

## NAVER(035420)

## 커져만 가는 투자의 무게

비즈니스 플랫폼은 효율 개선 및 쇼핑검색광고 호조로 견고한 성장세 유지 중  
가맹점 수 및 이용자 증가로 네이버페이 거래액은 전분기 대비 8.8% 증가  
투자 확대에 따른 비용 증가로 마진 악화 불가피. 목표주가 92만원으로 하향

## Facts : 견고한 외형 성장에도 부진했던 영업이익

1분기 실적은 매출액 1조 3,091억원(+21.0% YoY, +3.4% QoQ), 영업이익 2,570억원(-11.6% YoY, -11.7% QoQ)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 광고 매출액은 평창 올림픽 효과가 비수기 영향을 상쇄하며 전년 대비 18.6% 증가했으며 비즈니스 플랫폼 매출액 또한 클릭 수 증가와 쇼핑검색광고 호조로 전년 동기 대비 16.1% 늘었다. IT 플랫폼 매출액 또한 네이버페이 거래액 상승을 기반으로 안정적인 성장세를 유지 중이다. 다만 신규 사업 관련 인력 충원에 따른 인건비 증가와 콘텐츠 플랫폼들의 해외 진출을 위한 마케팅 강화로 영업비용이 1조 521억원(+32.9% YoY, +7.9% QoQ)으로 증가하며 수익성이 악화되었다.

## Pros &amp; cons : 비즈니스 플랫폼의 견조한 성장세 지속

쇼핑검색광고와 기존 광고 상품들의 효율 개선이 비즈니스 플랫폼의 고성장을 견인했다. 쇼핑검색광고 광고주는 23,000여개로 늘었으며 향후 상품군 확대를 통해 성장이 가속화될 전망이다. 파워링크 확장소재 확대에 따른 효율 개선으로 광고 단가 및 CTR이 지속 상승 중이다. 이용자 및 가맹점 확대로 네이버페이의 분기 거래액 규모도 2.4조원(+8.8% QoQ) 수준까지 상승한 점도 긍정적이다. 하지만 신규 성장 동력 확보를 위한 투자가 지속됨에 따라 수익성 악화가 불가피하다는 점은 부정적이다. 특히 투자가 집중되고 있는 신규 사업들의 경우 수익화 시기가 불확실하기 때문에 과도한 비용 증가에 대한 우려가 당분간 지속될 것이다.

## Action : 매수의견 유지, 목표주가 920,000원으로 하향

NAVER에 대한 매수의견을 유지하지만 비용 증가에 따른 수익성 악화와 LINE 가치 하향을 감안해 목표주가를 920,000원(SOTP)으로 기존 대비 12.4% 하향한다. AI 및 신규 사업 경쟁력 강화를 위한 투자 확대로 전반적인 비용 수준이 상승한 반면 외형 성장은 2분기를 시작으로 둔화될 것으로 예상되어 마진 하락이 불가피하다. 하지만 기존 광고 상품들의 효율 개선과 쇼핑검색광고 등 신규 광고 상품 출시의 결과로 기존 사업의 견고한 성과를 유지 중이라는 점을 감안할 때 추가적인 하락 리스크는 제한적일 것으로 예상된다.

하회      부합      상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 920,000원(하향)

## Stock Data

KOSPI(4/26)	2,476
주가(4/26)	725,000
시가총액(십억원)	23,898
발행주식수(백만)	33
52주 최고/최저가(원)	960,000/720,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	83,700
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.9/59.7
주요주주(%)	국민연금 10.8
	BlackRock Fund Advisors 5.0
	외 13인

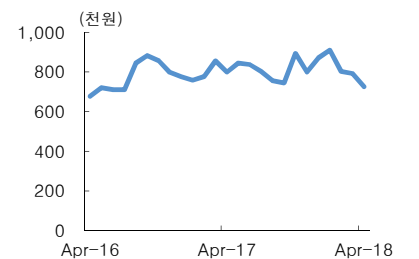
## Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	32.8	30.1	24.6
PBR(x)	4.8	3.7	3.4
ROE(%)	18.5	14.0	15.4
DY(%)	0.2	0.2	0.3
EV/EBITDA(x)	18.0	14.9	12.4
EPS(원)	26,562	24,056	29,475
BPS(원)	180,040	195,720	215,898

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.1)	(13.7)	(10.2)
KOSPI 대비(%p)	(9.7)	(13.5)	(22.3)

## 주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,082.3	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	3.4	21.0	1,264
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	(11.7)	(11.6)	297
영업이익률(%)	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6			23.5
세전이익	306.8	305.2	321.0	262.9	255.7	(2.7)	(16.6)	310
순이익	205.5	173.2	214.1	180.2	153.8	(14.6)	(25.2)	212

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>영업수익</b>	<b>1,095.6</b>	<b>1,147.0</b>	<b>1,220.6</b>	<b>1,288.0</b>	<b>1,309.1</b>	<b>1,366.5</b>	<b>1,392.9</b>	<b>1,465.1</b>	<b>4,751.1</b>	<b>5,533.5</b>	<b>6,297.4</b>
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	147.5	142.2	161.1	529.4	584.0	640.8
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	610.2	624.2	639.0	2,157.7	2,466.1	2,718.5
IT 플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	77.7	82.1	89.6	217.8	322.0	422.0
콘텐츠서비스	23.5	24.4	26.7	27.0	29.6	30.5	31.5	32.4	101.6	124.0	142.6
LINE 및 기타플랫폼	406.0	417.6	452.6	468.5	481.2	500.6	512.8	542.9	1,744.7	2,037.5	2,373.4
<b>영업수익비중</b>											
광고	10.2%	11.7%	10.9%	11.7%	10.2%	10.8%	10.2%	11.0%	11.1%	10.6%	10.2%
비즈니스플랫폼	46.6%	45.5%	45.0%	44.7%	45.3%	44.7%	44.8%	43.6%	45.4%	44.6%	43.2%
IT 플랫폼	4.0%	4.3%	4.8%	5.2%	5.5%	5.7%	5.9%	6.1%	4.6%	5.8%	6.7%
콘텐츠서비스	2.1%	2.1%	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%
LINE 및 기타플랫폼	37.1%	36.4%	37.1%	36.4%	36.8%	36.6%	36.8%	37.1%	36.7%	36.8%	37.7%
<b>영업비용</b>	<b>791.4</b>	<b>844.4</b>	<b>888.6</b>	<b>974.8</b>	<b>1,052.1</b>	<b>1,104.2</b>	<b>1,131.0</b>	<b>1,162.9</b>	<b>3,499.2</b>	<b>4,450.2</b>	<b>5,001.4</b>
플랫폼개발/운영	148.1	151.3	159.6	146.6	183.2	192.2	196.6	183.3	605.6	755.3	860.2
대행/파트너	188.7	204.3	215.7	248.5	240.4	251.4	256.3	269.6	857.2	1,017.7	1,087.6
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	61.5	62.0	62.6	225.0	246.3	271.1
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	73.8	75.2	79.1	242.4	299.1	336.7
LINE 및 기타플랫폼	357.4	375.5	385.2	450.9	497.2	525.3	540.9	568.3	1,569.0	2,131.8	2,445.9
<b>영업이익</b>	<b>304.1</b>	<b>302.6</b>	<b>332.0</b>	<b>313.2</b>	<b>257.0</b>	<b>262.2</b>	<b>261.9</b>	<b>302.2</b>	<b>1,251.9</b>	<b>1,083.3</b>	<b>1,296.0</b>
영업이익률	27.8%	26.4%	27.2%	24.3%	19.6%	19.2%	18.8%	20.6%	26.3%	19.6%	20.6%
<b>세전이익</b>	<b>320.1</b>	<b>322.5</b>	<b>340.9</b>	<b>285.0</b>	<b>255.7</b>	<b>270.6</b>	<b>270.7</b>	<b>311.4</b>	<b>1,268.5</b>	<b>1,108.4</b>	<b>1,319.5</b>
<b>순이익</b>	<b>210.9</b>	<b>171.4</b>	<b>215.8</b>	<b>172.0</b>	<b>153.8</b>	<b>184.3</b>	<b>184.3</b>	<b>212.1</b>	<b>770.1</b>	<b>734.5</b>	<b>898.6</b>
순이익률	19.2%	14.9%	17.7%	13.4%	11.7%	13.5%	13.2%	14.5%	16.2%	13.3%	14.3%

자료: NAVER, 한국투자증권

〈표 3〉 SOTP valuation

(단위: 십억원, 원)

항목	값	내용
<b>NAVER 포털 Value</b>	<b>17,749.8</b>	
18F 순이익	914.9	
Target PER(X)	19.4	동종업체 PER 평균
<b>LINE Value</b>	<b>5,847.9</b>	지분 가치 30% 할인
18F 매출액	2,037.5	
Target PSR(X)	5.64	카카오 PSR 20% 할인
<b>Snow Value</b>	<b>1,049.1</b>	Total 카메라 사업 가치 13.3% 희석
<b>자산가치</b>	<b>5,845.8</b>	
순현금	3,181.7	
자사주	2,604.3	
<b>Total 가치</b>	<b>30,492.6</b>	
발행주식수(백만주)	32,963	
<b>목표주가</b>	<b>920,000</b>	

자료: 한국투자증권

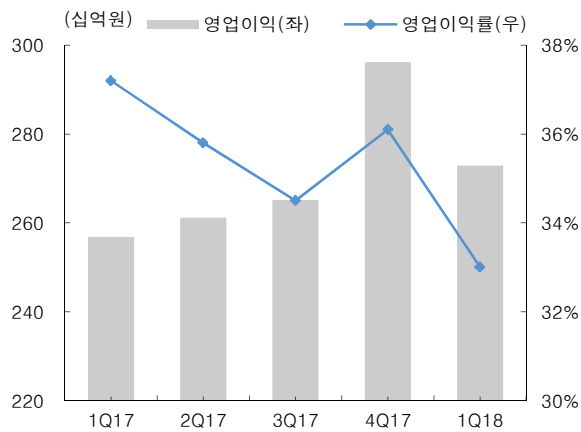
〈표 4〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	5,533.5	5,484.6	0.9%
	2019F	6,297.4	6,409.1	(1.7%)
	2020F	7,179.1	7,370.5	(2.6%)
영업이익	2018F	1,083.3	1,256.0	(13.8%)
	2019F	1,296.0	1,427.7	(9.2%)
	2020F	1,562.4	2,031.4	(23.1%)
지배주주순이익	2018F	703.6	854.0	(17.6%)
	2019F	861.8	975.5	(11.7%)
	2020F	1,038.1	1,342.0	(22.6%)
EPS(원)	2018F	24,056	29,200	(17.6%)
	2019F	29,475	33,365	(11.7%)
	2020F	35,508	45,903	(22.6%)

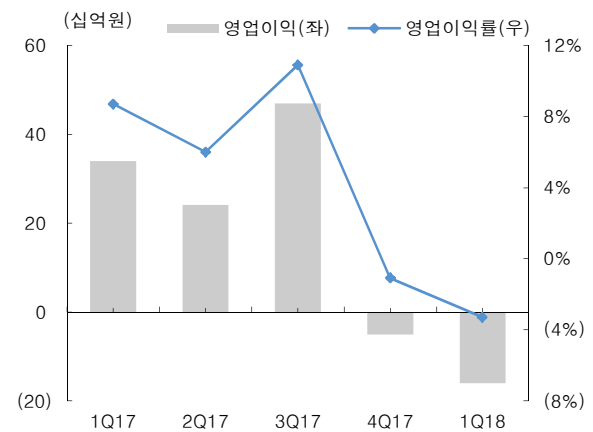
자료: 한국투자증권

[그림 1] NAVER 주요 사업부문 영업이익



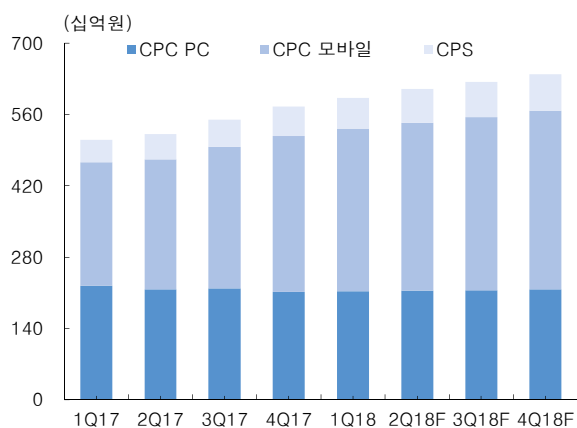
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 2] LINE 및 기타 사업부문 영업이익



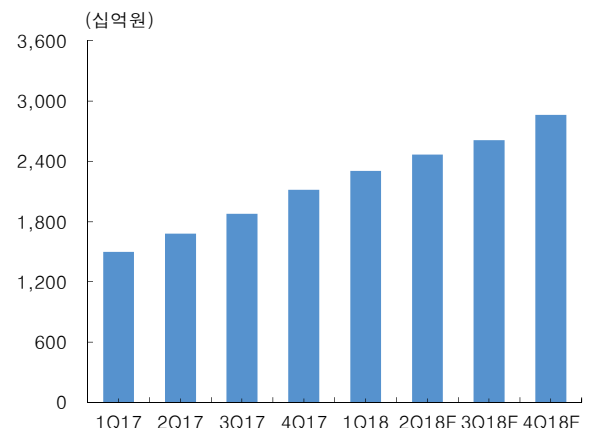
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 3] 비즈니스 플랫폼 부문별 매출 추이 및 전망



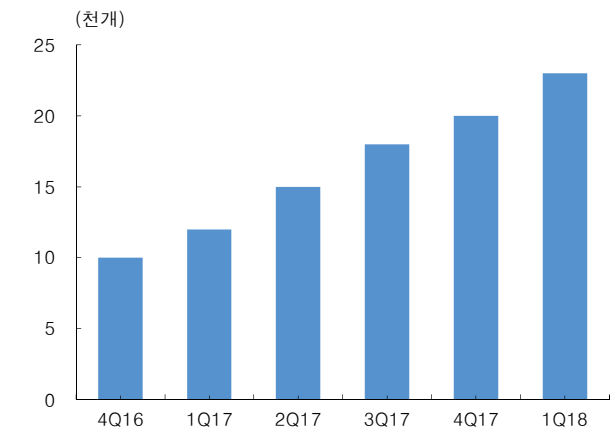
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 4] NAVER페이 거래액 증가 추이 및 전망



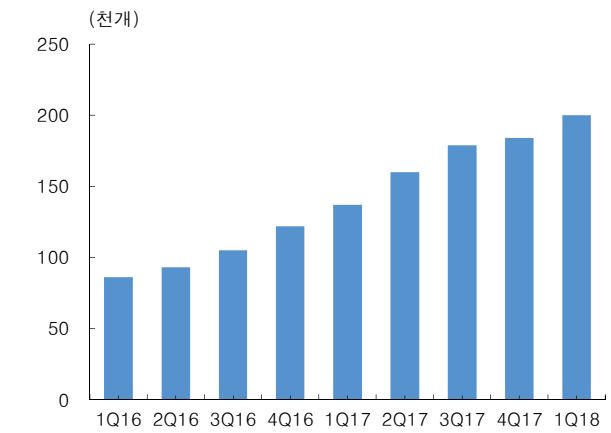
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 5] NAVER 쇼핑 검색 광고주 증가 추이



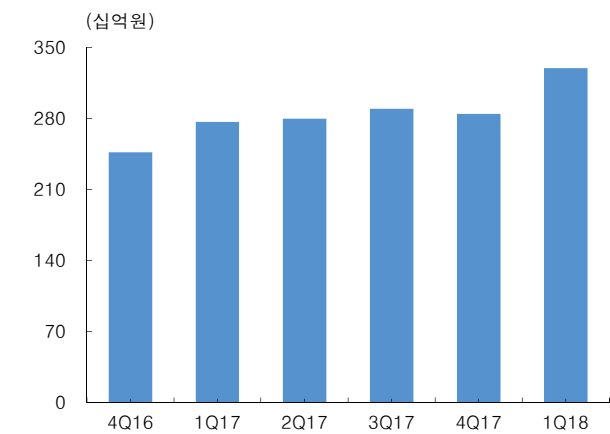
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 6] NAVER페이 가맹점 증가 추이



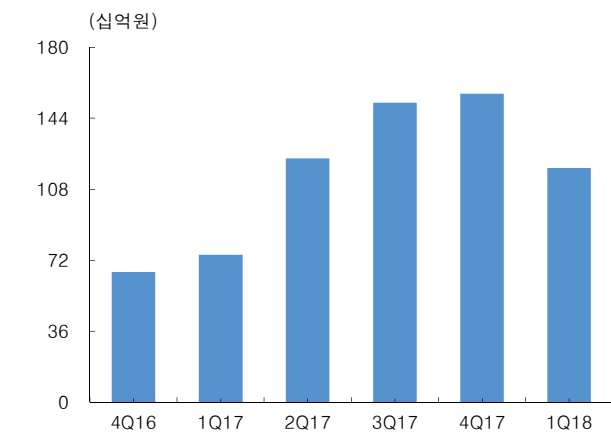
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 7] NAVER 연구개발비 추이



자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 8] NAVER capex 추이



자료: NAVER, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

NAVER는 일평균 약 1,800만명의 이용자가 방문하는 검색 점유율 1위의 국내 대표 인터넷 검색포털. 사업 부문은 광고(검색, 디스플레이), 콘텐츠, 기타로 분류되며 2015년 기준 70% 이상의 매출이 광고 부문에서 발생. 자회사 LINE은 일본을 포함한 4개국(대만, 태국, 인도네시아)의 주요 메신저로 2억명 이상의 MAU 보유. 게임, 광고, 이모티콘 등이 주요 매출원이며 최근에는 태국과 인도네시아 O2O 시장 진출 또한 활발히 이루어지고 있음.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,200	4,784	5,145	5,786	6,632
현금성자산	1,726	1,908	2,269	2,771	3,231
매출채권및기타채권	719	1,025	1,079	1,134	1,292
재고자산	10	36	43	49	56
비유동자산	2,171	3,235	3,578	3,843	4,168
투자자산	797	1,388	1,566	1,719	1,888
유형자산	863	1,150	1,228	1,307	1,385
무형자산	112	340	387	409	431
자산총계	6,371	8,019	8,723	9,628	10,800
유동부채	1,804	2,303	2,451	2,645	2,928
매입채무및기타채무	981	1,246	1,328	1,448	1,651
단기차입금및단기사채	227	211	186	163	144
유동성장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	437	411	426	441	456
사채	150	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	55	49	44	38
부채총계	2,241	2,714	2,877	3,086	3,384
지배주주지분	3,595	4,762	5,279	5,944	6,780
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,508	1,508	1,508	1,508
기타자본	(1,424)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
이익잉여금	3,810	4,556	5,209	6,012	6,984
비지배주주지분	535	543	567	598	637
자본총계	4,130	5,305	5,846	6,542	7,416

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,164	940	1,150	1,361	1,488
당기순이익	759	770	734	899	1,083
유형자산감가상각비	146	183	202	205	207
무형자산상각비	17	24	40	43	45
자산부채변동	88	(139)	119	150	80
기타	154	102	55	64	73
투자활동현금흐름	(942)	(1,310)	(679)	(735)	(893)
유형자산투자	(154)	(472)	(287)	(289)	(291)
유형자산매각	57	6	6	6	6
투자자산순증	(727)	(688)	(333)	(310)	(328)
무형자산순증	(21)	(28)	(88)	(65)	(66)
기타	(97)	(128)	23	(77)	(214)
재무활동현금흐름	698	636	(110)	(124)	(135)
자본의증가	1,374	628	0	0	0
차입금의순증	(341)	48	(31)	(28)	(25)
배당금지급	(32)	(33)	(42)	(50)	(60)
기타	(303)	(7)	(37)	(46)	(50)
기타현금흐름	(7)	(85)	0	0	0
현금의증가	913	181	361	502	460

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

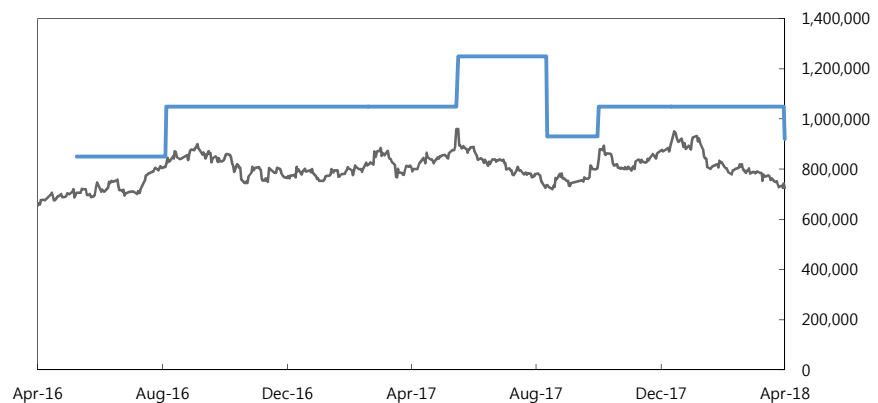
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,023	4,678	5,534	6,297	7,179
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,678	5,534	6,297	7,179
판매관리비	2,921	3,499	4,450	5,001	5,617
영업이익	1,102	1,179	1,083	1,296	1,562
금융수익	67	115	125	133	143
이자수익	36	37	39	44	51
금융비용	38	32	45	41	43
이자비용	6	1	1	1	0
기타영업외손익	10	(52)	(37)	(49)	(50)
관계기업관련손익	(9)	(14)	(18)	(20)	(22)
세전계속사업이익	1,132	1,196	1,108	1,320	1,590
법인세비용	361	423	375	421	507
연결당기순이익	759	770	734	899	1,083
지배주주지분순이익	749	773	704	862	1,038
기타포괄이익	(35)	(143)	(143)	(143)	(143)
총포괄이익	724	627	591	756	940
지배주주지분포괄이익	733	673	567	725	901
EBITDA	1,265	1,385	1,326	1,544	1,815

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	25,746	26,562	24,056	29,475	35,508
BPS	150,192	180,040	195,720	215,898	241,240
DPS	1,131	1,446	1,700	2,040	2,250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	23.6	16.3	18.3	13.8	14.0
영업이익증가율	32.7	7.0	(8.1)	19.6	20.6
순이익증가율	44.4	3.1	(9.0)	22.5	20.5
EPS증가율	46.1	3.2	(9.4)	22.5	20.5
EBITDA증가율	28.3	9.5	(4.3)	16.4	17.6
수익성(%)					
영업이익률	27.4	25.2	19.6	20.6	21.8
순이익률	18.6	16.5	12.7	13.7	14.5
EBITDA Margin	31.4	29.6	24.0	24.5	25.3
ROA	14.1	10.7	8.8	9.8	10.6
ROE	26.2	18.5	14.0	15.4	16.3
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
배당성향	4.3	5.5	7.1	6.9	6.3
안정성					
순차입금(십억원)	(3,017)	(3,182)	(3,553)	(4,159)	(4,855)
차입금/자본총계비율(%)	9.1	7.8	6.4	5.2	4.2
Valuation(X)					
PER	30.1	32.8	30.1	24.6	20.4
PBR	5.2	4.8	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	17.2	18.0	14.9	12.4	10.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NAVER(035420)	2016.06.03	매수	850,000원	-13.4	-4.5
	2016.08.30	매수	1,050,000원	-22.3	-8.6
	2017.06.11	매수	1,250,000원	-34.4	-28.4
	2017.09.06	매수	930,000원	-17.9	-12.4
	2017.10.26	매수	1,050,000원	-21.0	-9.5
	2018.04.26	매수	920,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 26일 현재 Naver 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 Naver 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.