



△ 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 (4.26)	725,000 원
상승여력	51.7%
KOSPI	2,475.64pt
시가총액	238,979억원
발행주식수	3,296만주
유동주식비율	77.87%
외국인비중	59.68%
52주 최고/최저가	960,000원/720,000원
평균거래대금	818.3억원
주요주주(%)	
국민연금공단	10.83
BlackRock Fund Advisors	5.03
이해진	3.72
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-8.1 -13.7 -10.2
상대주가	-9.5 -13.5 -19.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,022.6	1,102.0	749.3	22,732	46.8	109,055	34.1	7.1	18.2	26.2	54.3
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	23,447	1.5	144,477	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018E	5,496.5	1,139.4	812.8	24,657	2.3	152,276	30.1	4.9	16.5	16.6	54.1
2019E	6,206.4	1,321.2	929.7	28,204	19.2	181,391	26.3	4.1	14.3	16.9	51.2
2020E	6,908.5	1,563.0	1,094.0	33,189	17.4	215,786	22.4	3.4	11.8	16.7	48.3

NAVER 035420**1Q18 Review: 성장을 위한 일보후퇴**

- ✓ 1분기 실적, 기대치 하회. Top Line 성장은 예상치 상회하며 매우 양호. 다만 신규기술 인력 투자와 R&D 확대 지속되며 이익 부진
- ✓ 2018년 NAVER 주가수익률은 -18%로 글로벌 업종 대비 부진. 성장을 위한 투자로 당장의 이익 부진은 불가피. 다만 규제리스크(쇼핑, 뉴스댓글 등) 대두로 인한 투자 센티먼트 회복이 더 시급한 상황

1Q18 실적, 기대치 하회

NAVER의 1분기 실적은 기대치 대비 하회하였다. 1Q18 매출액과 영업이익은 각각 1조 3,091억원(+21.0% YoY), 2,570억원(-11.6% YoY)을 기록, 당사 추정치(매출액 1조 2,637억원, 영업이익 2,970억원) 대비 하회하였다. 광고 매출액은 1,331억원(+18.6% YoY)으로 모바일 상품 개선과 평창올림픽 효과로 두자릿수 성장을 회복하였다. 비즈니스플랫폼 매출액은 5,927억원(+16.1% YoY)으로 모바일 맞춤형 검색 UI 개선, 정보성 강화에 따른 클릭수, 쇼핑검색 광고 호조로 양호하였다.

IT플랫폼 매출액은 725억원(+66.9% YoY)으로 네이버페이 이용자 및 가맹점수(20만 개) 증가로 안정적 성장세 지속하였다. 참고로 1Q18 네이버페이와 쇼핑 거래액 성장률은 각각 61%, 20% 수준이었다. 콘텐츠 서비스는 296억원(+19.8% YoY)으로 웹툰과 V LIVE 이용자 증가로 꾸준히 성장하고 있다. 라인 및 기타 매출액은 4,812억원(+22.9% YoY)을 기록했으며 퍼포먼스광고 성장으로 20% 이상 고성장하였다.

영업이익률은 19.6%로 3.4%p QoQ 하락하였는데 1) 개발인력 확충에 따른 인건비 증가하였으며 참고로 1Q18 연결 인원은 12,900명으로 전년동기 9,800명 대비 31% 늘어났다. 또한 2) 라인 마케팅비(클로바, 신년 프로모션, 게임출시) 증가 지속되고 있으며, 3) 국내 네이버쇼핑 거래액 증가로 포인트 적립비용 또한 비례해 증가한다.

투자센티먼트 회복 필요

2018년 NAVER 주가수익률은 -18%이며 2018E PER은 30배로 지난 3년간 최저 수준이다. 성장을 위한 투자로 인한 이익 부진 감안해도 과도한 주가하락이다. 다만, 규제리스크(쇼핑, 뉴스댓글 등) 대두로 인한 투자 센티먼트 회복이 더 시급하다.

1Q18 실적, 기대치 하회

광고는 호조, 쇼핑에 기인

NAVER의 1분기 실적은 기대치 대비 하회하였다. 1Q18 매출액과 영업이익은 각각 1조 3,091억원(+21.0% YoY), 2,570억원(-11.6% YoY)을 기록, 당사 추정치(매출액 1조 2,637억원, 영업이익 2,970억원) 대비 하회하였다.

광고 매출액은 1,331억원(+18.6% YoY)으로 모바일 상품 개선과 평창올림픽 효과로 두자릿수 성장률 회복하였다. 비즈니스플랫폼 매출액은 5,927억원 (+16.1% YoY)으로 모바일 맞춤형 검색 UI 개선, 정보성 강화에 따른 클릭수, 쇼핑검색 광고 호조 지속되었다.

IT플랫폼 매출액은 725억원(+66.9% YoY)으로 네이버페이 이용자 및 가맹점수 증가로 안정적 성장세 지속하였다. 1Q18 기준 클라우드 상품은 89개였다. 콘텐츠 서비스는 296억원(+19.8% YoY)으로 웹툰과 V LIVE 이용자 증가로 꾸준히 성장하고 있다.

라인 및 기타 매출액은 4,812억원(+22.9% YoY)을 기록했으며 라인광고 성장으로 20% 이상의 고성장 시현하였다.

영업이익률은 19.6%로 3.4%p QoQ 하락하였는데 1) 개발인력 확충에 따른 인건비 증가하였으며 참고로 1Q18 연결 인원은 12,900명으로 전년동기 9,800명 대비 31% 늘어났다. 또한 2) 라인 마케팅비(클로바, 신년 프로모션, 게임출시) 증가 지속되고 있으며, 3) 국내 네이버쇼핑 거래액 증가로 포인트 적립비용 비례해 증가하고 있다.

표1 1Q18 실적, 기대치 하회

(십억원)	1Q18	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,309.1	1,082.2	21.0%	1,265.9	3.4%	1,233.3	6.1%	1,263.7	3.6%
광고	133.1	112.2	18.6%	150.5	-11.5%	109.0	22.1%	-	-
비즈니스플랫폼	592.7	510.5	16.1%	575.6	3.0%	568.1	4.3%	-	-
IT플랫폼	72.5	43.4	66.9%	66.4	9.1%	73.0	-0.7%	-	-
콘텐츠서비스	29.6	24.7	19.8%	27.6	7.1%	27.8	6.5%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	481.2	391.4	22.9%	445.8	7.9%	455.3	5.7%	-	-
영업이익	257.0	290.8	-11.6%	291.1	-11.7%	290.5	-11.5%	297.0	-13.5%
세전이익	255.7	306.8	-16.7%	262.9	-2.7%	313.1	-18.3%	309.8	-17.5%
지배순이익	165.2	205.5	-19.6%	180.2	-8.3%	204.2	-19.1%	211.8	-22.0%

자료: NAVER, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 NAVER 분기별 실적 – Top Line 성장은 양호하나 이익은 투자증가로 부진

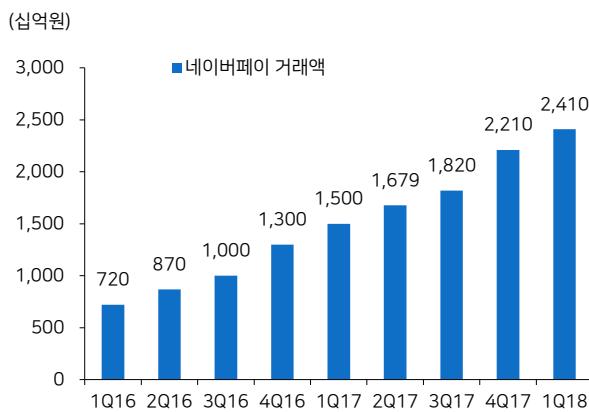
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,360.7	1,366.4	1,460.3	4,678.5	5,496.5	6,206.4
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	147.3	141.7	153.5	529.4	575.7	615.7
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	631.4	607.0	666.7	2,157.7	2,497.8	2,748.4
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	79.8	87.7	96.5	217.8	336.5	492.6
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	31.1	31.9	33.4	104.5	126.0	146.6
LINE 및 기타플랫폼	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	471.2	498.1	510.1	1,669.0	1,960.6	2,203.0
영업비용	791.4	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,078.1	1,087.1	1,129.8	3,499.3	4,347.1	4,885.1
플랫폼개발/운영	148.1	151.3	159.6	146.6	183.2	186.9	187.5	191.3	577.1	748.8	939.1
대행/파트너	188.7	204.3	215.7	248.5	240.4	245.2	248.0	253.0	844.3	986.6	1,057.3
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	61.5	62.7	70.2	221.9	254.7	271.4
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	72.4	73.9	80.4	219.9	297.7	338.1
LINE 및 기타플랫폼	357.4	375.5	385.2	450.9	497.2	512.1	515.0	535.0	1,635.9	2,059.3	2,279.3
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	282.6	279.3	320.5	1,179.2	1,139.4	1,321.2
세전이익	306.8	305.1	321.0	262.9	255.7	301.4	300.9	322.8	1,195.8	1,180.7	1,411.4
지배순이익	205.5	173.1	214.1	180.2	165.2	211.7	210.9	224.9	772.9	812.8	929.7

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

네이버쇼핑의 성장, 이상없다

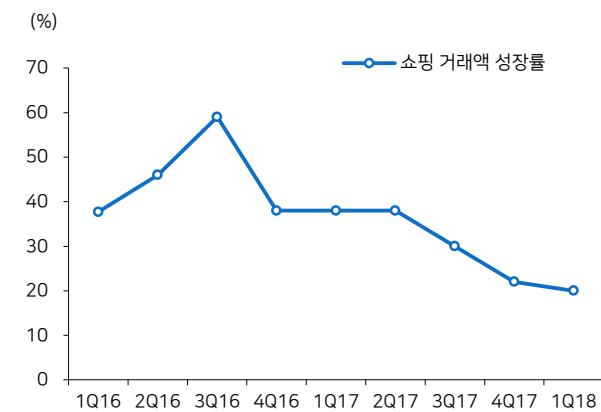
1Q18 네이버페이 거래액은 2.4조원(+61.0% YoY), 쇼핑거래 성장률도 20% 수준으로 양호하였다. 3월 네이버페이 월거래액은 8천억원 수준 돌파했다고 추정된다. 1분기 기준 가맹점수는 20만개로 롯데온라인몰, 도미노피자, 베거킹 등으로 신규가맹점 지속해서 늘어나고 있으며, 쇼핑검색광고주수는 약 23,000명으로 연말 혹은 내년 초까지 쇼핑광고 적용되는 카테고리 확대해 광고매출 증가시킬 계획이다.

그림1 네이버페이 거래액, 사상최고치 간신 중



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 1Q18 쇼핑 거래액 성장률 20% 수준 추정



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 1Q18 쇼핑검색광고주 수 2.3만명 수준



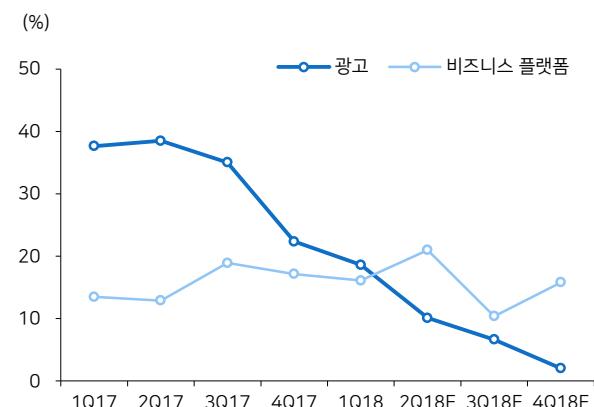
자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 인력에 대한 투자 지속 - 1Q18 12,900명



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 광고매출 증감율(YoY)



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 IT플랫폼(네이버페이) 매출 성장세 유지



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

댓글 저널리즘

과도한 주가하락

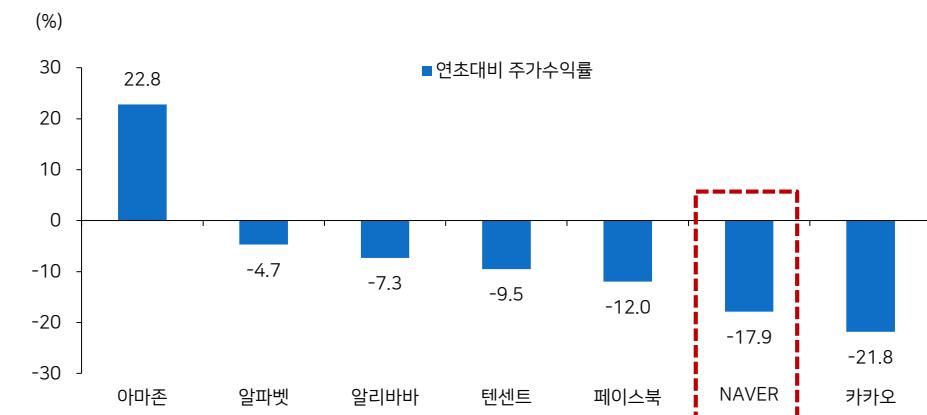
2018년 NAVER 주가수익률은 -18%이며 2018E PER은 30배로 지난 3년간 최저 수준이다. 성장을 위한 투자로 인한 이익 부진 감안해도 과도한 주가하락이다. 규제리스크(쇼핑, 뉴스댓글 등) 대두로 인한 투자 센티먼트 회복이 더 시급하며, 하반기에는 개선될 가능성 크다고 판단한다.

댓글 정책 개편안 발표

뉴스댓글 조작사건 관련하여 4월 25일 NAVER는 '댓글 정책 개편안'을 발표하였다. 하나의 계정으로 동일한 기사에 작성 가능한 댓글수 3개로 제한, 연속 댓글 작성 간격 10초 → 60초로 확대, 하루 공감/비공감수 50개로 제한한다는 것이다.

그리고 댓글 정렬 방식을 공감순이 아닌 최신순으로 노출하는 등의 방식, 알고리즘으로 댓글 추출하는 AI배열 등의 방안, 그리고 일부 언론사에서 제안하는 아웃링크 형태도 고민하는 등 전방위적으로 뉴스 댓글 조작 이슈에 대응하고 있다.

그림7 2018년 연초대비 주가수익률



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 네이버의 댓글정책 개편안

항목	기존	개편 후
기사당 작성 가능 댓글 수	ID당 하루 20개	ID당 하루 3개
댓글 작성 간격	10초	60초
공감/비공감 가능 횟수	무제한	ID당 24시간 이내 50개
공감/비공감 간격	없음	10초
댓글 어뷰징 방지	-	AI 기술 도입, 사용자 패턴 학습해 어뷰저 감별

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 네이버의 뉴스서비스 관련 변화



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 네이버 본사 찾은 자유한국당 국회의원들



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 NAVER valuation

(십억원)	2018E	비고
NAVER (A+B+C)	27,147.9	
검색포탈 (A)	15,272.9	
2018E NP	763.6	
Target PE Multiple(배)	20.0	알파벳, 야후 등과 비교
쇼핑 (B)	10,800.0	
2018E 거래액	9,000.0	
Target PSR Multiple(배)	1.2	쿠팡, 티켓몬스터와 비교
동영상 (C)	1,075.0	
월간 페이지뷰(백만뷰)	107.5	
페이지뷰당 가치(달러)	10.0	메이커 스튜디오 등과 비교
라인	5,840.0	
라인 시가총액	10,000.0	NAV대비 30% 할인 적용
지분율(%)	73.0	
현금성자산	3,534.0	
총 기업가치	36,521.9	
적정주가(원)	1,107,977	
현재주가(원)	725,000	
상승여력(%)	51.7%	
주식수(천주)	32,963	

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q 최근 댓글 및 뉴스 아웃링크 관련해 많은 관심과 우려 존재. 민감한 사항이지만 관련 코멘트 가능한지?

- A**
- 어제 댓글 서비스 개편 발표. 뉴스 댓글은 뉴스 정보에 대한 2차 소통 창구이며 누구나 자유롭게 의견을 개진할 수 있는 공간
 - 뉴스 댓글이 서비스되었던 지난 14년동안 뉴스 댓글란과 관련하여 다양한 사회적 실험과 시도들이 있어 왔음
 - 네이버는 이런 연장선상에서 뉴스 댓글 운영 원칙에 대해 사용자와 함께 근본적인 문제점을 찾아 해결하고자 함. 3월 이용자가 참여하는 댓글 정책 이용자 패널 출범, 여기에서 논의를 거쳐 1차로 4가지 발표한 것
 - 하루에 누를 수 있는 공감/비공감수 50개로 제한, 연속댓글 60초 이내 작성 불가, 연속 공감/비공감 클릭 간격 조정, 동일 기사 댓글 참여 3개로 제한
 - 일부 언론사에서 제안하는 아웃링크도 내부적으로 검토하고 있으며 다각적으로 고민해볼 예정

Q 1분기 광고매출, 평창 올림픽 영향이 있었다고 해도 큰 폭으로 증가. 하반기에도 높은 수준의 성장 가능할 것으로 보는지?

- A**
- 1분기 광고매출 비수기임에도 불구하고 작년부터 이어져 왔던 적극적 모바일 상품 개선과 평창 올림픽 영향으로 두자리의 연간 성장을 회복
 - 2분기부터는 개선 기저효과가 낮아져 1분기보다 성장세 낮아질 것, 하반기 광고 매출 성장세 둔화될 것으로 예상
 - 모바일 상품 개선 지속하여 연간 두자릿수 성장을 달성할 수 있도록 노력할 것

Q 매출 성장세는 좋게 나오고 있는데 비용 증가하면서 마진 하락. 앞으로의 추이는 어떻게 전망하는지? 향후 투자 및 마케팅 비용 가이던스?

- A**
- 미래를 위해 투자를 지속하고 있으며 특히 작년부터 올해 1분기까지 우수인력 확보에 집중
 - 매출 대비 25%가 넘는 규모로 연구개발비 지출. 앞으로도 투자 지속할 것이기 때문에 연간 연구개발비 15%~20% 증가할 것
 - 1분기 마케팅비용은 페이거래액 증가에 따른 포인트 적립과 스피커 출시 등으로 인해 증가
 - 연간 마케팅비 전년 대비 증가할 것이나 페이 거래액과 연동되는 포인트 적립이 대부분일 것. AI 스피커 관련 비용의 영향도 있음
 - 마케팅비용은 네이버플랫폼 매출 대비 일정 비율로 관리하기 위해 노력 중
 - 라인 및 기타플랫폼을 제외하고 네이버 플랫폼의 2018년도 영업수익은 10%대 중반의 성장세 유지가 목표
 - 올해 영업이익은 비용 증가의 영향이 있기 때문에 작년보다 다소 낮은 30% 초반 수준의 이익률을 전망하고 있음

Q 비즈니스플랫폼 매출 성장 지속, 쇼핑검색광고가 가장 중요하다고 여겨지는데 상품 확장 계획 등 향후 전략은?

- A**
- 비즈니스 플랫폼의 성장은 PPC가 아니라 사용자 트래픽의 증가로 인한 성장이 주를 이루고 있음
 - 올해 1분기 모바일 조회수 및 클릭 수 전년동기대비 17% 성장하면서 전체 실적 성장 견인
 - 쇼핑검색광고 출시 이후 광고주 수 꾸준히 증가, 3월 말 기준 약 23,000명의 광고주가 쇼핑검색광고 이용
 - 현재 계획은 쇼핑검색광고가 중요한 서비스 영역이기 때문에 검색 품질과 상품 개선에 집중하고 있음. 연말이나 내년 초까지 카테고리 확장해 이용자 만족시켜 나갈 것

Q 네이버페이 쇼핑 관련 유저, 거래대금, 매출 등 성장세는?

- A**
- 이용자수 및 입점몰 개수 견고하게 성장하고 있음.
 - 네이버페이는 1분기 롯데온라인몰, 도미노피자, 유니세프, 버거킹 등 신규 가맹점 지속 확보했으며 1분기 말 기준 20만개의 가맹점 보유하고 있음
 - 2018년에도 투자 지속될 것이며 정확한 투자 규모 수치를 확정하기 어렵지만 2017년 규모 수준의 투자는 이어져야 한다고 생각
 - 2018년 네이버페이 거래액은 규모는 커지만 성장세는 다소 둔화될 것으로 예상함

Q 쇼핑검색광고 성장세 가속화되면서 기존 검색광고 상품인 파워링크 등은 성장세 둔화 예상. 카나발라이징 문제는 아직 일어나지 않고 있는지?

- A**
- 파워링크는 어떤 주제의 사이트를 찾는 니즈에 대한 대응, 쇼핑검색광고는 특정 상품에 대한 니즈에 대응하는 상품
 - 니즈가 일부 겹칠 수 있으나 겹치는 부분이 크지 않으면 두 상품 모두 함께 성장하고 있음

Q 플랫폼 개발비 24% 증가, 이 중 AI 등 신규 비즈니스가 차지하는 비중이 어떻게 되는지? 인건비 증가의 대부분이 기술 인력 증가에서 비롯되는지?

- A**
- 플랫폼 개발 및 운영비는 관련 비용의 대부분이 신규 사업이라고 보면 됨
 - 서치엔클로바 AI 연구 및 차세대 검색 연구에 비용 많이 들어가며 네이버랩스의 자율주행, 지도 등 연구활동에도 비용이 많이 들어감
 - 지난 1년여의 기간 동안 1,500명이 넘는 인력을 새로 뽑음. 이 인력들은 대부분 서치엔클로바와 네이버랩스, 라인 신규사업 개발 인력들임

Q 광고시장 성장성 및 트렌드는? 네이버의 광고시장 점유율 동향은?

- A ■ 온라인광고협회에 따르면 2017년 온라인 광고 시장 규모가 4.4조원 정도로 방송광고시장 규모 넘어섰다.
- 2018년에는 온라인 광고시장 4.9조원 전망, 광고시장 점유율 40% 육박. 전통 광고에서 디지털 광고로의 이동 지속될 것
 - 지난해 모바일 광고 시장 26% 성장, 올해 모바일 광고시장 성장률은 다소 둔화된 15%로 전망
 - 페이스북, 인스타그램, 유튜브 등 해외 매체들이 국내 시장에서 치열하게 경쟁하고 있음. 모바일, 동영상 사용자 및 매출이 상당히 를 것으로 추정
 - 네이버는 강력한 검색 기능과 광고상품, 플랫폼을 기반으로 시장에서의 성장을 꾸준히 유지할 수 있도록 노력하고 있음

Q 미래에셋대우와의 제휴 이후 1년 경과. 향후 핀테크 사업 등 전략 방향성은?

- A ■ 작년 하반기에 미래에셋대우 CMA 계좌를 네이버페이 간편결제 제휴사로 추가
- 조만간 제휴통장 서비스 준비 중. 제휴통장은 제휴카드처럼 새로운 사용자층을 이끌어내는 수단이 되며 이용자에게도 혜택 제공
 - 향후 네이버의 기술과 미래에셋대우의 금융 콘텐츠 결합할 계획, 함께할 수 있는 사업 기회를 적극적으로 검토 중

Q 주가가 지금 4분기 실적 이후로 많이 빠졌음. 여러 이유가 있겠지만 하나는 지속되는 투자와 마진에 대한 우려, 두번째는 아웃링크 등에 대한 우려. 투자로 인한 마진 하락 기간을 언제까지로 잡아야 하는지? 투자가 성과로 돌아오는 시기는 언제로 예상하는지?

- A ■ 마진 하락에 대해서는 지난 실적발표부터 지속적으로 언급해 오고 있음
- 2016년부터 클로바 프로젝트 시작하고 채용과 투자 지속해 옴, 서비스 측면에서도 빅데이터와 AI 기반으로 전환되면서 하드웨어 투자도 증가
 - 이러한 투자는 네이버뿐만 아니라 다른 IT기업도 투자를 할 수밖에 없는 상황. 투자 성과가 조만간 가시적으로 나타나길 기대하며 적어도 올해까지는 현재와 같은 수준의 투자 지속되어야 한다고 생각

Q 아웃링크 방식을 도입하게 된다면 광고수익에 발생할 수 있는 리스크가 어떻게 되는지? 광고매출 하락을 방어할 수 있는지?

- A ■ 일부 언론에서 제기하는 아웃링크에 대해서는 열린 태도로 타당성 검토하고 논의할 것
- 아웃링크를 둘러싸고 다양한 의견이 상충하고 있으며 사용자들의 사용성에 대한 우려도 많은 상황
 - 아웃링크에 대한 논의는 많은 시간이 필요할 사안. 전환 여부 및 영향에 관련하여 언급하는 것은 아직 적절하지 않다고 생각

Q 올해 타겟 마진이 30% 초반 수준이 맞는지? 1분기 비용 감안했을 때 과연 달성 가능한 것인지?

- A**
- 연결 실적 발표 기준의 영업이익률은 작년에 25% 전후, 1분기 19.6% 수준
 - 30% 초반이라는 수치는 라인 및 기타플랫폼을 제외한 네이버 플랫폼 기준으로의 마진율을 의미한 것
 - 네이버 플랫폼만 놓고 본다면 현재 마진율 30% 중반 수준. 30% 초반의 타겟 마진율은 현재의 수준보다 다소 낮아진 수준으로 전망하는 것

NAVER(035420)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,022.6	4,678.5	5,496.5	6,206.4	6,908.5
매출액증가율 (%)	23.6	16.3	17.5	12.9	11.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,022.6	4,678.5	5,442.2	6,331.6	7,367.7
판매비와관리비	2,920.6	3,499.3	4,357.1	4,885.1	5,345.6
영업이익	1,102.0	1,179.2	1,139.4	1,321.2	1,563.0
영업이익률 (%)	27.4	25.2	20.7	21.3	22.6
금융수익	28.9	82.6	73.3	85.7	90.0
종속/관계기업관련손익	-9.4	-14.0	-14.5	-14.9	-15.3
기타영업외손익	10.3	-51.9	-10.7	7.8	8.2
세전계속사업이익	1,131.8	1,195.8	1,180.7	1,411.4	1,657.6
법인세비용	360.9	423.2	410.7	472.4	554.9
당기순이익	759.1	770.1	787.9	939.0	1,102.8
지배주주지분 순이익	749.3	772.9	812.8	929.7	1,094.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164.0	940.0	1,257.8	1,646.6	979.7
당기순이익(순실)	759.1	770.1	787.9	939.0	1,102.8
유형자산감가상각비	145.7	182.7	157.8	128.4	104.5
무형자산상각비	17.3	23.6	13.8	12.0	10.4
운전자본의 증감	88.3	-138.5	185.5	216.3	252.3
투자활동 현금흐름	-941.7	-1,310.3	-1,056.8	-589.8	-601.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-153.8	-472.2	-491.1	-510.7	-531.1
투자자산의 감소(증가)	-366.8	-604.8	-277.6	-333.1	-399.7
재무활동 현금흐름	697.9	636.2	125.7	214.8	236.3
차입금증감	-290.4	38.3	195.8	203.6	211.8
자본의증가	1,084.1	290.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가	912.8	181.3	-161.4	464.5	614.8
기초현금	813.4	1,726.2	1,907.6	1,746.2	2,210.7
기말현금	1,726.2	1,907.6	1,746.2	2,210.7	2,825.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,199.9	4,784.2	4,654.9	5,127.0	5,650.3
현금및현금성자산	1,726.2	1,907.6	1,746.2	2,210.7	2,825.5
매출채권	475.4	621.5	725.2	846.1	987.2
재고자산	10.4	36.2	42.2	49.3	57.5
비유동자산	2,170.7	3,235.0	3,846.3	4,576.2	5,448.1
유형자산	863.3	1,150.0	1,380.0	1,656.0	1,987.2
무형자산	112.1	339.5	407.4	488.9	586.7
투자자산	796.9	1,387.7	1,665.3	1,998.4	2,398.0
자산총계	6,370.6	8,019.3	8,501.1	9,703.2	11,098.4
유동부채	1,803.9	2,302.7	2,533.0	2,786.3	3,064.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	227.3	211.0	211.0	211.0	211.0
유동성장기부채	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
비유동부채	437.1	411.3	452.5	497.7	547.5
사채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
부채총계	2,241.0	2,714.1	2,985.5	3,284.0	3,612.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,217.2	1,507.9	1,507.9	1,507.9	1,507.9
기타포괄이익누계액	-25.4	-117.2	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	3,810.2	4,555.5	5,539.6	6,734.2	8,166.2
비지배주주지분	534.9	542.8	496.2	440.0	373.1
자본총계	4,129.6	5,305.2	5,515.6	6,419.2	7,486.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	122,036	141,932	166,750	188,284	209,587
EPS(지배주주)	22,732	23,447	24,657	28,204	33,189
CFPS	41,966	43,488	43,072	49,555	56,962
EBITDAPS	38,377	42,031	39,772	44,342	50,903
BPS	109,055	144,477	152,276	181,391	215,786
DPS	1,131	1,446	1,446	1,446	1,446
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	37.1	30.1	26.3	22.4
PCR	18.5	20.0	17.3	15.0	13.0
PSR	6.4	6.1	4.5	3.9	3.5
PBR	7.1	6.0	4.9	4.1	3.4
EBITDA	1,265.0	1,385.4	1,311.0	1,461.6	1,677.9
EV/EBITDA	18.2	18.8	16.5	14.3	11.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.2	18.5	16.6	16.9	16.7
EBITDA 이익률	31.4	29.6	23.9	23.6	24.3
부채비율	54.3	51.2	54.1	51.2	48.3
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	181.5	2,073.9	971.1	1,125.8	1,331.3
매출채권회전율(X)	9.1	8.5	8.2	7.9	7.5
재고자산회전율(X)	311.2	201.0	140.1	135.6	129.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤율정)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.06.13	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-35.7	-31.5		
2016.07.12	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-35.5	-31.1	1,250,000	
2016.07.29	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-32.2	-20.2		
2016.09.27	기업분석	Buy	1,100,000	김동희	-31.2	-18.2	1,000,000	
2016.10.12	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.4	-18.2		
2016.10.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.0	-18.2		
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.9	-18.2	750,000	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-29.8	-18.2		
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-29.7	-18.2	500,000	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-29.0	-18.2		
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.0	-18.2	250,000	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.9	-18.2		
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.9	-18.2		
2017.04.29	1년 경과				-23.6	-21.3		
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-22.0	-12.7		
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-22.6	-12.7		
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.0	-12.7		
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0		
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.2	-10.6		
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-16.3	-5.0		
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-18.2	-16.3		
2018.01.26	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.0	-15.3		
2018.04.05	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.6	-15.3		
2018.04.27	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-	-		