

NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (4/23)	190,000원
상승여력	16%

시가총액	312,100억원
총발행주식수	164,263,395주
60일 평균 거래대금	1,190억원
60일 평균 거래량	696,904주
52주 고	191,500원
52주 저	108,500원
외인지분율	57.83%
주요주주	국민연금공단 12.27%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	32.9	3.8	57.7
상대	2.9	21.8	82.9
절대(달러환산)	36.8	(1.3)	46.4

언택트 경제의 핵심 플랫폼

1Q20 Review

영업수익 1조7,321억원(YoY +14.6%, QoQ -3.1%), 영업이익 2,215억원(YoY +7.4%, QoQ +27.7%), 네이버 영업이익 3,074억원. LINE 및 기타 영업손실 860억원. 쇼핑매출 증가로 비수기 및 코로나에도 매출 견조, LINE 등 기타법인 적자 축소(Q-Q 547억원 손실 축소) 시장 기대치 상회

비즈플랫폼(검색+쇼핑) 7,497억원 YoY +12% 광고주 예산 감소에도 스마트스토어 거래액 YoY +56% 성장하면서 두자리 성장 유지, IT플랫폼(네이버페이 YoY +46% 등) 1,482억원 YoY +49%, 광고 1,440억원 YoY +1.2%, 콘텐츠 554억원 YoY +58%, 유럽/남미 MAU QoQ 4배 이상 성장

2분기 및 향후 전망

쇼핑 매출 성장으로 만회하고 있지만 광고(검색 포함) 비중이 월등히 높은(8:2 추정) 관계로 코로나로 인한 광고매출 감소는 불가피할 것으로 예상됨. 광고매출 감소를 방어하기 위한 신규 상품 '스마트채널'도 5월 베타 서비스 시작이어서 2분기 실적 감소는 불가피 할 것으로 예상됨. 하지만 과거 금융위기 이후 경기 회복 시(2010년) 전체 광고시장 회복(YoY +16%) 속도 보다 동사 광고 회복 속도가 빨랐음(검색광고 YoY +23%, DA +17%). 광고 외에 IT플랫폼, 콘텐츠 (웹툰)매출이 고성장 중이고, LINE은 신규 통합 법인 설립 전(연말)까지 투자축소=적자축소 예상되어 하반기부터는 실적 반등이 예상됨

투자의견 BUY, 목표주가 22만원 유지

코로나 19를 겪으며 스마트스토어와 같은 온라인스토어의 가치가 더욱 부각되고 있음. 코로나 이후에도 언택트 습관이 이어지며 언택트 경제가 확장된다고 예상한다면, 네이버 플랫폼(검색+쇼핑+웹툰+결제+클라우드+금융+일본+동남아 등)의 가치는 더욱 중요해지고, 네이버 및 LINE 플랫폼을 기반으로 하는 비즈니스 확장성은 더욱 가속화 될 것으로 전망됨

목표주가 22만원을 유지하고, 매수투자 의견도 유지함

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,321	14.6	-3.1	17,596	-1.6
영업이익	2,215	7.4	27.7	1,942	14.1
세전계속사업이익	2,543	34.0	-34.2	1,909	33.3
지배순이익	1,851	42.7	-25.6	1,425	29.9
영업이익률 (%)	12.8	-0.9 %pt	+3.1 %pt	11.0	+1.8 %pt
지배순이익률 (%)	10.7	+2.1 %pt	-3.2 %pt	8.1	+2.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	55,869	65,934	71,635	85,960
영업이익	9,425	7,101	9,290	15,582
지배순이익	6,488	5,831	8,870	16,446
PER	37.2	39.1	35.2	19.0
PBR	4.1	3.5	3.7	3.0
EV/EBITDA	18.2	17.6	11.0	6.1
ROE	13.0	10.6	13.3	19.8

자료: 유안타증권

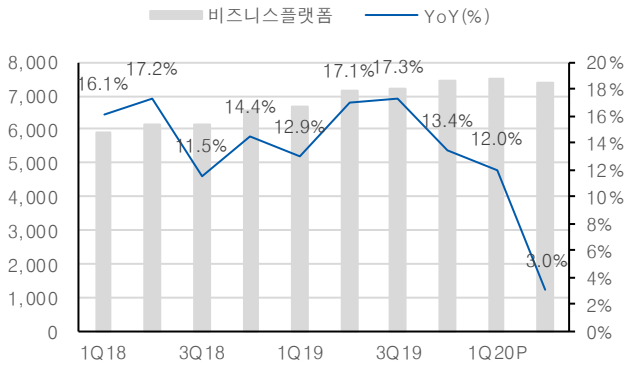
NAVER(035420) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	15,108	16,303	16,648	17,874	17,321	17,151	17,636	19,527	55,869	65,933	71,635	85,960
광고	1,422	1,666	1,527	1,718	1,440	1,460	1,637	1,986	5,730	6,333	6,523	7,241
YoY(%)	6.8%	12.0%	12.2%	10.8%	1.3%	-12.3%	7.2%	15.6%	8.2%	10.5%	3%	11.0%
비즈니스플랫폼	6,693	7,159	7,193	7,465	7,497	7,375	7,552	8,082	24,758	28,510	30,506	35,387
YoY(%)	12.9%	17.1%	17.3%	13.4%	12.0%	3.0%	5.0%	8.3%	14.7%	15.2%	7.0%	16.0%
IT 플랫폼	992	1,059	1,163	1,360	1,482	1,588	1,674	1,797	3,552	4,574	6,541	8,372
YoY(%)	36.8%	23.6%	27.2%	28.8%	49.4%	50.0%	43.9%	32.1%	63.1%	28.8%	43%	28%
콘텐츠서비스	350	501	545	699	554	689	793	897	1,265	2,095	2,933	3,813
YoY(%)	18.2%	58.0%	64.2%	118.4%	124.6%	37.5%	45.5%	28.3%	21.1%	65.6%	40%	30%
LINE 및 기타 플랫폼	5,651	5,918	6,220	6,632	6,348	6,038	5,981	6,765	20,564	24,421	25,132	31,148
영업비용	13,046	15,020	14,627	16,140	15,106	15,102	15,316	16,820	45,806	58,833	62,345	70,378
플랫폼개발/운영	2,184	2,346	2,287	2,524	2,594	2,542	2,582	2,620	7,697	9,341	10,339	11,182
대형/파트너	2,770	2,982	3,046	3,397	3,205	3,326	3,514	3,840	10,355	12,195	13,886	16,864
인프라	758	804	850	948	892	915	918	977	2,531	3,360	3,702	3,875
마케팅	658	1,029	1,221	1,231	1,207	1,272	1,338	1,515	2,743	4,139	5,332	6,689
LINE 및 기타	6,676	7,859	7,223	8,040	7,208	7,047	6,964	7,867	22,480	29,798	29,086	31,769
영업이익	2,062	1,283	2,021	1,734	2,215	2,049	2,320	2,706	10,064	7,100	9,290	15,582
영업이익률	13.6%	7.9%	12.1%	9.7%	12.8%	11.9%	13.2%	13.9%	18.0%	10.8%	13.0%	18.1%
NAVER 플랫폼 영업수익	9,457	10,385	10,428	11,242	10,973	11,113	11,656	12,762	35,305	41,512	46,503	54,812
NAVER 플랫폼 영업이익	3,086	3,225	3,023	3,141	3,074	3,056	3,302	3,807	11,980	12,477	13,244	16,202
NAVER 플랫폼 영업이익률	32.6%	31.1%	29.0%	27.9%	28.0%	27.5%	28.3%	29.8%	33.9%	30.1%	28.5%	29.6%
LINE 및 기타 플랫폼 매출	5,651	5,918	6,220	6,632	6,348	6,038	5,981	6,765	20,564	24,421	25,132	31,148
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익	-1,025	-1,941	-1,003	-1,408	-860	-1,008	-983	-1,102	-1,916	-5,377	-3,953	-621

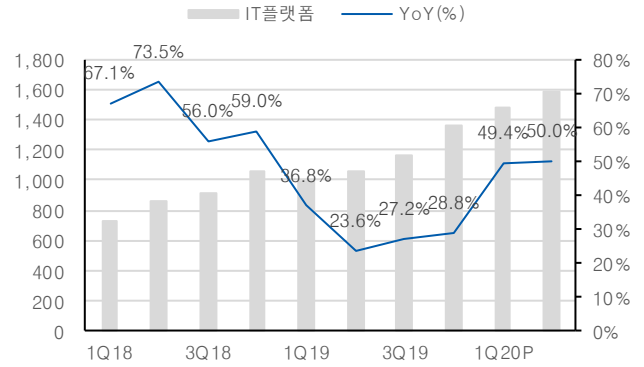
자료: 유안타증권 리서치센터

비즈니스 플랫폼 분기매출액 및 성장률 추이 (단위: 억원)



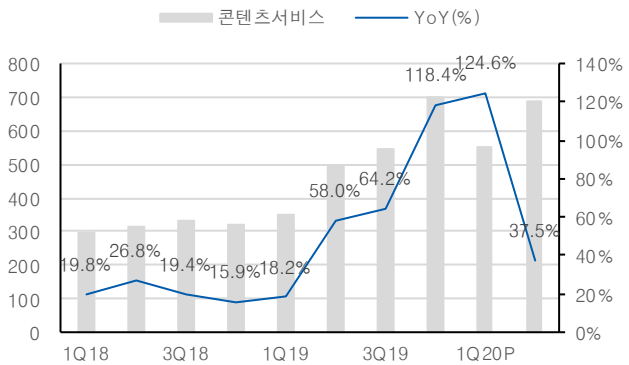
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

IT 플랫폼 분기매출액 및 성장률 추이 (단위: 억원)



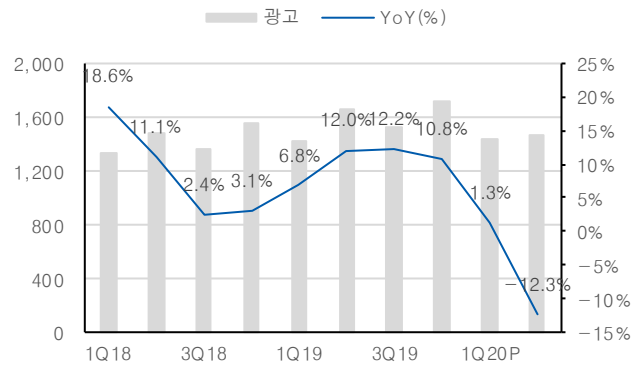
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

콘텐츠서비스 분기매출액 및 성장률 추이 (단위: 억원)



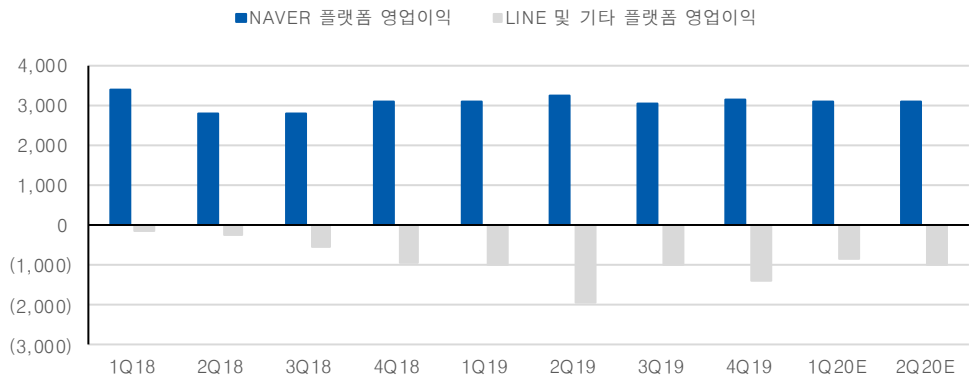
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

광고 분기매출액 및 성장률 추이 (단위: 억원)



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

네이버 & LINE 및 기타법인 분기 영업이익 추이 (단위: 억원)



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 백만달러, 배)

기업명	P/E			EPS Growth (%)			P/B			ROE			EV/EBITDA			P/S		
	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
ALPHABET	22.4	20.2	24.2	#N/A	#N/A	#N/A	4.8	4.2	3.9	17.2	18.1	14.5	14.3	12.2	12.6	7.6	6.3	6.2
Z HOLDINGS	16.6	23.3	22.0	-4.0	-36.0	17.6	2.1	2.2	2.4	13.4	9.0	10.5	8.7	10.3	9.1	2.1	1.9	1.8
FACEBOOK	20.1	18.7	21.2	26.3	11.4	-17.8	5.8	4.9	4.0	25.7	22.5	18.9	13.1	11.0	12.0	8.8	6.9	6.6
TWITTER	32.3	28.4	61.6	95.5	-61.6	26.7	3.1	2.4	2.3	10.0	21.4	3.6	14.0	13.1	18.5	6.7	5.9	6.2
WEIBO CORP	13.4	13.0	15.6	51.7	1.8	-18.5	4.0	3.5	2.7	36.6	29.4	20.1	11.2	10.9	12.7	4.6	4.5	4.7
NAVER	42.4	61.8	41.3	-14.8	-11.5	24.4	5.3	4.9	4.4	13.8	8.5	11.6	25.5	29.6	20.9	5.4	4.5	4.0
KAKAO	175.7	83.1	49.5	-57.1	-	200.6	3.0	2.8	2.8	1.8	3.3	5.7	62.1	36.6	23.8	6.4	5.0	4.1
LINE CORP	-	-	-	-	-	69.8	6.5	7.4	9.4	-2.7	-22.0	-3.3	86.4	-	77.0	5.9	5.5	4.7
AMAZON	80.8	71.6	58.1	184.0	17.6	18.8	25.7	17.9	13.0	27.3	21.8	20.3	35.0	27.9	23.5	5.0	4.2	3.5
EBAY	16.3	13.6	12.7	16.0	22.0	4.6	5.3	10.9	8.1	33.1	52.6	112.1	9.7	9.6	9.8	2.8	2.8	3.1

자료: Bloomberg(04/22 기준), 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	55,869	65,934	71,635	85,960	96,558
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	55,869	65,934	71,635	85,960	96,558
판매비	46,444	58,833	62,345	70,378	76,183
영업이익	9,425	7,101	9,290	15,582	20,375
EBITDA	12,036	12,081	25,908	43,205	22,507
영업외손익	1,691	1,567	2,101	6,346	7,139
외환관련손익	-23	-141	1,535	1,535	1,535
이자손익	135	-185	-363	-374	-415
관계기업관련손익	-851	-644	584	4,147	5,092
기타	2,429	2,537	344	1,037	926
법인세비용차감전순손익	11,117	8,667	11,391	21,927	27,514
법인세비용	4,888	4,663	5,126	5,482	6,878
계속사업순손익	6,229	4,004	6,265	16,446	20,635
중단사업순손익	50	-36	0	0	0
당기순이익	6,279	3,968	6,265	16,446	20,635
지배지분순이익	6,488	5,831	8,870	16,446	20,635
포괄순이익	6,338	5,356	14,980	25,160	29,350
지배지분포괄이익	6,272	6,595	24,768	41,600	48,528

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	9,735	13,568	30,138	37,515	15,304
당기순이익	6,279	3,968	6,265	16,446	20,635
감가상각비	2,280	4,603	15,855	27,358	2,000
외환손익	1	-85	-1,535	-1,535	-1,535
중속, 관계기업관련손익	851	644	-584	-4,147	-5,092
자산부채의 증감	2,202	5,665	16,513	6,267	6,302
기타현금흐름	-1,878	-1,227	-6,375	-6,874	-7,006
투자활동 현금흐름	-3,883	-10,781	-21,252	-18,484	-5,105
투자자산	-4,484	-7,068	-5,008	-2,009	-2,611
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,350	-4,359	-16,000	-16,000	-2,000
유형자산 감소	177	67	0	0	0
기타현금흐름	5,775	579	-244	-476	-494
재무활동 현금흐름	7,510	523	4,030	4,031	4,031
단기차입금	1,247	1,445	1,258	1,258	1,258
사채 및 장기차입금	6,060	0	3,418	3,418	3,418
자본	0	0	-1	0	0
현금배당	-425	-469	-556	-556	-556
기타현금흐름	627	-453	-89	-89	-89
연결범위변동 등 기타	791	866	7,455	4,830	5,755
현금의 증감	14,153	4,176	20,371	27,891	19,984
기초 현금	19,076	33,229	37,405	57,776	85,667
기말 현금	33,229	37,405	57,776	85,667	105,652
NOPLAT	9,425	7,101	9,290	15,582	20,375
FCF	4,744	9,567	22,241	29,577	21,716

자료: 유안타증권

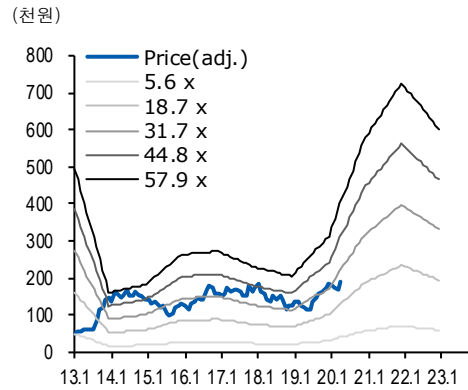
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	53,856	56,437	77,386	106,748	128,292
현금및현금성자산	33,229	37,405	57,776	85,667	105,652
매출채권 및 기타채권	10,938	11,946	11,899	12,851	13,879
재고자산	574	551	665	798	897
비유동자산	44,956	66,558	82,405	77,875	86,432
유형자산	14,573	15,963	16,108	4,750	4,750
관계기업등 지분관련자산	10,014	15,583	21,561	27,717	35,420
기타투자자산	12,464	19,291	24,066	24,066	24,066
자산총계	98,812	122,995	159,791	184,623	214,724
유동부채	26,197	37,731	49,216	51,998	54,877
매입채무 및 기타채무	15,485	22,035	32,262	33,284	34,378
단기차입금	3,498	5,096	6,353	7,611	8,869
유동성장기부채	0	500	500	500	500
비유동부채	13,124	20,225	25,767	29,860	34,393
장기차입금	1,001	500	3,918	7,337	10,755
사채	7,116	7,523	7,523	7,523	7,523
부채총계	39,321	57,956	74,983	81,858	89,271
지배지분	52,403	58,052	75,090	90,989	111,077
자본금	165	165	164	164	164
자본잉여금	15,410	15,753	15,753	15,753	15,753
이익잉여금	52,292	57,121	65,444	81,343	101,432
비지배지분	7,089	6,987	9,718	11,776	14,376
자본총계	59,491	65,039	84,808	102,765	125,453
순차입금	-28,971	-21,975	-37,670	-60,918	-76,408
총차입금	11,717	19,262	23,938	28,813	33,689

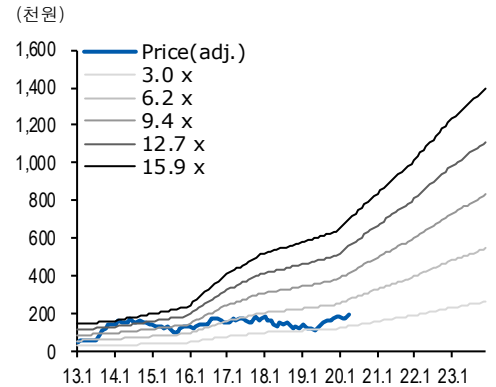
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,937	3,538	5,400	10,012	12,562
BPS	35,847	39,913	51,656	62,593	76,413
EBITDAPS	7,303	7,330	15,772	26,302	13,702
SPS	33,898	40,005	43,610	52,331	58,783
DPS	314	376	376	376	376
PER	37.2	39.1	35.2	19.0	15.1
PBR	4.1	3.5	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	18.2	17.6	11.0	6.1	11.1
PSR	4.3	3.5	4.4	3.6	3.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	19.4	18.0	8.6	20.0	12.3
영업이익 증가율 (%)	-20.1	-24.7	30.8	67.7	30.8
지배순이익 증가율 (%)	-16.1	-10.1	52.1	85.4	25.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.9	10.8	13.0	18.1	21.1
지배순이익률 (%)	11.6	8.8	12.4	19.1	21.4
EBITDA 마진 (%)	21.5	18.3	36.2	50.3	23.3
ROIC	68.0	53.2	-513.4	-96.5	-83.3
ROA	7.2	5.3	6.3	9.5	10.3
ROE	13.0	10.6	13.3	19.8	20.4
부채비율 (%)	66.1	89.1	88.4	79.7	71.2
순차입금/자기자본 (%)	-55.3	-37.9	-50.2	-67.0	-68.8
영업이익/금융비용 (배)	68.7	20.4	15.8	22.1	24.8

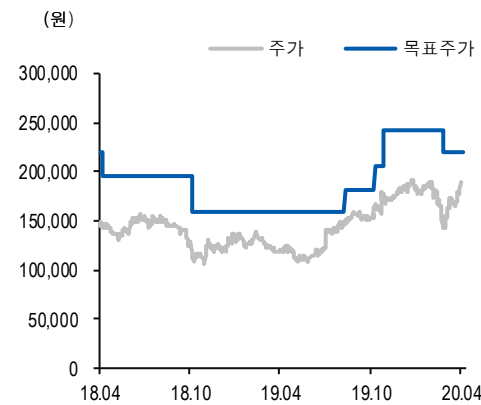
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-04-24	BUY	220,000	1년		
2020-03-20	BUY	220,000	1년		
2019-11-19	BUY	242,000	1년	-26.21	-20.87
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)	1.2
Buy(매수)	83.2
Hold(중립)	15.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-22

※ 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.