	2,471	2,386	2,455	2,594	9,460	9,906	10,432	10,566	10,958
영업이익	380	476	355	366	208	362	395	389	1,577	1,355	1,504	1,350	1,412
순이익	281	326	228	146	77	278	248	223	982	827	918	1,026	1,242
순이익(억 원) (A)	2,782	3,229	2,266	1,465	789	2,951	2,753	2,392	9,753	8,810	9,388	10,543	12,900
LINE 순이익 (억 원) (B)	-175	364	-954	190	-1,093	-1,835	-979	-889	-575	-4,811	-1,470	558	3,104
Z Holdings 순이익 (억 원) (A + B)	2,606	3,592	1,312	1,654	-304	1,116	1,774	1,503	9,177	4,000	7,917	11,101	16,004
NAVER 지분법 이익 (지분율 50%*62%=31%)	808	1,114	407	513	-94	346	550	466	2,845	1,240	2,454	3,441	4,961

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, 백만원)

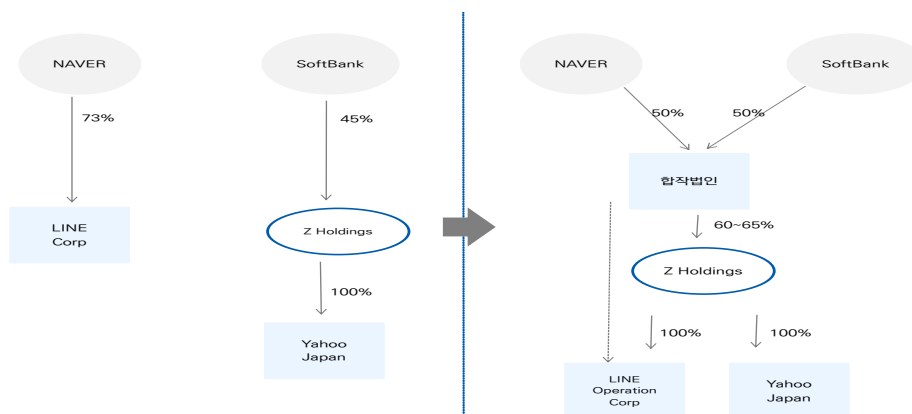
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	15,165	15,108	16,303	16,648	17,601	55,869	65,660	46,633	50,823
광고	1,551	1,422	1,666	1,527	1,688	5,730	6,303	6,555	6,588
YoY(%)	3.1%	6.8%	12.0%	12.2%	8.8%	8.2%	10.0%	4%	1%
비즈니스플랫폼	6,585	6,693	7,159	7,193	7,476	24,758	28,521	31,801	34,346
YoY(%)	14.4%	12.9%	17.1%	17.3%	13.5%	14.7%	15.2%	11.5%	8.0%
IT 플랫폼	1,056	992	1,059	1,163	1,262	3,552	4,476	5,326	6,071
YoY(%)	59.0%	36.8%	23.6%	27.2%	19.5%	63.1%	26%	19%	14%
콘텐츠서비스	320	350	501	545	628	1,265	2,024	2,854	3,653
YoY(%)	15.9%	18.2%	58.0%	64.2%	96.3%	21.1%	60%	41%	28%
LINE 및기타플랫폼	5,653	5,651	5,918	6,220	6,547	20,564	24,336	26,163	29,207
영업비용	13,033	13,046	15,020	14,627	15,398	45,806	58,091	32,267	35,021
플랫폼개발/운영	1,951	2,184	2,346	2,287	2,472	7,697	9,289	9,853	10,352
대형/파트너	2,782	2,770	2,982	3,046	3,173	10,355	11,971	13,341	14,804
인프라	697	758	804	850	860	2,531	3,272	3,596	3,754
마케팅	995	658	1,029	1,221	1,304	2,743	4,212	5,012	5,599
LINE 및기타	6,608	6,676	7,859	7,223	7,590	22,480	29,348	28,104	29,598
영업이익	2,133	2,062	1,283	2,021	2,202	10,064	7,568	14,366	15,801
영업이익률(%)	14.1%	13.6%	7.9%	12.1%	12.5%	18.0%	11.5%	30.8%	31.1%

LINE Japan

Revenues(억원)	5,597	5,643	5,876	6,221	6,547	20,584	24,282	26,067	29,042
Ads	28,951	29,853	30,676	30,572	33,801	108,256	124,902	143,966	164,424
Communication	6,894	7,427	7,174	6,948	7,101	28,527	28,650	28,793	28,217
Content	9,733	9,492	9,337	9,865	10,025	38,237	38,719	40,655	42,281
Fintech/AI/Commerce/Mobile	2,551	2,912	2,356	2,505	2,985	9,205	10,758	12,371	16,083
Operating Expenses	63,484	63,367	70,613	63,140	67,575	219,170	264,969	270,294	283,161
Operating Income	9,365	-7,892	-13,924	-5,705	-5,380	16,111	-33,123	-10,551	3,988
Net Income	1,898	-10,718	-17,311	-8,805	-8,303	-5,792	-45,137	-14,378	5,435

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 2019년부터 LINE 연결 제외

합작법인 설립 전후 지배구조 변화



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	25.7	26.2	23.1	5.5	4.7	3.9	17.2	17.6	16.6	8.8	7.3	6.1
Z HOLDINGS CORP	19.6	27.6	25.7	2.5	2.6	2.7	13.4	9.0	10.6	2.4	2.3	2.2
FACEBOOK	25.1	23.8	20.9	7.2	6.0	4.8	25.7	21.8	22.7	11.0	8.6	7.1
WEIBO	18.5	17.9	16.9	5.5	4.6	3.8	36.6	29.5	24.4	6.4	6.2	5.7
AMAZON.COM	66.2	59.1	49.0	21.0	14.8	11.3	27.3	20.5	20.5	4.1	3.4	2.9
EBAY	15.5	12.9	12.3	5.0	10.4	10.2	33.1	54.5	67.9	2.7	2.7	2.6
평균	28.4	27.9	24.6	7.8	7.2	6.1	25.5	25.5	27.1	5.9	5.1	4.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

IT 플랫폼과 금융의 결합 사례



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 플랫폼의 비즈니스 확장



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	55,869	65,660	46,633	50,823	53,823
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	55,869	65,660	46,633	50,823	53,823
판매비	46,444	58,091	32,267	35,021	36,942
영업이익	9,425	7,569	14,366	15,801	16,881
EBITDA	12,036	7,569	14,366	15,801	16,881
영업외손익	1,691	-669	2,314	3,348	4,928
외환관련손익	-23	0	0	0	0
이자손익	135	118	92	107	151
관계기업관련 손익	-851	-1,170	1,869	2,915	4,487
기타	2,429	384	353	326	289
법인세비용차감전순이익	11,117	6,900	16,680	19,149	21,808
법인세비용	4,888	3,814	4,170	4,787	5,452
계속사업순이익	6,229	3,087	12,510	14,362	16,356
중단사업순이익	50	-34	-34	-34	-34
당기순이익	6,279	3,052	12,476	14,327	16,322
지배지분손이익	6,488	4,829	12,476	14,327	16,322
포괄손익	6,338	6,878	16,301	18,153	20,147
지배지분포괄이익	6,272	6,963	16,503	18,377	20,396

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
유동자산	53,856	55,068	54,680	63,540	79,373
현금및현금성자산	33,229	32,007	29,549	36,194	49,626
매출채권 및 기타채권	10,938	12,537	13,540	14,624	15,794
재고자산	574	664	777	847	897
비유동자산	44,956	64,551	90,129	106,205	117,750
유형자산	14,573	16,244	25,804	35,364	37,925
관계기업 등 지분관련자산	10,014	14,897	30,211	35,985	44,190
기타투자자산	12,464	16,387	16,387	16,387	16,387
자산총계	98,812	119,619	144,809	169,744	197,124
유동부채	26,197	31,109	36,773	39,522	42,379
매입채무 및 기타채무	15,485	11,937	12,772	13,667	14,623
단기차입금	3,498	5,070	6,029	6,989	7,948
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13,124	21,103	26,944	33,395	39,911
장기차입금	1,001	1,000	1,600	2,200	2,800
사채	7,116	7,862	12,862	17,862	22,862
부채총계	39,321	52,212	63,716	72,917	82,291
지배지분	52,403	59,197	71,216	85,034	100,847
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,410	16,123	16,123	16,123	16,123
이익잉여금	52,292	56,733	68,752	82,571	98,383
비지배지분	7,089	8,210	9,877	11,793	13,986
자본총계	59,491	67,406	81,093	96,827	114,833
순차입금	-28,971	-19,672	-10,974	-11,594	-19,080
총차입금	11,717	19,695	26,454	33,214	39,973

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	9,735	11,503	22,659	23,509	23,951
당기순이익	6,279	3,052	12,476	14,327	16,322
감가상각비	2,280	0	0	0	0
외환손익	1	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	851	284	-1,869	-2,915	-4,487
자산부채의 증감	2,202	948	186	230	250
기타현금흐름	-1,878	7,219	11,866	11,866	11,866
투자활동 현금흐름	-3,883	-12,842	-24,011	-13,468	-7,371
투자자산	-4,484	-5,911	-13,445	-2,860	-3,718
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,350	-3,821	-9,605	-9,605	-2,605
유형자산 감소	177	45	45	45	45
기타현금흐름	5,775	-3,155	-1,006	-1,048	-1,093
재무활동 현금흐름	7,510	485	6,701	6,649	6,649
단기차입금	1,247	998	959	959	959
사채 및 장기차입금	6,060	285	5,600	5,600	5,600
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-425	-645	-643	-695	-695
기타현금흐름	627	-153	784	784	784
연결범위변동 등 기타	791	-368	-7,807	-10,044	-9,797
현금의 증감	14,153	-1,222	-2,458	6,646	13,431
기초 현금	19,076	33,229	32,007	29,549	36,194
기말 현금	33,229	32,007	29,549	36,194	49,626
NOPLAT	9,425	7,569	14,366	15,801	16,881
FCF	4,744	513	1,355	2,476	10,305

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

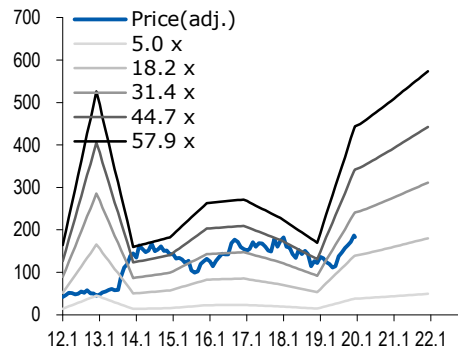
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
EPS	3,937	2,930	7,570	8,693	9,903
BPS	35,847	40,700	48,963	58,464	69,335
EBITDAPS	7,303	4,592	8,716	9,587	10,242
SPS	33,898	39,839	28,295	30,836	32,657
DPS	314	314	350	350	350
PER	37.2	63.7	24.7	21.5	18.9
PBR	4.1	4.6	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	18.2	38.3	20.9	19.1	17.6
PSR	4.3	4.7	6.6	6.1	5.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	19.4	17.5	-29.0	9.0	5.9
영업이익 증가율 (%)	-20.1	-19.7	89.8	10.0	6.8
지배손익의 증가율 (%)	-16.1	-25.6	158.3	14.8	13.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.9	11.5	30.8	31.1	31.4
자배순이익률 (%)	11.6	7.4	26.8	28.2	30.3
EBITDA 마진 (%)	21.5	11.5	30.8	31.1	31.4
ROIC	68.0	38.5	80.6	53.9	45.6
ROA	7.2	4.4	9.4	9.1	8.9
ROE	13.0	8.7	19.1	18.3	17.6
부채비율 (%)	66.1	77.5	78.6	75.3	71.7
순차입금/자기자본 (%)	-55.3	-33.2	-15.4	-13.6	-18.9
영업이익/금융비용 (배)	68.7	148.4	211.2	185.8	165.4

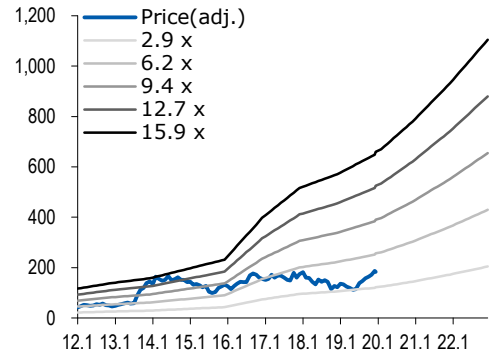
P/E band chart

(천원)

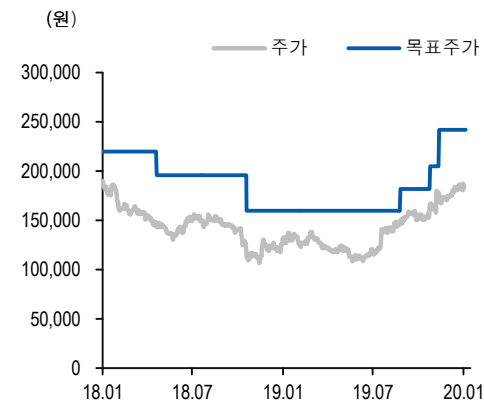


P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	BUY	242,000	1년		
2019-11-19	BUY	242,000	1년		
2019-11-01	BUY	205,000	1년	-18.78	-12.20
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)	85.8
Hold(중립)	13.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-01-07

※ 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.