SK COMPANY Analysis

SK securities

2018-04-27

# NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 990,000 원(하향))

## 수익성 개선 지연에도 장기 성장스토리는 유효

**NAVER 1Q18 실적은 분기사상 최대 매출에도 불구하고, 비용 증가로 인해 영업이익은 시장 기대치를 하회하였음. 비용 증가는 인력 증가와 기술개발 투자에 기인하는데, 2018 년 연간 지속될 가능성이 높음. 이로 인해 단기 수익성 개선 시기는 지연될 것으로 예상. 그러나, 이는 NAVER 의 장기 성장스토리를 유효하게 해주는 요인이기도 하며, 탑라인 성장 추세가 유효해 투자의견 매수를 유지함**

### 1Q18: 사상최대 매출에도 수익성은 악화

NAVER 1Q18 실적은 매출액 1 조 3,091 억원(+21.0%, yoy), 영업이익 2,570 억원(-11.6%, OPM: 19.6%)이다. 매출액은 비수기에도 불구하고, 모바일 상품개선과 평창올림픽 효과로 광고매출이 전년 동기 18.6% 증가하는 등 전 부문에서 고른 성장을 시현하며 분기사상 최대 매출을 기록하였다. 반면 영업이익은 연구개발에 따른 투자확대와 인력 증가로 시장 예상치(2,970 억원)를 13.5% 하회하였다.

### 2018 년, 계속되는 투자활동으로 수익성 개선 지연 전망

NAVER 의 1Q18 실적은 분기사상 최대 매출과 수익성 저하라는 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 공존하고 있다. 평창올림픽 효과를 고려하더라도 모바일 상품 개선 효과와 쇼핑광고 호조는 긍정적 요인이며, 네이버페이 이용자 및 가맹점 증가도 지속되고 있다. 반면 비용증가에 따른 수익성 악화는 인재확보와 연구개발 투자, CAPEX 증가에 기인하는데, 2018 년 NAVER 의 투자확대 기조는 지속될 것으로 예상되어 수익성 개선시기는 지연될 가능성이 높다. 다만 AI 등 새로운 플랫폼과 기술에 대한 투자는 미래 성장을 위해 필수적이기 때문에 장기성장 측면에서는 긍정적으로 해석이 가능하다.

### 투자의견 매수, 목표주가 99 만원(하향)

NAVER 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 단기 수익성 개선 시기는 다소 지연되겠으나, 매출증가로 중장기 성장스토리가 유효하다고 판단하기 때문이다. 다만 단기 수익성 저하에 따른 실적하향 및 LINE 가치 하락분 반영으로 목표주가는 기존 110 만원에서 99 만원으로 하향한다

**영업실적 및 투자지표**

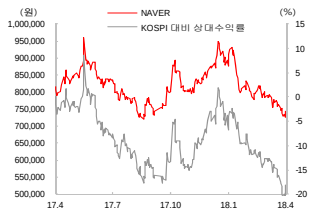
| 구분 | 단위 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 억원 | 32,539 | 40,226 | 46,785 | 54,221 | 61,353 | 70,151 |
| yoy | % | 18.0 | 23.6 | 16.3 | 15.9 | 13.2 | 14.3 |
| 영업이익 | 억원 | 8,302 | 11,020 | 11,792 | 12,071 | 14,538 | 18,342 |
| yoy | % | 9.5 | 32.7 | 7.0 | 2.4 | 20.4 | 26.2 |
| EBITDA | 억원 | 9,862 | 12,650 | 13,854 | 13,857 | 16,027 | 19,593 |
| 세전이익 | 억원 | 8,232 | 11,318 | 11,958 | 12,202 | 14,995 | 18,953 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 5,187 | 7,493 | 7,729 | 8,831 | 10,572 | 13,311 |
| 영업이익률% | % | 25.5 | 27.4 | 25.2 | 22.3 | 23.7 | 26.2 |
| EBITDA% | % | 30.3 | 31.5 | 29.6 | 25.6 | 26.1 | 27.9 |
| 순이익률 | % | 15.9 | 18.9 | 16.5 | 15.9 | 16.9 | 18.7 |
| EPS | 원 | 18,080 | 23,091 | 23,525 | 26,794 | 32,075 | 40,384 |
| PER | 배 | 36.4 | 33.6 | 37.0 | 27.7 | 23.2 | 18.4 |
| PBR | 배 | 10.2 | 7.1 | 6.0 | 4.5 | 3.8 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 배 | 21.0 | 18.5 | 19.0 | 15.2 | 12.3 | 9.3 |
| ROE | % | 26.5 | 26.2 | 18.5 | 17.2 | 17.8 | 19.1 |
| 순차입금 | 억원 | -13,921 | -30,170 | -31,817 | -43,777 | -56,952 | -72,795 |
| 부채비율 | % | 93.3 | 54.3 | 51.2 | 53.1 | 53.9 | 53.6 |

*Analyst*
**최관순**
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 165 억원 |
| 발행주식수 | 3,296 만주 |
| 자사주 | 373 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 244,913 억원 |
| 주요주주 | |
| NAVER 자사주 | 11.30% |
| 국민연금공단 | 10.82% |
| 외국인지분률 | 59.70% |
| 배당수익률 | 0.20% |

| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(18/04/26) | 743,000 원 |
| KOSPI | 2448.81 pt |
| 52주 Beta | 1.04 |
| 52주 최고가 | 960,000 원 |
| 52주 최저가 | 720,000 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 811 억원 |

**주가 및 상대수익률**




| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | -5.1% | -6.4% |
| 6개월 | -7.6% | -5.9% |
| 12개월 | -8.8% | -18.2% |

**Analyst 최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

**NAVER 분기별 실적 전망** (단위: 억원)

| | 1Q17A | 2Q17A | 3Q17A | 4Q17A | 1Q18P | 2Q18F | 3Q18F | 4Q18F | 2017A | 2018F | 2019F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 영업수익 | 10,822 | 11,296 | 12,007 | 12,659 | 13,091 | 13,465 | 13,553 | 14,113 | 46,784 | 54,221 | 61,353 |
| 광고 | 997 | 1,177 | 1,142 | 1,296 | 1,331 | 1,414 | 1,349 | 1,544 | 4,612 | 5,637 | 6,336 |
| 비즈니스플랫폼 | 5,097 | 5,205 | 5,486 | 5,744 | 5,927 | 6,131 | 6,314 | 6,370 | 21,532 | 24,743 | 28,203 |
| IT플랫폼 | 434 | 494 | 586 | 664 | 725 | 751 | 768 | 809 | 2,178 | 3,053 | 3,549 |
| 콘텐츠서비스 | 235 | 244 | 267 | 270 | 296 | 268 | 299 | 296 | 1,016 | 1,159 | 1,217 |
| LINE 및 기타플랫폼 | 4,060 | 4,176 | 4,526 | 4,685 | 4,812 | 4,901 | 4,822 | 5,094 | 17,447 | 19,629 | 22,048 |
| 영업비용 | 7,914 | 8,444 | 8,886 | 9,748 | 10,521 | 10,306 | 10,313 | 11,010 | 34,992 | 42,150 | 46,815 |
| 플랫폼개발/운영 | 1,406 | 1,436 | 1,527 | 1,402 | 1,832 | 1,841 | 1,911 | 1,903 | 5,771 | 7,487 | 8,025 |
| 대행/파트너 | 1,863 | 2,011 | 2,124 | 2,445 | 2,404 | 2,467 | 2,525 | 2,706 | 8,443 | 10,102 | 11,471 |
| 인프라 | 493 | 544 | 573 | 609 | 603 | 618 | 613 | 617 | 2,219 | 2,451 | 2,492 |
| 마케팅 | 403 | 505 | 643 | 648 | 603 | 621 | 679 | 827 | 2,199 | 2,731 | 3,487 |
| LINE 및 기타플랫폼 | 3,749 | 3,948 | 4,018 | 4,644 | 4,972 | 4,759 | 4,586 | 4,956 | 16,359 | 19,273 | 21,340 |
| 영업이익 | 2,908 | 2,852 | 3,121 | 2,911 | 2,570 | 3,159 | 3,240 | 3,103 | 11,792 | 12,071 | 14,538 |
| 영업이익률 | 26.9% | 25.2% | 26.0% | 23.0% | 19.6% | 23.5% | 23.9% | 22.0% | 25.2% | 22.3% | 23.7% |

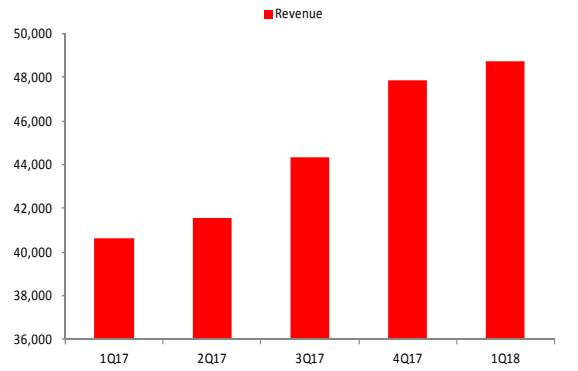
자료: NAVER, SK 증권

**NAVER 목표주가 산정** (단위: 억원)

| 구분 | 내용 | 비고 |
|---|---|---|
| NAVER 포털가치(①) | 206,004 | |
| 포털 예상 순이익 | 8,584 | 18년 말 기준 |
| Target PER | 24.0 | 글로벌 PEER 평균 |
| LINE 가치(②) | 67,027 | |
| LINE 시가총액 | 91,430 | |
| 지분율 | 73.3% | |
| 순차입금(③) | -18,177 | 3Q17말 별도기준 |
| NAVER 적정 시가총액 | 291,208 | ①+②-③ |
| 발행주식수 | 29,370,476 | 자기주식 제외 |
| 목표주가 | 991,500 | |

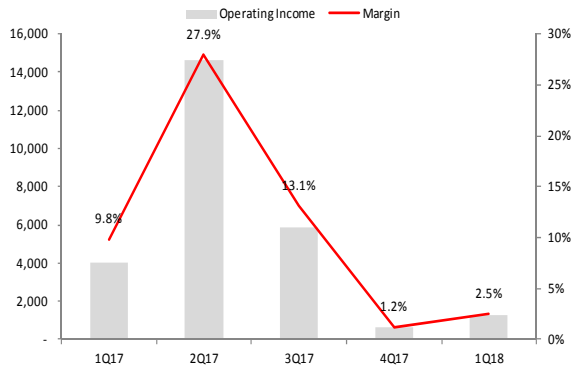
자료: SK 증권

**LINE 분기별 매출액 추이** (단위: 백만엔)



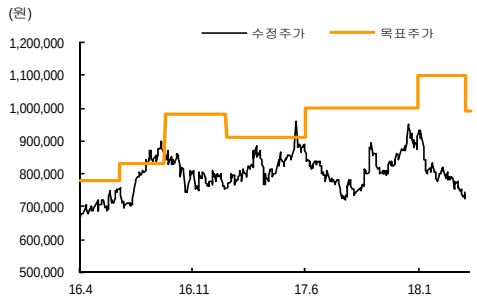

자료: LINE

**LINE 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이** (단위: 백만엔)




자료: LINE

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2018.04.27 | 매수 | 990,000원 | 6개월 | | |
| 2018.01.26 | 매수 | 1,100,000원 | 6개월 | -26.90% | -15.27% |
| 2017.10.27 | 매수 | 1,000,000원 | 6개월 | -18.22% | -5.00% |
| 2017.06.29 | 매수 | 1,000,000원 | 6개월 | -21.19% | -14.70% |
| 2017.01.31 | 매수 | 910,000원 | 6개월 | -8.95% | 5.49% |
| 2016.10.28 | 매수 | 980,000원 | 6개월 | -18.34% | -11.02% |
| 2016.10.05 | 매수 | 980,000원 | 6개월 | -13.46% | -11.02% |
| 2016.08.03 | 매수 | 830,000원 | 6개월 | -4.55% | 8.43% |
| 2016.07.29 | 매수 | 830,000원 | 6개월 | -13.99% | -8.67% |
| 2016.07.13 | 매수 | 830,000원 | 6개월 | -13.82% | -8.67% |
| 2016.06.13 | 매수 | 780,000원 | 6개월 | -9.22% | -3.21% |
| 2016.04.29 | 매수 | 780,000원 | 6개월 | -10.63% | -7.44% |




## Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 4 월 27 일 기준)**

| 매수 | 90.6% | 중립 | 9.4% | 매도 | 0% |
|---|---|---|---|---|---|

**Analyst 최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

### 재무상태표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 41,999 | 47,842 | 61,166 | 76,040 | 94,051 |
| 현금및현금성자산 | 17,262 | 19,076 | 31,036 | 44,211 | 60,054 |
| 매출채권및기타채권 | 6,938 | 10,141 | 11,306 | 12,758 | 14,610 |
| 재고자산 | 103 | 362 | 404 | 455 | 522 |
| **비유동자산** | 21,707 | 32,350 | 30,455 | 28,887 | 27,602 |
| 장기금융자산 | 6,148 | 11,067 | 11,067 | 11,067 | 11,067 |
| 유형자산 | 8,633 | 11,500 | 9,867 | 8,549 | 7,485 |
| 무형자산 | 1,121 | 3,395 | 3,522 | 3,630 | 3,723 |
| **자산총계** | 63,706 | 80,193 | 91,621 | 104,927 | 121,653 |
| **유동부채** | 18,039 | 23,027 | 25,429 | 28,300 | 31,935 |
| 단기금융부채 | 2,273 | 3,610 | 3,610 | 3,610 | 3,610 |
| 매입채무 및 기타채무 | 4,248 | 5,436 | 6,060 | 6,838 | 7,831 |
| 단기충당부채 | 464 | 59 | 238 | 336 | 436 |
| **비유동부채** | 4,371 | 4,113 | 6,358 | 8,432 | 10,509 |
| 장기금융부채 | 1,500 | 545 | 545 | 545 | 545 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 75 | 56 | 36 | 33 | 30 |
| 장기충당부채 | 151 | 348 | 544 | 741 | 937 |
| **부채총계** | 22,410 | 27,141 | 31,787 | 36,732 | 42,444 |
| **지배주주지분** | 35,947 | 47,623 | 55,026 | 64,010 | 75,645 |
| 자본금 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 |
| 자본잉여금 | 12,172 | 15,079 | 15,079 | 15,079 | 15,079 |
| 기타자본구성요소 | -14,237 | -12,003 | -12,003 | -12,003 | -12,003 |
| 자기주식 | -13,560 | -11,722 | -11,722 | -11,722 | -11,722 |
| 이익잉여금 | 38,102 | 45,555 | 53,962 | 63,949 | 76,587 |
| 비지배주주지분 | 5,349 | 5,428 | 4,807 | 4,186 | 3,564 |
| **자본총계** | 41,296 | 53,052 | 59,833 | 68,196 | 79,209 |
| **부채와자본총계** | 63,706 | 80,193 | 91,621 | 104,927 | 121,653 |

### 포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 40,226 | 46,785 | 54,221 | 61,353 | 70,151 |
| **매출원가** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 40,226 | 46,785 | 54,221 | 61,353 | 70,151 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 29,206 | 34,993 | 42,150 | 46,815 | 51,809 |
| 영업이익 | 11,020 | 11,792 | 12,071 | 14,538 | 18,342 |
| 영업이익률 (%) | 27.4 | 25.2 | 22.3 | 23.7 | 26.2 |
| 비영업손익 | 297 | 166 | 131 | 457 | 610 |
| **순금융비용** | -295 | -361 | -433 | -569 | -723 |
| 외환관련손익 | 9 | -159 | -151 | -151 | -151 |
| **관계기업투자등 관련손익** | 98 | -132 | -140 | -140 | -140 |
| 세전계속사업이익 | 11,318 | 11,958 | 12,202 | 14,995 | 18,953 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 28.1 | 25.6 | 22.5 | 24.4 | 27.0 |
| 계속사업법인세 | 3,609 | 4,232 | 3,566 | 4,618 | 5,837 |
| **계속사업이익** | 7,709 | 7,727 | 8,636 | 10,376 | 13,115 |
| 중단사업이익 | -118 | -26 | -1 | -1 | -1 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 7,591 | 7,701 | 8,635 | 10,376 | 13,114 |
| **순이익률 (%)** | 18.9 | 16.5 | 15.9 | 16.9 | 18.7 |
| 지배주주 | 7,493 | 7,729 | 8,831 | 10,572 | 13,311 |
| **지배주주귀속 순이익률(%)** | 18.63 | 16.52 | 16.29 | 17.23 | 18.97 |
| **비지배주주** | 98 | -28 | -196 | -196 | -196 |
| **총포괄이익** | 7,236 | 6,272 | 7,206 | 8,947 | 11,686 |
| **지배주주** | 7,330 | 6,725 | 7,828 | 9,568 | 12,307 |
| **비지배주주** | -94 | -453 | -621 | -621 | -621 |
| EBITDA | 12,650 | 13,854 | 13,857 | 16,027 | 19,593 |

### 현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 11,328 | 8,801 | 12,251 | 13,473 | 16,075 |
| 당기순이익(손실) | 7,591 | 7,701 | 8,635 | 10,376 | 13,114 |
| 비현금성항목등 | 6,242 | 6,634 | 5,222 | 5,651 | 6,477 |
| 유형자산감가상각비 | 1,457 | 1,827 | 1,633 | 1,318 | 1,064 |
| 무형자산상각비 | 173 | 236 | 153 | 171 | 186 |
| 기타 | 1,583 | 602 | 11 | -178 | -178 |
| 운전자본감소(증가) | 883 | -1,385 | 1,541 | 1,645 | 1,901 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -564 | -1,762 | -1,165 | -1,452 | -1,852 |
| 재고자산감소(증가) | 0 | 0 | -42 | -52 | -66 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 105 | 966 | 624 | 778 | 993 |
| 기타 | 1,343 | -590 | 2,123 | 2,371 | 2,827 |
| 법인세납부 | -3,388 | -4,149 | -3,147 | -4,199 | -5,418 |
| **투자활동현금흐름** | -9,038 | -12,483 | 159 | 296 | 450 |
| 금융자산감소(증가) | -6,320 | -5,611 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -972 | -4,662 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -206 | -279 | -279 | -279 | -279 |
| 기타 | -1,540 | -1,930 | 439 | 576 | 729 |
| **재무활동현금흐름** | 6,911 | 6,341 | -450 | -594 | -682 |
| 단기금융부채증가(감소) | -2,352 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | -1,055 | 490 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | -3,044 | 4,985 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -321 | -326 | -425 | -585 | -672 |
| 기타 | 13,684 | 1,202 | -26 | -9 | -9 |
| 현금의 증가(감소) | 9,128 | 1,813 | 11,960 | 13,175 | 15,843 |
| 기초현금 | 8,134 | 17,262 | 19,076 | 31,036 | 44,211 |
| 기말현금 | 17,262 | 19,076 | 31,036 | 44,211 | 60,054 |
| FCF | 9,607 | 4,665 | 10,791 | 12,198 | 14,848 |

### 주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 23.6 | 16.3 | 15.9 | 13.2 | 14.3 |
| 영업이익 | 32.7 | 7.0 | 2.4 | 20.4 | 26.2 |
| 세전계속사업이익 | 37.5 | 5.7 | 2.0 | 22.9 | 26.4 |
| EBITDA | 28.3 | 9.5 | 0.0 | 15.7 | 22.3 |
| EPS(계속사업) | 27.7 | 1.9 | 13.9 | 19.7 | 25.9 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE | 26.2 | 18.5 | 17.2 | 17.8 | 19.1 |
| ROA | 14.1 | 10.7 | 10.1 | 10.6 | 11.6 |
| EBITDA마진 | 31.5 | 29.6 | 25.6 | 26.1 | 27.9 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 232.8 | 207.8 | 240.5 | 268.7 | 294.5 |
| 부채비율 | 54.3 | 51.2 | 53.1 | 53.9 | 53.6 |
| 순차입금/자기자본 | -73.1 | -60.0 | -73.2 | -83.5 | -91.9 |
| EBITDA/이자비용(배) | 208.4 | 2,436.7 | 2,222.3 | 2,570.3 | 3,142.1 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 23,091 | 23,525 | 26,794 | 32,075 | 40,384 |
| BPS | 109,055 | 144,477 | 166,935 | 194,190 | 229,486 |
| CFPS | 27,676 | 29,704 | 32,210 | 36,590 | 44,175 |
| 주당 현금배당금 | 1,131 | 1,446 | 2,000 | 2,300 | 2,700 |
| **Valuation지표 (배)** | | | | | |
| PER(최고) | 39.0 | 40.8 | 35.5 | 29.6 | 23.5 |
| PER(최저) | 24.1 | 30.6 | 27.1 | 22.6 | 18.0 |
| PBR(최고) | 8.3 | 6.6 | 5.7 | 4.9 | 4.1 |
| PBR(최저) | 5.1 | 5.0 | 4.3 | 3.7 | 3.2 |
| PCR | 28.0 | 29.3 | 23.1 | 20.3 | 16.8 |
| EV/EBITDA(최고) | 21.7 | 21.2 | 20.1 | 16.5 | 12.7 |
| EV/EBITDA(최저) | 12.7 | 15.5 | 14.7 | 11.9 | 8.9 |

자료 : NAVER, SK증권 추정