

2018/04/27

NAVER(035420)

투자심리 회복 더딜 전망

■ 1Q18 Review: 매출액 +21.0% YoY, 영업이익 -11.6% YoY

1Q18 매출액과 영업이익은 각각 1조 3091억원 (+21.0% YoY, +3.4% QoQ), 2,570억원 (-11.6% YoY, -11.7% QoQ)으로 영업이익은 시장 예상치를 크게 하회했다. 광고 매출액은 모바일 상품 개선 및 평창동계올림픽 효과로 예상보다 높은 성장률을 기록했으며, 비즈니스플랫폼 또한 쇼핑검색광고의 광고주 수 증가로 두 자릿수 성장세를 꾸준히 이어가고 있다. 매출액이 시장 예상치를 상회한 것과 달리 AI, 자율주행, 해외 사업 등 신규 사업 부문의 고임금 개발 인력 확대에 인력비가 크게 증가하면서 영업이익률은 전반기 대비 7.3%p 하락한 19.6%를 기록했다.

■ 투자가 수익 창출로 이어지는 시점 확인 필요

지난해 연결 기준 인력 수가 1,500명 증가한 것에 이어 올해 1분기에도 600여명의 인력이 증가했다. 기술 경쟁력 확보를 위해 당분간 인력 투자는 지속될 것으로 올해 플랫폼개발 및 운영비는 전년동기대비 26% 증가할 것으로 추정된다. 네이버 본사 외에 라인, 스노우 등의 기타 플랫폼의 수익성도 하락도 불가피하다. 1분기 라인 및 기타 플랫폼 사업의 영업손실은 전반기 대비해서도 확대된 160억원을 기록했다. 자회사 스노우의 경우 생방송 모바일 퀴즈쇼 '잼라이브'가 동접속자수 11만명을 돌파하는 등 트래픽이 지속 상승하고 있으며, 스노우 앱은 스티커 판매 등 다양한 수익 모델을 시도할 예정이지만 수익화가 본격화 되는 시점에 대해서는 점검이 필요하다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 100만원으로 하향 조정

NAVER에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 기존 125만원에서 100만원으로 하향 조정한다. 비용 증가에 따라 2018년 예상 EPS를 기존 추정치 대비 13.8% 하향 조정함에 따라 목표주가를 하향 조정했다. 신사업 투자가 성장동력으로 자리매김하기까지는 중장기적으로 접근할 필요가 있으며, 최근 글로벌 인터넷 업체에 대한 규제 강화 등으로 투자심리 회복은 다소 더딜 전망이다.

인터넷/게임/미디어 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

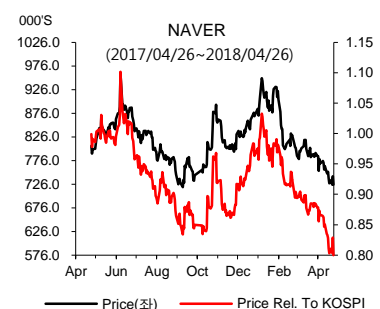
Buy(Maintain)

| | |
|----------------|------------|
| 목표주가(12M) | 1,000,000원 |
| 종가(2018/04/26) | 725,000원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|------------------|
| 자본금 | 16십억원 |
| 발행주식수 | 3,296만주 |
| 시가총액 | 23,898십억원 |
| 외국인지분율 | 59.7% |
| 배당금(2017) | 1,446원 |
| EPS(2018E) | 24,721원 |
| BPS(2018E) | 163,581원 |
| ROE(2018E) | 16.0% |
| 52주 주가 | 720,000~960,000원 |
| 60일평균거래량 | 102,371주 |
| 60일평균거래대금 | 81.8십억원 |

Price Trend



<표 1> NAVER 1 분기 잠정실적

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018E | 2019E | 1Q17 | 4Q17 | 1Q18P | 컨센서스 | 차이(%) |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 매출액 | 4,678.4 | 5,527.9 | 6,280.0 | 1,082.2 | 1,265.9 | 1,309.1 | 1,263.7 | 3.6 |
| YoY(%) | 16.3 | 18.2 | 13.6 | 15.5 | 16.7 | 21.0 | 16.8 | 4.2p |
| QoQ(%) | | | | -0.3 | 5.4 | 3.4 | -0.2 | 3.6p |
| 영업이익 | 1,179.2 | 1,180.8 | 1,469.5 | 290.8 | 291.1 | 257.0 | 297.0 | -13.5 |
| YoY(%) | 7.0 | 0.1 | 24.4 | 13.2 | 0.3 | -11.6 | 2.1 | -13.8p |
| QoQ(%) | | | | 0.2 | -6.8 | -11.7 | 2.0 | -13.7p |
| 이익률(%) | 25.2 | 21.4 | 23.4 | 26.9 | 23.0 | 19.6 | 23.5 | -3.9p |
| 순이익 | 770.1 | 811.9 | 1,001.7 | 210.9 | 172.0 | 178.3 | 215.0 | -17.1 |
| 이익률(%) | 16.5 | 14.7 | 16.0 | 19.5 | 13.6 | 13.6 | 17.0 | -3.4p |

자료: NAVER, 하이투자증권
주: 연결기준

<표 2> NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018E | 2019E | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18P | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 4,678 | 5,528 | 6,280 | 1,082 | 1,130 | 1,201 | 1,266 | 1,309 | 1,369 | 1,389 | 1,460 |
| 광고 | 529 | 604 | 658 | 112 | 134 | 133 | 151 | 133 | 153 | 147 | 170 |
| 비즈니스플랫폼 | 2,158 | 2,470 | 2,742 | 511 | 522 | 550 | 576 | 593 | 610 | 623 | 644 |
| IT플랫폼 | 218 | 336 | 538 | 43 | 49 | 59 | 66 | 73 | 80 | 88 | 96 |
| 콘텐츠서비스 | 105 | 124 | 149 | 25 | 25 | 27 | 28 | 30 | 30 | 31 | 33 |
| LINE 및 기타플랫폼 | 1,669 | 1,993 | 2,192 | 391 | 400 | 432 | 446 | 481 | 496 | 501 | 516 |
| 영업이익 | 1,179 | 1,181 | 1,469 | 291 | 285 | 312 | 291 | 257 | 288 | 301 | 335 |
| 세전이익 | 1,196 | 1,212 | 1,495 | 307 | 305 | 321 | 263 | 266 | 296 | 308 | 342 |
| 순이익 | 770 | 812 | 1,002 | 211 | 171 | 216 | 172 | 178 | 198 | 206 | 229 |
| 성장률 (YoY %) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 16.3 | 18.2 | 13.6 | 15.5 | 14.4 | 18.5 | 16.7 | 21.0 | 21.2 | 15.7 | 15.3 |
| 광고 | n/a | 14.0 | 9.0 | n/a | n/a | n/a | n/a | 18.6 | 14.4 | 10.6 | 13.3 |
| 비즈니스플랫폼 | n/a | 14.5 | 11.0 | n/a | n/a | n/a | n/a | 16.1 | 17.0 | 13.3 | 12.0 |
| IT플랫폼 | n/a | 54.5 | 60.0 | n/a | n/a | n/a | n/a | 67.1 | 61.4 | 49.7 | 45.3 |
| 콘텐츠서비스 | n/a | 19.1 | 20.0 | n/a | n/a | n/a | n/a | 19.8 | 22.0 | 15.5 | 19.5 |
| LINE 및 기타플랫폼 | n/a | 19.4 | 10.0 | n/a | n/a | n/a | n/a | 22.9 | 24.0 | 15.8 | 15.7 |
| 영업이익 | 7.0 | 0.1 | 24.4 | 13.2 | 4.6 | 10.6 | 0.3 | -11.6 | 0.9 | -3.6 | 15.1 |
| 세전이익 | 5.7 | 1.3 | 23.4 | 19.8 | -2.0 | 11.5 | -4.8 | -13.2 | -3.1 | -4.2 | 30.2 |
| 순이익 | 1.5 | 5.4 | 23.4 | 27.8 | -19.6 | 9.0 | -5.9 | -15.4 | 15.6 | -4.5 | 33.3 |
| 이익률 (%) | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 25.2 | 21.4 | 23.4 | 26.9 | 25.2 | 26.0 | 23.0 | 19.6 | 21.0 | 21.7 | 23.0 |
| 세전이익률 | 25.6 | 21.9 | 23.8 | 28.3 | 27.0 | 26.7 | 20.8 | 20.3 | 21.6 | 22.1 | 23.4 |
| 순이익률 | 16.5 | 14.7 | 16.0 | 19.5 | 15.2 | 18.0 | 13.6 | 13.6 | 14.5 | 14.8 | 15.7 |

자료: NAVER, 하이투자증권
주: 연결기준

<표 3> NAVER의 목표주가 산정

(단위: 십억원)

| 구분 | 금액 | 비고 |
|--------------------|------------------|---------------------------|
| NAVER 포털 가치 | 18,926 | |
| 12MF 포털 순이익 | 802 | |
| Target PER | 23.6 | Global Peer의 평균 PER |
| LINE 가치 | 13,946 | |
| LINE 적정 시가총액 | 17,357 | |
| LINE 지분율 (%) | 80 | |
| MAU (백만명) | 200 | |
| MAU 당 가치 | 86,784 | Facebook의 MAU 당 가치 대비 30% |
| SNOW 가치 | 1,750 | |
| DAU (백만명) | 54 | 2.7억명 다운로드 대비 20% 가정 |
| DAU 당 가치 | 32,407 | Snapchat의 DAU 당 가치 대비 30% |
| 적정 기업가치 | 32,872 | |
| 발행주식수 (천주) | 32,963 | |
| 목표주가 (원) | 1,000,000 | |
| 현 주가 (원, 4/26) | 725,000 | |
| 상승 여력 (%) | 37.9 | |

자료: 하이투자증권

<표 4> NAVER Global Peers Valuation 비교

| | | NAVER | ALPHABET | FACEBOOK | ALIBABA GROUP HOLDING | BAIDU | TENCENT HOLDINGS | GREE |
|-------------|-------|----------|-----------|-----------|-----------------------------|----------|---------------------|---------|
| 현재주가 (달러) | | 671.2 | 1,023.0 | 159.7 | 170.2 | 231.4 | 48.8 | 5.6 |
| 시가총액 (백만달러) | | 22,123.6 | 709,842.4 | 462,999.0 | 435,959.6 | 80,568.3 | 464,037.1 | 1,350.0 |
| 절대수익률 (%) | | | | | | | | |
| | 1M | -8.1 | -3.0 | -0.2 | -10.6 | -1.9 | -10.2 | 0.0 |
| | 3M | -21.8 | -13.9 | -16.0 | -17.1 | -11.1 | -18.7 | -13.6 |
| | 6M | -13.7 | 3.2 | -6.4 | -0.1 | -11.2 | 10.4 | -22.5 |
| | 1Y | -10.2 | 15.1 | 9.0 | 48.1 | 24.0 | 58.5 | -30.7 |
| | YTD | -16.7 | -2.9 | -9.5 | -1.3 | -1.2 | -5.7 | -13.8 |
| 초과수익률 (%p) | | | | | | | | |
| | 1M | -7.4 | -2.2 | 0.5 | -9.9 | -1.2 | -9.5 | 0.7 |
| | 3M | -13.7 | -5.7 | -7.8 | -8.9 | -3.0 | -10.6 | -5.5 |
| | 6M | -16.8 | 0.1 | -9.5 | -3.1 | -14.3 | 7.3 | -25.6 |
| | 1Y | -20.7 | 4.5 | -1.6 | 37.5 | 13.4 | 48.0 | -41.2 |
| | YTD | -15.4 | -1.6 | -8.2 | 0.0 | 0.1 | -4.4 | -12.6 |
| PER | | | | | | | | |
| | 2017 | 32.6 | 31.2 | 28.7 | 47.1 | 37.3 | 44.5 | 19.0 |
| | 2018E | 24.8 | 20.0 | 18.8 | 32.2 | 25.1 | 34.4 | 19.4 |
| | 2019E | 20.9 | 17.9 | 15.5 | 26.1 | 20.5 | 26.1 | 17.1 |
| PBR | | | | | | | | |
| | 2017 | 5.4 | 4.8 | 6.9 | 6.7 | 4.6 | 12.5 | 2.1 |
| | 2018E | 4.0 | 3.9 | 5.0 | 7.4 | 4.0 | 8.7 | 1.2 |
| | 2019E | 3.3 | 3.2 | 3.8 | 5.9 | 3.4 | 6.7 | 1.2 |
| ROE | | | | | | | | |
| | 2017 | 18.5 | 8.7 | 23.8 | 17.5 | 17.6 | 33.2 | 11.4 |
| | 2018E | 18.0 | 17.4 | 24.5 | 19.8 | 15.2 | 27.7 | 6.6 |
| | 2019E | 17.9 | 16.4 | 23.9 | 21.6 | 16.3 | 28.4 | 7.1 |
| 매출액성장률 (%) | | | | | | | | |
| | 2017 | 19.3 | 22.8 | 47.1 | 47.9 | 18.3 | 53.9 | 0.0 |
| | 2018E | 20.4 | -2.1 | 36.9 | 65.7 | 25.9 | 50.7 | 25.3 |
| | 2019E | 13.4 | 18.3 | 26.5 | 40.7 | 20.1 | 33.8 | 6.8 |
| 영업이익성장률 (%) | | | | | | | | |
| | 2017 | 9.8 | 10.2 | 62.6 | 56.1 | 53.6 | 57.3 | -40.0 |
| | 2018E | 16.8 | 66.4 | 23.7 | 57.6 | 20.4 | 31.6 | 30.4 |
| | 2019E | 18.2 | 10.0 | 22.7 | 35.4 | 27.8 | 28.6 | 19.7 |
| 순이익성장률 (%) | | | | | | | | |
| | 2017 | 5.8 | -35.0 | 56.3 | -42.2 | 54.8 | 71.2 | 54.1 |
| | 2018E | 26.1 | 187.9 | 61.6 | 106.5 | 18.2 | 27.9 | -39.4 |
| | 2019E | 18.5 | 14.3 | 20.0 | 26.1 | 24.4 | 31.2 | 16.4 |
| 영업이익률 (%) | | | | | | | | |
| | 2017 | 25.2 | 23.6 | 49.7 | 30.4 | 18.5 | 35.6 | 12.2 |
| | 2018E | 24.5 | 40.1 | 44.9 | 28.9 | 17.7 | 31.1 | 12.7 |
| | 2019E | 25.5 | 37.3 | 43.6 | 27.8 | 18.8 | 29.9 | 14.3 |
| 순이익률 (%) | | | | | | | | |
| | 2017 | 16.5 | 11.4 | 39.2 | 27.6 | 21.6 | 30.1 | 18.5 |
| | 2018E | 17.3 | 33.6 | 46.2 | 34.4 | 20.3 | 25.5 | 9.0 |
| | 2019E | 18.1 | 32.5 | 43.8 | 30.8 | 21.0 | 25.0 | 9.8 |

자료: Bloomberg, 하이투자증권 추정
주: Bloomberg Consensus

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | (단위:십억원) | | | |
|------------|----------|--------|--------|--------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 유동자산 | 4,784 | 5,923 | 7,253 | 8,832 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,908 | 2,855 | 3,959 | 5,211 |
| 단기금융자산 | 1,690 | 1,605 | 1,525 | 1,449 |
| 매출채권 | 1,025 | 1,211 | 1,376 | 1,547 |
| 재고자산 | 36 | 43 | 49 | 55 |
| 비유동자산 | 3,235 | 3,060 | 2,973 | 2,948 |
| 유형자산 | 1,150 | 899 | 722 | 598 |
| 무형자산 | 340 | 302 | 277 | 262 |
| 자산총계 | 8,019 | 8,983 | 10,227 | 11,779 |
| 유동부채 | 2,303 | 2,639 | 3,067 | 3,610 |
| 매입채무 | - | - | - | - |
| 단기차입금 | 211 | 211 | 211 | 211 |
| 유동성장기부채 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 비유동부채 | 411 | 411 | 411 | 411 |
| 사채 | - | - | - | - |
| 장기차입금 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 부채총계 | 2,714 | 3,051 | 3,478 | 4,021 |
| 지배주주지분 | 4,762 | 5,392 | 6,212 | 7,226 |
| 자본금 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 자본잉여금 | 1,508 | 1,508 | 1,508 | 1,508 |
| 이익잉여금 | 4,556 | 5,328 | 6,291 | 7,448 |
| 기타자본항목 | -1,200 | -1,200 | -1,200 | -1,200 |
| 비지배주주지분 | 543 | 540 | 536 | 532 |
| 자본총계 | 5,305 | 5,932 | 6,749 | 7,758 |

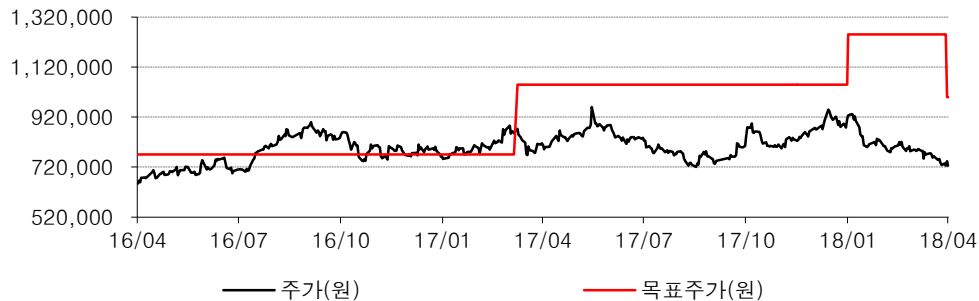
| 포괄손익계산서 | (단위:십억원,%) | | | |
|-------------|------------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 매출액 | 4,678 | 5,528 | 6,280 | 7,061 |
| 증가율(%) | 16.3 | 18.2 | 13.6 | 12.4 |
| 매출원가 | - | - | - | - |
| 매출총이익 | 4,678 | 5,528 | 6,280 | 7,061 |
| 판매비와관리비 | 3,499 | 4,347 | 4,811 | 5,306 |
| 연구개발비 | - | - | - | - |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 1,179 | 1,181 | 1,469 | 1,755 |
| 증가율(%) | 7.0 | 0.1 | 24.4 | 19.5 |
| 영업이익률(%) | 25.2 | 21.4 | 23.4 | 24.9 |
| 이자수익 | - | - | - | - |
| 이자비용 | - | - | - | - |
| 지분법이익(손실) | -14 | -13 | -13 | -13 |
| 기타영업외손익 | -52 | -11 | -9 | -10 |
| 세전계속사업이익 | 1,196 | 1,212 | 1,495 | 1,784 |
| 법인세비용 | 423 | 400 | 493 | 589 |
| 세전계속이익률(%) | 25.6 | 21.9 | 23.8 | 25.3 |
| 당기순이익 | 770 | 812 | 1,002 | 1,195 |
| 순이익률(%) | 16.5 | 14.7 | 16.0 | 16.9 |
| 지배주주귀속 순이익 | 773 | 815 | 1,005 | 1,199 |
| 기타포괄이익 | -143 | -143 | -143 | -143 |
| 총포괄이익 | 627 | 669 | 859 | 1,052 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 621 | 662 | 850 | 1,042 |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 영업활동 현금흐름 | 940 | 1,352 | 1,492 | 1,650 |
| 당기순이익 | 770 | 812 | 1,002 | 1,195 |
| 유형자산감가상각비 | 183 | 251 | 177 | 124 |
| 무형자산상각비 | 24 | 38 | 24 | 16 |
| 지분법관련손실(이익) | -14 | -13 | -13 | -13 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,310 | -232 | -237 | -241 |
| 유형자산의 처분(취득) | -472 | - | - | - |
| 무형자산의 처분(취득) | -31 | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | -22 | 84 | 80 | 76 |
| 재무활동 현금흐름 | 636 | 80 | 80 | 80 |
| 단기금융부채의증감 | - | - | - | - |
| 장기금융부채의증감 | - | - | - | - |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | -33 | -42 | -42 | -42 |
| 현금및현금성자산의증감 | 181 | 948 | 1,104 | 1,252 |
| 기초현금및현금성자산 | 1,726 | 1,908 | 2,855 | 3,959 |
| 기말현금및현금성자산 | 1,908 | 2,855 | 3,959 | 5,211 |

| 주요투자지표 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 23,447 | 24,721 | 30,499 | 36,385 |
| BPS | 144,477 | 163,581 | 188,463 | 219,231 |
| CFPS | 29,704 | 33,493 | 36,600 | 40,632 |
| DPS | 1,446 | 1,446 | 1,446 | 1,446 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 37.1 | 29.3 | 23.8 | 19.9 |
| PBR | 6.0 | 4.4 | 3.8 | 3.3 |
| PCR | 29.3 | 21.6 | 19.8 | 17.8 |
| EV/EBITDA | 18.4 | 13.5 | 11.3 | 9.3 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 18.5 | 16.0 | 17.3 | 17.8 |
| EBITDA 이익률 | 29.6 | 26.6 | 26.6 | 26.8 |
| 부채비율 | 51.2 | 51.4 | 51.5 | 51.8 |
| 순부채비율 | -60.1 | -68.3 | -75.2 | -80.5 |
| 매출채권회전율(x) | 5.4 | 4.9 | 4.9 | 4.8 |
| 재고자산회전율(x) | 201.0 | 140.0 | 137.5 | 136.8 |

자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(NAVER)



| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 목표주가 대상시점 | 괴리율 | |
|-------------------|------|-----------|--------------|--------|------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2017-04-03(담당자변경) | Buy | 1,050,000 | 6개월 | -22.5% | -8.6% |
| 2017-07-17 | Buy | 1,050,000 | 1년 | -22.3% | -9.5% |
| 2018-01-26 | Buy | 1,250,000 | 1년 | -35.8% | -25.4% |
| 2018-04-26 | Buy | 1,000,000 | 1년 | | |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김민정\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 93.6 % | 6.4 % | - |