

# NAVER(035420)

## 시간은 네이버의 편

### 라인의 비용증가에 따른 실적부진

1분기 실적은 매출액 1.52조원(+16.4% YoY, +0.5% QoQ), 영업이익 1,939억원(-24.6% YoY, -9.0% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 것으로 추정한다. 검색광고의 매출액은 6,607억원(+11.5% YoY, +0.3% QoQ)으로 두자릿수의 증가율을 이어갈 것으로 추정되며, 라인 또한 5,787억원(+2.4% QoQ, +20.3% YoY)의 성장을 이어가는 등 매출액은 기존 추정치에 부합할 것으로 예상된다. 그러나 3월 중 라인 페이지의 20% 페이지 이벤트 등 라인을 중심으로 한 비용 증가가 이루어짐에 따라 1분기 영업비용이 1.33조원(+2.1% QoQ, +26.4% YoY)으로 증가할 것으로 추정되며, 이에 따라 영업이익은 당사의 기존 추정치를 약 191억원 하회할 것으로 추정된다.

### 2020년부터 가능할 영업이익의 턴어라운드

2019년까지도 비용증가에 따른 네이버의 실적악화가 지속된다고 하는 우려감이 여전히 시장에 팽배한 상황이다. 그러나 현 주가는 우려감보다는 투자기회에 대한 고민을 해야 하는 수준이라고 판단한다. 우선 2020년부터 그동안 구조적으로 증가해왔던 인건비 증가율의 둔화가 전망되기 때문이다. 마케팅비 또한 2019년에 크게 집행해 다양한 서비스의 이용자를 일정수준 이상 끌어올릴 경우 반대로 2020년부터는 마케팅 비용에 대한 부담 또한 줄어 들 수 있기 때문이다. 이에 따라 영업이익이 2020년부터는 감소세를 멈추고 증가추세로 전환될 가능성이 높다.

### 신규사업, 시간은 네이버의 편

라인을 중심으로 이루어지고 있는 인터넷뱅크 등의 신규사업은 시간이 지날수록 성과가 가시화될 것이다. 라인은 2019년 중 일본을 포함한 대만, 태국, 인도네시아에서 인터넷은행 영업을 시작할 예정이며, 2020년부터는 성과를 확인할 수 있을 것이라고 전망한다. 네이버 본사 또한 네이버페이, V라이브, 네이버웹툰 등 고성장이 나오는 주요 사업부를 CIC(Company In Company) 형태로 분사하며 비즈니스 모델의 생성 및 수익창출 등을 본격적으로 시작할 것이라고 전망한다. 2019년

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	4,678	1,179	773	1,062	(79.4)	1,385	163.8	17.9	4.8	18.5	0.2
2018A	5,587	943	649	4,437	317.6	1,204	27.5	14.0	3.1	13.0	0.3
2019F	6,513	825	569	3,907	(12.0)	1,143	31.2	15.0	2.8	10.3	0.3
2020F	7,406	978	640	4,399	12.6	1,355	27.7	12.9	2.6	10.6	0.3
2021F	8,593	1,086	709	4,875	10.8	1,524	25.0	11.5	2.4	10.6	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

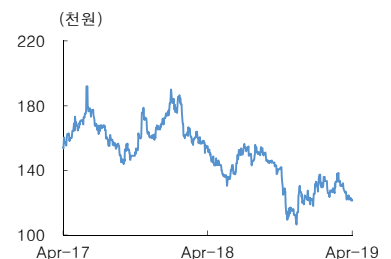
### Stock Data

KOSPI(4/10)	2,224
주가(4/10)	122,000
시가총액(십억원)	20,107
발행주식수(백만)	165
52주 최고/최저가(원)	156,400/106,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	68,933
유동주식비율/외국인지분율(%)	78.1/58.9
주요주주(%)	국민연금 10.1
	BlackRock Fund Advisors 외 13인 5.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.3)	(13.4)	(21.3)
KOSPI 대비(%p)	(12.3)	(13.2)	(12.1)

### 주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

대비 2020년의 실적성장이 예상되고, 시간이 지날수록 신사업의 성과가 가시화 될 가능성이 높으며, 현재 주가 또한 밸류에이션 매력이 존재한다. 장기적인 시각에서 네이버에 대한 투자를 진행하기 좋은 상황이라고 판단한다.

〈표 1〉 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>1,524</b>	<b>1,605</b>	<b>1,635</b>	<b>1,748</b>	<b>4,678</b>	<b>5,587</b>	<b>6,513</b>	<b>7,406</b>
% YoY	21.0	20.7	16.4	19.8	16.4	17.7	17.0	15.3	16.3	19.4	16.6	13.7
광고	133	149	136	155	143	162	149	170	529	573	625	669
비즈니스플랫폼	593	612	613	659	661	689	693	740	2,158	2,476	2,783	3,007
IT 플랫폼	73	86	89	106	108	116	123	140	218	352	487	645
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>1,330</b>	<b>1,405</b>	<b>1,431</b>	<b>1,522</b>	<b>3,499</b>	<b>4,645</b>	<b>5,688</b>	<b>6,428</b>
% YoY	32.9	31.8	32.3	33.7	26.4	26.2	21.7	16.7	19.8	32.7	22.5	13.0
플랫폼/운영	183	190	193	192	216	230	236	252	606	759	933	1,074
대행/파트너	240	262	255	278	279	294	288	316	857	1,036	1,177	1,355
인프라	60	64	67	73	73	77	78	84	225	264	312	355
마케팅	71	85	82	100	93	117	114	129	242	338	454	465
LINE 및 기타	497	512	579	661	669	688	715	740	1,569	2,249	2,812	3,179
<b>영업이익</b>	<b>257</b>	<b>251</b>	<b>222</b>	<b>213</b>	<b>194</b>	<b>200</b>	<b>204</b>	<b>227</b>	<b>1,179</b>	<b>943</b>	<b>825</b>	<b>978</b>
% YoY	(11.6)	(12.1)	(29.0)	(26.7)	(24.6)	(20.1)	(7.9)	6.2	7.0	(20.1)	(12.5)	18.6
영업이익률(%)	20	18	16	14	13	12	12	13	25	17	13	13
<b>세전이익</b>	<b>256</b>	<b>388</b>	<b>187</b>	<b>281</b>	<b>185</b>	<b>189</b>	<b>173</b>	<b>197</b>	<b>1,196</b>	<b>1,112</b>	<b>798</b>	<b>898</b>
% YoY	(16.7)	27.3	(41.8)	6.8	(27.6)	(51.4)	(7.4)	(29.9)	5.7	(7.0)	(29.1)	12.5
<b>순이익</b>	<b>154</b>	<b>282</b>	<b>68</b>	<b>124</b>	<b>131</b>	<b>134</b>	<b>123</b>	<b>140</b>	<b>770</b>	<b>628</b>	<b>566</b>	<b>637</b>
% YoY	(27.1)	64.4	(68.3)	(27.9)	(14.6)	(52.4)	79.6	12.7	1.5	(18.5)	(11.0)	12.5

자료: NAVER, 한국투자증권

〈표 2〉 네이버 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	변경전		변경후		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	6,492	7,381	6,513	7,406	0.3	0.3
영업이익	856	963	825	978	(3.6)	1.6
세전이익	829	882	798	898	(3.8)	1.8
순이익	589	626	566	637	(3.9)	1.8

자료: 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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,784	5,386	6,278	7,139	8,283
현금성자산	1,908	3,323	3,874	4,405	5,111
매출채권및기타채권	1,025	1,094	1,275	1,450	1,682
재고자산	36	57	67	76	88
비유동자산	3,235	4,496	5,307	6,099	7,052
투자자산	1,388	2,248	2,620	2,980	3,457
유형자산	1,150	1,457	1,765	2,072	2,379
무형자산	340	307	358	407	472
자산총계	8,019	9,881	11,585	13,238	15,336
유동부채	2,303	2,620	2,758	2,803	3,140
매입채무및기타채무	1,246	1,548	1,824	2,370	2,922
단기차입금및단기사채	211	350	489	628	766
유동성장기부채	150	0	0	0	0
비유동부채	411	1,312	2,357	3,374	4,474
사채	0	712	1,423	2,135	2,846
장기차입금및금융부채	50	100	150	200	250
부채총계	2,714	3,932	5,115	6,177	7,614
지배주주지분	4,762	5,240	5,763	6,357	7,021
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,541	1,541	1,541
기타자본	(1,200)	(1,325)	(1,325)	(1,325)	(1,325)
이익잉여금	4,556	5,229	5,752	6,346	7,010
비지배주주지분	543	709	707	704	701
자본총계	5,305	5,949	6,470	7,061	7,722

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	940	974	869	891	1,286
당기순이익	770	628	566	637	706
유형자산감가상각비	183	228	282	336	389
무형자산상각비	24	33	37	42	48
자산부채변동	(139)	220	(324)	(406)	(217)
기타	102	(135)	308	282	360
투자활동현금흐름	(1,310)	(388)	(1,176)	(1,217)	(1,438)
유형자산투자	(472)	(535)	(607)	(660)	(714)
유형자산매각	6	18	18	18	18
투자자산순증	(688)	201	(420)	(407)	(526)
무형자산순증	(28)	(42)	(87)	(91)	(114)
기타	(128)	(30)	(80)	(77)	(102)
재무활동현금흐름	636	751	857	857	858
자본의증가	628	191	0	0	0
차입금의순증	48	731	900	901	901
배당금지급	(33)	(42)	(46)	(46)	(46)
기타	(7)	(129)	3	2	3
기타현금흐름	(85)	79	0	0	0
현금의증가	181	1,415	551	531	706

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

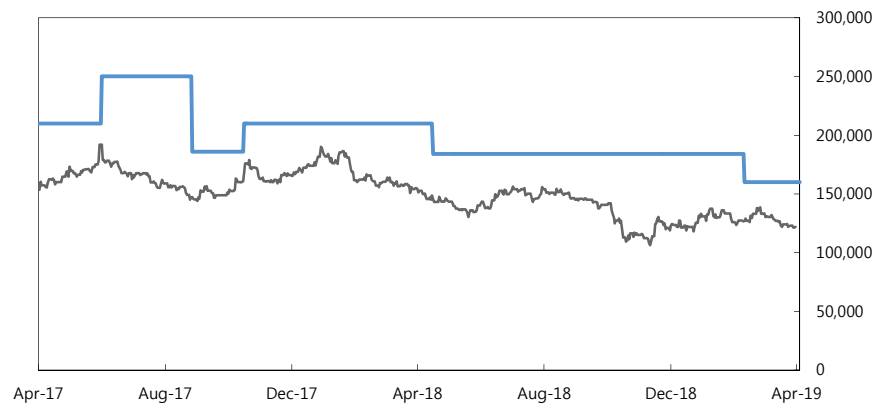
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	4,678	5,587	6,513	7,406	8,593
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,678	5,587	6,513	7,406	8,593
판매관리비	3,499	4,644	5,688	6,428	7,507
영업이익	1,179	943	825	978	1,086
금융수익	115	191	161	159	159
이자수익	37	27	31	31	32
금융비용	32	139	78	78	78
이자비용	1	14	0	0	0
기타영업외손익	(52)	202	(63)	(114)	(125)
관계기업관련손익	(14)	(85)	(47)	(48)	(48)
세전계속사업이익	1,196	1,112	798	898	995
법인세비용	423	489	231	260	288
연결당기순이익	770	628	566	637	706
지배주주지분순이익	773	649	569	640	709
기타포괄이익	(143)	6	0	0	0
총포괄이익	627	634	566	637	706
지배주주지분포괄이익	673	627	569	640	709
EBITDA	1,385	1,204	1,143	1,355	1,524

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,062	4,437	3,907	4,399	4,875
BPS	36,008	39,663	42,835	46,441	50,466
DPS	289	314	314	314	314
성장성(% , YoY)					
매출증가율	16.3	19.4	16.6	13.7	16.0
영업이익증가율	7.0	(20.1)	(12.5)	18.6	11.0
순이익증가율	3.1	(16.1)	(12.4)	12.5	10.8
EPS증가율	(79.4)	317.6	(12.0)	12.6	10.8
EBITDA증가율	9.5	(13.1)	(5.0)	18.6	12.4
수익성(%)					
영업이익률	25.2	16.9	12.7	13.2	12.6
순이익률	16.5	11.6	8.7	8.6	8.3
EBITDA Margin	29.6	21.5	17.6	18.3	17.7
ROA	10.7	7.0	5.3	5.1	4.9
ROE	18.5	13.0	10.3	10.6	10.6
배당수익률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	5.5	7.1	8.0	7.1	6.4
안정성					
순차입금(십억원)	(3,186)	(2,614)	(2,339)	(2,042)	(1,944)
차입금/자본총계비율(%)	7.7	19.5	31.9	42.0	50.0
Valuation(X)					
PER	163.8	27.5	31.2	27.7	25.0
PBR	4.8	3.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	17.9	14.0	15.0	12.9	11.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 4월 11일 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.