



하나금융그룹

2018년 4월 27일 | Equity Research

NAVER (035420)

힘들지만 올라간다

실적에서 확인된 비용증가에 대한 부담

네이버가 1분기 견조한 매출증가에도 불구하고 영업이익 기준 시장의 예상을 하회하는 수준을 기록했다. 매출은 비수기에도 불구하고 전분기 대비 3.4% 증가했으나, 인건비가 크게 증가하며 영업이익은 전분기 대비 11.7% 감소했다. 네이버의 시장지배력에 근거한 매출성장에 대한 시장의 기대는 확고한 수준이나 비용증가에 따른 이익성장 둔화에 대한 우려도 그만큼 컸으며 1분기 실적을 통해서 이를 확인할 수 있었다. 인건비 중심의 플랫폼개발/운영비용은 전분기 대비 25% 증가했으며 네이버페이 거래액증가에 따라 페이백 비용이 커지면서 마케팅비용도 전분기 대비 6% 증가했다. 전일 실적을 발표한 라인의 비용도 연결되었으며 연결기준으로 전분기 대비 10% 증가했다.

2018년 Top line의 성장성은 여전히 탁월할 것

비용증가에 대한 부담에도 불구하고 광고기반의 매출성장에 대한 기대는 유효하다. 2018년 매출은 전년 대비 21.1% 증가할 것으로 기대하고 있다. 광고상품 및 UI의 개선과, 인공지능 추천시스템 등을 이용한 검색품질 개선이 이어지며 훼손되지 않는 시장경쟁력을 유지할 전망이다. 이를 바탕으로, 2018년에도 15% 이상 성장할 것으로 예상되는 모바일광고시장 성장을 향유할 것으로 기대되고 있다. 쇼핑부문에서 창출되는 광고매출 비중도 지속적으로 확대되고 있다. 쇼핑검색광고 주획대 및 네이버페이 가맹점 및 거래액 증가에 따른 광고획대가 이어지고 있다. 디스플레이광고 중심의 광고매출은 2018년 32.5% 증가할 것으로 보이고, 검색광고 중심의 비즈니스플랫폼 매출도 16%内外의 성장을 기록할 것으로 기대된다. 특히, 일본 라인 및 기타플랫폼 매출도 성과형광고, 계정광고 등이 고르게 고성장을 지속하고 있어 2018년 연결매출에 본격적인 기여가 예상된다.

적정주가는 하향하나 비중축소보다는 확대관점에서 접근해야 할 시점

2017년 네이버의 매출은 16% 증가했으나, 비용증가로 영업이익은 6% 증가에 그쳤다. 2018년 비용증가세가 둔화될 것으로 예상했으나, 공격적인 투자에 따른 비용증기는 불가피할 전망이다. 1분기 실적과 연간 비용증가를 고려해 이익추정치를 17% 하향 조정했으며 적정주가도 91만원으로 하향한다. 실적 발표와 더불어 댓글과 관련된 규제이슈에 따른 투자심리 냉각, 수급변동성 확대 등에 따른 주가조정 등 주가에 영향을 줄 수 있는 다양한 이슈들이 주가를 누르고 있다. 규제와 관련한 불확실성은 상존하나 자체적인 개편안이 발표되었고, 추가적인 개편이 지속될 것이라는 점에서 향후 주가에 미칠 부정적인 영향은 제한적일 전망이다. 따라서, 향후 주가는 비중확대 측면에서 접근해야 할 시점이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 910,000원(하향) | CP(4월 26일): 725,000원

Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,475.64		
52주 최고/최저(원)	960,000/720,000	5,390.5	6,096.4
시가총액(십억원)	23,897.9	1,276.1	1,493.8
시가총액비중(%)	1.98	896.6	1,041.2
발행주식수(천주)	32,962.7	EPS(원)	27,088
60일 평균 거래량(천주)	102.4	BPS(원)	31,559
60일 평균 거래금(십억원)	81.8	190,843	224,580
18년 배당금(예상, 원)	1,131		
18년 배당수익률(예상, %)	0.16		
외국인지분율(%)	59.68		
주요주주 지분율(%)			
국민연금	10.83		
BlackRock Fund Advisors	5.03		
외 13 인			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(8.1) (13.7) (10.2)		
상대	(9.5) (13.5) (19.9)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	3,253.9	4,022.6	4,678.5	5,665.0	6,744.1
영업이익	십억원	830.2	1,102.0	1,179.2	1,255.2	1,792.5
세전이익	십억원	823.2	1,131.8	1,195.8	1,228.1	1,758.0
순이익	십억원	518.7	749.3	770.4	802.8	1,171.9
EPS	원	15,737	22,732	23,371	24,355	35,554
증감률	%	14.1	44.4	2.8	4.2	46.0
PER	배	49.25	38.27	31.02	29.77	20.39
PBR	배	8.03	5.79	4.00	3.54	3.03
EV/EBITDA	배	24.64	20.71	14.87	13.66	9.35
ROE	%	26.46	26.20	18.34	15.47	19.07
BPS	원	96,527	150,192	181,360	204,707	239,253
DPS	원	1,100	1,131	1,131	1,131	1,131



Analyst 황승태

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 허제나

02-3771-7375

Jn.huh@hanafn.com

하나금융투자

표 1. NAVER의 1분기 실적

(단위: 십억원)

	1Q17	4Q17	1Q18P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	1,082.2	1,265.9	1,309.1	21.0	3.4	1,286.3	1.8
광고플랫폼	112.2	150.5	133.1	18.6	(11.6)	112.7	18.1
비즈니스플랫폼	510.5	575.6	592.7	16.1	3.0	576.0	2.9
IT플랫폼	43.4	66.4	72.5	67.1	9.2	73.0	(0.7)
컨텐츠서비스	24.7	27.6	29.6	19.8	7.2	27.4	8.1
라인 및 기타플랫폼	391.4	445.8	481.2	22.9	7.9	497.3	(3.2)
영업비용	791.5	974.8	1,052.1	32.9	7.9	966.3	8.9
플랫폼개발/운영	148.1	146.6	183.2	23.7	25.0	146.6	25.0
대행/파트너	188.7	248.5	240.4	27.4	(3.3)	241.9	(0.6)
인프라	50.1	61.7	60.3	20.4	(2.3)	62.1	(2.9)
마케팅	47.2	67.0	71.0	50.4	6.0	58.8	20.8
라인 및 기타플랫폼	357.4	451.0	497.2	39.1	10.2	456.9	8.8
영업이익	290.8	291.1	257.0	(11.6)	(11.7)	320.0	(19.7)
이익률(%)	26.9	23.0	19.6			24.9	
계속사업이익	306.8	262.9	255.7	(16.7)	(2.7)	320.3	(20.2)
이익률(%)	28.3	20.8	19.5			24.9	
순이익	210.9	172.0	153.0	(27.5)	(11.1)	214.6	(28.7)
이익률(%)	19.5	13.6	11.7			16.7	

자료: NAVER, 하나금융투자

표 2. NAVER의 실적현황 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F
총매출액	4,678.5	5,665.0	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,372.9	1,440.2	1,542.9
성장률(%)	16.3	21.1	(0.3)	4.4	6.3	5.4	3.4	4.9	4.9	7.1
광고	529.4	612.9	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	153.9	152.8	173.1
비즈니스플랫폼	2,157.7	2,476.0	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	600.1	621.3	661.9
IT플랫폼	217.8	335.0	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	79.0	85.3	98.1
컨텐츠서비스	104.5	137.3	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	32.2	35.5	40.0
라인 및 기타	1,669.1	2,103.8	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	507.7	545.2	569.7
영업비용	3,499.3	4,409.8	791.5	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,073.9	1,118.8	1,165.0
성장률(%)	19.8	26.0	(0.4)	6.7	5.2	9.7	7.9	2.1	4.2	4.1
플랫폼개발/운영	605.6	766.0	148.1	151.3	159.6	146.6	183.2	187.9	195.5	199.4
대행/파트너	857.2	1,059.6	188.7	204.3	215.7	248.5	240.4	259.3	268.2	291.7
인프라	225.0	248.5	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	61.5	62.7	64.0
마케팅	242.4	289.5	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	69.1	71.5	77.8
라인 및 기타	1,569.1	2,046.1	357.4	375.4	385.3	451.0	497.2	496.1	520.8	532.1
영업이익	1,179.2	1,255.2	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	298.9	321.4	377.8
성장률(%)	7.0	6.4	0.2	(1.9)	9.4	(6.7)	(11.7)	16.3	7.5	17.6
이익률(%)	25.2	22.2	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	21.8	22.3	24.5
계속사업이익	1,195.8	1,228.1	306.8	305.1	321.0	262.9	255.7	292.1	309.3	371.1
성장률(%)	5.7	2.7	11.1	(0.5)	5.2	(18.1)	(2.7)	14.2	5.9	20.0
순이익	770.1	794.7	210.9	171.4	215.8	172.0	153.0	192.8	204.1	244.9
성장률(%)	1.5	3.2	15.4	(18.7)	25.9	(20.3)	(11.1)	26.0	5.9	20.0

자료: NAVER, 하나금융투자

NAVER Conference Call 내용

■ 사업현황

***클로바**: 스피커뿐 아니라 웨어러블, 스마트디스플레이, 휴대폰, TV 등 여러 제품군으로 확대할 예정. 음악감상, 간편주문 등 서비스점점 을 확대할 것. 컨텐츠와 검색 품질 향상에 기여할 것. 컨텐츠추천기술은 이용자취향을 고려하고 구매패턴을 분석하며 기술 고도화 진행. 추천기술 도입 후, 상품노출과 클릭이 개선되고 긍정적 피드백 증가. 2월 쇼핑관련 데이터를 제공하는 인사이트를 개설해 사업자가 고객의 니즈를 유추하고 마케팅에 활용할 수 있도록 돋게 되었음.

***네이버페이**: 20만 이상 가맹점과 2천6백만의 유저를 연결하며 높은 성장세 유지. 스몰비즈니스와 사용자를 연결하는데 더욱 집중할 것.

***네이버웹툰**: 미국, 인도네시아, 일본 중심으로 이용자 중심으로 글로벌 MAU 4천6백만 달성. 글로벌 1위 서비스로 성장 중.

***기타**: 스노우가 선보인 생방송모바일퀴즈쇼 챔라이브는 새로운 즐거움 선사하며 실시간 동접자 수 11만명을 돌파. 3월 일본 출시 및 프랑스 스타트업과의 제휴 통한 현지 서비스 준비 중. V라이브 누적 다운로드 4천6백만명 중 해외비중 80%로, 글로벌 라이브스트리밍플랫폼으로 성장 중.

***네이버뮤직**: 취향분석, 추천기능강화, DB고도화로 서비스 차별화 시킬 것.

***네이버클라우드플랫폼(NCP)**: 2017년은 다양한 상품 개발에 집중. 제공 상품 수를 89개까지 확대. 올해는 파트너사들과 협력, 빅데이터 및 AI 데이터솔루션 바탕으로 고객 확대 예정.

***네이버랩스**: 쇼핑 및 상품검색 관련 이미지 등 다양한 프로젝트를 네이버와 공동진행. 키즈폰아기는 클로바 아끼 기반 네이버랩스의 정확한 위치 측정, 장소 이해 기반으로 정확한 위치정보 확인이 가능하다는 장점.

■ 실적요약(연결)

*영업수익: 1조 3,091억원(yoy 21%, qoq 3.4%), 영업이익 2,570억원(yoy -11.6%, qoq -11.7%)

(영업수익 비중: 광고 10%, 비즈니스플랫폼 45%, IT플랫폼 6%, 컨텐츠서비스 2%, 라인 및 기타플랫폼 37%)

- 1) 광고(CPM): 1,331억(yoy 18.6%, qoq -11.5%)

모바일상품 개선, 평창올림픽 개최에 대한 성공적 대응, 계절적 비수기로 분기 역성장

- 2) 비즈니스플랫폼(CPC/CPS): 5,927억(yoy 16.1%, qoq 3.0%)

모바일 맞춤형 UI 개선, 정보성 강화에 따른 클릭 수 증가, 쇼핑검색광고 호조

- 3) IT플랫폼(네이버페이, 클라우드, 웍스, IT서비스): 725억(yoy 66.9%, qoq 9.1%)

네이버페이, 가맹점 증가로 안정적 성장

- 4) 컨텐츠: 296억(yoy 19.8%, qoq 7.1%)

- 5) 라인 및 기타: 4,812억(yoy 22.9%, qoq 7.9%)

*영업비용: 1조 521억(yoy 32.9%, qoq 7.9%)

(영업비용 비중: 플랫폼개발 및 운영 17%, 대행/파트너 23%, 인프라 6%, 마케팅 7%, 라인 및 기타플랫폼 47%)

- 1) 플랫폼개발/운영: 1,832억. 연간 20% 이상 증가할 것으로 예상

- 2) 대행/파트너: 2,404억. 일부 컨텐츠수수료 감소

- 3) 인프라: 603억. 작년부터 Capex 증가 지속

- 4) 마케팅: 710억. 페이거래액 성장에 따른 포인트 적립, AI스피커 마케팅 확대

- 5) 라인 및 기타: 4,972억.

*영업이익: 2,570억(yoy -11.6%, qoq -11.7%, opm 19.0%)

*당기순이익: 1,538억(yoy -27.1%, qoq -10.6%, nim 11.7%)

*투자: 연구개발비 3,296억, Capex 1,188억원

연구개발비 지출비중은 국내최고 수준. 올해 연간 15~20% 증가할 것으로 예상. Capex는 1분기 동영상, 웹툰, 스노우 등 컨텐츠 확보 및 해외진출 투자로 연간으로 작년과 비슷한 수준의 지출이 예상.

■Q&A**1) 댓글, 아웃링크관련 코멘트**

4월 25일 댓글 관련 원칙을 발표했음. 댓글은 뉴스에 대한 2차소통창구라고 생각함. 댓글을 운영해온 지난 14년간 다양한 사회적 실험, 시도가 있었음. 뉴스댓글에 대한 운영원칙과 정책에 대해 사용자들과 근본적 문제부터 검토, 개선하고자 3월 댓글이 용자페널을 발족했음. 다양한 고민, 의견을 나누고 적용 가능한 방안 중 1차로 네 가지를 적용하겠다고 25일 발표했음. 공감과 비공감의 1일 참여횟수 50회 제한, 연속댓글 50초 이내, 공감 및 공감 클릭횟수?? 동일 기사에 대한 참여횟수 3회 제한. 외부의 견을 경청하고 지속 개선하는 것이 중요.

아웃링크 또한, 언론사나 일부 기관들의 의견을 듣고 다각적으로 개선방안 고민할 것.

2) 광고매출증가율이 높았던 원인과 향후 성장에 대한 전망

1분기 광고매출 비수기임에도 불구하고, 모바일상품 관련 개선과 평창올림픽에 대한 적극적 대응으로 성장률을 회복. 2분기부터는 전년대비 기저효과가 낮아지며 1분기 성장률보다는 낮아질 것. 하반기에는 성장률이 다소 둔화될 것으로 예상하나 상품개선으로 연간 두 자리 수 성장 유지할 것.

3) 매출은 성장하지만 비용증가로 마진은 하락, 이에 대한 향후 전망

미래를 위한 투자 지속. 특히, 연구개발을 위해 인재를 지속 영입. 영업수익 대비 25% 넘는 비중. 이러한 추이는 지속될 것. 연간 15~20% 수준 연구개발비 증가될 것.

4) 2018년 투자 및 마케팅 가이던스

마케팅비는 페이거래액 성장, 글로벌 광고, 마케팅 영향으로 1분기에는 증가. 연간 계획은 작년보다 증가하겠지만, 이 중 대부분은 페이거래액에 연동되는 포인트 적립일 것. AI스피커에 대한 부분도 포함될 것. 마케팅비용은 라인 및 기타플랫폼을 제외한 네이버플랫폼의 2018년 영업수익은 10%대 중반 성장률을 목표. 영업이익은 적극적 개발인재 충원 등으로 30%대 초반 수준의 이익률을 전망.

5) 비즈니스플랫폼은 분기별 성장 지속, 쇼핑검색광고의 향후 상품확장을 포함한 계획

사용자트래픽 증가에 따른 성장이 주를 이루고 있음. 1분기도 모바일 조회수와 클릭수가 증가하면서 전체 실적을 견인. 그 중 쇼핑검색광고는 16.11월 오픈 후 광고주가 꾸준히 증가, 3월말 기준 2,3만명 광고주가 쇼핑검색광고를 이용. 쇼핑검색상품품질 개선에 집중. 연말, 내년 초까지 카테고리 확장을 지속할 예정.

6) 네이버페이, 쇼핑관련 유저, 거래대금, 매출증가세 관련 데이터

쇼핑관련 지표 공개 어려움. 지속 성장 중. 네이버페이는 1분기 롯데아이몰, 베거킹 등 다양한 신규가맹점이 영입됨. 1분기말 20만개 가맹점 보유. 거래액규모는 2018년 성장하면서 성장률은 다소 둔화 가능.

7) 쇼핑검색광고와 기존검색상품(파워링크)의 카니발 효과

일부 카니발이 있지만 영향 크지 않음. 각각의 서비스를 이용하는 유저들의 니즈가 다름. 둘 다 성장 중.

8) 1분기 플랫폼개발운영비 yoy 24% 증가, 이 중 AI 등 신규비즈니스를 위한 투자비 비중

대부분 신규사업에 대한 투자비용임. 가장 큰 부분은 서치엔클로바의 개발인력, AI 연구. 네이버랩스(자율주행, 지도) 관련 인력비용이 크게 증가. 신규채용은 대부분 개발자 중심으로 진행.

9) 네이버의 광고시장 점유율 동향 및 시장트렌드

온라인광고협회에 따르면 2017년 온라인광고시장은 4.4조원 규모. 2018년 4.9조원 규모에 육박할 것으로 예상. 전통매체에서 디지털광고 이동은 지속. 2018년 모바일광고시장은 작년 성장률보다 둔화된 15% 성장 전망. 국내 페북, 인스타, 유튜브 등 해외매체들이 국내시장에서 입지를 다지고 있으며 치열한 경쟁 지속 중. 당사가 보유한 검색기능과 검색상품, 플랫폼 기반으로 시장에서 성장률을 유지할 수 있도록 노력할 것.

10) 미래에셋대우와의 제휴서비스 방향성 및 향후 전략

현재 미래대우의 CMA계좌는 네이버페이의 간편페이로 연동되어 있음. 제휴통장을 준비 중. 제휴카드와 비슷한 개념. 향후 네이버기술과 미래대우의 금융컨텐츠, 네트워크를 활용한 다양한 사업 진행에 대해 적극 검토 중.

11) 마진하락과 투자비 증가, 아웃링크에 대한 시장의 우려 상승. 이러한 비용증가 예상 자속기간 및 2019년 전망

2016년말부터 클로바 프로젝트를 시작, 신기술 및 AI시대 대응을 위한 신규채용 진행해왔음. 하드웨어에 대한 투자 또한 지속되고 있음. 모든 IT기업들이 투자를 할 수 밖에 없는 상황이고, 투자를 위한 적절한 시기라고 판단. 적어도 올해까지는 지속되어야 할 것.

12) 뉴스 아웃링크방식을 도입 시, 광고수익에의 영향 및 리스크. 파트너십 방식으로 진행될 시, 광고매출 하락을 방어 가능성

아웃링크 전환에 대해서는 열린 자세로 살펴볼 예정. 각 언론사와 이해관계들마다 각기 다른 배경이 있음. 특히 사용자들의 사용성에 대한 우려 또한 있음. 아웃링크는 여러 조건에 대해 검토가 필요. 확정되면 추후 구체적으로 설명할 것.

13) 1분기 이익률 낮았음에도 불구하고, 2018년 연간 마진율 30% 초반 가능여부

연결실적기준 작년 25% 전후, 올해 1분기 19.5% 수준이었음. 30%초반이라는 수치는 라인 및 기타플랫폼을 제외한 네이버플랫폼의 마진 수준. 작년에는 30%중반 수준이었고, 올해는 초반으로 소폭 하락할 것으로 예상.

LINE 1Q18 실적 코멘트(4/26)

LINE 1Q18 실적 리뷰 – 그래도 몸무게보다는 키가 더 빨리 자란다

• 1Q18 LINE 광고는 견조한 성장, 컨텐츠는 정체, 인건비 증가

- 총수익 502억엔(+3.8% QoQ, +22.5 YoY), 기타영업수익 제외 시 487억엔(+1.8 QoQ, +19.9% YoY)
- 영업이익 12.5억엔(+108.2% QoQ, -69% YoY)
- 광고, 스티커, 게임, 기타 등 Core Business 매출은 427억엔(+3.2 QoQ, +14.1 YoY), 영업이익은 80.4억엔(-2.5% QoQ, +10.3% YoY)
- IFRS15에 따라 공식계정광고 매출인식을 순매출 인식에서 총액인식으로 변경, 2017년 기준 73억엔 수준의 회계매출증가(4Q 기준 20억엔) 효과,
비용부분에는 ‘Sales Commission’ 항목에 포함
- 주요 4개국 트래픽은 QoQ 1.8% 감소했으나 일본 트래픽은 2.7% 증가, DAU/MAU Ratio 4개국 77%, 일본 85% 기록

• 성장의 핵심 축으로 자리잡은 광고

- 전체 광고매출은 252억엔으로 QoQ 6.2%, YoY 38% 증가, 전체 영업수익대비 비중 51.7%로 처음으로 과반을 점유
- 지표들도 견조한 증가, 공식계정 657개(+1.9% QoQ), LINE@ 계정 7,3백만개(+9.2% QoQ), LINE Ad Impressions 176.5억(+10.2% QoQ)
- 성과형광고(Display Ads)의 매출이 91억엔, QoQ 7.7% 증가를 기록하며 성장을 주도, 타겟팅 및 동영상광고의 확대를 기반으로 고 성장 지속될 것
- 메신저광고(Accounts Ads)의 매출도 전분기에 이어 1분기에도 135억엔, QoQ 6.9% 성장을 지속하며 견조한 모습
- 고른 성장을 기록하는 모습이 지속되며 향후 라인의 실적개선을 주도할 것

• 게임매출의 감소 및 인건비 증가는 지속적인 부담요인

- 게임매출은 2017년 1분기부터 지속적으로 감소세를 기록, 1Q18 매출은 92.4억엔으로 QoQ 5.1% 감소, LINE 플랫폼 비용에 대한 부담을 고려할 때 개발사들의 이탈을 막기는 어려울 것으로 판단되며 소싱비용도 증가할 듯
- 인건비도 신규서비스를 위한 채용증가 등으로 QoQ 8.8% 증가, 전체매출액대비 비중도 전년동기 24%에서 28%로 확대, 향후 Finance, AI 등에서 공격적인 Strategic Business를 전개할 계획이라는 점에서 인건비 부담은 지속될 것

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	3,253.9	4,022.6	4,678.5	5,665.0	6,744.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	3,253.9	4,022.6	4,678.5	5,665.0	6,744.1
판관비	2,423.7	2,920.6	3,499.3	4,409.8	4,951.6
영업이익	830.2	1,102.0	1,179.2	1,255.2	1,792.5
금융순익	14.2	28.9	46.8	0.0	0.0
종속/관계기업손익	(1.7)	(9.4)	(1.7)	0.0	0.0
기타영업외손익	(19.6)	10.3	(28.4)	(27.1)	(34.5)
세전이익	823.2	1,131.8	1,195.8	1,228.1	1,758.0
법인세	229.0	360.9	423.2	433.3	597.7
계속사업이익	594.2	770.9	772.7	794.8	1,160.3
중단사업이익	(77.2)	(11.8)	(2.5)	0.0	0.0
당기순이익	517.0	759.1	770.1	794.8	1,160.3
비지배주주지분					
순이익	(1.8)	9.8	(0.2)	(8.0)	(11.7)
지배주주순이익	518.7	749.3	770.4	802.8	1,171.9
지배주주지분포괄이익	555.6	733.0	767.9	758.0	1,106.6
NOPAT	599.3	750.7	761.9	812.3	1,183.1
EBITDA	986.2	1,265.0	1,358.3	1,411.2	1,924.8
성장성(%)					
매출액증가율	18.0	23.6	16.3	21.1	19.0
NOPAT증가율	23.5	25.3	1.5	6.6	45.6
EBITDA증가율	9.3	28.3	7.4	3.9	36.4
영업이익증가율	9.5	32.7	7.0	6.4	42.8
(지배주주)순이익증가율	14.1	44.5	2.8	4.2	46.0
EPS증가율	14.1	44.4	2.8	4.2	46.0
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	30.3	31.4	29.0	24.9	28.5
영업이익률	25.5	27.4	25.2	22.2	26.6
계속사업이익률	18.3	19.2	16.5	14.0	17.2

투자지표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	15,737	22,732	23,371	24,355	35,554
BPS	96,527	150,192	181,360	204,707	239,253
CFPS	31,081	41,966	41,504	41,991	57,346
EBITDAPS	29,919	38,377	41,206	42,812	58,394
SPS	98,716	122,036	141,932	171,860	204,599
DPS	1,100	1,131	1,131	1,131	1,131
주가지표(배)					
PER	49.2	38.3	31.0	29.8	20.4
PBR	8.0	5.8	4.0	3.5	3.0
PCFR	24.9	20.7	17.5	17.3	12.6
EV/EBITDA	24.6	20.7	14.9	13.7	9.3
PSR	7.9	7.1	5.1	4.2	3.5
재무비율(%)					
ROE	26.5	26.2	18.3	15.5	19.1
ROA	13.3	13.9	10.8	9.6	12.2
ROIC	77.7	115.0	128.0	170.5	496.3
부채비율	93.2	54.3	46.8	44.7	43.3
순부채비율	(61.3)	(73.1)	(79.2)	(84.4)	(88.8)
이자보상배율(배)	144.6	181.5	5,132.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	2,639.4	4,199.9	5,520.0	6,552.3	8,017.4
금융자산	2,059.8	3,394.3	4,580.1	5,500.7	6,765.6
현금성자산	813.4	1,726.2	2,633.8	3,323.4	4,173.4
매출채권 등	526.6	719.3	839.2	938.9	1,117.8
재고자산	15.5	10.3	12.1	13.5	16.1
기타유동자산	37.5	76.0	88.6	99.2	117.9
비유동자산	1,746.5	2,170.7	2,313.8	2,268.2	2,334.0
투자자산	439.6	796.9	929.8	1,040.2	1,238.4
금융자산	374.7	614.8	717.3	802.5	955.3
유형자산	863.8	863.3	901.0	759.9	641.0
무형자산	103.3	112.1	138.9	124.0	110.7
기타비유동자산	339.8	398.4	344.1	344.1	343.9
자산총계	4,385.9	6,370.6	7,833.8	8,820.5	10,351.5
유동부채	1,683.7	1,803.9	2,012.9	2,198.2	2,530.8
금융부채	517.7	227.3	203.2	203.2	203.2
매입채무 등	689.0	980.8	1,144.4	1,280.3	1,524.2
기타유동부채	477.0	595.8	665.3	714.7	803.4
비유동부채	432.7	437.1	485.1	524.9	596.3
금융부채	150.0	150.0	150.1	150.1	150.1
기타비유동부채	282.7	287.1	335.0	374.8	446.2
부채총계	2,116.3	2,241.0	2,498.0	2,723.1	3,127.1
지배주주지분	2,124.5	3,594.7	4,805.9	5,575.5	6,714.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	133.1	1,217.2	1,448.5	1,448.5	1,448.5
자본조정	(1,125.0)	(1,423.7)	(1,200.3)	(1,200.3)	(1,200.3)
기타포괄이익누계액	30.6	(25.4)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
이익잉여금	3,069.4	3,810.2	4,548.0	5,317.6	6,456.3
비지배주주지분	145.1	534.9	529.9	521.9	510.2
자본총계	2,269.6	4,129.6	5,335.8	6,097.4	7,224.4
순금융부채	(1,392.1)	(3,017.0)	(4,226.7)	(5,147.4)	(6,412.2)

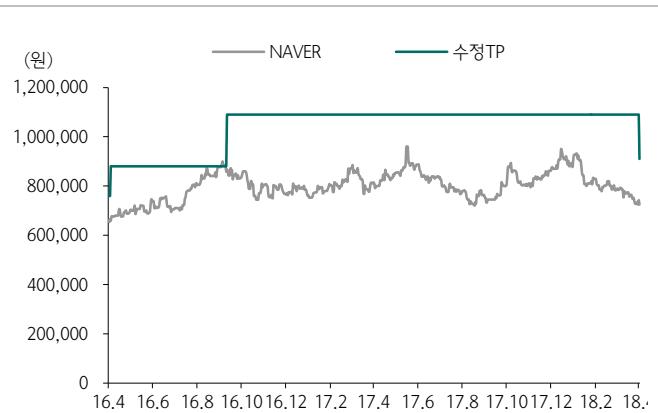
현금흐름표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	851.4	1,164.0	1,096.8	1,064.3	1,496.2
당기순이익	517.0	759.1	770.1	794.8	1,160.3
조정	271.0	316.6	181.1	156.0	132.3
감가상각비	156.0	163.0	179.1	156.0	132.3
외환거래손익	(1.5)	(3.7)	(0.9)	0.0	0.0
지분법손익	(1.6)	(9.8)	1.7	0.0	0.0
기타	118.1	167.1	1.2	0.0	0.0
영업활동 변동	63.4	88.3	145.6	113.5	203.6
투자활동 현금흐름	(785.9)	(941.7)	(616.4)	(341.5)	(612.9)
투자자산감소(증가)	(175.2)	(347.9)	(132.9)	(110.4)	(198.2)
유형자산감소(증가)	(118.5)	(97.2)	(185.3)	0.0	0.0
기타	(492.2)	(496.6)	(298.2)	(231.1)	(414.7)
재무활동 현금흐름	5.9	697.8	453.8	(33.2)	(33.2)
금융부채증가(감소)	211.9	(290.4)	(24.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.0)	1,084.1	231.3	0.0	0.0
기타재무활동	(183.0)	(63.8)	279.1	0.0	0.0
배당지급	(23.0)	(32.1)	(32.6)	(33.2)	(33.2)
현금의 증감	90.9	912.8	907.6	689.5	850.1
Unlevered CFO	1,024.5	1,383.3	1,368.1	1,384.1	1,890.3
Free Cash Flow	730.6	1,010.2	910.3	1,064.3	1,496.2



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

NAVER



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.4.27	BUY	910,000		
16.10.6	BUY	1,090,000	-25.27%	-11.93%
16.4.29	BUY	880,000	-14.53%	2.27%
16.4.5	BUY	760,000	-12.71%	-11.18%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.3%	12.0%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 4월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 4월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.