

## NAVER

## BUY(유지)

035420 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(하향)	960,000원	현재주가(07/04)	768,000원	Up/Downside	+25.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 07. 05

## 다시 라인으로 넘어간 공

## News

**2Q18 컨센서스 수준의 실적 전망:** NAVER는 2Q18 매출액 1조 3,681억원(+21.1%YoY), 영업이익 2,660억원(-6.8%YoY)으로 당초 추정치(2,896억원)보다는 낮으나 컨센서스(2,744억원)에는 부합하는 실적을 기록할 전망이다. 광고(디스플레이) 매출은 계절적 성수기 효과로 11.6%YoY, 12.2%QoQ 성장할 것으로 예상되고 비즈니스플랫폼(검색) 매출의 경우 QoQ 성장률은 낮은 한 자릿수를 유지하고 있으나 쇼핑검색광고 등의 지속적인 성장에 힘입어 17.7%YoY 증가할 것으로 기대된다. 라인 매출은 디스플레이 광고(중전 퍼포먼스 광고)의 고성장(+70.3%YoY)이 이어짐에 따라 507억엔(-3.1%YoY, 2Q17 일회성 기타영업수익 107억엔 발생 감안 필요)을 기록할 수 있을 전망이다. 그러나 영업비용이 국내외 공격적 인력 충원 및 신규 사업에 대한 마케팅 강화로 30.5%YoY 증가해 매출 성장률을 상회할 것으로 예상(당초 +29.1%YoY 전망)된다.

## Comment

**공은 다시 라인으로 넘어갔다:** 라인은 6/28 라인 컨퍼런스 2018을 통해 향후 사업전략을 발표했다. 라인 파이낸셜 설립을 통한 자산관리/증권/보험 등의 서비스 제공, 가상화폐 거래소인 BITBOX의 7월 오픈(일본, 미국 제외), QUICPay와의 제휴를 통한 라인페이의 오프라인 결제 서비스 확대, 클로바의 스킵 확대, 라인뉴스의 오리지널 콘텐츠 제공, 라인쇼핑의 오프라인 시장 공략, 라인트래블 서비스 시작, 라인뮤직/라인망가 등 엔터테인먼트 부문 경쟁력 강화 등 향후 기대감을 높일 수 있는 다양한 신규 사업들을 공개한 것이다. 그러나 이에 수반되는 큰 폭의 비용 증가로 당사는 올해 라인이 31억엔(적자전환YoY)의 영업손실을 기록할 것으로 추정하고 있다. 결국 이미 한 달간 14% 이상 상승한 NAVER의 주가가 추세적 상승을 이어갈지는 라인이 발표한 이들 신규 사업이 얼마나 빨리 가시적인 성과를 보여주느냐에 달려있다고 판단한다.

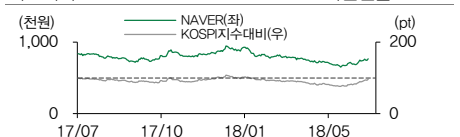
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	4,023	4,678	5,553	6,225	6,876
(증가율)	23.6	16.3	18.7	12.1	10.5
영업이익	1,102	1,179	1,087	1,226	1,368
(증가율)	32.7	7.0	-7.8	12.9	11.6
지배주주순이익	749	773	771	800	898
EPS	22,732	23,447	23,383	24,263	27,247
PER (H/L)	39.7/23.9	41.6/30.6	32.8	31.7	28.2
PBR (H/L)	8.3/5.0	6.7/5.0	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA (H/L)	21.5/12.5	20.9/15.2	16.9	14.6	12.7
영업이익률	27.4	25.2	19.6	19.7	19.9
ROE	26.2	18.5	15.0	13.6	13.5

## Stock Data

52주 최저/최고	652,000/950,000원
KOSDAQ /KOSPI	799/2,265pt
시가총액	253,153억원
60일-평균거래량	108,592
외국인지분율	59.5%
60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	국민연금 10.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	14.1	1.9	-8.6
상대기준	23.3	8.3	-3.9

## Action

**목표주가 96만원으로 하향:** 공격적 투자 지속에 따른 비용 증가를 반영해 18년 영업이익 추정치를 5% 하향(국내 별도 영업이익은 4.4% 하향)했다. 그리고 국내 별도 가치 산정 시 적용하던 Target PER도 비교대상 그룹에서 신흥국 기업인 바이두, 안텍스를 제외해 20.1배(종전 22.0배)로 하향함에 따라 목표주가를 96만원으로 낮췄다. 단기 실적에 대한 기대감은 낮추고 라인의 신규 사업 성과를 지켜보자.

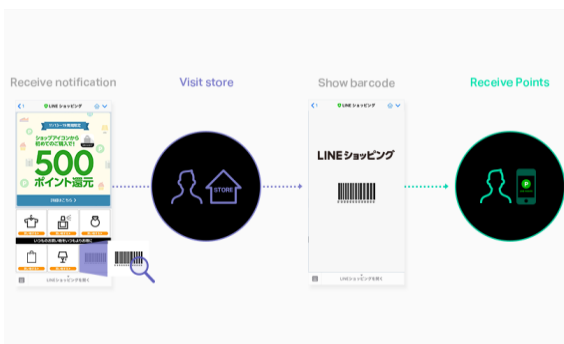
도표 1. NAVER 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,368.1	1,409.5	1,466.6	4,022.6	4,678.5	5,553.3	6,225.3
%YoY	15.5	14.4	18.5	16.7	21.0	21.1	17.4	15.8	23.6	16.3	18.7	12.1
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	149.3	149.1	165.7	399.5	529.4	597.3	656.7
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	75.9	79.6	83.3	120.5	217.8	311.4	359.1
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	498.2	519.9	551.0	1,533.8	1,669.1	2,050.3	2,399.9
영업비용	791.5	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,102.2	1,135.9	1,176.4	2,920.6	3,499.3	4,466.5	4,998.9
%YoY	16.3	18.2	21.6	22.7	32.9	30.5	27.8	20.7	20.5	19.8	27.6	11.9
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	140.2	183.2	184.1	185.0	169.8	537.2	577.1	722.1	830.4
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	244.5	240.4	262.2	266.8	278.3	660.5	844.3	1,047.7	1,152.3
인프라	49.3	54.4	57.3	60.9	60.3	62.4	62.5	63.6	188.1	221.9	248.8	266.2
마케팅	40.3	50.5	64.3	64.8	71.0	80.0	85.5	90.1	148.3	219.9	326.6	357.1
라인 및 기타플랫폼	375.0	394.8	401.9	464.4	497.2	513.5	536.2	574.5	1,386.6	1,636.1	2,121.4	2,392.9
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	266.0	273.6	290.2	1,102.0	1,179.2	1,086.7	1,226.5
%YoY	13.2	4.6	10.6	0.3	-11.6	-6.8	-12.3	-0.3	32.7	7.0	-7.8	12.9
영업이익률	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	19.4	19.4	19.8	27.4	25.2	19.6	19.7
지배주주순이익	205.5	173.1	214.1	180.2	165.2	194.5	199.5	211.5	749.3	772.9	770.8	799.8
%YoY	24.2	-18.6	10.0	2.0	-19.6	12.3	-6.8	17.4	44.4	3.1	-0.3	3.8

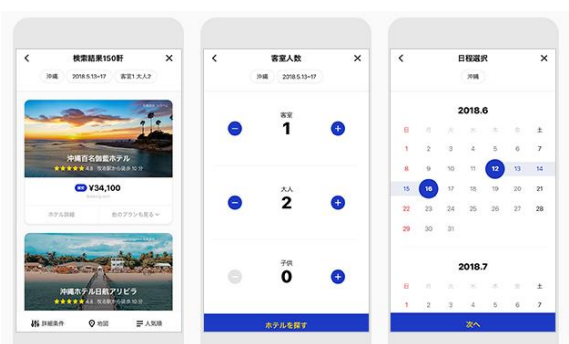
자료: NAVER, DB금융투자

도표 2. 라인쇼핑의 오프라인 시장 침투



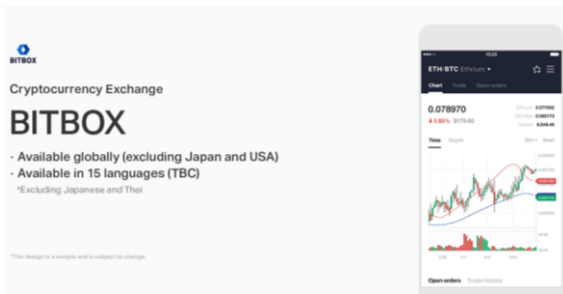
자료: 라인, DB금융투자

도표 3. 라인트래블을 통해 여행상품 검색, 예약 등의 서비스 제공



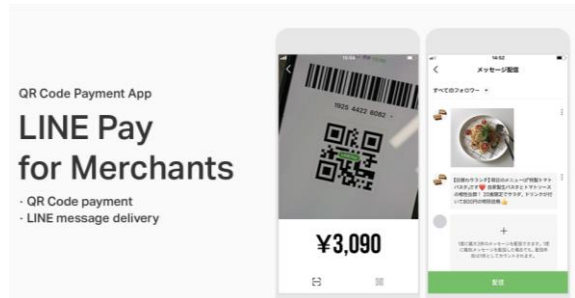
자료: 라인, DB금융투자

도표 4. 가상화폐 거래소인 BITBOX 7월 출시



자료: 라인 DB금융투자

도표 5. QR코드 결제가 가능한 라인페이 점포용 앱 출시



자료: 라인 DB금융투자

도표 6. NAVER 목표주가 산출 요약

NAVER 별도 가치 (1)	17,890	십억원
18E 순이익	889	십억원
Target PER	20.1	배
라인 가치 (2)	10,115	십억원
18E 매출액	2,077	십억원
Target PSR	6.7	배
라인 적정 가치	13,917	십억원
NAVER의 지분율	72.7	%
순차입금 (3)	-3,606	십억원
NAVER 적정 가치 ((1)+(2)-(3))	31,612	십억원
주식수	32,963	천주
목표주가	960,000	원
현재주가	768,000	원
상승여력	25.0	%

자료: Bloomberg, DB금융투자

주1: Target PER은 알파벳, 야후재팬의 18E P/E 평균

주2: Target PSR은 페이스북, 트위터, 텐센트 18E PSR 평균 20% 할인

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,200	4,784	5,508	6,562	7,834
현금및현금성자산	1,726	1,908	2,041	2,484	3,197
매출채권및기타채권	719	1,025	1,254	1,490	1,744
재고자산	10	36	42	44	51
비유동자산	2,171	3,235	3,572	3,827	4,075
유형자산	863	1,150	1,358	1,473	1,570
무형자산	112	340	346	351	355
투자자산	797	1,388	1,510	1,645	1,793
자산총계	6,371	8,019	9,080	10,389	11,909
유동부채	1,804	2,303	2,687	3,231	3,892
매입채무및기타채무	981	1,246	1,630	2,174	2,835
단기차입금및단기차대	227	211	211	211	211
유동상장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	437	411	411	411	411
사채및장기차입금	150	50	50	50	50
부채총계	2,241	2,714	3,098	3,642	4,304
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,508	1,508	1,508	1,508
이익잉여금	3,810	4,556	5,285	6,041	6,890
비지배주주지분	535	543	489	499	509
자본총계	4,130	5,305	5,981	6,747	7,605

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164	940	1,004	1,283	1,479
당기순이익	759	770	717	809	908
현금유출이없는비용및수익	624	663	592	642	692
유형및무형자산상각비	163	206	229	237	243
영업관련자산부채변동	88	-139	86	275	376
매출채권및기타채권의감소	-56	-176	-229	-236	-253
재고자산의감소	0	0	-6	-3	-7
매입채무및기타채무의증가	11	97	384	544	661
투자활동현금흐름	-942	-1,310	-827	-799	-722
CAPEX	-154	-472	-413	-327	-314
투자자산의순증	-367	-605	-135	-146	-158
재무활동현금흐름	698	636	-43	-42	-44
사채및차입금의 증가	-290	38	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1,084	291	0	0	0
배당금지급	-32	-33	-42	-41	-44
기타현금흐름	-7	-85	0	0	0
현금의증가	913	181	133	443	713
기초현금	813	1,726	1,908	2,041	2,484
기말현금	1,726	1,908	2,041	2,484	3,197

자료: NAVER, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,023	4,678	5,553	6,225	6,876
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,678	5,553	6,225	6,876
판매비	2,921	3,499	4,467	4,999	5,508
영업이익	1,102	1,179	1,087	1,226	1,368
EBITDA	1,265	1,385	1,316	1,463	1,612
영업외손익	30	17	22	26	38
금융손익	29	83	50	56	67
투자손익	-9	-14	-13	-11	-10
기타영업외손익	10	-52	-15	-19	-19
세전이익	1,132	1,196	1,109	1,252	1,406
중단사업이익	-12	-3	1	0	0
당기순이익	759	770	717	809	908
자배주주지분순이익	749	773	771	800	898
비지배주주지분순이익	10	-3	-54	9	10
총포괄이익	724	627	717	809	908
증감률(%YoY)					
매출액	23.6	16.3	18.7	12.1	10.5
영업이익	32.7	7.0	-7.8	12.9	11.6
EPS	44.4	3.1	-0.3	3.8	12.3

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)	22,732	23,447	23,383	24,263	27,247
EPS	109,055	144,477	166,618	189,550	215,289
BPS	1,131	1,446	1,400	1,500	1,700
DPS					
Multiple(배)					
P/E	34.1	37.1	32.8	31.7	28.2
P/B	7.1	6.0	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	18.2	18.8	16.9	14.6	12.7
수익성(%)					
영업이익률	27.4	25.2	19.6	19.7	19.9
EBITDA마진	31.4	29.6	23.7	23.5	23.4
순이익률	18.9	16.5	12.9	13.0	13.2
ROE	26.2	18.5	15.0	13.6	13.5
ROA	14.1	10.7	8.4	8.3	8.1
ROC	189.4	131.3	77.3	88.6	131.0
안정성및기타					
부채비율(%)	54.3	51.2	51.8	54.0	56.6
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	1,823.3	2,057.8	2,295.7
배당성향(배)	4.3	5.5	5.7	5.4	5.5

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대주주관입무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

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

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## NAVER 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
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	-32.0 -26.2				
18/07/05	Buy	960,000	-				