

NAVER

BUY(유지)

035420 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(향후)	1,040,000원	현재주가(04/26)	725,000원	Up/Downside	+43.4%
----------	------------	-------------	----------	-------------	--------

2018.04.27

계속되는 비용 증가

D News

1Q18 예상치 하회: NAVER는 1Q18 매출액 1조 3,091억원(+21.0%YoY), 영업이익 2,570억원(-11.6%YoY)으로 당사 추정치(2,741억원)와 컨센서스(2,970억원)를 하회하는 실적을 기록했다. 모바일 상품 개선에 평창 올림픽 영향이 더해진 광고 매출은 18.6%YoY 성장했고 비즈니스플랫폼 매출도 16.1%YoY 증가해 양호한 외형성장을 견인했으나 비용 증가가 예상보다 커졌다. AI, 블록체인 등 인력채용 증가로 플랫폼개발/운영비용은 1,832억원(+30.3%YoY)까지 치솟았고 마케팅비용도 네이버페이 거래액 증가와 AI 스피커 마케팅 확대 영향으로 76.2%YoY 증가한 710억원에 이르렀다. 리인 역시 핀테크를 비롯한 다양한 영역으로의 사업 확장이 진행되며 인건비는 38.8%YoY, 이웃소싱 비용과 기타영업비용은 각각 64.8%YoY, 60.0%YoY 급증했다.

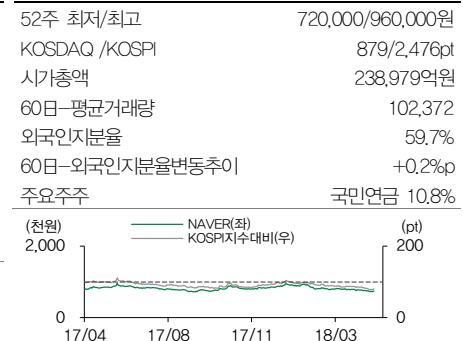
Comment

공격적 투자 연중 지속될 것: 서치엔클로바 조직(네이버서치와 클로바를 통합)과 네이버랩스의 인력 증가로 18년 플랫폼개발/운영비용은 25.1%YoY 증가할 것으로 추정된다. 마케팅비 증기율은 17년과 유사한 48.6%YoY를 전망한다. 라인도 신사업 인력채용 확대에 따른 인건비 증가(+34.9%YoY), 라인 모바일과 관련한 이웃소싱비용 증가(+32.5%YoY) 등 큰 폭의 비용 증가가 예상된다. 이에 따라 NAVER에게 있어 18년 이익성장은 도전적인 목표가 될 가능성이 높다. 특히, 사업확장이 본격화 될 라인은 올해 영업손실 16억엔을 기록하며 적자전환 할 것으로 예상된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data



주가상

1M 3M 12M

-8.1 -21.8 -10.2

-9.5 -18.7 -19.9

■ Action

국내 가치로 바닥잡기 관점에서 접근: NAVER의 목표주가를 104만원으로 하향했다. 별도가치 산출에 적용하는 Target P/E를 기준에는 글로벌 피어그룹 18E P/E 평균을 그대로 적용했으나 최근 늙어져 나오는 규제 리스크 등을 반영해 10% 할인 적용하는 것으로 변형했기 때문이다. 이익 성장에 대한 기대감이 낮아지고 있는 상황에서 올해 들어 부진한 모습이 이어지고 있는 주가의 추세적인 반등을 단기간내 기대하기는 힘들 가능성이 높다. 그렇지만 여전히 현재 시가총액 대부분을 별도 가치만으로도 설명 가능하다고 판단, 투자의견 BUY를 유지한다.

도표 1. NAVER 1Q18 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q18P	%YoY	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,309.1	21.0	3.4	1,255.4	4.3	1,263.7	3.6
영업이익	257.0	-11.6	-11.7	274.1	-6.2	297.0	-13.5
영업이익률	19.6			21.8		23.5	
지배주주순이익	165.2	-19.6	-8.3	185.8	-11.1	211.8	-22.0

자료: FnGuide, DB금융투자

도표 2. NAVER 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,380.0	1,415.1	1,471.9	4,022.6	4,678.5	5,576.1	6,247.5
%YoY	15.5	14.4	18.5	16.7	21.0	22.2	17.9	16.3	23.6	16.3	19.2	12.0
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	156.8	151.6	169.4	399.5	529.4	610.9	683.8
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	614.0	629.0	633.2	1,865.6	2,157.7	2,469.0	2,660.0
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	75.5	78.6	81.8	120.5	217.8	308.4	352.6
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	30.6	31.9	33.2	103.2	104.5	125.4	149.5
라인 및 기타플랫폼	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	503.1	523.9	554.2	1,533.8	1,669.1	2,062.4	2,401.6
영업비용	791.5	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,090.4	1,126.9	1,162.9	2,920.6	3,499.3	4,432.2	4,948.9
%YoY	16.3	18.2	21.6	22.7	32.9	29.1	26.8	19.3	20.5	19.8	26.7	11.7
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	140.2	183.2	184.1	185.0	169.8	537.2	577.1	722.1	794.3
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	244.5	240.4	251.4	256.1	264.6	660.5	844.3	1,012.5	1,110.0
인프라	49.3	54.4	57.3	60.9	60.3	59.7	59.0	59.0	188.1	221.9	238.0	253.9
마케팅	40.3	50.5	64.3	64.8	71.0	80.0	85.7	90.2	148.3	219.9	326.8	355.2
라인 및 기타플랫폼	375.0	394.8	401.9	464.4	497.2	515.2	541.2	579.3	1,386.6	1,636.1	2,132.8	2,435.5
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	289.6	288.3	309.0	1,102.0	1,179.2	1,143.9	1,298.5
%YoY	13.2	4.6	10.6	0.3	-11.6	1.6	-7.6	6.1	32.7	7.0	-3.0	13.5
영업이익률	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	21.0	20.4	21.0	27.4	25.2	20.5	20.8
지배주주순이익	205.5	173.1	214.1	180.2	165.2	202.9	201.3	224.8	749.3	772.9	794.2	834.1
%YoY	24.2	-18.6	10.0	2.0	-19.6	17.2	-6.0	24.8	44.4	3.1	2.8	5.0

자료: NAVER, DB금융투자

도표 3. 라인 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익	41.0	52.3	44.8	48.4	50.2	50.7	52.8	55.7	186.5	209.3	240.4
매출액	40.6	41.6	44.3	47.7	48.8	50.4	52.4	55.3	174.2	206.8	239.0
핵심사업	37.4	37.3	40.1	41.4	42.7	43.8	45.1	47.0	156.2	178.6	204.8
광고	18.3	19.1	22.0	23.7	25.2	26.6	27.9	30.3	83.1	109.9	136.5
계정	10.5	10.1	11.5	12.6	13.5	13.6	14.2	14.5	44.8	55.8	65.6
디스플레이	5.0	5.7	7.8	8.5	9.1	9.7	10.9	13.1	27.0	42.8	59.7
포털	2.7	3.3	2.7	2.6	2.6	3.3	2.7	2.6	11.3	11.2	11.3
커뮤니케이션	8.1	7.5	7.5	7.1	7.4	7.2	7.2	6.7	30.2	28.5	28.7
콘텐츠	10.4	10.1	9.9	9.7	9.2	9.2	9.1	9.1	40.1	36.6	35.5
기타	0.7	0.5	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	2.7	3.6	4.1
전략사업	3.2	4.3	4.2	6.3	6.1	6.2	6.8	7.8	18.0	26.8	32.0
라인프렌즈	2.6	2.5	3.0	4.1	3.4	3.2	3.6	4.2	12.3	14.5	15.9
핀테크/AI/커머스/모바일	0.6	1.8	1.2	2.2	2.7	2.9	3.2	3.6	5.7	12.4	16.1
기타	0.3	10.7	0.5	0.7	1.4	0.7	0.8	0.9	12.2	3.8	3.6
영업비용	37.0	37.7	39.0	47.8	49.0	51.1	53.6	57.3	161.4	210.9	240.3
지급수수료	7.7	7.3	7.3	7.3	7.3	8.1	8.2	8.6	29.6	32.2	37.3
판매수수료	1.9	1.9	2.0	2.4	3.0	2.6	2.7	3.0	8.2	11.3	12.8
인건비	9.7	9.5	10.8	12.4	13.5	14.0	14.6	15.2	42.5	57.3	64.5
마케팅	4.0	3.8	2.5	5.1	3.9	5.3	5.5	5.9	15.5	20.6	23.9
인프라 및 통신비	2.1	2.2	2.2	2.5	2.6	2.6	2.7	2.9	9.1	10.9	12.5
아웃소싱	4.8	5.6	6.3	7.2	7.9	7.5	7.9	8.5	24.0	31.8	35.5
감가상각비	1.5	1.5	1.9	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	7.1	9.7	10.9
기타	5.2	5.6	5.9	8.6	8.4	8.6	9.5	10.7	25.4	37.1	42.9
영업이익	4.0	14.6	5.9	0.6	1.2	-0.4	-0.8	-1.7	25.1	-1.6	0.1
영업이익률	9.8	27.9	13.1	1.2	2.5	-0.8	-1.6	-3.0	13.4	-0.8	0.0

자료: 라인 DB금융투자

도표 4. NAVER 목표주가 산출 요약

NAVER 별도 가치 (1)	20,438	십억원
18E 순이익	930	십억원
Target P/E	22.0	배
라인 가치 (2)	10,090	십억원
18E 매출액	2,089	십억원
Target PSR	6.6	배
라인 적정 가치	13,882	십억원
NAVER의 지분율	72.7	%
순차입금 (3)	-3,625	십억원
NAVER 적정 가치 ((1)+(2)-(3))	34,153	십억원
주식수	32,963	천주
목표주가	1,040,000	원
현재주가	725,000	원
상승여력	43.4	%

자료: Bloomberg, DB금융투자

주1: Target P/E는 일파벳 베이두, 애후지팬 인덱스의 18E P/E 평균 10% 할인

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	5,530	6,604	7,909	매출액	4,023	4,678	5,576	6,247	6,892
현금및현금성자산	1,726	1,908	2,060	2,522	3,270	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권및기타채권	719	1,025	1,257	1,493	1,746	매출총이익	4,023	4,678	5,576	6,247	6,892
재고자산	10	36	42	45	51	판관비	2,921	3,499	4,432	4,949	5,431
비유동자산	2,171	3,235	3,572	3,839	4,100	영업이익	1,102	1,179	1,144	1,299	1,461
유형자산	863	1,150	1,358	1,485	1,594	EBITDA	1,265	1,385	1,373	1,537	1,708
무형자산	112	340	346	351	355	영업외손익	30	17	-1	8	22
투자자산	797	1,388	1,510	1,645	1,793	금융순익	29	83	31	39	50
자산총계	6,371	8,019	9,102	10,443	12,009	투자순익	-9	-14	-13	-11	-10
유동부채	1,804	2,303	2,687	3,231	3,892	기타영업외손익	10	-52	-19	-20	-18
매입채무및기타채무	981	1,246	1,630	2,174	2,835	세전이익	1,132	1,196	1,143	1,306	1,483
단기차입금및단기차내	227	211	211	211	211	증단사업이익	-12	-3	0	0	0
유동성장기부채	0	150	150	150	150	당기순이익	759	770	739	844	958
비유동부채	437	411	411	411	411	자비주주지분순이익	749	773	794	834	947
사채및장기차입금	150	50	50	50	50	비자비주주지분순이익	10	-3	-55	10	11
부채총계	2,241	2,714	3,098	3,642	4,304	총포괄이익	724	627	739	844	958
자본금	16	16	16	16	16	증감률(%YoY)					
자본잉여금	1,217	1,508	1,508	1,508	1,508	매출액	23.6	16.3	19.2	12.0	10.3
이익잉여금	3,810	4,556	5,309	6,097	6,991	영업이익	32.7	7.0	-3.0	13.5	12.5
비자비주자지분	535	543	488	497	508	EPS	44.4	31	2.8	5.0	13.5
자본총계	4,130	5,305	6,004	6,801	7,706						

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164	940	1,028	1,322	1,537	주당지표(원)					
당기순이익	759	770	739	844	958	EPS	22,732	23,447	24,095	25,304	28,731
현금유동이 없는 비용 및 수익	624	663	610	668	728	BPS	109,055	144,477	167,335	191,228	218,356
유형 및 무형자산상각비	163	206	229	238	247	DPS	1,131	1,446	1,394	1,591	1,807
영업관련자산부채변동	88	-139	83	272	376	Multiple(배)					
매출채권 및 기타채권의 감소	-56	-176	-232	-236	-253	P/E	34.1	37.1	30.8	29.4	25.9
재고자산의 감소	0	0	-6	-3	-7	P/B	7.1	6.0	4.4	3.9	3.4
매입채권 및 기타채무의 증가	11	97	384	544	661	EV/EBITDA	18.2	18.8	15.6	13.4	11.4
투자활동현금흐름	-942	-1,310	-833	-819	-743	수익성(%)					
CAPEX	-154	-472	-413	-341	-330	영업이익률	27.4	25.2	20.5	20.8	21.2
투자자산의 순증	-367	-605	-135	-146	-158	EBITDA 마진	31.4	29.6	24.6	24.6	24.8
재무활동현금흐름	698	636	-43	-41	-47	순이익률	18.9	16.5	13.3	13.5	13.9
사채 및 차입금의 증가	-290	38	0	0	0	ROE	26.2	18.5	15.5	14.1	14.0
자본금 및 자본잉여금의 증가	1,084	291	0	0	0	ROA	14.1	10.7	8.6	8.6	8.5
배당금 지급	-32	-33	-42	-41	-47	ROIC	189.4	131.3	81.2	92.8	135.7
기타현금흐름	-7	-85	0	0	0	안정성 및 기타					
현금의 증가	913	181	152	463	748	부채비율(%)	54.3	51.2	51.6	53.6	55.8
기초현금	813	1,726	1,908	2,060	2,522	이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	1,919.2	2,178.7	2,451.8
기말현금	1,726	1,908	2,060	2,522	3,270	배당성향(배)	4.3	5.5	5.5	5.5	5.5

자료: NAVER, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종류의 자본과 100% 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 투자 참고용으로 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 고리율은 수정주기를 기준으로 산출되었습니다.

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

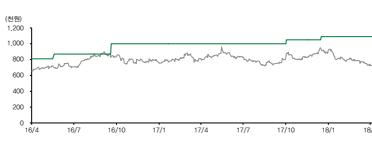
기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- 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	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균 최고/최저				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	-25.0/-14.5				
18/04/27	Buy	1,040,000	-				