

## NAVER(035420)

## 긍정적인 변화의 시작

라인의 마케팅비용 확대로 부진한 연결 실적 기록  
네이버페이 등 다양한 부문에서 적극적 사업확장이 시작될 것  
변화가 확인된 이상 매수하기 좋은 시기와 가격으로 판단

## Facts : 건조한 네이버와 부진한 라인

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1.63조원(+19.6% YoY, +7.9% QoQ), 1,283억원(-48.8% YoY, -37.8% QoQ)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 네이버 본사의 영업이익은 3,224억원(+16.6% YoY, +4.4% QoQ)으로 역대 최고수준을 기록했으나, 라인의 비용증가로 라인과 기타 플랫폼 영업적자 규모가 1,941억원으로 확대되며 부진한 실적을 기록했다. 부문별 매출액은 광고가 1,666억원(+12.0% YoY, +17.2% QoQ), 비즈니스플랫폼이 7,159억원(+17.1% YoY, +7.0% QoQ), IT플랫폼이 1,059억원(+23.6% YoY, +6.8% QoQ), 콘텐츠가 501억원(+58.0% YoY, +43.1% QoQ)으로 전 부문이 고른 성장을 기록했다.

## Pros &amp; cons : 페이의 분사로 시작될 네이버의 적극적 사업확장

네이버는 7월 24일 네이버페이를 분사하고 이를 통해 적극적으로 핀테크 시장으로 진출할 것임을 발표했다. 간편결제 이용자 천만명을 기반으로 O2O 서비스와 네이버페이의 연계를 통한 간편결제의 이용규모 확대와, 커머스와 금융을 연계하여 구매자와 소비자 모두에게 혜택을 줄 수 있는 방향으로 사업을 진행해나갈 예정이다. 장기적으로는 네이버 내부에 있는 7개의 CIC법인(네이버페이 포함)을 성장시켜 나가면서 분사와 함께 외부투자를 유치하고 최종적으로 IPO까지도 계획할 것이라고 전망된다. 그동안 네이버 본사가 사업확장에 있어 비교적 소극적인 행보를 보여왔으며 이러한 점이 밸류에이션 디스카운트 요인이었으나, 이러한 스탠스 변화와 함께 점차 디스카운트가 해소될 것이라고 전망한다.

## Action : 네이버의 변화가 확인된 이상 매수하기 좋은 시기와 가격

실적은 부진했으나 네이버를 긍정적으로 보아야 할 상황이다. 현재 라인의 지분가치를 제거한 네이버 포털의 2019년 실적추정치 기준 implied PER은 여전히 14.0배로 저평가 영역이다. 또한 그동안 네이버 포털 안에 매몰되어 있었던 네이버페이, 웹툰, V라이브 등의 가치가 사업확장 및 분사의 과정을 거치면서 부각될 것이라고 전망한다. 라인 또한 2020년으로 갈수록 적자규모가 축소되면서 신사업 성과가 가시화될 가능성이 높다. 네이버에 대한 관심이 필요한 시기이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 160,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(7/24)	2,082
주가(7/24)	123,500
시가총액(십억원)	20,354
발행주식수(백만)	165
52주 최고/최저(원)	155,800/106,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	58,771
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.7/58.7
주요주주(%)	국민연금공단 10.5
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.0

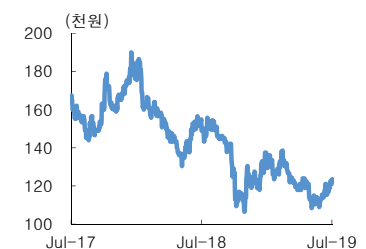
## Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	27.5	44.2	40.8
PBR(x)	3.1	3.0	2.8
ROE(%)	13.0	7.5	7.6
DY(%)	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(x)	13.8	16.2	14.8
EPS(원)	4,437	2,791	3,024
BPS(원)	39,663	41,850	44,241

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.8	(4.6)	(17.1)
KOSPI 대비(%p)	10.9	(1.7)	(8.4)

## 주가추이



자료: FnGuide

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,510.9	1,630.3	7.9	19.6	1,584.9
영업이익	250.6	221.7	213.3	206.2	128.3	(37.8)	(48.8)	163.7
영업이익률(%)	18.4	15.9	14.1	13.7	7.9	(5.8)	(10.5)	10.3
세전이익	388.4	186.8	280.8	189.8	110.4	(41.8)	(71.6)	160.0
순이익	264.2	99.0	120.4	129.7	79.2	(38.9)	(70.0)	92.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 네이버 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	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>1,511</b>	<b>1,630</b>	<b>1,676</b>	<b>1,798</b>	<b>4,678</b>	<b>5,587</b>	<b>6,615</b>	<b>7,874</b>
% YoY	21.0	20.7	16.4	19.8	15.4	19.6	19.9	18.6	16.3	19.4	18.4	19.0
광고	133	149	136	155	142	167	151	174	529	573	634	706
비즈니스플랫폼	593	612	613	659	669	716	715	756	2,158	2,476	2,856	3,245
IT플랫폼	73	86	89	106	99	106	112	127	218	352	444	535
콘텐츠서비스	30	32	36	32	35	50	54	55	105	129	194	260
LINE 및 기타	481	486	524	565	565	592	643	686	1,745	2,056	2,487	3,129
<b>영업비용</b>	<b>1,052</b>	<b>1,113</b>	<b>1,176</b>	<b>1,303</b>	<b>1,305</b>	<b>1,502</b>	<b>1,467</b>	<b>1,560</b>	<b>3,499</b>	<b>4,645</b>	<b>5,834</b>	<b>6,732</b>
% YoY	32.9	31.8	32.3	33.7	24.0	35.0	24.8	19.7	19.8	32.7	25.6	15.4
플랫폼개발/운영	183	190	193	192	218	235	241	263	606	759	957	1,134
대행/파트너	240	262	255	278	277	298	305	327	857	1,036	1,207	1,433
인프라	60	64	67	73	76	80	84	90	225	264	330	394
마케팅	71	85	82	100	66	103	97	108	242	338	374	457
LINE 및 기타	497	512	579	661	668	786	740	772	1,569	2,249	2,966	3,314
<b>영업이익</b>	<b>257</b>	<b>251</b>	<b>222</b>	<b>213</b>	<b>206</b>	<b>128</b>	<b>208</b>	<b>239</b>	<b>1,179</b>	<b>943</b>	<b>781</b>	<b>1,142</b>
% YoY	(11.6)	(12.1)	(29.0)	(26.7)	(19.7)	(48.8)	(6.1)	11.9	7.0	(20.1)	(17.1)	46.2
영업이익률(%)	20	18	16	14	14	8	12	13	25	17	12	15
<b>세전이익</b>	<b>256</b>	<b>388</b>	<b>187</b>	<b>281</b>	<b>190</b>	<b>110</b>	<b>174</b>	<b>204</b>	<b>1,196</b>	<b>1,112</b>	<b>678</b>	<b>980</b>
% YoY	(16.7)	27.3	(41.8)	6.8	(25.8)	(71.6)	(7.1)	(27.2)	5.7	(7.0)	(39.0)	44.5
<b>순이익</b>	<b>154</b>	<b>282</b>	<b>68</b>	<b>124</b>	<b>88</b>	<b>27</b>	<b>123</b>	<b>145</b>	<b>770</b>	<b>628</b>	<b>383</b>	<b>695</b>
% YoY	(27.1)	64.4	(68.3)	(27.9)	(43.0)	(90.2)	80.2	17.0	1.5	(18.5)	(38.9)	81.4

자료: NAVER, 한국투자증권

〈표 3〉 라인 실적추정

(단위: 십억엔)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>48.7</b>	<b>50.6</b>	<b>51.9</b>	<b>56.0</b>	<b>55.3</b>	<b>55.4</b>	<b>58.5</b>	<b>62.4</b>	<b>174.5</b>	<b>207.2</b>	<b>231.6</b>	<b>284.4</b>
% YoY	<b>19.9</b>	<b>21.8</b>	<b>16.9</b>	<b>16.8</b>	<b>13.5</b>	<b>9.5</b>	<b>12.8</b>	<b>11.5</b>	—	<b>18.7</b>	<b>11.8</b>	<b>22.8</b>
코어사업부	42.7	44.6	44.7	46.5	47.9	48.4	50.8	54.1	156.4	178.4	201.3	243.4
광고	25.2	27.2	26.9	29.0	29.9	30.7	33.2	36.3	83.2	108.2	130.0	171.4
콘텐츠	17.5	17.4	17.7	17.5	18.1	17.7	17.7	17.8	73.2	70.2	71.3	72.0
전략사업부	6.1	6.0	7.2	9.5	7.4	7.0	7.6	8.3	18.0	28.8	30.4	41.0
<b>영업비용</b>	<b>49.0</b>	<b>51.2</b>	<b>55.5</b>	<b>63.5</b>	<b>63.4</b>	<b>70.6</b>	<b>67.3</b>	<b>70.2</b>	<b>161.6</b>	<b>219.2</b>	<b>271.5</b>	<b>301.3</b>
% YoY	32.5	36.0	41.8	32.8	29.4	37.9	21.2	10.6	—	35.7	23.9	11.0
결제	7.3	7.8	7.5	8.2	8.8	8.4	8.6	9.0	29.6	30.8	34.8	40.5
매출수수료	3.0	3.9	4.1	4.9	4.3	4.4	4.7	5.0	8.2	16.0	18.3	22.6
인건비	13.5	13.9	14.7	15.4	17.2	16.6	17.2	17.3	42.5	57.5	68.3	67.8
마케팅비	3.9	4.7	5.8	5.9	7.5	13.1	7.6	7.8	15.5	20.3	36.0	28.4
인프라 및 통신비	2.6	2.5	2.7	2.7	2.7	2.6	2.7	2.9	9.1	10.5	10.9	13.3
아웃소싱비	7.9	7.0	8.1	8.8	9.1	11.0	11.4	12.2	24.2	31.8	43.7	55.5
감가상각비	2.3	2.6	2.9	3.3	5.2	5.4	5.7	6.1	7.1	11.1	22.3	27.6
기타	8.4	8.8	9.7	14.3	8.6	9.2	9.4	10.0	25.4	41.1	37.2	45.5
<b>영업이익</b>	<b>1.2</b>	<b>9.1</b>	<b>(3.6)</b>	<b>9.4</b>	<b>(7.9)</b>	<b>(13.9)</b>	<b>(8.1)</b>	<b>(6.8)</b>	<b>24.9</b>	<b>16.1</b>	<b>(36.7)</b>	<b>(13.4)</b>
% YoY	100.0	628.3	적전	(361.9)	적전	적전	적지	적지	—	(35.4)	적전	적지
<b>세전이익</b>	<b>(0.1)</b>	<b>6.8</b>	<b>(6.9)</b>	<b>3.6</b>	<b>(11.3)</b>	<b>(17.2)</b>	<b>(11.4)</b>	<b>(10.1)</b>	<b>18.1</b>	<b>3.4</b>	<b>(50.0)</b>	<b>(26.5)</b>
% YoY	적전	(49.4)	적전	(217.3)	적지	적전	적지	적지	—	(81.5)	적전	적지
<b>순이익</b>	<b>(1.8)</b>	<b>3.7</b>	<b>(9.6)</b>	<b>1.9</b>	<b>(10.7)</b>	<b>(17.3)</b>	<b>(7.3)</b>	<b>(6.5)</b>	<b>8.2</b>	<b>(5.8)</b>	<b>(41.8)</b>	<b>(17.0)</b>
% YoY	적전	(58.8)	적전	흑전	적지	적전	적지	적전	—	적전	적지	적지

자료: LINE, 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)

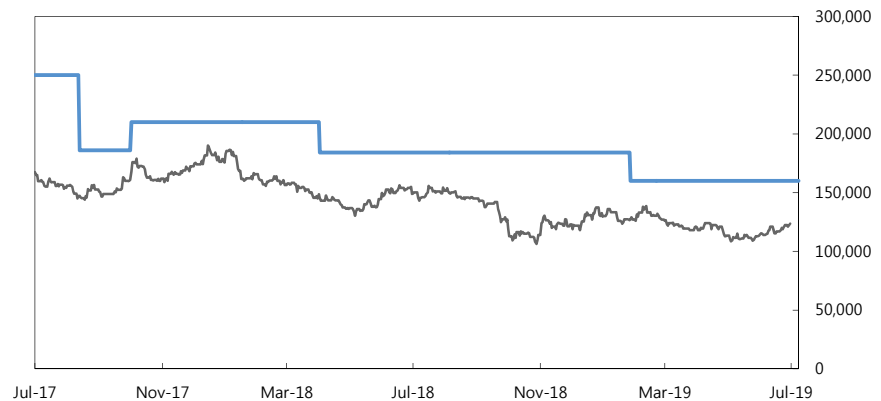
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	4,678	5,587	6,382	7,261	8,436
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,678	5,587	6,382	7,261	8,436
판매관리비	3,499	4,644	5,638	6,460	7,588
영업이익	1,179	943	744	802	847
금융수익	115	191	236	240	241
이자수익	37	27	21	22	22
금융비용	32	139	186	188	189
이자비용	1	14	13	16	16
기타영업외손익	(52)	202	(35)	(110)	(124)
관계기업관련손익	(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	44.2	40.8	38.9
PBR	4.8	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	17.9	13.8	16.2	14.8	13.6

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 25일 현재 NAVER 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 추가등락 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 높이 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.