

SK COMPANY Analysis



Analyst
조용선

yongsun.cho@sk.com
02-3773-8826

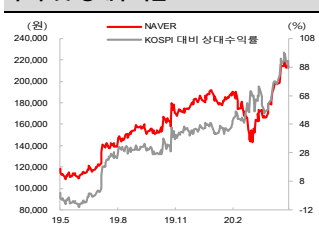
Company Data

자본금	17 십억원
발행주식수	16,426 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	35,070 십억원
주요주주	
자사주	11.75%
국민연금공단	11.10%
외국인지분률	57.70%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(20/05/20)	222,000 원
KOSPI	1980.61 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	219,500 원
52주 최저가	108,500 원
60일 평균 거래대금	140 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.3%	15.3%
6개월	25.2%	36.1%
12개월	76.5%	83.2%

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 275,000 원(상향))

NAVERized, begins!

실적 시즌 종료 후 IT 플랫폼 양 사에 대한 고민이 깊었으나, NAVER의 신규 비즈니스 모델이 가져다줄 세계관의 변화가 최우선 요소라고 판단했다. 이미 커머스 부문 1 위이지만, 스마트스토어와 네이버페이 거래액은 시장 성장률을 상회한다. 올해 순차적으로 도입된 브랜드스토어, 라이브커머스, 풀필먼트 제휴형 익일배송은 각 영역의 기존 사업자 지위를 위협할 것이다. **바야흐로 'Amazonized'에 비견되는 'NAVERized' 시대가 다가오고 있다.**

본원적 지배력과 끝없는 확장성에 대하여

네이버쇼핑의 1분기 결제액은 5.8조원으로 커머스 부문 독보적 1위이며 20~40대 연령층에서 높은 지배력을 보이고 있다. 이커머스 시장 성장을 상회하는 스마트스토어 거래액의 증가(1Q20 +56% y-y)가 비즈니스플랫폼 성장률을 지지 중이고, 같은 맥락에서 네이버페이 MAU는 1,250만명(+23% y-y), 분기 거래액은 5조원 상회(+46% y-y)했다. 향후 커머스 부문은 새로운 전기를 맞이할 것이다. 올해 첫 도입된 '브랜드스토어(타오바오형 D2C)', '라이브커머스(실시간 양방향 쇼핑채널)', '풀필먼트 제휴형 익일배송(셀러와 배송업체 API 연동 지원)'은 기존 사업자들의 영역을 빠른 속도로 파괴할 수 있는 높은 잠재력을 지니고 있기 때문이다.

NAVERized의 원년, Valuation Re-rating 구간에 접근할 것

광고시장의 난항은 2분기에도 악영향 줄 것이나, 동사는 시의적절한 '스마트채널'의 출시로 대응했다(5/18). 이처럼 Core Biz의 부진 요소는 효과적으로 제어하고 Strategic Biz에 있어 과감한 확장 전략을 구사하는 것은 과거 'Amazonized'에 비견되는 상황으로 평가한다(NAVERized). 특히, 6/1 선보일 '네이버플러스멤버십'은 커머스(쇼핑+페이) / 콘텐츠(웹툰+영상+뮤직) / 테크핀을 아우르는 새로운 표준이 될 것으로 기대하고 있다. 최근 밸류에이션 부담 상존했으나, 전일 전자서명법 개정안 통과로 네이버 웨일 브라우저와 소셜로그인(MAU 1,900만명)이 주목받으며 재상승 국면에 돌입한 상황이다. 전술한 바, 새로이 런칭되는 신규 모델과 툴이 동사 프리미엄에 정당성을 부여할 것이다. 2020/21E 실적 추정치 상향, Peer Group 주가 상승에 따라 적용 멀티플을 조정하며, 6개월 목표주가를 275,000원으로 상향 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	4,678	5,587	6,593	7,445	8,371	9,501
yoy	%	16.3	19.4	18.0	12.9	12.4	13.5
영업이익	십억원	1,179	943	710	893	1,167	1,513
yoy	%	7.0	-20.1	-24.7	25.8	30.6	29.6
EBITDA	십억원	1,385	1,204	1,208	1,237	1,429	1,715
세전이익	십억원	1,196	1,112	867	1,137	1,430	1,767
순이익(지배주주)	십억원	773	649	583	734	1,006	1,304
영업이익률%	%	25.2	16.9	10.8	12.0	13.9	15.9
EBITDA%	%	29.6	21.5	18.3	16.6	17.1	18.1
순이익률	%	16.5	11.2	6.0	7.3	8.2	10.0
EPS(계속사업)	원	4,705	3,906	3,559	4,488	6,143	7,958
PER	배	37.0	31.2	52.4	47.6	34.8	26.8
PBR	배	6.0	3.8	5.3	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	배	19.0	15.2	24.8	27.2	22.9	18.4
ROE	%	18.5	13.0	10.6	11.9	14.2	15.7
순차입금	십억원	-3,182	-2,897	-2,029	-2,727	-3,339	-4,264
부채비율	%	51.2	66.1	89.1	88.8	85.0	80.5

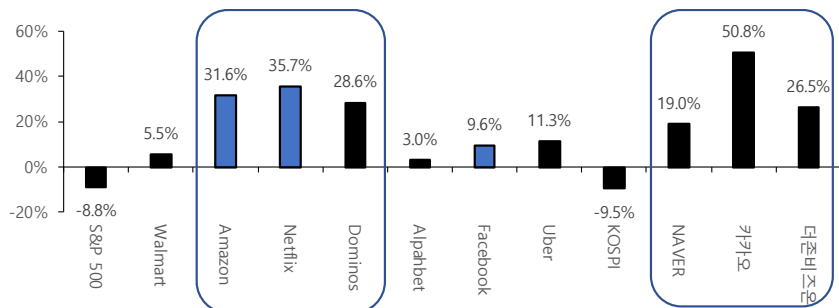
NAVERized = (커머스 x 콘텐츠 x 테크핀) + 구독모델

2019년 11월 1일 공식 출범한 네이버파이낸셜은 커머스 기반의 금융서비스 기업이며 국내 1,250만명 MAU의 네이버페이로 결제, 예금, 대출, 보험으로의 영역 확대 과정에 있다. 결제 부문에서 온라인 가맹점 30만개, 오프라인 가맹점 10만개 이상 보유 중이며 5월 중 네이버 통장의 출시, 하반기에는 투자상품, 보험, 예적금, 보안 및 인증 등 본격적인 금융서비스가 강화될 예정이다.

한편, 올해 네이버쇼핑 거래액은 약 24조원으로 추정, 전년에 이어 국내 주요 이커머스 기업들의 거래액을 상회하며 절대적 지위를 수성할 것으로 전망한다. 특히 올해에는 나중에 결제(1월), 특가창고(2월), 브랜드스토어(2월), 라이브커머스(3월), 풀필먼트 제휴 익일배송(4월) 등 전자상거래 시장지배력 확대를 위한 움직임이 가속화되고 있다. 이는 오프라인 유통 기업군 뿐 아니라 오픈마켓, 소셜커머스, 익일배송, 홈쇼핑 등 각 영역의 기존 사업자 영역을 빠르게 파괴할 수 있는 잠재력을 지닌다.

동사는 절대적인 포털 트래픽을 보유함은 물론 데이터 핸들링에 가장 특화된 기업에 커머스-페이-금융서비스로 이어지는 Value chain을 더욱 공고히 할 것이다(6월 1일 출시 예정인 '네이버플러스멤버십' 주목). 아울러 MAU 1,900만명의 네이버 소셜 로그인 사용자 및 웨일 브라우저를 활용하여 인증, 비대면 서비스, 마이데이터 사업 분야에서 높은 파괴력을 보여줄 것으로 기대한다(5/20 전자서명법 개정안 통과). 지난 해 콘텐츠서비스의 고공성장이 올해에도 지속됨과 더불어, 커머스 기반 밀도 높은 확장성이 구현된다면 동사는 또 다른 리레이팅 국면에 돌입할 수 있다는 판단이다.

언택트 경제의 뚜렷한 지표: 인터넷서비스, 옴니채널, 이커머스와 온라인 미디어 약진 (YTD)



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

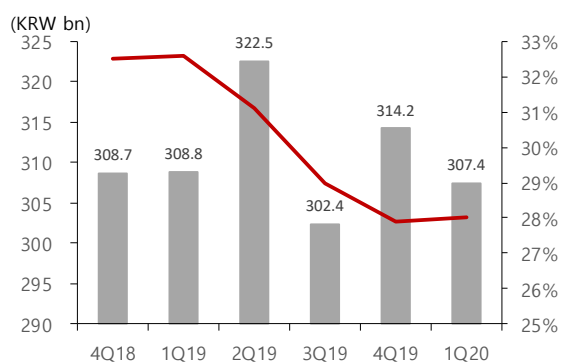
NAVER 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
영업수익	1,510.8	1,630.3	1,664.8	1,787.4	1,732.1	1,821.3	1,880.4	2,011.3	6,593.3	7,445.1	8,371.2
Ad.	142.2	166.6	152.7	171.8	144.0	163.3	159.3	181.8	633.3	648.3	692.4
Biz Platform	669.3	715.9	719.3	746.5	749.7	773.2	785.5	834.6	2,851.0	3,142.9	3,504.4
IT Platform	99.2	105.9	116.3	136.0	148.2	154.1	163.1	174.8	457.4	640.1	782.2
Contents Serv.	35.0	50.1	54.5	69.9	55.4	73.9	83.4	97.3	209.5	310.0	426.2
LINE & Etc.	565.1	591.8	622.0	663.2	634.8	656.9	689.2	722.9	2,442.1	2,703.8	2,966.0
YoY	15.4%	19.6%	19.1%	17.9%	14.6%	11.7%	12.9%	12.5%	18.0%	12.9%	12.4%
Ad.	6.8%	12.0%	12.2%	10.8%	1.3%	-2.0%	4.3%	5.8%	10.5%	2.4%	6.8%
Biz Platform	12.9%	17.1%	17.3%	13.4%	12.0%	8.0%	9.2%	11.8%	15.2%	10.2%	11.5%
IT Platform	36.8%	22.6%	27.2%	28.8%	49.4%	45.5%	40.2%	28.5%	28.5%	39.9%	22.2%
Contents Serv.	18.2%	61.6%	64.2%	118.4%	58.3%	47.5%	53.0%	39.2%	66.5%	48.0%	37.5%
LINE & Etc.	17.4%	21.8%	18.7%	17.3%	12.3%	11.0%	10.8%	9.0%	18.8%	10.7%	9.7%
영업비용	1,304.6	1,502.0	1,462.7	1,614.0	1,510.6	1,636.2	1,625.5	1,779.4	5,883.3	6,551.6	7,204.4
개발/운영	218.4	234.6	228.7	252.4	259.4	263.5	269.9	296.1	934.1	1,088.8	1,245.6
대행/파트너	277.0	298.2	304.6	339.7	320.5	342.9	344.8	381.1	1,219.5	1,389.4	1,545.0
인프라	75.8	80.4	85.0	94.8	89.2	92.1	97.3	104.9	336.0	383.5	445.7
마케팅	65.8	102.9	122.1	123.1	120.7	118.8	129.8	130.5	413.9	499.8	538.8
라인기타	667.6	785.9	722.3	804.0	720.8	818.9	783.7	866.7	2,979.8	3,190.1	3,429.4
영업이익	206.2	128.3	202.1	173.4	221.5	185.1	254.9	232.0	710.0	893.4	1,166.8
YoY	-19.8%	-48.8%	-8.8%	-18.7%	7.4%	44.3%	26.1%	33.8%	-24.7%	25.8%	30.6%
OPM	13.6%	7.9%	12.1%	9.7%	12.8%	10.2%	13.6%	11.5%	10.8%	12.0%	13.9%
세전이익	189.7	110.4	180.3	386.3	253.9	177.0	254.5	451.5	866.7	1,136.9	1,430.5
당기순이익	87.5	27.7	85.3	196.2	134.9	65.0	117.6	225.8	396.8	543.2	844.0
지배순이익	129.7	79.2	125.4	248.7	184.8	123.3	171.6	252.7	583.1	734.3	1,006.0
세전이익률	12.6%	6.8%	10.8%	21.6%	14.7%	9.7%	13.5%	22.4%	13.1%	15.3%	17.1%
당기순이익률	5.8%	1.7%	5.1%	11.0%	7.8%	3.6%	6.3%	11.2%	6.0%	7.3%	10.1%
지배순이익률	8.6%	4.9%	7.5%	13.9%	10.7%	6.8%	9.1%	12.6%	8.8%	9.8%	12.0%

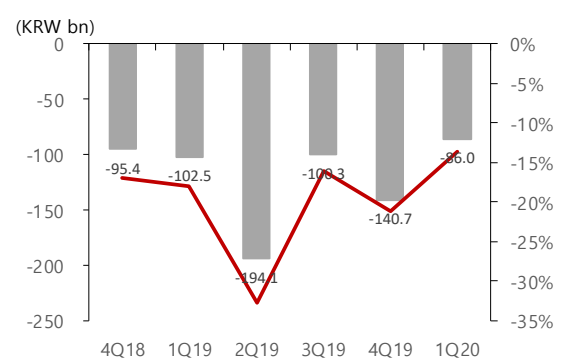
자료: NAVER, SK 증권 리서치센터

NAVER 주요사업부 영업이익(률)



자료: NAVER, SK 증권

LINE 및 기타사업부 영업이익(률)



자료: NAVER, SK 증권

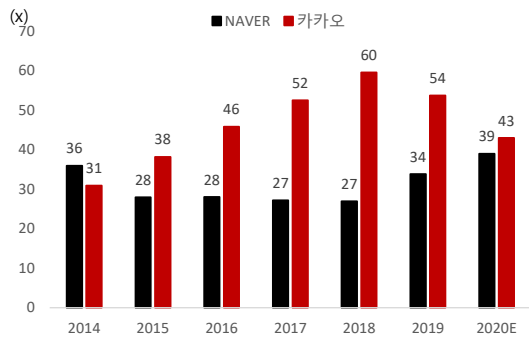
NAVER Target price: SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

Portal 12M Fwd. EBITDA	1,705	a	
Target multiple(x)	17.0	b	Peer Group Avg. 15% discount
Portal segment Fair Value	29,029	c=(a*b)	
LINE Mkt. cap	14,722	d	
Naver 지분율	73.3%	e	
LINE 지분가치	10,791	f=(d*e)	
LINE Fair Value	8,093	g=(f*0.7)	25% discount
Naver Webtoon FV	2,420	h	12M Fwd. transaction * 4.4x
Naver Financial FV	2,706	i	20E transaction * 0.22 (peer multiple) * 0.8(지분율 가정) 25% discount
자사주	3,091	j	11.75% 지분율 25% discount
순차입금	-2,001	k	
적정 시가총액	45,338	l = c+g+h+i+j-k	
주식수	0.164813395	m	shares bn
목표주가	275,000	n=l/m	KRW
현재주가	222,000		KRW
upside	23.9%		

자료: NAVER, DART, SK 증권 리서치센터

네이버 / 카카오 Historical Valuation



자료: Quantwise, SK 증권 리서치센터
주: 12M Fwd.

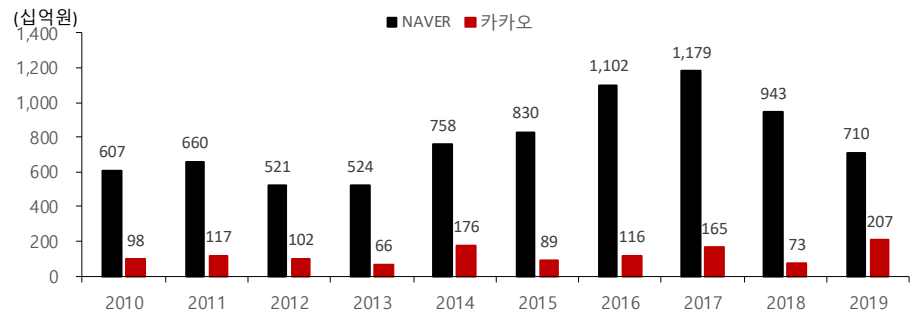
- 5 개년 평균 P/E Valuation: NAVER 29x, 카카오 50x

- 12M Fwd. P/E: NAVER 39x, 카카오 각 43x

- NAVER는 히스토리컬 상단 수준: '13년 10월(40x), '13년 12월(45x), '14년 3월(42x), '19년 12월(41x)

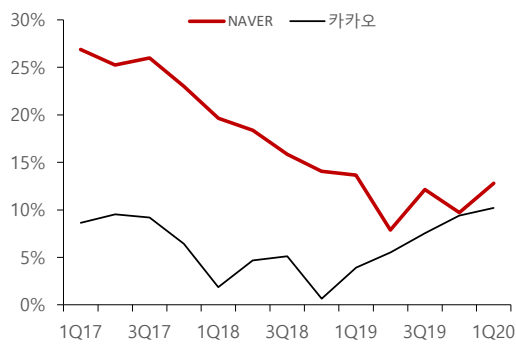
- 카카오는 히스토리컬 중하단 수준: '15년 8월(45x), '16년 5월(44x), '16년 10월(50x), '18년 9월(76x), '19년 11월(43x)

NAVER/ 카카오 양사의 지난 10년 간 영업이익 트렌드



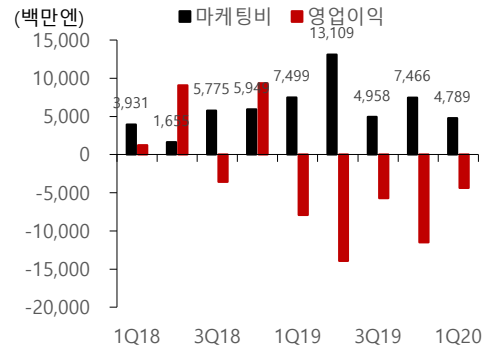
자료: NAVER, 카카오 SK 증권 리서치센터

양사 분기별 OPM - 카카오 높은 반등세



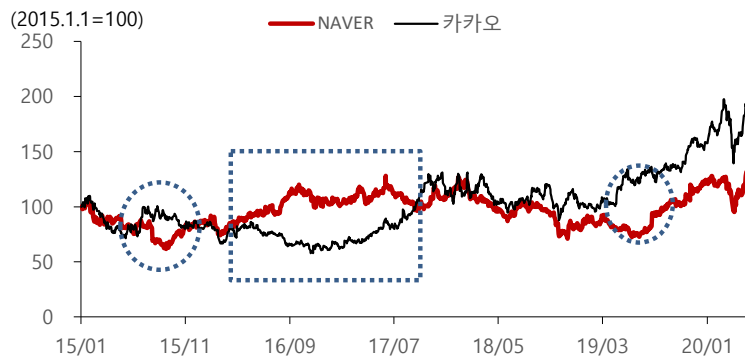
자료: 카카오, SK 증권 리서치센터

LINE 마케팅비 감축 기조 - NAVER 수익성 견인



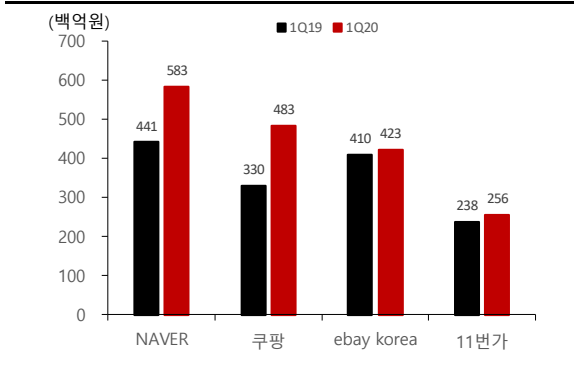
자료: LINE, SK 증권 리서치센터

NAVER/ 카카오 양사의 2015년 이후 주가 트렌드



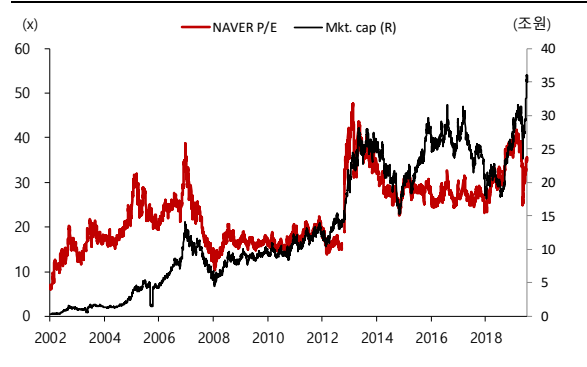
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

한국 이커머스 거래액(1Q20) - NAVER 5.8 조원



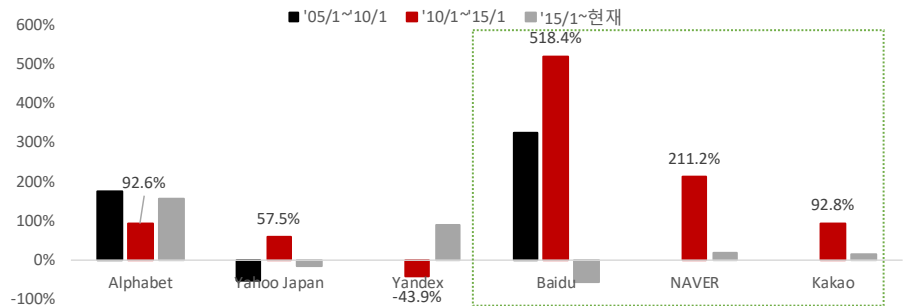
자료: NAVER, SK 증권 리서치센터

NAVER Historical P/E



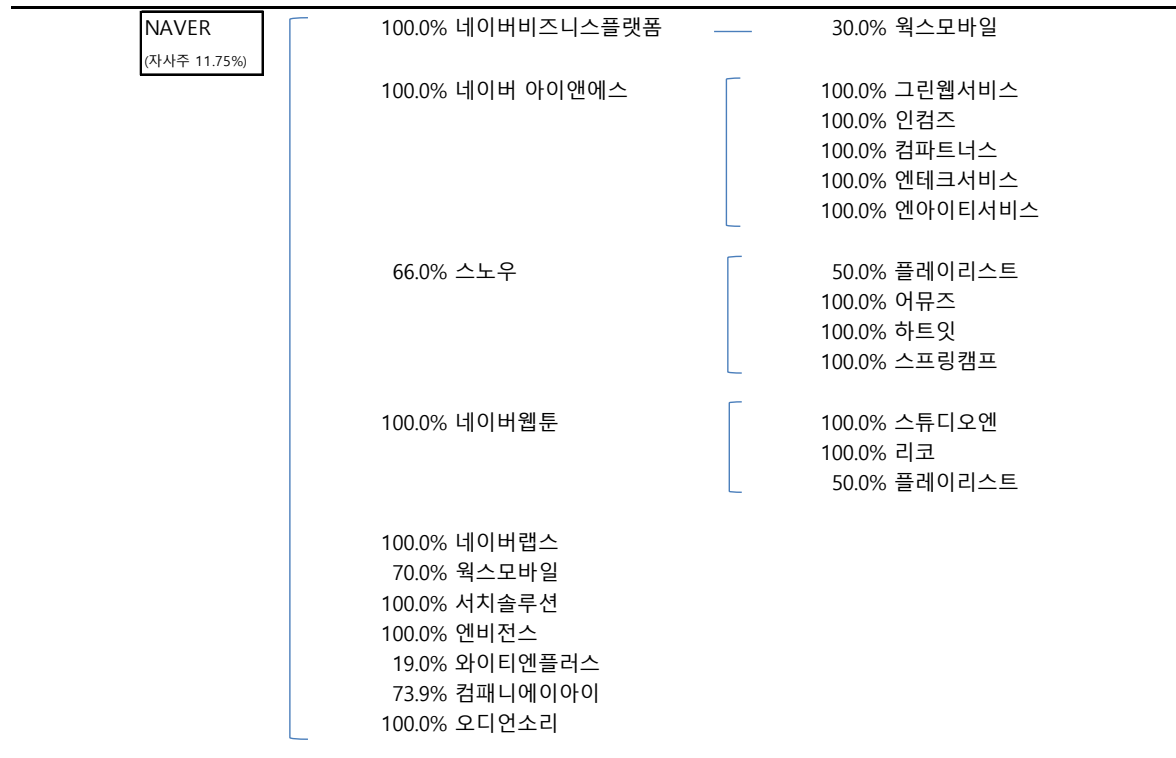
자료: Quantwise, SK 증권 리서치센터

글로벌 플랫폼 확장기(2010년대), 지역 커버리지를 잠식당한 일본 vs. 수성(방어)한 중국/한국



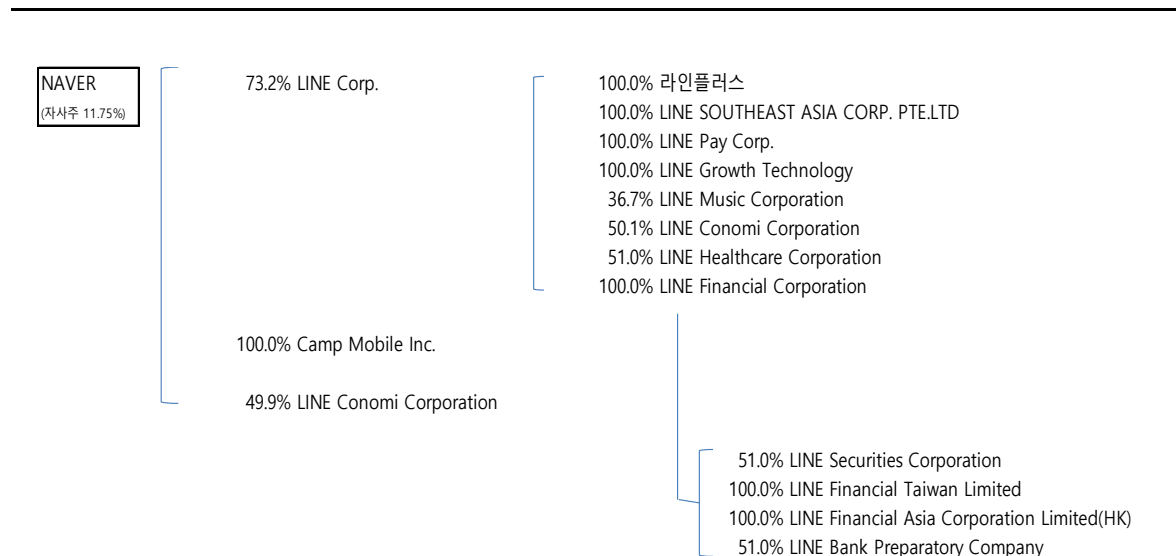
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터
 주: 기간별 추가수익률 기준

NAVER 지배구조도(국내)



자료 : NAVER, DART, SK 증권

NAVER 지배구조도(해외)



자료 : NAVER, DART, SK 증권

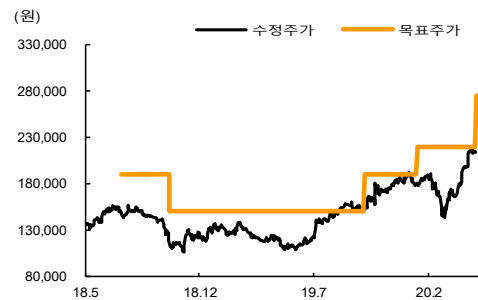
주: 일본 현지 LINE-Z Holdings 경영통합 건은 기업결합심사 중이며, 본 지배구조도는 현재 기준

NAVER 산하 R&D 16개 조직



자료 : NAVER, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.05.21	매수	275,000원	6개월		
2020.04.24	매수	220,000원	6개월	-17.93%	-0.23%
2020.04.06	매수	220,000원	6개월	-21.24%	-13.41%
2020.03.11	매수	220,000원	6개월	-21.29%	-13.41%
2020.01.31	매수	220,000원	6개월	-17.21%	-13.41%
2019.10.24	매수	190,000원	6개월	-7.92%	0.79%
2019.04.26	매수	150,000원	6개월	-14.41%	6.67%
2018.10.26	매수	150,000원	6개월	-17.06%	-7.67%
2018.07.27	매수	190,270원	6개월	-24.15%	-18.00%



Compliance Notice

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 5월 21일 기준)

매수	84.33%	중립	15.67%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,386	5,644	6,532	7,357	8,542
현금및현금성자산	3,323	3,741	4,439	5,051	5,976
매출채권및기타채권	1,079	1,143	1,287	1,447	1,642
재고자산	57	55	62	70	79
비유동자산	4,496	6,656	6,931	7,363	7,795
장기금융자산	1,246	1,929	1,929	1,929	1,929
유형자산	1,457	1,596	1,275	1,045	882
무형자산	307	341	390	428	460
자산총계	9,881	12,300	13,463	14,720	16,336
유동부채	2,620	3,773	4,154	4,580	5,100
단기금융부채	357	729	729	729	729
매입채무 및 기타채무	595	759	854	960	1,089
단기충당부채	2	4	4	5	5
비유동부채	1,312	2,022	2,176	2,182	2,186
장기금융부채	814	1,366	1,366	1,366	1,366
장기매입채무 및 기타채무	9	20	32	32	32
장기충당부채	42	59	76	76	76
부채총계	3,932	5,796	6,331	6,762	7,286
지배주주지분	5,240	5,805	6,561	7,644	9,024
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,541	1,575	1,575	1,575	1,575
기타자본구성요소	-1,325	-1,408	-1,408	-1,408	-1,408
자기주식	-1,297	-1,390	-1,390	-1,390	-1,390
이익잉여금	5,229	5,712	6,391	7,397	8,702
비지배주주지분	709	699	572	314	26
자본총계	5,949	6,504	7,133	7,958	9,051
부채외자본총계	9,881	12,300	13,463	14,720	16,336

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	929	1,358	831	699	1,010
당기순이익(손실)	628	397	545	686	954
비현금성항목등	607	873	689	740	757
유형자산감가상각비	228	460	322	229	164
무형자산상각비	33	38	22	33	39
기타	80	-94	-298	-278	-267
운전자본감소(증가)	220	567	233	13	108
매출채권및기타채권의 감소(증가)	49	-56	-143	-160	-195
재고자산감소(증가)	0	0	-7	-8	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	52	178	95	106	130
기타	120	444	288	75	183
법인세납부	-526	-478	-635	-740	-809
투자활동현금흐름	-333	-1,040	-55	-52	-50
금융자산감소(증가)	726	48	0	0	0
유형자산감소(증가)	-517	-429	0	0	0
무형자산감소(증가)	-42	-71	-71	-71	-71
기타	-500	-588	16	19	21
재무활동현금흐름	740	13	-78	-35	-35
단기금융부채증가(감소)	125	144	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	606	-138	0	0	0
자본의증가(감소)	-124	-94	0	0	0
배당금의 지급	-42	-47	-55	0	0
기타	177	147	-23	-35	-35
현금의 증가(감소)	1,415	418	698	612	925
기초현금	1,908	3,323	3,741	4,439	5,051
기말현금	3,323	3,741	4,439	5,051	5,976
FCF	399	206	797	768	1,059

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,587	6,593	7,445	8,371	9,501
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,587	6,593	7,445	8,371	9,501
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	4,644	5,883	6,552	7,204	7,988
영업이익	943	710	893	1,167	1,513
영업이익률 (%)	16.9	10.8	12.0	13.9	15.9
비영업손익	169	157	244	263	255
순금융비용	-14	18	19	16	13
외환관련손익	-2	-14	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	185	-10	-37	0	0
세전계속사업이익	1,112	867	1,137	1,430	1,767
세전계속사업이익률 (%)	19.9	13.2	15.3	17.1	18.6
계속사업법인세	489	466	589	740	809
계속사업이익	623	400	548	690	958
중단사업이익	5	-4	-4	-4	-4
*법인세효과	0	1	0	0	0
당기순이익	628	397	545	686	954
순이익률 (%)	11.2	6.0	7.3	8.2	10.0
지배주주	649	583	734	1,006	1,304
지배주주귀속 순이익률(%)	11.61	8.84	9.86	12.02	13.73
비지배주주	-21	-186	-189	-320	-350
총포괄이익	634	536	684	825	1,093
지배주주	627	660	810	1,083	1,381
비지배주주	7	-124	-127	-258	-288
EBITDA	1,204	1,208	1,237	1,429	1,715

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	19.4	18.0	12.9	12.4	13.5
영업이익	-20.1	-24.7	25.8	30.6	29.6
세전계속사업이익	-7.0	-22.0	31.2	25.8	23.6
EBITDA	-13.1	0.4	2.4	15.5	20.0
EPS(계속사업)	-17.0	-8.9	26.1	36.9	29.5
수익성 (%)					
ROE	13.0	10.6	11.9	14.2	15.7
ROA	7.0	3.6	4.2	4.9	6.2
EBITDA마진	21.5	18.3	16.6	17.1	18.1
안정성 (%)					
유동비율	205.6	149.6	157.2	160.6	167.5
부채비율	66.1	89.1	88.8	85.0	80.5
순차입금/자기자본	-48.7	-31.2	-38.2	-42.0	-47.1
EBITDA/이자비용(배)	87.7	34.6	35.7	41.2	49.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,906	3,559	4,488	6,143	7,958
BPS	31,795	35,223	39,942	46,532	54,937
CFPS	5,521	6,559	6,558	7,718	9,169
주당 현금배당금	314	376	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	48.7	52.4	48.9	35.7	27.6
PER(최저)	27.3	30.5	31.9	23.3	18.0
PBR(최고)	6.0	5.3	5.5	4.7	4.0
PBR(최저)	3.4	3.1	3.6	3.1	2.6
PCR	22.1	28.4	32.6	27.7	23.3
EV/EBITDA(최고)	24.5	24.8	28.0	23.6	19.0
EV/EBITDA(최저)	13.1	14.2	17.8	14.8	11.6