

NAVER(035420)

2Q19 Preview: 서서히 지나가는 어두운 시기

라인의 마케팅 비용 반영으로 컨센서스를 하회할 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,57조원(+14.9% YoY, +3.7% QoQ), 1,241억원(-50.5% YoY, -39.8% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 실적 부진의 주된 요인은 일본에서 라인이 대규모 마케팅을 집행함에 따라 마케팅비가 급증했기 때문이다. 주요 부문별로는 비즈니스 플랫폼이 쇼핑광고의 성장이 이어지며 6,894억원(+12.7% YoY, +3.0% QoQ), 광고가 1,592억원(+7.1% YoY, +12.0% QoQ), IT플랫폼이 1,071억원(+25.0% YoY, +8.0% QoQ)을 각각 기록할 것으로 추정한다.

일본사회의 변화와 라인의 서비스 확장 시작

시장에서 우려하는 실적은 라인의 마케팅비가 서서히 감소하면서 2분기를 저점으로 하여 하반기, 2020년으로 갈수록 서서히 개선되는 모습을 확인할 수 있을 것이다. 라인의 핀테크 비즈니스는 2분기 집행한 마케팅을 통해 라인페이와 유저가 최소 200만 이상 증가한 것으로 파악되며, 하반기 증권 서비스를 시작으로 본격적인 금융 서비스 라인업을 확장해 나갈 예정이다. 일본에서 핀테크의 가능성에 대해 여전히 보수적인 시각들이 있으나, 모바일을 중심으로 하는 산업과 사회의 변화는 피할 수 없는 트렌드이며 이 과정에서 메신저 사업자들이 경쟁 우위를 점할 수 있다는 것 또한 카카오와 텐센트의 사례를 통해 검증되었다.

관심이 필요한 가격대와 시기

투자 의견 매수와 목표주가 160,000원을 유지한다. 현재 라인의 지분가치를 제거한 네이버 포털의 implied PER은 약 14.4배 수준이다. 고성장이 유지되는 네이버 쇼핑광고 및 네이버페이와 웹툰, V라이브 등 상당한 가치를 부여할 수 있는 서비스들을 보유하고 있는 점을 감안하면 충분히 저평가 영역이라고 판단할 수 있다. 라인은 시간이 지날수록 적자규모가 축소되면서 신사업의 성과가 가시화될 것이라고 전망한다. 네이버에 대한 관심이 필요한 시기이다.

매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

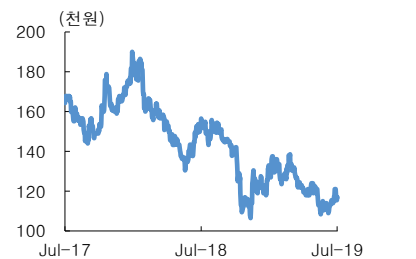
Stock Data

KOSPI(7/12)	2,087
주가(7/12)	117,000
시가총액(십억원)	19,283
발행주식수(백만)	165
52주 최고/최저가(원)	156,400/106,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	59,241
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.7/58.5
주요주주(%)	국민연금공단 10.5
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.6	(10.7)	(25.2)
KOSPI 대비(%p)	3.7	(11.2)	(16.5)

주가추이



자료: FnGuide

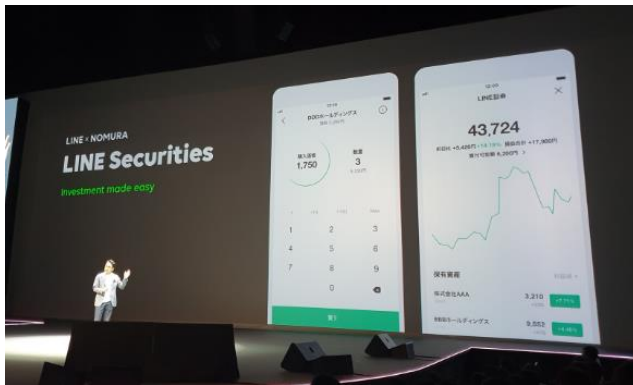
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	4,678	1,179	773	1,062	(79.4)	1,385	163.8	17.9	4.8	18.5	0.2
2018A	5,587	943	649	4,437	317.6	1,204	27.5	13.8	3.1	13.0	0.3
2019F	6,382	744	406	2,791	(37.1)	1,061	41.9	15.2	2.8	7.5	0.3
2020F	7,261	802	440	3,024	8.3	1,178	38.7	13.9	2.6	7.6	0.3
2021F	8,436	847	462	3,175	5.0	1,284	36.9	12.8	2.5	7.4	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정호윤, CFA

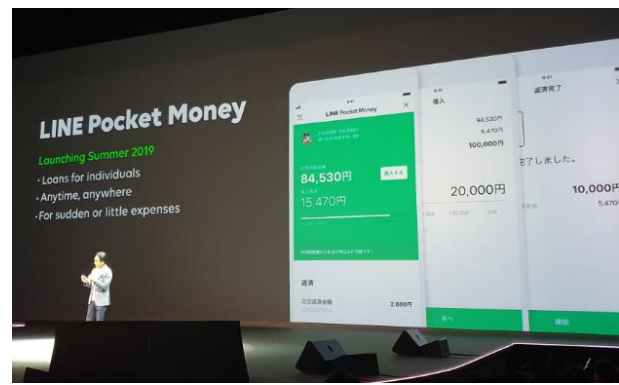
junghy@truefriend.com

[그림 1] 2019년 가을 라인 증권 출범 예정



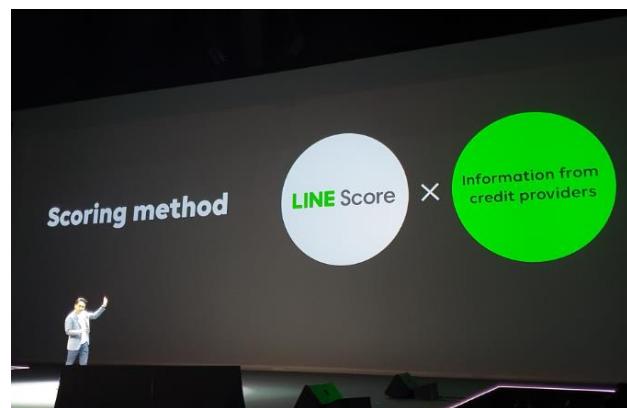
자료: LINE, 한국투자증권

[그림 2] 그 외 다양한 금융서비스 출시 준비 중



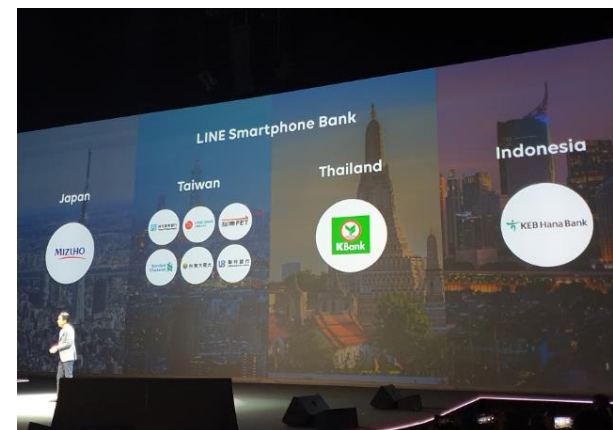
자료: LINE, 한국투자증권

[그림 3] 빅데이터를 활용한 Scoring System 도입



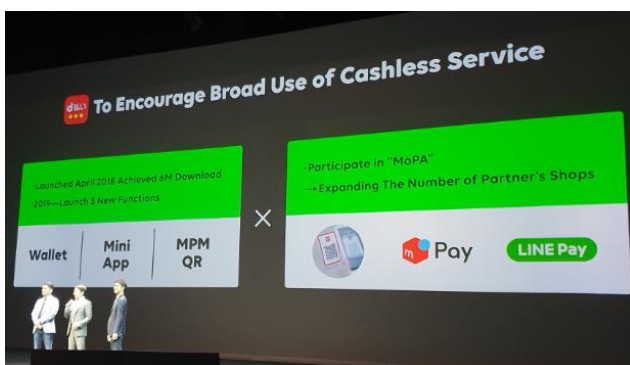
자료: LINE, 한국투자증권

[그림 4] 2020년부터 4개국에서 인터넷 은행 출시 예정



자료: LINE, 한국투자증권

[그림 5] 무현금 결제수단에 대한 이용을 촉진



자료: LINE, 한국투자증권

[그림 6] 정부와 기업이 함께 현금없는 사회를 만들기 위한 노력 중



자료: LINE, 한국투자증권

〈표 1〉 네이버 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,309	1,364	1,398	1,517	1,511	1,567	1,590	1,714	4,678	5,587	6,382	7,261
% YoY	21.0	20.7	16.4	19.8	15.4	14.9	13.7	13.0	16.3	19.4	14.2	13.8
광고	133	149	136	155	142	159	151	174	529	573	626	699
비즈니스플랫폼	593	612	613	659	669	689	693	740	2,158	2,476	2,792	3,007
IT플랫폼	73	86	89	106	99	107	114	129	218	352	448	546
콘텐츠서비스	30	32	36	32	35	36	39	40	105	129	150	191
LINE 및 기타	481	486	524	565	565	575	593	632	1,745	2,056	2,365	2,819
영업비용	1,052	1,113	1,176	1,303	1,305	1,443	1,394	1,496	3,499	4,645	5,638	6,460
% YoY	32.9	31.8	32.3	33.7	24.0	29.7	18.5	14.8	19.8	32.7	21.4	14.6
플랫폼개발/운영	183	190	193	192	218	229	232	250	606	759	930	1,060
대행/파트너	240	262	255	278	277	287	280	310	857	1,036	1,154	1,329
인프라	60	64	67	73	76	78	79	86	225	264	319	363
마케팅	71	85	82	100	66	78	87	94	242	338	326	399
LINE 및 기타	497	512	579	661	668	771	715	756	1,569	2,249	2,910	3,308
영업이익	257	251	222	213	206	124	196	218	1,179	943	744	802
% YoY	(11.6)	(12.1)	(29.0)	(26.7)	(19.7)	(50.5)	(11.8)	2.1	7.0	(20.1)	(21.1)	7.8
영업이익률(%)	20	18	16	14	14	8	12	13	25	17	12	11
세전이익	256	388	187	281	190	108	158	180	1,196	1,112	636	617
% YoY	(16.7)	27.3	(41.8)	6.8	(25.8)	(72.2)	(15.3)	(35.9)	5.7	(7.0)	(42.8)	(3.0)
순이익	154	282	68	124	88	77	112	128	770	628	405	438
% YoY	(27.1)	64.4	(68.3)	(27.9)	(43.0)	(72.7)	64.2	3.1	1.5	(18.5)	(35.6)	8.3

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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,784	5,386	6,152	7,000	8,132
현금성자산	1,908	3,323	3,796	4,319	5,017
매출채권및기타채권	1,025	1,094	1,249	1,422	1,652
재고자산	36	57	66	75	87
비유동자산	3,235	4,496	5,235	6,021	6,967
투자자산	1,388	2,248	2,568	2,921	3,394
유형자산	1,150	1,457	1,765	2,072	2,379
무형자산	340	307	351	399	463
자산총계	8,019	9,881	11,387	13,020	15,099
유동부채	2,303	2,620	2,738	2,966	3,535
매입채무및기타채무	1,246	1,548	1,787	2,324	2,868
단기차입금및단기사채	211	350	489	628	766
유동성장기부채	150	0	0	0	0
비유동부채	411	1,312	2,341	3,354	4,449
사채	0	712	1,423	2,135	2,846
장기차입금및금융부채	50	100	150	200	250
부채총계	2,714	3,932	5,079	6,320	7,984
지배주주지분	4,762	5,240	5,601	5,995	6,411
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	5,590	5,984	6,400
비지배주주지분	543	709	707	705	704
자본총계	5,305	5,949	6,308	6,700	7,115

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	940	974	838	1,001	1,413
당기순이익	770	628	405	438	460
유형자산감가상각비	183	228	282	336	389
무형자산상각비	24	33	36	41	47
자산부채변동	(139)	220	(257)	(172)	81
기타	102	(135)	372	358	436
투자활동현금흐름	(1,310)	(388)	(1,221)	(1,335)	(1,572)
유형자산투자	(472)	(535)	(607)	(660)	(714)
유형자산매각	6	18	18	18	18
투자자산순증	(688)	201	(443)	(481)	(601)
무형자산순증	(28)	(42)	(80)	(89)	(112)
기타	(128)	(30)	(109)	(123)	(163)
재무활동현금흐름	636	751	856	857	857
자본의증가	628	191	0	0	0
차입금의순증	48	731	900	901	901
배당금지급	(33)	(42)	(46)	(46)	(46)
기타	(7)	(129)	2	2	2
기타현금흐름	(85)	79	0	0	0
현금의증가	181	1,415	473	523	699

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

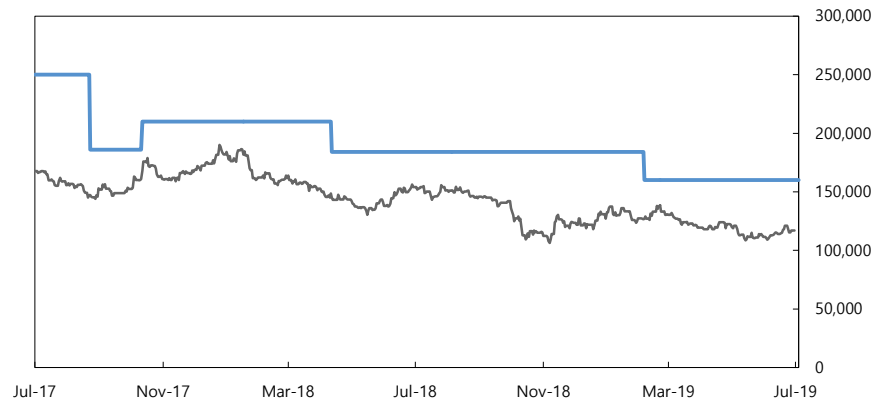
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	4,678	5,587	6,382	7,261	8,436
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,678	5,587	6,382	7,261	8,436
판매관리비	3,499	4,644	5,638	6,460	7,588
영업이익	1,179	943	744	802	847
금융수익	115	191	236	240	241
이자수익	37	27	21	22	22
금융비용	32	139	186	188	189
이자비용	1	14	13	16	16
기타영업외손익	(52)	202	(35)	(110)	(124)
관계기업관련손익	(14)	(85)	(123)	(127)	(128)
세전계속사업이익	1,196	1,112	636	617	648
법인세비용	423	489	228	179	188
연결당기순이익	770	628	405	438	460
지배주주지분순이익	773	649	406	440	462
기타포괄이익	(143)	6	0	0	0
총포괄이익	627	634	405	438	460
지배주주지분포괄이익	673	627	406	440	462
EBITDA	1,385	1,204	1,061	1,178	1,284

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,062	4,437	2,791	3,024	3,175
BPS	36,008	39,663	41,850	44,241	46,766
DPS	289	314	314	314	314
성장성(% YoY)					
매출증가율	16.3	19.4	14.2	13.8	16.2
영업이익증가율	7.0	(20.1)	(21.1)	7.8	5.7
순이익증가율	3.1	(16.1)	(37.4)	8.3	5.0
EPS증가율	(79.4)	317.6	(37.1)	8.3	5.0
EBITDA증가율	9.5	(13.1)	(11.8)	11.0	9.0
수익성(%)					
영업이익률	25.2	16.9	11.7	11.0	10.0
순이익률	16.5	11.6	6.4	6.1	5.5
EBITDA Margin	29.6	21.5	16.6	16.2	15.2
ROA	10.7	7.0	3.8	3.6	3.3
ROE	18.5	13.0	7.5	7.6	7.4
배당수익률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	5.5	7.1	11.2	10.4	9.9
안정성					
순차입금(십억원)	(3,186)	(2,907)	(2,586)	(2,326)	(2,281)
차입금/자본총계비율(%)	7.7	19.5	32.7	44.2	54.3
Valuation(X)					
PER	163.8	27.5	41.9	38.7	36.9
PBR	4.8	3.1	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	17.9	13.8	15.2	13.9	12.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NAVER (035420)	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 7월 15일 현재 NAVER 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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
- 중 립 : 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.