

NAVER

BUY(유지)

035420 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	1,090,000원	현재주가(04/16)	751,000원	Up/Downside	+45.1%
----------	------------	-------------	----------	-------------	--------

2018.04.17

투자는 피할 수 없는 것

D News

1Q18 실적은 예상치 하회 전망: NAVER는 1Q18 매출액 1조 2,554억원(+16.0%YoY), 영업이익 2,741억원(-5.7%YoY)을 기록하며 컨센서스(3,080억원)를 하회할 전망이다. 계절적 영향을 받는 광고 매출은 1,145억원(+14.8%YoY, -11.7%QoQ)을 기록할 것으로 예상되고 모바일 상품의 개선과 쇼핑 매출 증가가 나타나고 있는 비즈니스 플랫폼 매출은 5,791억원(+13.6%YoY, +0.8%QoQ)으로 전분기대비 증가세가 이어질 것으로 추정된다. IT 플랫폼 매출 역시 네이버페이의 성장에 힘입어 699억원(+61.1%YoY, +5.3%QoQ)을 기록, 고성장세가 예상되나 AI(Artificial Intelligence)와 리인의 인력 채용 증가에 따른 인건비 증가, LG유플러스를 통한 AI 스피커 출시 및 라인 핀테크 사업 확장에 따른 마케팅비 증가로 영업이익은 기대에 미치지 못할 전망이다.

Comment

비용 증기를 부정적으로만 볼 것인가: NAVER는 올해도 공격적인 투자 기조를 유지할 것으로 예상된다. 특히 이미 라인 파이낸셜을 설립한 가운데 5월 노무라증권과 협력해 라인증권을 설립하며 핀테크 사업에 박차를 가할 것으로 예상되는 라인의 비용증기가 불가피 할 전망이다. 이에 따라 18년 NAVER의 연결 영업이익 증가율은 17년에 이어 2년 연속 10%가 채 되지 않을 것으로 추정된다. 그러나 치열한 경쟁이 지속되고 있는 글로벌 시장에서 투자 축소는 오히려 성장을 위축시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 당장의 성장성은 조금 아쉬우나 이를 너무 부정적으로만 바라볼 필요는 없다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)			(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고 720,000/960,000원
매출액 (증가율)	4,023 23.6	4,678 16.3	5,306 13.4	5,994 13.0	6,770 13.0	KOSDAQ /KOSPI 897/2,457pt 시가총액 247,550억원
영업이익 (증가율)	1,102 32.7	1,179 7.0	1,238 5.0	1,457 17.7	1,648 13.1	60일-평균거래량 102,039 외국인지분율 59.6%
지배주주순이익	749	773	839	991	1,128	60일-외국인지분율변동추이 -0.1%p 주요주주 국민연금 10.8%
EPS	22,732	23,447	25,454	30,057	34,217	(천원) (pt) 2,000 200
PER (H/L)	39.7/23.9	41.6/30.6	29.5	25.0	21.9	NAVER(좌) KOSPI지수대비(우)
PBR (H/L)	8.3/5.0	6.7/5.0	4.5	3.8	3.3	0 0
EV/EBITDA (H/L)	21.5/12.5	20.9/15.2	14.5	12.3	10.7	17/04 17/07 17/11 18/02
영업이익률	27.4	25.2	23.3	24.3	24.3	주가상승률 1M 3M 12M 절대기준 -6.2 -16.8 -4.6
ROE	26.2	18.5	16.3	16.5	16.1	상대기준 -4.9 -14.7 -17.1

■ Action

국내 가치로만 대부분 설명 가능한 주가 수준: NAVER 국내 사업의 18E 매출액, 당기순이익은 각각 3조 3,190억원, 9,498억원으로 추정되며 여기에 글로벌 피어그룹의 18E P/E 평균 24.2배를 적용한 적정 가치는 23조원이다. 4/16 기준 NAVER의 시가총액 24.8조원을 국내 가치만으로도 대부분 설명할 수 있는 상황이다. 따라서 현재주가에서 다운사이드 리스크는 제한적이라는 판단이며 투자의견 BUY, 목표주가 109만원을 유지한다.

도표 1. NAVER 1Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q18E	%YoY	%QoQ	컨센서스	%차이
매출액	1,255.4	16.0	-0.8	1,260.9	-0.4
영업이익	274.1	-5.7	-5.8	308.0	-11.0
영업이익률	21.8			24.4	
지배주주순이익	185.8	-9.6	3.1	221.0	-15.9

자료: FnGuide, DB금융투자

도표 2. NAVER 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,255.4	1,293.2	1,348.5	1,408.9	4,022.6	4,678.5	5,306.0
%YoY	15.5	14.4	18.5	16.7	16.0	14.5	12.3	11.3	23.6	16.3	13.4
광고	99.7	117.7	114.2	129.6	114.5	129.2	124.1	138.7	399.5	461.2	506.5
비즈니스플랫폼	509.7	520.5	548.6	574.4	579.1	583.4	618.1	634.6	1,865.6	2,153.2	2,415.3
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	69.9	73.7	77.6	81.7	120.5	217.8	302.9
콘텐츠서비스	23.5	24.4	26.7	27.0	27.9	28.8	29.7	30.6	103.2	101.6	116.9
라인 및 기타플랫폼	406.0	417.6	452.6	468.5	464.0	478.2	499.0	523.3	1,533.8	1,744.7	1,964.4
영업비용	791.5	844.4	888.6	974.8	981.2	987.8	1,029.8	1,069.0	2,920.6	3,499.3	4,067.8
%YoY	16.3	18.2	21.6	22.7	24.0	17.0	15.9	9.7	20.5	19.8	16.2
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	140.2	153.3	155.1	161.9	154.2	537.2	577.1	624.4
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	244.5	234.7	245.7	259.8	267.7	660.5	844.3	1,008.0
인프라	49.3	54.4	57.3	60.9	63.0	63.2	63.4	64.0	188.1	221.9	253.7
마케팅	40.3	50.5	64.3	64.8	65.3	68.3	72.9	75.3	148.3	219.9	281.8
라인 및 기타플랫폼	374.9	394.8	401.8	464.4	464.9	455.4	471.8	507.7	1,386.6	1,635.9	1,899.8
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	274.1	305.5	318.7	339.9	1,102.0	1,179.2	1,238.2
%YoY	13.2	4.6	10.6	0.3	-5.7	7.1	2.1	16.8	32.7	7.0	5.0
영업이익률	26.9	25.2	26.0	23.0	21.8	23.6	23.6	24.1	27.4	25.2	23.3
지배주주순이익	205.5	173.1	214.1	180.2	185.8	207.4	215.8	230.0	749.3	772.9	839.0
%YoY	24.2	-18.6	10.0	2.0	-9.6	19.8	0.8	27.6	44.4	3.1	8.6

자료: NAVER, DB금융투자

도표 3. NAVER 목표주가 산출 요약

NAVER 별도 가치 (1)	22,960	십억원
18E 순이익	950	십억원
Target P/E	24.2	배
라인 가치 (2)	9,537	십억원
18E 매출액	1,902	십억원
Target PSR	6.9	배
라인 적정 가치	13,122	십억원
NAVER의 지분율	72.7	%
순차입금 (3)	-3,719	십억원
NAVER 적정 가치 ((1)+(2)-(3))	36,216	십억원
주식수	32,963	천주
목표주가	1,090,000	원
현재주가	751,000	원
상승여력	45.1	%

자료: Bloomberg, DB금융투자

주1: Target P/E는 알파벳, 바이두, 야후재팬, 인덱스 18E P/E 평균

주2: Target PSR은 페이스북, 트위터, 텐센트, 18E PSR 평균 20% 할인

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,200	4,784	5,707	6,995	8,449	매출액	4,023	4,678	5,306	5,994	6,770
현금및현금성자산	1,726	1,908	2,154	2,511	2,780	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권및기타채권	719	1,025	1,343	1,897	2,777	매출총이익	4,023	4,678	5,306	5,994	6,770
재고자산	10	36	40	43	51	판관비	2,921	3,499	4,068	4,537	5,122
비유동자산	2,171	3,235	3,506	3,716	4,011	영업이익	1,102	1,179	1,238	1,457	1,648
유형자산	863	1,150	1,292	1,363	1,506	EBITDA	1,265	1,385	1,488	1,706	1,913
무형자산	112	340	346	351	355	영업외손익	30	17	-16	-13	-4
투자자산	797	1,388	1,510	1,645	1,793	금융순익	29	83	31	33	41
자산총계	6,371	8,019	9,212	10,712	12,460	투자순익	-9	-14	-13	-11	-10
유동부채	1,804	2,303	2,687	3,231	3,892	기타영업외손익	10	-52	-34	-35	-35
매입채무및기타채무	981	1,246	1,630	2,174	2,835	세전이익	1,132	1,196	1,223	1,444	1,644
단기차입금및기타채	227	211	211	211	211	증단사업이익	-12	-3	0	0	0
유동성장기부채	0	150	150	150	150	당기순이익	759	770	856	1,011	1,151
비유동부채	437	411	411	411	411	자비주주지분순이익	749	773	839	991	1,128
사채및장기차입금	150	50	50	50	50	비자비주주지분순이익	10	-3	17	20	23
부채총계	2,241	2,714	3,098	3,642	4,304	총포괄이익	724	627	856	1,011	1,151
자본금	16	16	16	16	16	증감률(%YoY)					
자본잉여금	1,217	1,508	1,508	1,508	1,508	매출액	23.6	16.3	13.4	13.0	13.0
이익잉여금	3,810	4,556	5,347	6,282	7,347	영업이익	32.7	7.0	5.0	17.7	13.1
비자매주주지분	535	543	560	580	603	EPS	44.4	31	8.6	18.1	13.8
자본총계	4,130	5,305	6,114	7,069	8,157						

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164	940	1,075	1,178	1,121	주당지표(원)					
당기순이익	759	770	856	1,011	1,151	EPS	22,732	23,447	25,454	30,057	34,217
현금유동이없는비용및수익	624	663	592	650	716	BPS	109,055	144,477	168,499	196,865	229,156
유형및무형자산상각비	163	206	249	249	264	DPS	1,131	1,446	1,615	1,907	2,171
영업관련자산부채변동	88	-139	-6	-50	-253	Multiple(배)					
매출채권및기타채권의감소	-56	-176	-318	-555	-879	P/E	34.1	37.1	29.5	25.0	21.9
재고자산의감소	0	0	-4	-3	-8	P/B	7.1	6.0	4.5	3.8	3.3
매입채권및기타부채의증가	11	97	384	544	661	EV/EBITDA	18.2	18.8	14.5	12.3	10.7
투자활동현금흐름	-942	-1,310	-786	-773	-796	수익성(%)					
CAPEX	-154	-472	-367	-295	-381	영업이익률	27.4	25.2	23.3	24.3	24.3
투자자산의순증	-367	-605	-135	-146	-158	EBITDA마진	31.4	29.6	28.0	28.5	28.3
재무활동현금흐름	698	636	-43	-48	-56	순이익률	18.9	16.5	16.1	16.9	17.0
사채및차입금의증가	-290	38	0	0	0	ROE	26.2	18.5	16.3	16.5	16.1
자본금및자본잉여금의증가	1,084	291	0	0	0	ROA	14.1	10.7	9.9	10.1	9.9
배당금지급	-32	-33	-42	-47	-56	ROIC	189.4	131.3	94.3	96.9	88.3
기타현금흐름	-7	-85	0	0	0	부채비율(%)	54.3	51.2	50.7	51.5	52.8
현금의증가	913	181	246	358	269	이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	2,077.5	2,444.5	2,765.8
기초현금	813	1,726	1,908	2,154	2,511	배당성향(배)	4.3	5.5	5.5	5.5	5.5
기말현금	1,726	1,908	2,154	2,511	2,780						

자료: NAVER, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종류의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주기를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

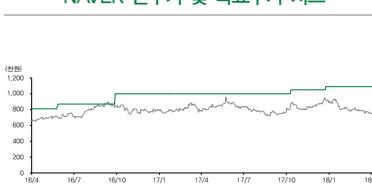
기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

NAVER 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
16/01/08	Buy	810,000	-19.9	-10.9			
16/06/13	Buy	870,000	-10.3	3.4			
16/10/14	Buy	1,000,000	-19.4	-4.0			
17/10/14			-200	-160			
17/10/27	Buy	1,050,000	-19.7	-9.5			
18/01/10	Buy	1,090,000	-	-			