

# NAVER(035420)

## 규제완화가 가져올 긍정적 변화들

### 핀테크 산업 활성화를 위한 금융결제 혁신방안 발표

지난 2월 25일 정부는 금융결제 혁신방안을 발표했다. 이번 혁신안은 간편결제 서비스를 육성하기 위한 규제완화 및 지원확대가 주요 내용이다. 세부 방안은 1) 공동 결제시스템(오픈뱅킹) 구축을 통한 간편결제사업자들의 송금수수료 절감, 2) 간편결제사업자들이 계좌발급, 송금, 금융상품의 판매가 가능하도록 종합지급결제업 도입, 3) 간편결제를 통한 신용결제(소액 후불결제) 서비스 허용, 4) 간편결제의 이용 및 충전한도를 현행 200만원에서 확대, 5) 간편결제에 대한 세제 인센티브 도입 검토 등이다.

### 간편결제 활성화를 통해 네이버 쇼핑의 성장성이 더욱 견조해질 전망

금융결제 혁신방안 중 주목해야 할 것은 송금수수료 절감뿐만 아니라 신용결제 허용, 이용한도의 확대 및 세제 인센티브 도입 검토이다. 이를 통해 소비자들은 간편결제를 더욱 편리하고 다양하게 이용할 수 있으며, 세제 인센티브 도입 시 신용카드 대비 간편결제를 사용하게 될 경제적 유인 또한 발생하게 된다. 따라서 이번 혁신방안은 중장기적으로 네이버 페이의 이용률 상승과 네이버 쇼핑의 성장성을 더욱 견조하게 해 줄 수 있는 정책이며, 네이버 검색광고의 성장둔화에 대한 우려감 또한 완화될 것이라고 판단한다.

### 국내 규제환경의 변화에 따른 네이버의 전략변화 가능성

국내에서 네이버를 둘러싼 외부 환경이 변화하고 있다. 라인과는 다르게 국내에서 네이버는 적극적인 사업확장을 하지 않았으며, 그 대표적인 이유는 국내의 규제환경이었다. 그러나 정부가 간편결제 규제를 시작으로 종합 금융플랫폼의 추진, 글로벌 결제사업자의 국내 시장 진입에 대한 선제적 대비 등 핀테크 산업 전반에 대한 규제 완화 및 육성의지를 보이고 있는 이상 국내시장에서 네이버의 전략적 방향성 또한 변화할 가능성이 높아졌다고 판단한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2018F	5,587	942	639	4,370	(17.7)	1,219	27.9	12.8	3.1	12.6	0.2
2019F	6,492	856	591	4,048	(7.4)	1,192	33.5	14.5	3.1	10.5	0.2
2020F	7,381	963	629	4,308	6.4	1,358	31.5	12.3	2.9	10.1	0.2
2021F	8,538	1,055	687	4,707	9.3	1,511	28.8	10.5	2.7	10.1	0.2
2022F	9,993	1,161	761	5,215	10.8	1,680	26.0	8.8	2.5	10.1	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(3/5)	2,179
주가(3/5)	135,500
시가총액(십억원)	22,332
발행주식수(백만)	165
52주 최고/최저(원)	164,000/106,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	68,215
유동주식비율/외국인지분율(%)	78.8/59.4
주요주주(%)	국민연금 9.5
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.5	(7.9)	(13.0)
KOSPI 대비(%p)	2.6	(3.0)	(4.8)

### 주가추이



자료: FnGuide

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

〈표 1〉 금융결제 인프라 혁신방안 주요과제 추진일정

추진과제		추진 일정	소관	
1. 금융결제 시스템 혁신적 개방	1) 공동 결제시스템(오픈뱅킹) 구축	금결원 규약 개정 등(2019)	금융위·금결원	
	2) 오픈뱅킹 법제도화	전금법 개정(3Q19)	금융위	
	3) 핀테크기업에 금융결제망 개방	전금법 및 한은규정 개정 등(중장기)	금융위·한은	
2. 금융결제업 체계 전면 개편	4) 업종별 → 기능별 규율 체계 전환	전금법 개정(3Q19)	금융위	
	5) 새로운 전자금융업 도입(My Payment·종합지급결제업)	전금법 개정(3Q19)	금융위	
	6) 소액 후불결제 서비스 허용	혁신금융서비스 지정(2Q19)	금융위	
3. 규제·세제 시장친화적 개선		간편결제 수단 이용 총제한도 확대	전금법 시행령·감독규정 개정(2Q19)	금융위
		외국인 간편결제 허용	외국한거래법시행령·감독규정 개정(2Q19)	기재부·금융위
	7) 낡은 규제 개선	신용카드보다 더 큰 혜택 제공 허용	여전법 개정 등(3Q19)	금융위
		간편결제 단말기 보급관련 규제 완화	여전법 유권해석 등(1Q19)	금융위
			대중교통 결제 기능 지원	교통사업자 협의(1Q19)
		제로페이 연계 강화	지속 추진	중기부·금융위
	8) 범용성 제고를 위한 제도 지원			
9) 세제 인센티브 방안 검토 추진		필요시 세법개정 추진(2019)	기재부·금융위	

자료: 금융위원회, 한국투자증권

〈표 2〉 금융결제 인프라 혁신방안 종합적 기대효과

	현행	개선	
인프라	결제문화	신용카드 중심의 고비용 결제문화	비용은 낮고, 편리성은 높은 직불·간편결제 문화
	결제방식	실물카드 중심	QR코드, NFC, 바이오 등 다양한 결제 방식
	결제시장	단순 마케팅 경쟁	기술·서비스 혁신 경쟁
소비자	편리성	은행앱으로는 해당 은행계좌에서만 결제·송금 가능 핀테크기업 앱은 소수에 불과 → 선택권 부족	하나의 앱으로 모든 은행의 자기계좌에서 결제·송금 등 가능 은행과 핀테크기업의 다양한 금융플랫폼 선택 가능
	혜택	결제수단이 한정적이고 소비자 혜택도 제한적	결제 수단이 다양화 되고, 소비자 이용 혜택도 강화
	외국결제	해외에서 국내 간편결제 이용 불가(국내결제 전용)	해외에서 별도 환전 없이 국내 간편결제 이용 가능
	대중교통	이용 불가	이용 가능
	이용한도	200만원 → 가전제품 등 내구재 결제에 제한	300만~500만원 → 결제 가능 범위 확대
	후불결제	불가(일시적 자금 부족시 결제 불가)	소액 범위내 가능(일시적 자금부족시 결제 가능)
판매자	결제혜택제공	수수료 저렴한 간편결제에 신용카드보다 더 큰 혜택 불가	수수료 저렴한 간편결제에 신용카드보다 더 큰 혜택 가능
	단말기보급	새로운 결제수단 단말기는 가맹점이 직접 구입	새로운 결제수단 단말기 구입 부담 경감
은행		자기 고객에 대해서만 결제·송금서비스 가능	자기고객 외 타은행 고객에 결제·송금서비스 가능 대출, 자산관리 서비스 등 연계를 통한 금융플랫폼 가능
핀테크기업		은행결제망 이용을 위해 모든 은행과 제휴, 높은 비용 지불	공동 결제시스템을 통해 저렴하게 은행결제망 이용 가능

자료: 금융위원회, 한국투자증권

〈표 3〉 네이버 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,309</b>	<b>1,364</b>	<b>1,398</b>	<b>1,517</b>	<b>1,522</b>	<b>1,604</b>	<b>1,625</b>	<b>1,741</b>	<b>4,678</b>	<b>5,587</b>	<b>6,492</b>	<b>7,381</b>
YoY(%)	21.0	20.7	16.4	19.8	16.3	17.6	16.3	14.8	16.3	19.4	16.2	13.7
광고	133	149	136	155	143	168	146	169	529	573	627	672
비즈니스플랫폼	593	612	613	659	659	682	689	738	2,158	2,476	2,768	3,007
IT플랫폼	73	86	89	106	108	115	120	136	218	352	479	618
콘텐츠서비스	30	32	36	32	34	35	37	39	105	129	145	183
LINE 및 기타	481	486	524	565	579	602	632	660	1,745	2,056	2,473	2,902
<b>영업비용</b>	<b>1,052</b>	<b>1,113</b>	<b>1,176</b>	<b>1,303</b>	<b>1,309</b>	<b>1,389</b>	<b>1,423</b>	<b>1,515</b>	<b>3,499</b>	<b>4,645</b>	<b>5,636</b>	<b>6,418</b>
YoY(%)	32.9	31.8	32.3	33.7	24.4	24.8	21.0	16.2	19.8	32.7	21.3	13.9
플랫폼개발/운영	183	190	193	192	216	229	234	252	606	759	932	1,070
대행/파트너	240	262	255	278	279	293	297	319	857	1,036	1,188	1,351
인프라	60	64	67	73	73	77	78	83	225	264	311	354
마케팅	71	85	82	100	93	117	111	129	242	338	449	465
LINE 및 기타	497	512	579	661	649	673	703	731	1,569	2,249	2,755	3,179
<b>영업이익</b>	<b>257</b>	<b>251</b>	<b>222</b>	<b>213</b>	<b>213</b>	<b>214</b>	<b>202</b>	<b>227</b>	<b>1,179</b>	<b>942</b>	<b>856</b>	<b>963</b>
YoY(%)	(11.6)	(12.1)	(29.0)	(26.8)	(17.1)	(14.5)	(8.7)	6.4	7.0	(20.1)	(9.1)	12.4
영업이익률(%)	20	18	16	14	14	13	12	13	25	17	13	13
<b>세전이익</b>	<b>256</b>	<b>388</b>	<b>187</b>	<b>294</b>	<b>213</b>	<b>214</b>	<b>186</b>	<b>216</b>	<b>1,196</b>	<b>1,125</b>	<b>829</b>	<b>882</b>
YoY(%)	(16.7)	27.3	(41.8)	11.8	(16.7)	(44.8)	(0.5)	(26.6)	5.7	(5.9)	(26.3)	6.4
<b>순이익</b>	<b>154</b>	<b>282</b>	<b>68</b>	<b>133</b>	<b>151</b>	<b>152</b>	<b>132</b>	<b>153</b>	<b>770</b>	<b>636</b>	<b>589</b>	<b>626</b>
YoY(%)	(27.1)	64.4	(68.3)	(22.9)	(1.7)	(46.0)	93.0	15.6	1.5	(17.4)	(7.5)	6.4

자료: NAVER, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

NAVER는 일평균 약 1,800만명의 이용자가 방문하는 검색 점유율 1위의 국내 대표 인터넷 검색포털. 사업 부문은 광고(검색, 디스플레이), 콘텐츠, 기타로 분류되며 2018년 기준 70% 이상의 매출이 광고 부문에서 발생. 자회사 LINE은 일본을 포함한 4개국(대만, 태국, 인도네시아)의 주요 메신저로 1.6억명 이상의 MAU 보유. 게임, 광고, 이모티콘 등이 주요 매출원이며 최근에는 일본, 대만, 태국, 인도네시아의 금융 부문으로 진출을 진행 중.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,713	6,639	7,548	8,731	10,219
현금성자산	2,278	2,647	3,010	3,481	4,074
매출채권및기타채권	1,224	1,422	1,617	1,871	2,189
재고자산	43	50	57	66	77
비유동자산	3,927	4,617	5,300	6,102	7,037
투자자산	1,657	1,926	2,189	2,533	2,964
유형자산	1,437	1,724	2,010	2,297	2,584
무형자산	405	471	536	620	725
자산총계	9,640	11,256	12,848	14,834	17,256
유동부채	3,123	3,929	4,639	5,609	7,045
매입채무및기타채무	1,488	1,818	2,362	2,903	3,597
단기차입금및단기사채	195	178	162	146	129
유동성장기부채	184	223	268	318	376
비유동부채	600	864	1,162	1,536	1,805
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	109	164	218	273	328
부채총계	3,723	4,793	5,801	7,144	8,850
지배주주지분	5,376	5,925	6,512	7,157	7,876
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,508	1,508	1,508	1,508
기타자본	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
이익잉여금	5,152	5,701	6,288	6,933	7,652
비지배주주지분	540	538	535	533	530
자본총계	5,916	6,463	7,047	7,689	8,406

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	1,597	1,670	1,705	2,067	2,463
당기순이익	636	589	626	684	758
유형자산감가상각비	235	287	339	391	443
무형자산상각비	42	49	56	65	76
자산부채변동	517	498	402	572	938
기타	167	247	282	355	248
투자활동현금흐름	(1,260)	(1,338)	(1,386)	(1,644)	(1,927)
유형자산투자	(527)	(579)	(632)	(684)	(736)
유형자산매각	6	6	6	6	6
투자자산순증	(294)	(316)	(312)	(391)	(479)
무형자산순증	(108)	(115)	(120)	(149)	(181)
기타	(337)	(334)	(328)	(426)	(537)
재무활동현금흐름	33	37	43	49	57
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	72	77	83	89	96
배당금지급	(42)	(42)	(42)	(42)	(42)
기타	3	2	2	2	3
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	370	369	363	472	593

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

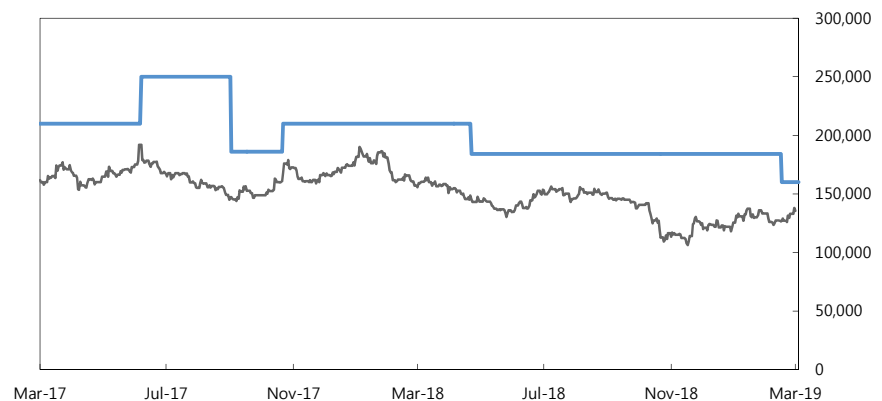
	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	5,587	6,492	7,381	8,538	9,993
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,587	6,492	7,381	8,538	9,993
판매관리비	4,645	5,636	6,418	7,483	8,832
영업이익	942	856	963	1,055	1,161
금융수익	165	161	159	159	159
이자수익	31	31	31	32	32
금융비용	84	78	78	78	78
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	143	(63)	(114)	(125)	(126)
관계기업관련손익	(42)	(47)	(48)	(48)	(48)
세전계속사업이익	1,125	829	882	964	1,068
법인세비용	493	240	256	280	310
연결당기순이익	636	589	626	684	758
지배주주지분순이익	639	591	629	687	761
기타포괄이익	17	0	0	0	0
총포괄이익	654	589	626	684	758
지배주주지분포괄이익	656	591	629	687	761
EBITDA	1,219	1,192	1,358	1,511	1,680

## 주요투자지표

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,370	4,048	4,308	4,707	5,215
BPS	39,733	43,063	46,623	50,536	54,900
DPS	289	289	289	289	289
성장성(%, YoY)					
매출증가율	19.4	16.2	13.7	15.7	17.0
영업이익증가율	(20.1)	(9.1)	12.4	9.6	10.1
순이익증가율	(17.3)	(7.5)	6.4	9.3	10.8
EPS증가율	(17.7)	(7.4)	6.4	9.3	10.8
EBITDA증가율	(12.0)	(2.2)	13.9	11.3	11.2
수익성(%)					
영업이익률	16.9	13.2	13.0	12.4	11.6
순이익률	11.4	9.1	8.5	8.0	7.6
EBITDA Margin	21.8	18.4	18.4	17.7	16.8
ROA	7.2	5.6	5.2	4.9	4.7
ROE	12.6	10.5	10.1	10.1	10.1
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	6.6	7.1	6.7	6.1	5.5
안정성					
순차입금(십억원)	(3,808)	(4,427)	(5,027)	(5,828)	(6,851)
차입금/자본총계비율(%)	8.2	8.7	9.2	9.6	9.9
Valuation(X)					
PER	27.9	33.5	31.5	28.8	26.0
PBR	3.1	3.1	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	12.8	14.5	12.3	10.5	8.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NAVER(035420)	2016.08.30	매수	210,000원	-22.3	-8.6
	2017.06.11	매수	250,000원	-34.4	-28.4
	2017.09.06	매수	186,000원	-17.9	-12.4
	2017.10.26	매수	210,000원	-21.0	-9.5
	2018.04.26	매수	184,000원	-26.0	-15.0
	2019.02.20	매수	160,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 5일 현재 NAVER 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 NAVER 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.