



## BUY(Maintain)

목표주가: 1,050,000원

주가(7/27): 825,000원

시가총액: 271,942억원

인터넷/게임  
Analyst 김학준  
02) 3787-5155  
dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/27)	2,443.24pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	960,000원	701,000원
등락률	-14.06%	17.69%
수익률	절대	상대
1W	-5.1%	-7.1%
1M	9.6%	-6.6%
1Y	15.9%	-4.0%

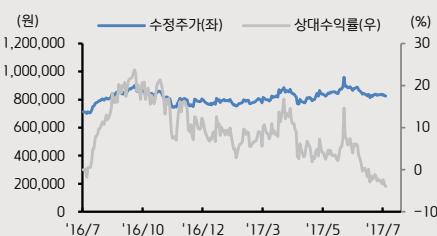
## Company Data

발행주식수	32,963천주
일평균 거래량(3M)	97천주
외국인 지분율	60.80%
배당수익률(17E)	0.13%
BPS(17E)	132,816원
주요 주주	국민연금공단 BlackRock 외 13인
	10.6% 5.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	3,251	4,023	4,583	5,242
보고영업이익	762	1,102	1,167	1,417
핵심영업이익	762	1,102	1,167	1,417
EBITDA	918	1,265	1,305	1,561
세전이익	708	1,132	1,224	1,473
순이익	517	759	811	1,031
자체주주지분순이익	519	749	811	1,041
EPS(원)	15,737	22,732	24,601	31,584
증감률(%YoY)	14.1	44.4	8.2	28.4
PER(배)	4.8	34.1	33.5	26.1
PBR(배)	10.2	7.1	6.2	5.0
EV/EBITDA(배)	22.0	18.1	18.4	15.0
보고영업이익률(%)	23.4	27.4	25.5	27.0
핵심영업이익률(%)	23.4	27.4	25.5	27.0
ROE(%)	25.4	23.7	17.9	19.1
순부채비율(%)	-61.3	-73.1	-63.8	-59.1

## Price Trend



## 실적리뷰

## NAVER (035420)

## 기술플랫폼으로의 성장을 위한 준비



NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 1,296억원(YoY, +14.4%), 영업이익 2,852억원(YoY, +4.6%)를 기록하였습니다. 향후 모바일광고와 쇼핑 호조세는 지속되는 가운데 투자집행으로 인해 비용확대가 예상됩니다. 다만 이러한 투자는 AI, 자율주행, 클라우드 등의 신성장 동력을 위한 부분으로 신규기술이 플랫폼에 점차 접목됨에 따라 기존 매출들의 성장세를 견고하게 유지시켜줄 것으로 기대하고 있습니다.

## &gt;&gt;&gt; 광고가 이끌어낸 2Q실적

NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 1,296억원(YoY, +14.4%), 영업이익 2,852억원(YoY, +4.6%)을 기록하였다. 매출액은 광고 성수기 효과, 쇼핑거래액 호조 등으로 증가하였으나 라인을 제외한 기타 자회사들(웹툰, 스노우, 캠프모바일, 랩스 등)의 손실이 확대 됨에 따라 영업이익은 기대에 미치지 못했다. 라인은 라인카메라 사업부문을 스노우에 합병하면서 일회성 요인으로 104억엔의 수익이 발생하였다. 퍼포먼스 광고에 힘입어 광고부문은 성장세를 보이고 있지만 게임부문의 부진이 지속적으로 실적개선에 부담을 주고 있는 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 신성장 동력 집중으로 자회사 비용은 지속 확대 전망

이번 실적발표에서 가장 눈에 띈 점은 AI 및 클라우드 등의 신성장 동력에 대한 집중이다. 특히 하반기 AI스피커 출시, 스마트보드, 클라우드서비스 확대와 관련한 부분은 추천검색, 예약서비스 등과 맞물리면서 기존 매출들의 성장세를 견고하게 유지시켜줄 것으로 기대된다.

이러한 신성장 동력에 대한 집중은 필연적으로 비용확대를 수반하게 된다. 그 결과 스노우 등에 일회성 비용이 포함되긴 하였으나 2Q에 기타 자회사들의 손실이 확대된 결과를 나타내었다. 3Q에는 제록스 연구소 비용이 반영됨에 따라 자회사 비용 상승구조는 지속적으로 나타낼 가능성이 높다. 결국 신규 프로젝트들이 매출에 본격적으로 기여하는 시점까지는 비용확대가 더 눈에 뛸 수 있겠으나 비용이 안정화되는 내년 하반기부터는 이익확대가 크게 나타날 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy, 목표주가 1,050,000원 유지

NAVER의 투자의견 BUY, 목표주가 1,050,000원을 유지한다. 동사는 하반기에도 광고성장을 기반으로 한 안정적 성과는 지속될 것으로 전망된다. 초기 신규프로젝트들은 베타테스트 성격이 짙기 때문에 직접적인 수익화로 이어질 가능성이 낮다. 결국 현재의 광고 성장성이 미래 신규프로젝트들의 성과가 나타날 때까지 버팀목이 되어줄 가능성이 높다. 현재 우리가 바라봐야 하는 것은 이러한 신규 서비스들의 미래 활용성과 유저 활동성이다.

## 2Q실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전분기대비	2Q 추정치	추정치대비	2Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,130	4.4	1,141	-1.0	1,132	-0.2
영업이익	285	-1.9	309	-8.4	309	-8.4
당기순이익	171	-18.7	218	-27.5	220	-26.7

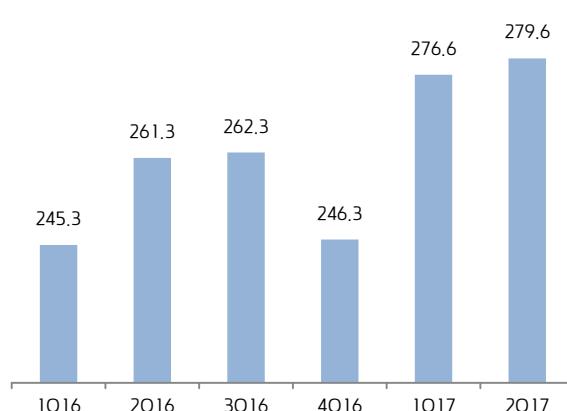
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	937.3	987.3	1,013.1	1,085.0	1,082.2	1,129.6	1,145.4	1,225.9	4,022.6	4,583.1	5,241.5
광고	81.5	96.6	98.4	123.0	99.7	117.7	107.0	128.3	399.5	452.6	560.8
비지니스플랫폼	449.8	462.2	462.3	491.3	509.7	520.5	519.7	547.2	1,865.6	2,097.0	2,291.2
IT 플랫폼	22.6	28.1	30.8	39.0	43.4	49.4	51.4	59.3	120.5	203.5	320.2
콘텐츠서비스	30.8	27.4	22.5	22.5	23.5	24.4	24.7	35.8	103.2	108.4	124.6
LINE 및 기타	352.6	373.0	399.1	409.2	405.9	417.6	442.6	455.4	1,533.8	1,721.5	1,944.7
영업비용	680.5	714.6	730.8	794.7	791.4	844.4	860.0	920.2	2,920.6	3,416.0	3,824.1
플랫폼개발/운영	134.9	137.7	143.2	121.4	140.6	143.6	145.9	149.9	537.2	580.0	615.2
대행/파트너	154.8	160.3	160.8	184.6	186.3	201.1	207.7	236.0	660.5	831.1	970.5
인프라	46.6	46.2	45.9	49.4	49.3	54.4	55.3	58.6	188.1	217.6	230.9
마케팅	37.6	36.0	29.6	45.1	40.3	50.5	47.2	54.8	148.3	192.8	221.7
LINE 및 기타	306.6	334.4	351.3	394.3	374.9	394.8	404.0	420.8	1,386.5	1,594.5	1,785.8
영업이익	256.8	272.7	282.3	290.3	290.8	285.2	285.4	305.8	1,102.0	1,167.1	1,417.4
영업이익률	27.4%	27.6%	27.9%	26.8%	26.9%	25.2%	24.9%	24.9%	27.4%	25.5%	27.0%
YOY											
매출액	26.6%	26.3%	20.5%	21.7%	15.5%	14.4%	13.1%	13.0%	18.0%	23.6%	13.9%
영업비용	24.6%	20.7%	18.0%	19.3%	16.3%	18.2%	17.7%	15.8%	21.2%	20.5%	17.0%
영업이익	32.1%	44.0%	27.6%	28.9%	13.2%	4.6%	1.1%	5.3%	9.6%	32.7%	5.9%

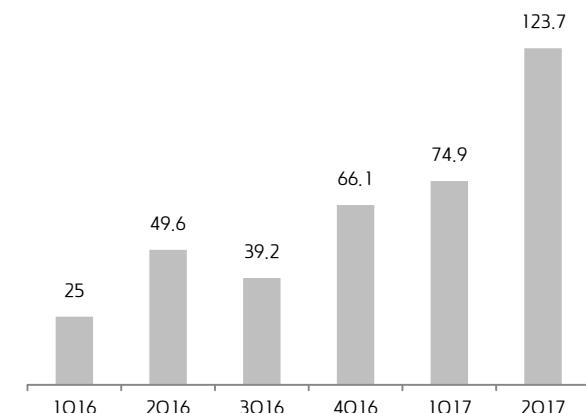
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

## NAVER 연구개발비(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

## NAVER CAPEX(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

## NAVER 상반기 신규 프로젝트 출시 현황

구동	프로젝트	내용	경쟁사 대비 특징	비고
PC	클라우드플랫폼	인프라스트럭처, IT 도구, 데이터 축적 등을 제공	맞춤형 서비스, 가격 경쟁력	NAVER, LINE, SNOW 등에 인프라 제공, 현재는 일부 대기업, 스타트업을 중심으로 확대
모바일	스마트렌즈(베타)	이미지검색	전방위적인 사물검색	검색 범위 확대 및 쇼핑 수요 확대, 신규 검색상품 출시
모바일	클로바(베타)	인공지능비서	한국어 인식, 검색에 강점	향후 추천기능, 예약서비스 등으로 확대
모바일	디스코(베타)	콘텐츠추천검색	블로그, 콘텐츠의 양	콘텐츠 소비 활성화, 광고상품 다양화
모바일	스마트보드	모바일키보드서비스	검색기능 강화 및 자동번역 등	일부 어플리케이션 내 구동검색이 아닌 키보드검색으로 활성화 될 경우 트래픽 확보에 용이
별도 디바이스	웨이브(미출시)	인공지능스피커	AI 플랫폼 클로바 탑재	클로바의 오프라인 기능 확대, 향후 IoT 의 발전까지 가능

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,254	4,023	4,583	5,242	5,577
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,254	4,023	4,583	5,242	5,577
판매비및일반관리비	2,424	2,921	3,416	3,824	4,055
영업이익(보고)	830	1,102	1,167	1,417	1,522
영업이익(핵심)	830	1,102	1,167	1,417	1,522
영업외손익	-7	30	56	56	78
이자수익	28	36	42	63	82
배당금수익	12	8	9	13	17
외환이익	44	45	24	0	0
이자비용	6	6	2	3	3
외환손실	53	45	18	0	0
관계기업지분법손익	1	10	-1	0	0
투자및기타자산처분손익	7	28	6	1	0
금융상품평가및기타금융이익	-12	-23	11	0	0
기타	-29	-23	-15	-17	-19
법인세차감전이익	823	1,132	1,224	1,473	1,599
법인세비용	229	361	411	442	480
유효법인세율 (%)	27.8%	31.9%	33.6%	30.0%	30.0%
당기순이익	517	759	811	1,031	1,120
지배주주지분이익(억원)	519	749	811	1,041	1,130
EBITDA	986	1,265	1,305	1,561	1,672
현금순이익(Cash Earnings)	673	922	949	1,175	1,270
수정당기순이익	521	756	798	1,031	1,120
증감율(% YoY)					
매출액	18.0	23.6	13.9	14.4	6.4
영업이익(보고)	9.5	32.7	5.9	21.4	7.4
영업이익(핵심)	9.5	32.7	5.9	21.4	7.4
EBITDA	9.3	28.3	3.2	19.6	7.1
지배주주지분 당기순이익	14.1	44.4	8.2	28.4	8.6
EPS	14.1	44.4	8.2	28.4	8.6
수정순이익	-0.4	45.0	5.6	29.2	8.6

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	851	1,164	726	1,233	1,295
당기순이익	517	759	811	1,031	1,120
감가상각비	143	146	125	131	139
무형자산상각비	13	17	14	13	12
외환손익	-1	-4	-6	0	0
자산처분손익	4	33	-6	-1	0
지분법손익	2	9	1	0	0
영업활동자산부채 증감	63	88	-219	59	30
기타	111	115	7	-1	-5
투자활동현금흐름	-786	-942	-841	-1,162	-1,442
투자자산의 처분	-654	-731	-621	-919	-1,200
유형자산의 처분	2	57	0	0	0
유형자산의 취득	-121	-154	-169	-186	-186
무형자산의 처분	-15	-21	-8	-8	0
기타	2	-93	-42	-49	-57
재무활동현금흐름	6	698	-4	15	32
단기차입금의 증가	42	-235	0	0	0
장기차입금의 증가	145	-105	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-23	-32	-33	-32	-32
기타	-158	1,071	29	47	65
현금및현금성자산의순증가	91	913	-119	85	-115
기초현금및현금성자산	723	813	1,726	1,607	1,693
기말현금및현금성자산	813	1,726	1,607	1,693	1,578
Gross Cash Flow	788	1,076	944	1,173	1,266
Op Free Cash Flow	683	828	622	1,083	1,148

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,639	4,200	4,421	4,907	4,996
현금및현금성자산	813	1,726	1,607	1,693	1,578
유동금융자산	1,246	1,668	1,901	2,174	2,313
매출채권및유동채권	563	794	905	1,035	1,101
재고자산	16	10	7	5	3
기타유동비금융자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,171	2,661	3,426	4,593
장기매출채권및기타비유동채권	95	112	128	147	156
투자자산	440	797	1,190	1,837	2,902
유형자산	864	863	908	963	1,010
무형자산	103	112	106	102	90
기타비유동자산	245	286	329	378	435
자산총계	4,386	6,371	7,081	8,333	9,589
유동부채	1,684	1,804	1,707	1,911	2,014
매입채무및기타유동채무	938	1,291	1,206	1,379	1,468
단기차입금	413	227	227	227	227
유동성장기차입금	105	0	0	0	0
기타유동부채	228	285	273	304	319
비유동부채	433	437	467	516	581
장기매입채무및비유동채무	5	10	11	13	13
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	278	277	306	353	418
부채총계	2,116	2,241	2,174	2,426	2,595
자본금	16	16	16	16	16
주식발행초과금	133	133	133	133	133
이익잉여금	3,069	3,810	4,593	5,605	6,706
기타자본	-1,094	-365	-365	-365	-365
지배주주지분자본총계	2,125	3,595	4,377	5,390	6,490
비지배주주지분자본총계	145	535	530	517	504
자본총계	2,270	4,130	4,908	5,907	6,994
순차입금	-1,392	-3,017	-3,130	-3,489	-3,513
총차입금	668	377	377	377	377

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	15,737	22,732	24,601	31,584	34,289
BPS	64,452	109,055	132,796	163,505	196,900
주당EBITDA	29,919	38,377	39,605	47,357	50,735
CFPS	20,416	27,972	28,789	35,643	38,535
DPS	1,100	1,131	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	41.8	34.1	33.5	26.1	24.1
PBR	10.2	7.1	6.2	5.0	4.2
EV/EBITDA	20.5	18.1	18.4	15.0	14.0
PCFR	32.2	27.7	28.7	23.1	21.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	25.5	27.4	25.5	27.0	27.3
영업이익률(핵심)	25.5	27.4	25.5	27.0	27.3
EBITDA margin	30.3	31.4	28.5	29.8	30.0
순이익률	15.9	18.9	17.7	19.7	20.1
자기자본이익률(ROE)	25.4	23.7	17.9	19.1	17.4
투하자본이익률(ROIC)	112.3	217.9	225.5	208.7	224.7
안정성(%)					
부채비율	93.2	54.3	44.3	41.1	37.1
순차입금비율	-61.3	-73.1	-63.8	-59.1	-50.2
이자보상배율(배)	144.6	181.5	497.3	469.6	504.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.9	5.4	5.4	5.2
재고자산회전율	203.2	311.2	531.4	910.9	1,452.6
매입채무회전율	3.9	3.6	3.7	4.1	3.9

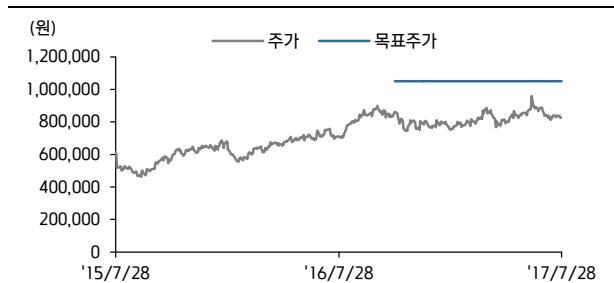
## Compliance Notice

- 당사는 7월 27일 현재 'NAVER (035420)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
NAVER	2016/11/02	BUY(Reinitiate)	1,050,000원
	2016/11/24	BUY(Maintain)	1,050,000원
	2017/01/31	BUY(Maintain)	1,050,000원
	2017/04/11	BUY(Maintain)	1,050,000원
	2017/07/21	BUY(Maintain)	1,050,000원
	2017/07/28	BUY(Maintain)	1,050,000원

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%