

NAVER

BUY(유지)

035420 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	350,000원	현재주가(10/05)	298,500원	Up/Downside	+17.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 10.06

진화의 시작

3Q20 Preview

기대치 소폭 하회 예상: 3분기 실적(비교의 용이성을 위해 LINE 연결 포함)은 매출액 2,0조원(+19%YoY), 영업이익2,602억원(+29%YoY)으로 컨센서스 영업이익 2,781억원을 소폭 하회할 것으로 예상된다. 비록 네이버페이 매출과 연동성이 강한 페이포인트의 영향으로 마케팅비가 증가하였으나 성과형 광고 호조등에 의한 광고 매출 증가, 쇼핑 거래액 확대에 기반한 비즈니스 플랫폼의 견조한 성장, 네이버페이 이용 증가에 따른 IT플랫폼의 고성장세 지속, 웹툰의 글로벌 입지 강화에 힘입은 콘텐츠서비스 매출 확대로 외형 확대가 이어짐에 따라 수익성이 개선될 것으로 보인다.

Comment

진화의 시작: LINE-Z 홀딩스 경영 통합에 따른 변화가 3분기 실적 발표부터 본격화된다. LINE(20E 영업손실 3,279억원)이 연결 실적에서 제외되어 중단사업손실로 영업 외에 반영되고 이와 함께 매출 및 비용 구분도 일부 변화가 있을 것으로 보인다. 그리고 21년 합작 법인 설립 완료 이후 신규 Z홀딩스(Naver 지분율 32.5%)의 지분법이익이 반영될 예정이다. 이에 따라 NAVER는 성장성이 부각되고 있는 일본의 간편결제에 비롯한 핀테크, 이커머스, 디지털광고 등에서 LINE과 Z홀딩스와의 시너지를 통한 성과를 향유할 수 있을 것으로 전망된다.

Action

매수 추천: 국내 광고/쇼핑/간편결제 분야에서 동사 입지가 지속 견고해지고 있다. 그리고 글로벌 콘텐츠 시장 공략 및 합작법인을 통한 일본에서의 성과에 대한 기대감이 지속 유효하며 이는 향후 추가적인 기업 가치 상향 요인으로 작용할 것으로 보인다. 투자의견 Buy 및 TP 35만원을 유지한다.

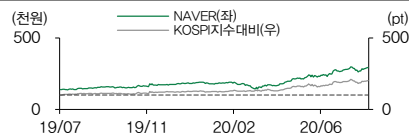
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,587	6,593	7,733	9,165	10,539
(증가율)	19.4	18.0	17.3	18.5	15.0
영업이익	943	710	994	1,453	1,939
(증가율)	-20.1	-24.7	39.9	46.2	33.5
지배주주순이익	649	583	675	919	1,225
EPS	3,937	3,538	4,105	5,593	7,455
PER (H/L)	49.5/26.4	53.7/30.1	72.2	53.0	39.8
PBR (H/L)	6.1/3.3	5.4/3.0	7.6	6.7	5.8
EV/EBITDA (H/L)	24.2/12.8	24.3/13.7	28.6	22.3	17.5
영업이익률	16.9	10.8	12.8	15.9	18.4
ROE	13.0	10.6	11.0	13.4	15.6

Stock Data

52주 최저/최고	143,000/339,000원
KOSDAQ /KOSPI	848/2,328pt
시가총액	487,041억원
60일-평균거래량	1,047,954
외국인지분율	55.3%
60일-외국인지분율변동추이	-0.7%p
주요주주	국민연금공단 12.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-11.0	12.3	90.1
상대기준	-10.0	1.0	67.4

도표 1. 네이버 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	15,108	16,303	16,648	17,874	17,321	19,025	19,829	21,150	55,869	65,933	77,325
YoY	15.4	19.6	19.1	17.9	14.6	16.7	19.1	18.3	19	18.0	17.3
광고	1,422	1,666	1,527	1,718	1,440	1,747	1,829	2,067	5,730	6,333	7,083
비즈니스플랫폼	6,693	7,159	7,193	7,465	7,497	7,772	8,000	8,222	24,758	28,510	31,491
IT플랫폼	992	1,059	1,163	1,360	1,482	1,802	2,106	2,371	3,559	4,574	7,761
콘텐츠서비스	350	501	545	699	554	796	868	954	1,258	2,095	3,172
LINE 및 기타플랫폼	5,651	5,918	6,220	6,632	6,348	6,908	7,026	7,536	20,564	24,421	27,818
영업비용	13,046	15,020	14,627	16,140	15,106	16,719	17,228	18,337	46,445	58,833	67,390
YoY	24.0	34.9	24.4	23.8	15.8	11.3	17.8	13.6	33	26.7	14.5
플랫폼개발/운영	2,184	2,346	2,287	2,524	2,594	2,637	2,689	3,036	7,697	9,341	10,956
대행/파트너	2,770	2,982	3,046	3,397	3,205	3,610	3,777	4,071	10,355	12,195	14,662
인프라	758	804	850	948	892	1,100	1,139	1,171	2,531	3,360	4,302
마케팅	658	1,029	1,221	1,231	1,207	1,381	1,511	1,606	3,382	4,139	5,705
LINE 및 기타플랫폼	6,676	7,859	7,223	8,040	7,208	7,991	8,112	8,454	22,480	29,798	31,765
영업이익	2,062	1,283	2,021	1,734	2,215	2,306	2,602	2,812	9,424	7,100	9,935
YoY	-19.7	-48.8	-8.9	-18.7	7.4	79.6	28.7	62.2	20	-24.7	39.9
영업이익률	13.6	7.9	12.1	9.7	12.8	12.1	13.1	13.3	16.9	10.8	12.8
당기순이익	909	279	853	(26)	994	907	1,269	1,472	6,278	3,968	4,996
순이익률	6.0	1.7	5.1	-0.1	5.7	4.8	6.4	7.0	11.2	6.0	6.5

자료: 네이버, DB 금융투자

도표 2. 네이버 밸류에이션

(단위: 억원 배, 천주, %)

구분	내용	비고
네이버(별도) 가치 1)	452,115	
20년 예상 순이익	11,303	
적용 PER	40.0	Alphabet, Amazon 등 주요 글로벌 인터넷/전자상거래 Peer 평균
LINE 지분 가치 2)	69,721	
LINE 시가총액	135,881	공개매수 예정가 5,200엔 기준
네이버 지분율	73.3	
할인율	30	
네이버 웹툰 가치 3)	28,314	
20E 네이버 웹툰 매출액	6,000	
적용 멀티플	7.2	15년 스포티파이 글로벌 확장성 부각 당시 펀딩 PSR에 10% 할증
네이버 지분율	66	
네이버 파이낸셜 지분 가치 4)	25,900	
네이버 파이낸셜 가치	37,000	DB 가치평가 상/하단의 중간값
네이버 지분율	70	
적정 네이버 연결 시총 1)+2)+3)+4)	576,050	
주식수	164,263,395	
적정 주가(원)	350,687	
목표주가(원)	350,000	

자료: DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	5,386	5,644	6,259	7,169	8,257
현금및현금성자산	3,323	3,741	3,334	3,962	4,773
매출채권및기타채권	1,094	1,195	2,087	2,279	2,468
재고자산	57	55	53	72	81
비유동자산	4,496	6,656	6,436	6,421	6,524
유형자산	1,457	1,596	1,414	1,426	1,548
무형자산	307	341	304	277	258
투자자산	2,248	3,487	3,487	3,487	3,487
자산총계	9,881	12,300	12,965	13,860	15,052
유동부채	2,620	3,773	3,993	4,236	4,502
매입채무및기타채무	1,548	2,204	2,424	2,666	2,933
단기차입금및단기차채	350	510	510	510	510
유동성장기부채	0	50	50	50	50
비유동부채	1,312	2,022	2,022	2,022	2,022
사채및장기차입금	812	802	802	802	802
부채총계	3,932	5,796	6,016	6,258	6,525
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,541	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	5,229	5,712	6,332	7,197	8,367
비지배주주지분	709	699	524	312	67
자본총계	5,949	6,504	6,949	7,601	8,527

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	5,587	6,593	7,733	9,165	10,539
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,587	6,593	7,733	9,165	10,539
판매비	4,644	5,883	6,739	7,712	8,600
영업이익	943	710	994	1,453	1,939
EBITDA	1,204	1,208	1,665	2,091	2,610
영업외손익	169	157	-33	-82	-40
금융손익	52	246	83	30	30
투자손익	-85	-64	-40	-38	-90
기타영업외손익	202	-25	-76	-74	20
세전이익	1,112	867	961	1,370	1,899
중단사업이익	5	-4	0	0	0
당기순이익	628	397	500	707	980
자배주주지분순이익	649	583	675	919	1,225
비지배주주지분순이익	-21	-186	-175	-212	-245
총포괄이익	634	536	500	707	980
증감률(%YoY)					
매출액	19.4	18.0	17.3	18.5	15.0
영업이익	-20.1	-24.7	39.9	46.2	33.5
EPS	-16.1	-10.1	16.0	36.3	33.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	974	1,357	496	1,369	1,703
당기순이익	628	397	500	707	980
현금유출이없는비용및수익	607	873	1,162	1,330	1,615
유형및무형자산상각비	261	498	671	638	671
영업관련자산부채변동	220	567	-704	-5	27
매출채권및기타채권의감소	49	-56	-893	-191	-190
재고자산의감소	0	0	2	-19	-9
매입채무및기타채무의증가	52	178	220	242	267
투자활동현금흐름	-388	-1,078	-468	-641	-793
CAPEX	-535	-436	-452	-623	-774
투자자산의순증	-945	-1,304	0	0	0
재무활동현금흐름	751	52	-99	-99	-99
사채및차입금의 증가	751	925	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	33	34	0	0	0
배당금지급	-42	-47	-55	-55	-55
기타현금흐름	79	87	-336	0	0
현금의증가	1,415	418	-407	628	811
기초현금	1,908	3,323	3,741	3,334	3,962
기말현금	3,323	3,741	3,334	3,962	4,773

자료: NAVER, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자료(원)					
EPS	3,937	3,538	4,105	5,593	7,455
BPS	31,795	35,223	39,115	44,378	51,504
DPS	314	376	376	376	376
Multiple(배)					
P/E	31.0	52.7	72.2	53.0	39.8
P/B	3.8	5.3	7.6	6.7	5.8
EV/EBITDA	14.9	24.3	28.6	22.3	17.5
수익성(%)					
영업이익률	16.9	10.8	12.8	15.9	18.4
EBITDA마진	21.5	18.3	21.5	22.8	24.8
순이익률	11.2	6.0	6.5	7.7	9.3
ROE	13.0	10.6	11.0	13.4	15.6
ROA	7.0	3.6	4.0	5.3	6.8
ROIC	51.4	25.8	32.9	41.5	54.4
안정성및기타					
부채비율(%)	66.1	89.1	86.6	82.3	76.5
이자보상배율(배)	68.7	20.4	22.2	32.5	43.3
배당성향(배)	7.3	13.8	10.9	7.7	5.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

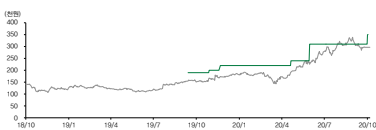
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

NAVER 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/09/17	Buy	190,000	-18.3	-13.7					
19/11/01	Buy	200,000	-16.4	-10.0					
19/11/25	Buy	220,000	-19.9	-13.0					
20/04/24	Buy	240,000	-8.5	0.4					
20/06/03	Buy	310,000	-6.5	9.4					
20/07/31	Buy	350,000	-	-					