



BUY(Maintain)

목표주가: 1,100,000원

주가(1/25): 913,000원

시가총액: 300,949억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/25)	2,562.23pt
52주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	960,000원 -4.90%
등락률	26.81%
수익률	절대 상대
1W	5.9%
1M	9.1%
1Y	19.7% -3.5%

Company Data

발행주식수	32,963천주
일평균 거래량(3M)	102천주
외국인 지분율	59.53%
배당수익률(17E)	0.13%
BPS(17E)	131,643원
주요 주주	국민연금공단 BlackRock 외 13인
	10.8% 5.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	3,251	4,023	4,678	5,358
보고영업이익	762	1,102	1,179	1,398
핵심영업이익	762	1,102	1,179	1,398
EBITDA	918	1,265	1,318	1,561
세전이익	708	1,132	1,199	1,468
순이익	517	759	772	1,028
자배주주지분순이익	519	749	775	1,027
EPS(원)	15,737	22,732	23,511	31,151
증감률(%YoY)	14.1	44.4	3.4	32.5
PER(배)	4.8	34.1	37.0	27.9
PBR(배)	10.2	7.1	6.6	5.4
EV/EBITDA(배)	22.0	18.1	19.5	16.1
보고영업이익률(%)	23.4	27.4	25.2	26.1
핵심영업이익률(%)	23.4	27.4	25.2	26.1
ROE(%)	25.4	23.7	17.2	19.2
순부채비율(%)	-61.3	-73.1	-60.0	-60.1

Price Trend



실적리뷰

NAVER (035420)

투자의 성과를 보여줄 한 해



NAVER의 4Q실적은 매출액 1조 2,659억원(YoY, +16.7%), 영업이익 2,911억원(YoY, +0.3%)를 기록하였습니다. 광고의 호조세와 더불어 쇼핑거래액 성장이 매출 성장을 이끈 것으로 판단됩니다. 기술플랫폼으로의 투자가 이루어짐에 따라 비용이 확대되고 있는 추세는 있지만 투자성과들을 상품에 접목시킴에 따라 성장성이 크게 감소하지는 않을 것으로 전망됩니다.

>>> 광고와 쇼핑호조의 지속을 보여준 4Q실적

NAVER의 4Q실적은 매출액 1조 2,659억원(YoY, +16.7%), 영업이익 2,911억원(YoY, +0.3%)를 기록하며 시장기대치를 하회하였다. 작년대비 연휴기간이 길었음에도 광고 성수기 효과로 성장세를 보였으며 쇼핑거래액이 높은 증가세가 유지되면서 전반적인 매출 성장이 나타났다. 라인은 31일 실적발표를 통해서 좀 더 살펴봐야겠지만 광고 성장성이 매출성장을 이끈 것으로 추정된다.

비용적인 부분에서는 투자집행에 따른 영향으로 감가상각비가 증가추세에 있었으며 라인, SNOW 등에서 일시적 비용이 발생함에 따라 이익이 기존 추정치보다 하회하는 결과가 나타난 것으로 판단된다.

>>> 올해도 광고와 쇼핑이 주요 성장, 기술접목 기대

이번 실적발표에서는 투자와 관련된 부분들이 더 집중을 받았다. 작년에 집행한 투자금액이 6천억원이 넘는 것으로 밝혀진 가운데 올해는 투자집행이 더 육 커질 것(M&A 및 지분투자)을 예고하였다. 또 한 가지 주목해야 할 점은 검색시스템 강화이다. 다양한 검색(이미지 등)툴을 활용함으로써 상품검색의 다양화가 이루어지고 있으며 스토어팜 등의 품목 다양화를 통해 규모가 점차 확대되고 있는 상황이다. 즉, 검색과 상품의 성장이 지속적으로 이루어지고 있는 가운데 투자하고 있는 기술들을 활용한 고도화가 점차 나타나고 있는 것으로 판단된다.

이외에도 콘텐츠 확보를 위한 노력도 확대되고 있는 것으로 판단된다. 웹툰과 WAV 미디어에 투자를 집행했으며 SNOW의 콘텐츠 활성화, TV채널 확대 등이 이루어지고 있다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000원 상향

NAVER의 투자의견 BUY를, 목표주가 1,100,000원으로 상향한다. 올해는 상반기 광고의 성장세가 지속될 것으로 보고 있으며 쇼핑거래액 증가와 더불어 콘텐츠들의 성장성이 돋보일 것으로 판단된다. 투자로 인한 감가상각비 등의 비용이 확대되겠지만 전반적인 성장세는 유지될 것으로 기대된다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산정하였다.

4Q실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	4Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	4Q 실적	전분기대비	4Q 추정치	추정치대비	4Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,266	5.4	1,247	1.5	1,249	1.3
영업이익	291	-6.7	321	-10.3	320	-10.1
당기순이익	172	-20.3	229	-33.2	231	-34.1

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,282.0	1,325.7	1,337.1	1,413.1	4,022.6	4,678.4	5,357.9
광고	99.7	117.7	114.2	129.6	124.0	131.2	124.7	134.2	399.5	461.2	514.0
비지니스플랫폼	509.7	520.5	548.6	574.4	574.5	613.5	601.4	647.7	1,865.6	2,153.2	2,437.1
IT 플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	66.0	71.6	75.7	79.3	120.5	217.8	292.6
콘텐츠서비스	23.5	24.4	26.7	27.0	30.6	29.3	32.0	30.0	103.2	101.6	121.9
LINE 및 기타	405.9	417.6	452.6	468.5	486.9	480.1	503.2	522.0	1,533.8	1,744.6	1,992.3
영업비용	791.4	844.4	888.6	974.8	957.8	975.1	996.8	1,030.3	2,920.6	3,499.2	3,959.9
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	140.2	151.2	160.8	164.5	157.1	537.2	577.1	633.5
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	244.5	236.3	249.3	246.5	255.6	660.5	844.3	987.7
인프라	49.3	54.4	57.3	60.9	62.7	63.5	64.3	68.5	188.1	221.9	258.9
마케팅	40.3	50.5	64.3	64.8	64.2	63.2	71.9	64.6	148.3	219.9	263.9
LINE 및 기타	374.9	394.8	401.8	464.4	443.4	438.3	449.7	484.6	1,386.5	1,636.0	1,816.0
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	324.2	350.6	340.4	382.8	1,102.0	1,179.2	1,398.0
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	25.3%	26.4%	25.5%	27.1%	27.4%	25.2%	26.1%
YOY											
매출액	15.5%	14.4%	18.5%	16.7%	18.5%	17.4%	11.4%	11.6%	18.0%	23.6%	16.3%
영업비용	16.3%	18.2%	21.6%	22.7%	21.0%	15.5%	12.2%	5.7%	21.2%	20.5%	19.8%
영업이익	13.2%	4.6%	10.6%	0.3%	11.5%	22.9%	9.1%	31.5%	9.6%	32.7%	7.0%

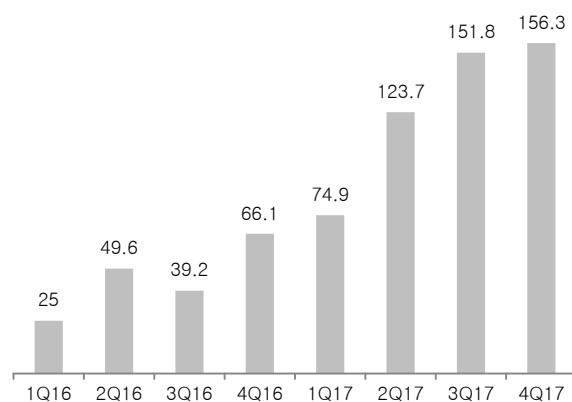
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER 연구개발비(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER CAPEX(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

글로벌 AI스피커 출시 현황

스피커명	제조사	출시일정	특징	금액	판매량
웨이브	NAVER	2017.08	클로바 탑재	15만원	10만대 이상
카카오미니	카카오	2017.10	카카오메신저, 멜론 활용	11.9만원	10만대 이상
누구	SK 텔레콤	2016.09	음악 및 쇼핑 서비스 연계	5만원	40만대 돌파,
기가지니	KT	2017.01	스피커, 인터넷, TV 연계 셋톱박스	30만원	50만대 돌파
에코	아마존	2014.11	음성비서 알렉사 탑재	180달러	500만대 이상 판매
구글홈	구글	2016.01	어이스턴트 탑재	129달러	200만대 이상
홈팟	애플	2018.02	오디오시스템 집중	349달러	

자료: 키움증권 리서치센터

Valuation

구분	적용값	비고
①NAVER(한국) 사업가치 (십억원)	22,754	
순이익 (십억원)	979	2018년 예상 순이익
Target PER (배)	23	2011~12년 평균 PER에 10% 할증
②Line 가치 (십억원)	11,928	Line 지분율 적용
매출액 (십억원)	1,966	2018년 예상 매출액
Target PSR (배)	7.5	Facebook PSR 30% 할인
③SNOW 가치	2,033	LINE MAU 당 가치 25% 할인
④기업가치(십억원)	36,716	①+②+③
⑤발행주식수(천주)	32,963	
목표주가 (원)	1,113,858	④/⑤
현재주가 (원)	1,100,000	
	913,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,254	4,023	4,678	5,358	5,913
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,254	4,023	4,678	5,358	5,913
판매비및일반관리비	2,424	2,921	3,499	3,960	4,285
영업이익(보고)	830	1,102	1,179	1,398	1,628
영업이익(핵심)	830	1,102	1,179	1,398	1,628
영업외손익	-7	30	20	70	76
이자수익	28	36	35	49	55
배당금수익	12	8	8	14	15
외환이익	44	45	25	0	0
이자비용	6	6	0	0	0
외환손실	53	45	31	0	0
관계기업지분법손익	1	10	4	12	12
투자및기타자산처분손익	7	28	9	1	0
금융상품평가및기타금융이익	-12	-23	29	0	0
기타	-29	-23	-59	-5	-6
법인세차감전이익	823	1,132	1,199	1,468	1,704
법인세비용	229	361	424	441	511
유효법인세율 (%)	27.8%	31.9%	35.4%	30.0%	30.0%
당기순이익	517	759	772	1,028	1,193
지배주주지분이익(억원)	519	749	775	1,027	1,192
EBITDA	986	1,265	1,318	1,561	1,809
현금순이익(Cash Earnings)	673	922	910	1,190	1,374
수정당기순이익	521	756	744	1,027	1,193
증감율(% YoY)					
매출액	18.0	23.6	16.3	14.5	10.4
영업이익(보고)	9.5	32.7	7.0	18.6	16.5
영업이익(핵심)	9.5	32.7	7.0	18.6	16.5
EBITDA	9.3	28.3	4.2	18.4	15.9
지배주주지분 당기순이익	14.1	44.4	3.4	32.5	16.1
EPS	14.1	44.4	3.4	32.5	16.1
수정순이익	-0.4	45.0	-1.5	38.1	16.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	851	1,164	1,116	1,202	1,381
당기순이익	517	759	772	1,028	1,193
감가상각비	143	146	125	131	139
무형자산상각비	13	17	14	32	42
외환손익	-1	-4	6	0	0
자산처분손익	4	33	-9	-1	0
지분법손익	2	9	-4	-12	-12
영업활동자산부채 증감	63	88	217	24	25
기타	111	115	-6	0	-6
투자활동현금흐름	-786	-942	-1,463	-882	-862
투자자산의 처분	-654	-731	-1,152	-567	-529
유형자산의 처분	2	57	0	0	0
유형자산의 취득	-121	-154	-169	-186	-186
무형자산의 처분	-15	-21	-100	-80	-90
기타	2	-93	-42	-49	-57
재무활동현금흐름	6	698	-68	0	9
단기차입금의 증가	42	-235	0	0	0
장기차입금의 증가	145	-105	-50	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-23	-32	-33	-32	-32
기타	-158	1,071	15	32	41
현금및현금성자산의순증가	91	913	-416	320	528
기초현금및현금성자산	723	813	1,726	1,311	1,631
기말현금및현금성자산	813	1,726	1,311	1,631	2,159
Gross Cash Flow	788	1,076	898	1,178	1,356
Op Free Cash Flow	683	828	975	981	1,163

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,639	4,200	4,298	5,134	6,093
현금및현금성자산	813	1,726	1,311	1,631	2,159
유동금융자산	1,246	1,668	1,940	2,222	2,452
매출채권및유동채권	563	794	1,040	1,276	1,478
재고자산	16	10	7	5	3
기타유동비금융자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,171	3,254	3,723	4,207
장기매출채권및기타비유동채권	95	112	131	150	165
투자자산	440	797	1,688	1,985	2,302
유형자산	864	863	908	963	1,010
무형자산	103	112	198	247	295
기타비유동자산	245	286	329	378	435
자산총계	4,386	6,371	7,552	8,857	10,301
유동부채	1,684	1,804	2,282	2,558	2,798
매입채무및기타유동채무	938	1,291	1,752	1,984	2,190
단기차입금	413	227	227	227	227
유동성장기차입금	105	0	0	0	0
기타유동부채	228	285	302	346	380
비유동부채	433	437	401	435	477
장기매입채무및비유동채무	5	10	9	11	12
사채및장기차입금	150	150	100	100	100
기타비유동부채	278	277	292	324	365
부채총계	2,116	2,241	2,683	2,992	3,275
자본금	16	16	16	16	16
주식발행초과금	133	133	133	133	133
이익잉여금	3,069	3,810	4,557	5,555	6,717
기타자본	-1,094	-365	-365	-365	-365
지배주주지분자본총계	2,125	3,595	4,341	5,339	6,502
비지배주주지분자본총계	145	535	528	525	524
자본총계	2,270	4,130	4,869	5,865	7,025
순차입금	-1,392	-3,017	-2,923	-3,525	-4,283
총차입금	668	377	327	327	327

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	15,737	22,732	23,511	31,151	36,158
BPS	64,452	109,055	131,706	161,983	197,249
주당EBITDA	29,919	38,377	39,971	47,344	54,877
CFPS	20,416	27,972	27,621	36,116	41,672
DPS	1,100	1,131	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	41.8	34.1	37.0	27.9	24.1
PBR	10.2	7.1	6.6	5.4	4.4
EV/EBITDA	20.5	18.1	19.5	16.1	13.5
PCFR	32.2	27.7	31.5	24.1	20.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	25.5	27.4	25.2	26.1	27.5
영업이익률(핵심)	25.5	27.4	25.2	26.1	27.5
EBITDA margin	30.3	31.4	28.2	29.1	30.6
순이익률	15.9	18.9	16.5	19.2	20.2
자기자본이익률(ROE)	25.4	23.7	17.2	19.2	18.5
투하자본이익률(ROIC)	112.3	217.9	407.2	493.5	426.1
안정성(%)					
부채비율	93.2	54.3	55.1	51.0	46.6
순차입금비율	-61.3	-73.1	-60.0	-60.1	-61.0
이자보상배율(배)	144.6	181.5	3,462.5	6,781.0	7,898.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.9	5.1	4.6	4.3
재고자산회전율	203.2	311.2	542.5	931.1	1,540.3
매입채무회전율	3.9	3.6	3.1	2.9	2.8

Compliance Notice

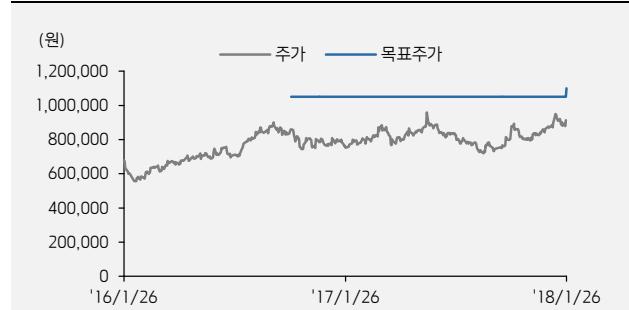
- 당사는 1월 25일 현재 'NAVER (035420)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리를	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NAVER (035420)	2016/11/02	BUY(Reinitiate)	1,050,000원	6개월	-25.45	-21.33
	2016/11/24	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-25.47	-21.33
	2017/01/31	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-24.21	-15.71
	2017/04/11	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-24.21	-15.71
	2017/07/21	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-20.59	-20.10
	2017/07/28	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-26.32	-20.00
	2017/10/27	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-22.77	-9.52
	2018/01/26	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리를율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%