

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

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)을 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 라인의 인력 채용 증가에 따른 인건비 증가, LG유플러스를 통한 시 스피커 출시 및 라인 핀테크 사업 확장에 따른 마케팅비 증가로 영업이익은 기대에 미치지 못할 전망이다.

Comment

비용 증가를 부정적으로만 볼 것인가: NAVER는 올해도 공격적인 투자 기초를 유지할 것으로 예상된다. 특히, 이미 라인 파이낸셜을 설립한 가운데 5월 노무라증권과 합작해 라인증권을 설립하며 핀테크 사업에 박차를 가할 것으로 예상되는 라인의 비용증가가 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.

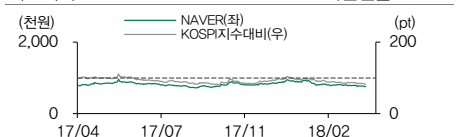
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	4,023	4,678	5,306	5,994	6,770
(증가율)	23.6	16.3	13.4	13.0	13.0
영업이익	1,102	1,179	1,238	1,457	1,648
(증가율)	32.7	7.0	5.0	17.7	13.1
지배주주순이익	749	773	839	991	1,128
EPS	22,732	23,447	25,454	30,057	34,217
PER (H/L)	39.7/23.9	41.6/30.6	29.5	25.0	21.9
PBR (H/L)	8.3/5.0	6.7/5.0	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA (H/L)	21.5/12.5	20.9/15.2	14.5	12.3	10.7
영업이익률	27.4	25.2	23.3	24.3	24.3
ROE	26.2	18.5	16.3	16.5	16.1

Stock Data

52주 최저/최고	720,000/960,000원
KOSDAQ /KOSPI	897/2,457pt
시가총액	247,550억원
60일-평균거래량	102,039
외국인지분율	59.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.1%p
주요주주	국민연금 10.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.2	-16.8	-4.6
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 투자 의견 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, 아후자펀 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
유동자산	4,200	4,784	5,707	6,995	8,449
현금및현금성자산	1,726	1,908	2,154	2,511	2,780
매출채권및기타채권	719	1,025	1,343	1,897	2,777
재고자산	10	36	40	43	51
비유동자산	2,171	3,235	3,506	3,716	4,011
유형자산	863	1,150	1,292	1,363	1,506
무형자산	112	340	346	351	355
투자자산	797	1,388	1,510	1,645	1,793
자산총계	6,371	8,019	9,212	10,712	12,460
유동부채	1,804	2,303	2,687	3,231	3,892
매입채무및기타채무	981	1,246	1,630	2,174	2,835
단기차입금및단기차대	227	211	211	211	211
유동상장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	437	411	411	411	411
사채및장기차입금	150	50	50	50	50
부채총계	2,241	2,714	3,098	3,642	4,304
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,508	1,508	1,508	1,508
이익잉여금	3,810	4,556	5,347	6,282	7,347
비지배주주지분	535	543	560	580	603
자본총계	4,130	5,305	6,114	7,069	8,157

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164	940	1,075	1,178	1,121
당기순이익	759	770	856	1,011	1,151
현금유출이없는비용및수익	624	663	592	650	716
유형및무형자산상각비	163	206	249	249	264
영업관련자산부채변동	88	-139	-6	-50	-253
매출채권및기타채권의감소	-56	-176	-318	-555	-879
재고자산의감소	0	0	-4	-3	-8
매입채무및기타채무의증가	11	97	384	544	661
투자활동현금흐름	-942	-1,310	-786	-773	-796
CAPEX	-154	-472	-367	-295	-381
투자자산의순증	-367	-605	-135	-146	-158
재무활동현금흐름	698	636	-43	-48	-56
사채및차입금의 증가	-290	38	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1,084	291	0	0	0
배당금지급	-32	-33	-42	-47	-56
기타현금흐름	-7	-85	0	0	0
현금의증가	913	181	246	358	269
기초현금	813	1,726	1,908	2,154	2,511
기말현금	1,726	1,908	2,154	2,511	2,780

자료: NAVER, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,023	4,678	5,306	5,994	6,770
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,678	5,306	5,994	6,770
판매비	2,921	3,499	4,068	4,537	5,122
영업이익	1,102	1,179	1,238	1,457	1,648
EBITDA	1,265	1,385	1,488	1,706	1,913
영업외손익	30	17	-16	-13	-4
금융손익	29	83	31	33	41
투자손익	-9	-14	-13	-11	-10
기타영업외손익	10	-52	-34	-35	-35
세전이익	1,132	1,196	1,223	1,444	1,644
중단사업이익	-12	-3	0	0	0
당기순이익	759	770	856	1,011	1,151
자배주주지분순이익	749	773	839	991	1,128
비지배주주지분순이익	10	-3	17	20	23
총포괄이익	724	627	856	1,011	1,151
증감률(%YoY)					
매출액	23.6	16.3	13.4	13.0	13.0
영업이익	32.7	7.0	5.0	17.7	13.1
EPS	44.4	3.1	8.6	18.1	13.8

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	22,732	23,447	25,454	30,057	34,217
BPS	109,055	144,477	168,499	196,865	229,156
DPS	1,131	1,446	1,615	1,907	2,171
Multiple(배)					
P/E	34.1	37.1	29.5	25.0	21.9
P/B	7.1	6.0	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA	18.2	18.8	14.5	12.3	10.7
수익성(%)					
영업이익률	27.4	25.2	23.3	24.3	24.3
EBITDA마진	31.4	29.6	28.0	28.5	28.3
순이익률	18.9	16.5	16.1	16.9	17.0
ROE	26.2	18.5	16.3	16.5	16.1
ROA	14.1	10.7	9.9	10.1	9.9
ROC	189.4	131.3	94.3	96.9	88.3
안정성및기타					
부채비율(%)	54.3	51.2	50.7	51.5	52.8
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	2,077.5	2,444.5	2,765.8
배당성향(배)	4.3	5.5	5.5	5.5	5.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

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

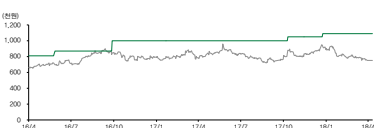
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

NAVER 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 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		1년경과	-20.0 -16.0				
17/10/27	Buy	1,050,000	-19.7 -9.5				
18/01/10	Buy	1,090,000	-				