



△ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	1,100,000 원
현재주가 (7.27)	825,000 원
상승여력	33.3%
KOSPI	2,443.24pt
시가총액	271,942억원
발행주식수	3,296만주
유동주식비율	78.50%
외국인비중	60.80%
52주 최고/최저가	900,000원 / 701,000원
평균거래대금	832.4억원
주요주주(%)	
국민연금공단	10.61
Aberdeen Asset Management	5.04
BlackRock Fund Advisors	5.03
이해진	4.64
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.06 9.56 15.87
상대주가	-9.38 -10.08 5.54
주가그래프	



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	3,253.9	830.2	518.7	15,737	14.1	61,318	41.8	10.7	20.7	26.5	93.2
2016	4,022.6	1,102.0	749.3	22,732	44.4	105,653	34.1	7.3	18.2	26.2	54.3
2017E	4,573.2	1,154.0	787.8	23,899	5.1	110,647	34.5	7.5	18.5	21.4	58.6
2018E	5,218.1	1,305.2	892.8	27,086	13.3	134,426	30.5	6.1	16.6	21.3	49.2
2019E	5,941.1	1,494.7	1,021.1	30,978	14.4	161,575	26.6	5.1	14.6	20.2	42.2

NAVER 035420

성장을 위한 투자 지속

- ✓ 2분기 실적, 기대치 하회. '성장을 위한 투자', Top Line 성장은 견조했으나 신규기술 관련 인력 채용, 네이버페이 거래액 증가로 포인트적립 등 마케팅비 증가
- ✓ 광고와 비즈니스 플랫폼 매출액은 각각 21.9%, 12.6% YoY 증가. 네이버페이 거래액 역시 93% YoY 증가하며 매우 양호
- ✓ 다만 이익 성장 둔화는 '성장을 위한 투자'로 인한 것이며 2017년에 국한되는 이슈
- ✓ NAVER의 주가 조정은 중장기 매수기회, 투자의견 Buy 및 적정주가 110만원 유지

2Q17 실적, 기대치 하회

2분기 실적은 기대치 대비 하회하였다. 2Q17 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,296 억원(+14.4% YoY), 2,852억원(+4.6% YoY)으로 당사 추정치(영업이익 3,158억원)와 컨센서스(3,093억원)대비 하회하였다. Top Line 성장은 견조했으나 신규기술 관련 인력 채용, 네이버페이 거래액 증가로 포인트적립 등 마케팅비 증가하였다. 광고와 비즈니스 플랫폼 매출액은 각각 21.9%, 12.6% YoY 증가하며 계절적 성수기 효과를 온전히 누렸다. 네이버페이 거래액 역시 93% YoY 증가하며 매우 양호하였다. 다만 영업이익률은 25.2%로 전분기 대비 1.0%p 하락하였는데 '성장을 위한 투자' 때문으로 2Q 네이버랩스, 스노우, 캠퍼모바일, 웹툰 등 연결자회사의 합산 분기영업적자는 약 400억원 수준으로 추정된다.

네이버쇼핑, 끊김없는 성장스토리

지난 7월 25일 오픈서비스에 따르면, 올해 상반기 이용률이 가장 높았던 오픈마켓 서비스는 11번가, G마켓, 네이버쇼핑 순이었다. 이용률이 가장 크게 상승한 사이트는 네이버쇼핑으로 1) 간편결제, 2) 다양한 상품 종류, 3) 편리한 앱 사용 때문으로 조사되었다. 실제로 2분기 네이버페이 거래액은 1.7조원으로 93% YoY 증가, 쇼핑 거래액 역시 38% YoY 증가하며 높은 성장을 유지하였다.

규제리스크 제한적

네이버뉴스/쇼핑 등 주요 서비스와 관련된 수익배분, 경쟁업체들의 견제, 규제 가능성은 지속적으로 부각되고 있다. 그러나 NAVER가 언론 선택권을 이용자에게 주기로 하는 등 지속적으로 해결방안 모색하고 있으며, 공정위의 인터넷산업 규제안 마련은 페이스북, 구글 등 글로벌 기업이 한국에서 한번도 규제된 적이 없다는 점에 포커스를 맞추고 있어 NAVER에 대한 부정적 영향은 제한적이다.

성장을 위한 투자 지속되고 있다

2Q17, 기대치 하회

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,296억원(+14.4% YoY), 2,852억원(+4.6% YoY)으로 당사 추정치(영업이익 3,158억원)와 컨센서스(3,093억원) 대비 하회하였다. 사업부문별 매출액은 광고 1,177억원(+21.9% YoY), 비즈니스 플랫폼 5,205억원(+12.6% YoY), IT플랫폼 494억원(+75.7% YoY), 콘텐츠 서비스 244억원(-11.0% YoY), 라인 및 기타플랫폼 4,176억원(+12.0% YoY)을 기록하였다.

2분기 영업이익률은 25.2%로 외형확대에도 불구하고 1.6%p QoQ 하락하였다. 플랫폼개발/운영비(인건비)가 +4.3% YoY 증가, 대행/파트너(결제, 컨텐츠 수수료)가 25.5% YoY 증가하는 등 전반적인 영업비용 크게 증가하였다. 참고로 2분기 말 기준 NAVER 연결 전체 인력은 10,500명 수준이었는데 전분기 대비 480명 증가하였다.

표1 2Q17 실적, 기대치 하회

(단위: 십억원)	2Q17	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,129.6	987.3	14.4%	1,082.2	4.1%	1,147.9	-1.6%	1,131.5	-0.2%
광고	117.7	96.6	21.9%	99.7	-4.3%	111.4	5.7%	-	-
비즈니스플랫폼	520.5	462.2	12.6%	509.7	5.9%	529.9	-1.8%	-	-
IT플랫폼	49.4	28.1	75.7%	43.4	26.7%	47.7	3.6%	-	-
콘텐츠서비스	24.4	27.4	-11.0%	23.5	-89.1%	24.7	-1.2%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	417.6	372.9	12.0%	406.0	2.9%	434.2	-3.8%	-	-
영업이익	285.2	272.7	4.6%	290.8	-1.8%	315.8	-9.7%	309.3	-7.8%
세전이익	305.1	311.4	-2.0%	306.8	10.5%	325.0	-6.1%	-	-
지배순이익	173.1	212.6	-18.6%	205.5	-2.0%	211.5	-18.1%	219.5	-21.1%

자료: NAVER, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 2017년 NAVER 분기별 실적

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	937.3	987.3	1,013.1	1,085.0	1,082.2	1,129.6	1,136.0	1,225.3	4,022.6	4,573.2	5,218.1
광고	81.5	96.6	98.4	123.0	99.7	117.7	130.2	139.6	399.5	487.2	558.3
비즈니스플랫폼	449.8	462.2	462.3	491.3	509.7	520.5	510.9	560.3	1,865.6	2,101.4	2,407.2
IT플랫폼	22.6	28.1	30.8	39.0	43.4	49.4	54.3	59.8	120.5	206.9	305.2
콘텐츠서비스	30.8	27.4	22.5	22.5	23.5	24.4	25.6	26.9	103.2	100.4	121.7
LINE 및 기타플랫폼	352.6	372.9	399.1	409.2	406.0	417.6	415.0	438.7	1,533.8	1,677.3	1,825.7
영업이익	256.8	272.7	282.3	290.3	290.8	285.2	281.0	296.9	1,102.0	1,154.0	1,305.2
세전이익	256.2	311.4	288.0	276.1	306.8	305.1	288.9	305.1	1,131.8	1,205.9	1,330.0
지배순이익	165.4	212.6	194.5	176.7	205.5	173.1	199.1	210.1	749.3	787.8	892.8

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

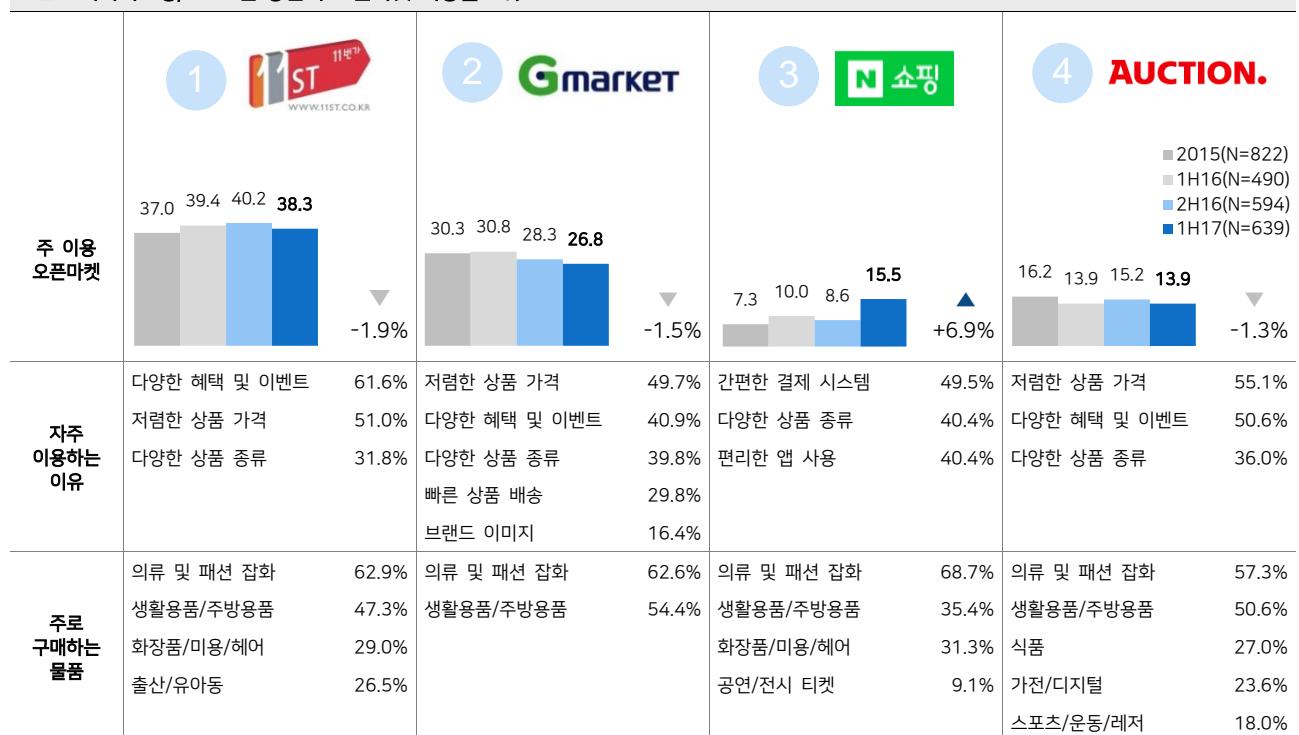
네이버쇼핑, 끊김없는 성장스토리

2017년 상반기 오픈마켓 이용률
11번가 - G마켓 - 네이버쇼핑 순

지난 7월 25일 오픈서베이에 따르면, 2017년 상반기 이용률이 가장 높았던 오픈마켓 서비스는 11번가, G마켓, 네이버쇼핑 순이었다. 올해 상반기 네이버 스토어팜 이용률은 15.5%로 16년 하반기 대비 6.9%p 증가하는 등 크게 상승했다. 네이버쇼핑의 이용률 확대에는 1) 간편한 결제시스템, 2) 다양한 상품 종류, 3) 편리한 앱 사용 등에 근거한다.

실제로 2분기 네이버페이 거래액은 1.7조원으로 93% YoY 증가, 쇼핑 거래액 역시 38% YoY 증가하며 높은 성장률을 유지하였다. 지난 6월 22일 NAVER는 신한카드와의 제휴를 통해 '네이버페이 신용카드'를 출시하였다. 오프라인 사용액의 1%, 네이버페이 탑재시 2%가 네이버페이 포인트로 적립되는 등 네이버쇼핑 이용자들에게 혜택이 극대화되었다. 네이버페이가 인터넷환경에서 오프라인으로 본격 확장, 1) 상거래 관련 데이터의 축적을 통한 2) 빅데이터 마케팅의 시작이라는 점에서 긍정적이다.

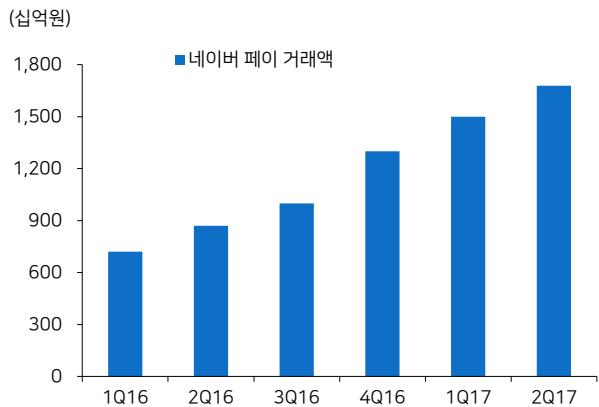
그림1 네이버쇼핑, 2017년 상반기 오픈마켓 이용률 3위



주: 오픈마켓 앱 구매 경험자, N=639, 복수응답, %

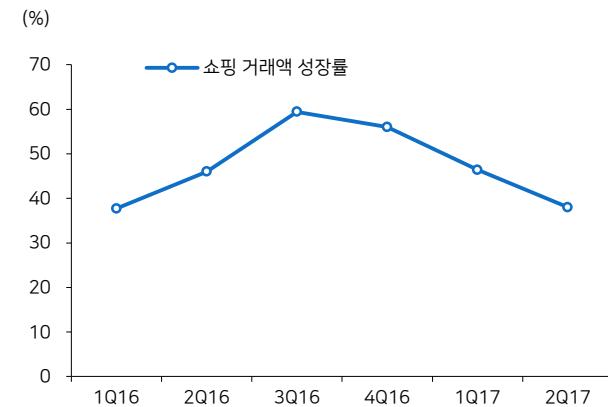
자료: 오픈서베이, 메리츠증권리서치센터

그림2 2Q17 네이버페이 거래액, 93% YoY 성장



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 2Q17 쇼핑 거래액 성장을 38%로 여전히 높은 수준



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

규제리스크, 제한적

구글 쇼핑 규제 이슈와는 다르다

유럽연합이 미국 구글에 불공정거래 혐의로 사상 최대 과징금을 부과한 가운데 지난 6월 김상조 공정거래위원장은 취임 인터뷰에서 인터넷 규제 검토를 언급하였다. 국내 인터넷 기업에 대해 부정적인 제약을 가한다기보다는 글로벌 인터넷 기업들(페이스북, 구글 등)이 국내 비즈니스에 있어서 규제리스크에 전혀 노출되지 않았다는 측면에서 국내 인터넷 산업의 전반적인 규제안을 재정립하는데 초점을 두고 있다.

또한, 구글 쇼핑의 규제 이슈와 국내 네이버쇼핑의 비즈니스는 차별화된다. 구글 쇼핑의 경우 구글쇼핑에 광고비를 지불한 상품들에 대해 상단에 우선 노출되게 하였다는 측면에서 문제가 부각되었다. 그러나 네이버쇼핑의 경우 검색 결과물들이 차례로 노출되고 중간에 쇼핑광고 상품들이 클릭수 등에 따라 랜덤으로 배치된다는 측면에서 다르다.

그림4 구글 쇼핑 – 자사 쇼핑 검색 컨텐츠를 상단에 배치

Google search results for 'black table':

- Google Shopping Ads:** Black Dining Tables (www.argos.co.uk/Dining_Tables) - 4.81 reviews, £500 off Furniture & Save £100
- Organic Results:**
 - Yen Table & 4 Chair Set (Tesco.com) - £175.00
 - Tempo Black Glass Dining (Variety.co.uk) - £177.99
 - Julian Bowen Brescia Dining (Beds and Furniture) - £158.00
 - Living Marlow Dining Table (Argos) - £399.99
 - Hygena Savannah (Homebase) - £259.99
 - BJURSTA Extendable table - brown-black - IKEA (www.ikea.com) - Nest of 3 Tables Triangular Black Glass Tops with Chrome legs by Premier Nest of 3 Tables Triangular... by Premier 3.7 out ...
 - Coffee Tables & Side Tables from £8 | Shop with IKEA (www.ikea.com/en/catalog/categories/departments/living.../10705/)
 - ACK coffee table black-brown | length: 78 cm Width: 78 cm Height: 78 cm Depth: 40 cm

자료: 오픈서베이, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 2017년 인터넷산업 규제 이슈 정리

시기	주체	내용
2017년 1월	방송통신위원회	<ul style="list-style-type: none"> - 방통위 2017년 업무 계획 발표, "포털 등 인터넷 기업에 대한 규제 검토" 언급 - 포털과 SNS 기업 광고 매출이 증가하는 반면 관련 규제 미비, 규제안 마련 검토 - 법 개정을 통해 인터넷 플랫폼 시장 공정경쟁 환경 조성하겠다고 발표
2017년 2월	방송통신위원회, 한국인터넷진흥원	<ul style="list-style-type: none"> - '온라인 맞춤형 광고 개인정보보호 가이드라인' 발표, 7월부터 시행 예고 - 웹사이트 방문, 앱 사용 · 구매 · 검색 이력 등 광고사업자의 이용자 정보 수집 규제
2017년 3월	방송통신위원회	<ul style="list-style-type: none"> - '전기통신사업자간 불합리 · 차별적 제한 부과의 부당한 행위 세부기준' 행정예고 - 망 · 플랫폼 중립성을 전제로 통신사 · 플랫폼 사업자의 타 사업자 차별 금지 - 올 1월부터 개정되어 시행되고 있는 '전기통신사업법 시행령'의 세부적인 기준 마련 - 국내외 플랫폼 서비스 사업자 대상. 지나치게 포괄적이어서 실효성은 미흡
2017년 5월	방송통신위원회	<ul style="list-style-type: none"> - '광고규제 전반에 대한 제도개선방안 마련을 위한 연구' 정책연구 과제로 선정 - 정보통신정책연구원과 오는 12월까지 결과 도출 목표로 연구용역 계약 체결 - 연구과제 수행 예산 7000만원 배정, 인터넷 매체의 기본적 규칙 마련 목적
2017년 6월	국민의당 오세정 의원	<ul style="list-style-type: none"> - '전기통신사업법 일부 개정법률안' 발의 - 현재 구글, 페이스북 등 외국 IT 기업들의 국내법인은 매출 · 수익 공시 의무 없음 - 이들에게도 자료 제출 요구할 수 있도록 법 개정. 불응시 1천만원 과태료 부과
2017년 7월	자유한국당 김성태 의원	<ul style="list-style-type: none"> - '사이버골목 상권 보호법' 추진 - 1) 포털 사업자도 일정 이상 시장점유율 기록시 시장지배적사업자로 추정 - 2) 막대한 수익 대비 미흡한 사회적 책무에 기여할 수 있는 근거조항 마련 - 3) 온라인시장에서의 불공정경쟁 방지 위한 검색원칙의 공정성 부분 명문화
2017년 7월	미래창조과학부	<ul style="list-style-type: none"> - '플랫폼 중립성' 개념에 대한 연구과제 외부 연구기관에 발주 - 인터넷 플랫폼 시장 경쟁 상황 평가 및 시장 확정, 지배적 사업자 기준 등 항목 - 인터넷 업계는 연구 결과가 새로운 규제 기반이 될 수 있다는 우려 제기 - 미래부는 이 연구 결과를 기반으로 규제를 만든다거나 하는 계획은 없다고 설명

자료: 메리츠종금증권 리서치센터 정리

표4 NAVER 뉴스 서비스 – 언론사와 수익배분 본격화

플러스 프로그램 도입	
광고 수익 배분	NAVER가 직접 편집하는 뉴스를 제외한 모든 뉴스 내 광고 수익 언론과 배분
구독펀드 운영	연간 100억원 규모 펀드 조성, 독자 구독(관심)뉴스에 대한 지원
모바일 뉴스 개편	
'뉴스판'(뉴스 서비스)	NAVER 직접 배열, 언론사 직접 편집, AIRS(인공지능)추천, 사용자 구독 뉴스, 이 기사를 메인 추천(독자 추천), 사용자 랭킹 뉴스 등 6개 영역으로 구성

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 NAVER 뉴스 개편 히스토리

시기	내용
2016년	작성자 삭제 댓글의 통계 등 상세 정보 제공
	댓글의 '공감비율순 정렬' 베타 서비스
	3월 인공지능 추천 시스템 '에어스(AIRS)' 적용
	댓글의 '접기 요청' 기능 도입
	6월 댓글의 공감비율순 정렬' 확대 적용
	'기자 페이지' 전면 개편
2017년	제휴 언론사 수익 배분 방식 개편 계획 발표
	'사용자 랭킹뉴스' 등 뉴스 배열 다양화 예고

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 NAVER 수익추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	4,635	5,235	4,573	5,218	-1.3%	-0.3%
영업이익	1,240	1,412	1,154	1,305	-7.0%	-7.6%
지배순이익	841	943	788	893	-6.3%	-5.3%

자료: 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표7 Valuation – 적정주가 110만원 유지

(십억원)	2017E
네이버	23,582.1
검색포털	13,343.8
2017E NP	667.2
Target PER(배)	20.0
쇼핑	8,400.0
2017E 거래액	7,000.0
Target PSR(배)	1.2
동영상	1,838.3
월간페이지뷰(백만)	107.5
페이지뷰당 가치(달러)	17.1
라인	8,030.0
라인 적정시가총액	11,000.0
지분율(%)	73.0
현금성자산	3,044.6
총 기업가치	34,656.7
적정주가(원)	1,100,000
현재주가(원)	825,000
상승여력(%)	33.3%
주식수(천주)	32,963

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q 아직 클라우드 사업 초기인 것은 맞지만, 매출 현황과 향후 서비스 계획은?

- A**
- 서비스 시작 이후 매월 다양한 신규상품 출시, 서비스 질 개선을 위해 노력 중
 - 고객 확보도 순조롭게 진행 중. 고객을 확보하는 것이 가장 중요하기 때문에 당분간은 고객 확보에 힘쓰고자 함
 - 중장기적으로는 글로벌 서비스로의 확대 모색
 - 현재 매출이나 수익성 등은 초기 단계이기 때문에 공개하기 어려운 상황

Q 쇼핑검색광고 관련 CPC, 매출, 광고주 수 등 업데이트?

- A**
- 작년 11월 출시 이후 지속적으로 긍정적 반응 얻는 중이며 6월 기준으로 15,000명 정도의 광고주가 쇼핑검색광고 이용 중
 - 클릭 수, 이용자 반응 등 쇼핑검색광고 피드백 긍정적, NAVER 전체 비즈니스 플랫폼 성장에 긍정적 영향

Q AI 비즈니스가 중장기적으로 NAVER 기업가치에서 차지하는 비중이 어느정도 될 것인가? 향후 5~10년 기준 검색/전자상거래와 비교하여 AI 플랫폼의 비중은?

- A**
- NAVER는 연구개발 관련해서 인터넷 업계 최대 수준 투자, 연구소를 통째로 인수하는 등 공격적인 행보
 - AI를 검색/쇼핑과 별도의 플랫폼으로 보고 있는 것이 아님. AI 기술 관련 인력을 확보하고 인공지능 기술을 활용해 플랫폼을 변경하는 것이 중요
 - NAVER 플랫폼을 AI 기반 기술 플랫폼으로 확장하고 있는 것, AI 별도의 매출 전망 등을 내놓는 것은 현재 단계에서는 아니라고 생각

Q 내부 서비스에 AI 클라우드 서비스가 어떻게 적용될 것인지? 외부 상품들과의 제휴 계획은?

- A**
- 네이버키보드를 만든다거나 이미지 검색 기술을 개선하거나 스피커를 통해 상품 및 예약을 편리하게 하는 데에 인공지능 기술 활용
 - NAVER의 사업 방식 및 사용자 편의성을 개선하는 데에 활용되며 인공지능 기술은 글로벌 기업과의 경쟁에 있어 상당히 중요한 기술
 - 새롭게 사업을 시작하고 있는 클라우드 플랫폼에 있어서도 AI 기술 확보는 좋은 경쟁력이 될 것

Q 네이버페이 GMV 성장 중. 쇼핑 이외의 플랫폼에서 네이버 페이가 좀더 범용적으로 쓰일 수 있는지? 향후 성장 전망은?

- A**
- 네이버페이는 쇼핑 결제의 금액이 상당 부분 차지
 - 음식점, 교육, 숙박, 호텔 등 다양한 분야에 적용되어 있는 네이버 예약 서비스 통해 네이버페이 결제액 확장 중
 - 4월 출시한 네이버페이 체크카드도 관련 지표 흐름 긍정적, 같은 맥락에서 최근 네이버페이 신용카드도 출시
 - 오프라인 결제처를 온라인화해서 네이버페이 결제 지속 확장해나갈 것

Q 모바일 메인페이지뷰 연간 성장을 1분기에 1% 정도로 둔화되었는데 2분기 성장률은?

- A**
- 모바일 PV는 안정적 수준의 성장 유지, PC PV는 감소세 유지
 - 모바일 PV 성장이 PC PV 감소를 상쇄하고 있는 상황

Q 3,4월 정도에 디스플레이광고 광고상품 변화 있었는데 향후 디스플레이 광고 성장에 어떤 영향 미칠지?

- A**
- 1분기 상품 단가 조정은 3분기부터 적용
 - 광고 성과에 기반해 광고 단가 조정하고 있으며 장기적으로 네이버광고 성장에 일정부분 기여할 것

Q 쇼핑 GMV 성장을 1분기 46%, 2분기 어느 정도 수준인지?

- A**
- 2분기 네이버 쇼핑 거래액은 전년대비 약 38% 성장. 과거 대비로는 성장을 둔화되었으나 모바일 거래액 비중은 지속 증가 중
 - 중소 상공인 중심으로 스토어팜, 쇼핑원도우 등 운영하면서 성장 지속 중
 - 2분기 네이버쇼핑 입점업체 수 전분기 대비 약 15% 증가, 전체적인 쇼핑 관련 지표는 꾸준하게 성장세

Q 미래에셋 전략적 제휴 관련 어떤 시너지를 기대하고 있는지? 신규 상품 수익화 시점은 언제로 예상하는지?

- A**
- 양사가 각각 5천억 규모의 자사주 교환. NAVER는 미래에셋대우 지분 7%, 미래에셋대우는 NAVER 지분 1.7% 보유
 - 미래에셋대우와 작년 말 기술산업 육성을 위한 1천억원 규모 신성장펀드 조성 계기로 양사의 차별적 경쟁력에 주목
 - 새로운 가치 창출 및 신사업 기회 있을 것으로 기대, 이용자에게 새로운 가치 제공하며 새로운 사업 기회 창출하기 위해 제휴 결정
 - 특히 미래에셋대우는 유럽 및 미국을 포함해 전세계 9개국에 글로벌 네트워크 보유. 향후 NAVER의 해외 사업 진출 계획과 맞물려 해외 시너지 효과 기대
 - 예를 들어 NAVER 금융 섹션 제휴를 통해 신규 비즈니스 시도할 수 있을 것

- 네이버페이 등 기존 NAVER 서비스와 금융사업과의 연계 구체화하거나 AI 등 현재 연구하고 있는 새로운 사업분야에도 적용 가능
- 인도네시아, 베트남 등 NAVER-라인과 연계해서 해외사업 신규 진출 기대
- 아직 신규상품 출시 등 구체적인 일정이 잡히지 않아 구체적인 수익화 시점을 논하는 것은 어려움

Q 향후 자사주를 활용한 추가 제휴 계획이 있는지? 향후 자사주 활용방안?

- A**
- 현재 검토하고 있는 것은 없으나 향후 미래에셋대우와의 제휴와 유사하게 전략적 재원으로 활용할 수도 있을 것
 - 자사주의 활용은 그동안 고수해 온 주주가치 제고 원칙 안에서 이루어질 것

Q 손실 발생 회사는 어느 회사인지, 손실 금액이 어느 정도인지?

- A**
- 라인 계열이나 NAVER 별도에 포함되지 않는 회사가 많음. 대표적으로 웹툰, 스노우, 캠프모바일, 네이버랩스, 라인웍스 등의 회사들이 해당
 - 이 회사들이 신규 비즈니스나 글로벌 비즈니스를 진행하기 때문에 마케팅 비용 등의 영향으로 아직 이윤을 내지 못하고 있음

Q 올해도 매년 1%정도 자사주 매입하는 정책 유지할 계획인지? 향후 주주환원정책 방향성은?

- A**
- 자사주 매입 포함 전체 이익의 30% 정도 환원한다는 주주환원정책은 기본적으로 유지할 계획

Q 국내에서도 곧 AI 스피커 웨이브 출시 예정, 웨이브와 기존 AI 스피커의 차별점은?

- A**
- 웨이브는 기본적으로 클로바 플랫폼을 탑재한 스마트 스피커
 - 클로바는 NAVER와 라인이 공동으로 개발한 클라우드 인공지능 플랫폼으로 음성인식 등 다양한 AI 기술이 총 집결
 - 음성인식을 통해 대화, 뉴스, 날씨, 검색, 키즈콘텐츠, 홈 컨트롤 등의 기능 제공
 - 일본에서는 라인 메신저 기능 활용한 컨트롤 기능도 가능할 것
 - 한국에서는 출시 예정, 일본에서는 7월 14부터 음성인식 기능 중심으로 라인 뮤직, 대화, 날씨 등 탑재된 베타 버전 출시

Q 6월 말 네이버페이 신한카드와 오프라인 신용카드 출시, 향후 오프라인 간편결제 시장 진출 계획은 없는지?

- A**
- 향후 사용자 수요에 따라 다양한 제휴 카드 출시 가능할 것
 - 오프라인 결제처의 온라인화를 통해 네이버 예약 서비스 등을 활용한 네이버페이 확장 가능할 것
 - 당장은 오프라인 간편결제 시장 진출은 검토하고 있지 않으나 장기적으로 조심스럽게 살펴보고 있는 상황

Q 커머스 매출 비중 어느 정도까지 올라왔는지? 연말까지 커머스 사업 성장 전략?

- A**
- 커머스 매출 비중 지속 성장 중. 올해 매출 분류기준 변경하면서 쇼핑 매출은 비즈니스 플랫폼으로 분류, 따로 매출 공개하고 있지 않은 상황
 - 전반적인 성장이 쇼핑 중심으로 이루어지고 있음. 서비스 고도화 지속해 쇼핑 성장 이루어 나갈 것

Q 제록스 연구소 운영 비용은? 실적에는 언제부터 본격적으로 반영될 것인지?

- A**
- 작년 말부터 인공지능 인력 확보 위해 노력
 - 이번 제록스 연구소 인수로 80여명의 인공지능 연구 인력 확보. 향후 제록스 연구소 운영 비용은 80명의 연구원에 대한 비용
 - 인수 작업이 3분기에 마무리되기 때문에 해당 비용은 3분기부터 반영

Q 향후 동영상 비즈니스 전략은?

- A**
- 네이버 동영상은 하나의 플랫폼에서만 전략을 가져오지 않음. V Live 이외에 스노우에서도 동영상을 제작하고 있으며 전체 모바일 플랫폼 기반으로 다양한 기획 및 서비스 준비 중
 - 네이버TV는 직접 투자보다는 다양한 킬러 콘텐츠 유통권 확보에 주력, 경쟁력 있는 크리에이터에게 글로벌 사업 기회 제공 등 콘텐츠 확보 노력
 - 국내 언론사, 방송사 등 구독자수 1,000명 이상의 채널을 대상으로 사용자가 직접 생중계 가능한 베타 서비스 8월 말 오픈할 예정
 - 10,000명 이상의 팔로워를 가진 스타 창작자의 경우 V Live 플랫폼과 연계하여 글로벌 송출도 지원 계획
 - V Live는 V Live Plus 통해 유료 서비스 제공 중, V Live의 스티커 등 사랑받으면서 작년 대비 크게 성장. 누적 유료 이용자 수 60만명 육박
 - 콘텐츠 제공자가 직접 본인의 팬과 콘텐츠 IP 관리할 수 있는 플랫폼으로 진화
 - 영상 및 엔터테인먼트 플랫폼으로 확장. 2분기 YG엔터테인먼트와 협업 진행, 영향력 있는 셀럽 및 우수한 영상 콘텐츠 확보 기회

Q EU 의 구글 규제 이슈 관련 향후 국내 인터넷 규제 전망?

- A**
- 구글 과징금 부과 이후 구글에 대한 견제는 글로벌 기업에 맞서 자국 산업을 보호하려는 움직임과 맞닿아 있음
 - 과징금 부과는 유럽 시장 내 막대한 수익을 올리면서 세금을 내지 않는 구글에 대한 반감이 큰 영향 끼침
 - EU 집행위는 구글이 자사 비교쇼핑 서비스를 검색 결과 상단에 배치시킨 점을 문제삼았음
 - NAVER는 구글과 달리 항상 자사 서비스가 우선 노출되지 않고 클릭 수 등에 따라 배치가 변경되는 구조, 자사 서비스 우대 아님
 - 해외 온라인 광고시장은 글로벌 사업자가 주도, 독점적 지배력이 빠르게 확대될 것으로 예상
 - 국내 온라인 광고시장 역시 모바일 동영상 광고 시장이 성장하면서 유튜브, 페이스북 등 글로벌 인터넷 사업자의 점유율 확대 예상
 - 글로벌 인터넷 사업자는 매출 및 이익 규모 공개하지 않고 있는 상황
 - 우선적으로 시장 획정 필요, 모두가 공정하게 경쟁할 수 있는 틀 마련 기대

NAVER(035420)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,253.9	4,022.6	4,573.2	5,218.1	5,941.1
매출액증가율 (%)	18.0	23.6	13.7	14.1	13.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	3,253.9	4,022.6	4,573.2	5,218.1	5,941.1
판매비와관리비	2,423.7	2,920.6	3,419.3	3,912.9	4,446.3
영업이익	830.2	1,102.0	1,154.0	1,305.2	1,494.7
영업이익률 (%)	25.5	27.4	25.2	25.0	25.2
금융수익	14.2	28.9	5.4	6.3	6.7
증속/관계기업관련손익	-1.7	-9.4	-42.5	-42.6	-44.7
기타영업외손익	-19.6	10.3	14.7	19.7	20.7
세전계속사업이익	823.2	1,131.8	1,205.9	1,330.0	1,521.0
법인세비용	229.0	360.9	415.1	442.0	505.4
당기순이익	517.0	759.1	788.3	887.3	1,015.5
지배주주지분 순이익	518.7	749.3	787.8	892.8	1,021.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	851.4	1,164.0	1,201.8	1,284.1	1,330.4
당기순이익(손실)	517.0	759.1	788.3	887.3	1,015.5
유형자산감가상각비	142.5	145.7	152.9	160.6	168.6
무형자산상각비	13.5	17.3	18.2	19.1	20.0
운전자본의 증감	72.6	79.2	227.8	276.8	336.4
투자활동 현금흐름	-785.9	-941.7	-649.3	-525.6	-594.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-120.8	-153.8	-224.0	-235.2	-247.0
투자자산의 감소(증가)	-178.6	-366.8	-239.1	-207.2	-248.6
재무활동 현금흐름	5.9	697.8	297.5	23.8	61.0
차입금증감	211.9	-290.4	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	1,084.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가	90.9	912.8	43.7	272.6	346.8
기초현금	722.5	813.4	1,726.2	1,769.9	2,042.5
기말현금	813.4	1,726.2	1,769.9	2,042.5	2,389.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,639.4	4,199.9	4,255.5	4,630.3	5,082.6
현금및현금성자산	813.4	1,726.2	1,769.9	2,042.5	2,389.3
매출채권	405.9	475.4	590.3	654.1	722.1
재고자산	15.5	10.3	11.4	12.5	13.8
비유동자산	1,746.5	2,170.7	2,644.7	3,129.8	3,707.6
유형자산	863.8	863.3	1,035.9	1,243.1	1,491.7
무형자산	103.3	112.1	134.6	161.5	193.8
투자자산	439.6	796.9	1,036.0	1,243.2	1,491.9
자산총계	4,385.9	6,370.6	6,900.2	7,760.1	8,790.2
유동부채	1,683.7	1,803.9	2,069.5	2,028.6	2,025.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	412.8	227.3	227.3	227.3	227.3
유동성장기부채	105.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	432.7	437.1	480.8	528.9	581.8
사채	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,116.3	2,241.0	2,550.4	2,557.5	2,607.5
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	133.1	1,217.2	1,217.2	1,217.2	1,217.2
기타포괄이익누계액	30.6	-25.4	-25.4	-25.4	-25.4
이익잉여금	3,069.4	3,810.2	4,565.3	5,418.1	6,398.2
비지배주주지분	145.1	534.9	568.1	610.1	663.0
자본총계	2,269.6	4,129.6	4,349.9	5,202.6	6,182.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	98,716	122,036	138,740	158,304	180,236
EPS(지배주주)	15,737	22,732	23,899	27,086	30,978
CFPS	31,081	41,966	41,135	47,398	55,393
EBITDAPS	29,919	38,377	40,199	45,047	51,069
BPS	61,318	105,653	110,647	134,426	161,575
DPS	1,100	1,131	1,131	1,131	1,131
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	41.8	34.1	34.5	30.5	26.6
PCR	21.2	18.5	20.1	17.4	14.9
PSR	6.7	6.4	5.9	5.2	4.6
PBR	10.7	7.3	7.5	6.1	5.1
EBITDA	986.2	1,265.0	1,325.1	1,484.9	1,683.4
EV/EBITDA	20.7	18.2	18.5	16.6	14.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.5	26.2	21.4	21.3	20.2
EBITDA 이익률	30.3	31.4	29.0	28.5	28.3
부채비율	93.2	54.3	58.6	49.2	42.2
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	144.6	181.5	317.5	307.0	334.8
매출채권회전율(X)	9.0	9.1	8.6	8.4	8.6
재고자산회전율(X)	203.2	311.2	421.0	436.7	452.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤을정)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER(035420) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.07	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	(원)
2015.10.30	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	1,200,000
2015.12.03	산업분석	StrongBuy	1,100,000	김동희	1,000,000
2016.01.15	산업분석	StrongBuy	1,100,000	김동희	800,000
2016.01.29	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	600,000
2016.03.28	기업분석	StrongBuy	1,100,000	김동희	400,000
2016.04.07	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	200,000
2016.04.29	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	
2016.06.13	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	
2016.07.12	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	
2016.07.29	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2016.09.27	기업분석	Buy	1,100,000	김동희	
2016.10.12	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2016.10.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	
2017.07.07	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	