



하나금융그룹

2018년 7월 10일 | Equity Research

# NAVER (035420)

## 견조한 Top Line, 비용증가는 부담

### 2분기 견조한 매출증가, 그러나 비용도 증가

네이버의 2분기 매출은 전분기 대비 3.7%, 전년동기대비 20.1% 증가한 1,363조원을 기록할 전망이다. 국내외 광고매출의 성장이 1분기 대비로는 둔화되는 모습이나 여전히 견조하다는 점을 확인할 수 있을 것으로 판단된다. 디스플레이 및 검색광고를 포함한 전체광고(광고+비즈니스플랫폼)매출은 전분기 대비 1.7%, 전년동기 대비 12.6% 증가할 것으로 기대한다. 2017년 하반기 이후 광고중심의 성장국면이 지속되고 있는 일본 라인의 매출도 전체 연결매출 증가에 기여할 것으로 예상된다. 견조한 매출증가에도 불구하고 비용증가로 인해 이익은 개선되기 어려울 전망이다. 1분기 (전분기 대비) 25%를 기록했던 인건비(플랫폼개발/운영비) 증가율은 2분기에도 소폭 증가할 것으로 예상되며 일본 라인의 인건비도 증가할 것으로 예상되어 영업이익은 1분기 대비 소폭 감소한 2,554억원을 기록할 전망이다.

### 하반기 Top Line 성장은 견조할 전망

국내외 모바일광고의 시장성장, 쇼핑부문에서 창출되는 광고매출 비중확대 등 우호적인 분위기가 지속되는 가운데 글로벌 수준에 다다른 인공지능 기술과 플랫폼의 접목으로 서비스의 질적인 완성도가 개선되고 있다. 또한 광고상품도 질적, 양적으로 증가하며 실적개선에 기여하고 있는 모습이다. 비즈니스 플랫폼 부문의 '신상품 광고'가 1분기 런칭된 이후 '코디셋 광고'를 2분기에 런칭했으며, 기존의 화장 소재에 이미지 및 지도 등을 추가하며 클릭률 개선을 도모하고 있다. 일본 라인광고도 최근 양극화 현상을 보이고 있는 라인 공식계정과, 라인@을 병합하며 효율성을 제고시키며 성과형광고의 성장을 따라잡기 위한 노력을 지속 중이다. 공격적인 거래액 증가에 힘입어 네이버페이 가맹점 증가세가 이어 있으며 쇼핑검색 광고주도 분기 꾸준한 증가가 지속되고 있다.

### 라인 신규비즈니스에 대한 기대는 유효, 그러나 비용증가는 지속

최근 라인이 발표한 핀테크 비즈니스에 대한 기대는 장기적인 관점에서 접근하나 긍정적으로 판단한다. 라인페이의 온라인/오프라인 결제 확대에 따른 생태계 확장을 기반으로 다양한 수익모델을 창출하려는 전략이며, 현금사용비중이 높은 일본시장을 고려할 때 '알리페이'와 같은 비즈니스모델을 생각해 볼 수 있을 것으로 판단된다. 다만, 인프라 확대, 인력 채용 등이 이어지며 비용은 지속적으로 증가할 것으로 예상되는 만큼 이익증가는 보수적인 관점에서 접근해야 할 것이다. 주력서비스가 건재하고 미래 펀더멘털 개선에 대한 준비가 진행 중이라는 점에서 중장기 성장을 담보할 수 있을 것으로 판단된다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 910,000원 | CP(7월 9일): 755,000원

#### Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,285.80	
52주 최고/최저(원)	950,000/652,000	
시가총액(십억원)	24,886.8	
시가총액비중(%)	2.07	
발행주식수(천주)	32,962.7	
60일 평균 거래량(천주)	108.7	
60일 평균 거래대금(십억원)	78.1	
18년 배당금(예상, 원)	1,446	
18년 배당수익률(예상, %)	0.19	
외국인지분율(%)	59.45	
주요주주 지분율(%)		
국민연금	10.33	
Oppenheimer Funds, Inc.	5.06	
외 18 인		
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	7.7 (20.0) (9.9)	
상대	15.5 (12.2) (6.2)	

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	5,519.2	6,274.8
영업이익(십억원)	1,129.9	1,360.5
순이익(십억원)	757.3	922.8
EPS(원)	23,672	28,601
BPS(원)	186,180	216,300

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	4,022.6	4,678.5	5,649.3	6,726.4	7,767.3
영업이익	십억원	1,102.0	1,179.2	1,140.3	1,620.3	2,063.1
세전이익	십억원	1,131.8	1,195.8	1,113.2	1,585.7	2,028.5
순이익	십억원	749.3	772.9	773.4	1,124.7	1,438.7
EPS	원	22,732	23,447	23,464	34,120	43,647
증감률	%	44.4	3.1	0.1	45.4	27.9
PER	배	34.09	37.10	32.18	22.13	17.30
PBR	배	5.16	4.83	3.73	3.21	2.72
EV/EBITDA	배	18.23	18.79	19.11	12.86	9.45
ROE	%	26.20	18.50	15.26	19.01	20.11
BPS	원	150,192	180,040	202,363	235,201	277,565
DPS	원	1,131	1,446	1,446	1,446	1,446



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

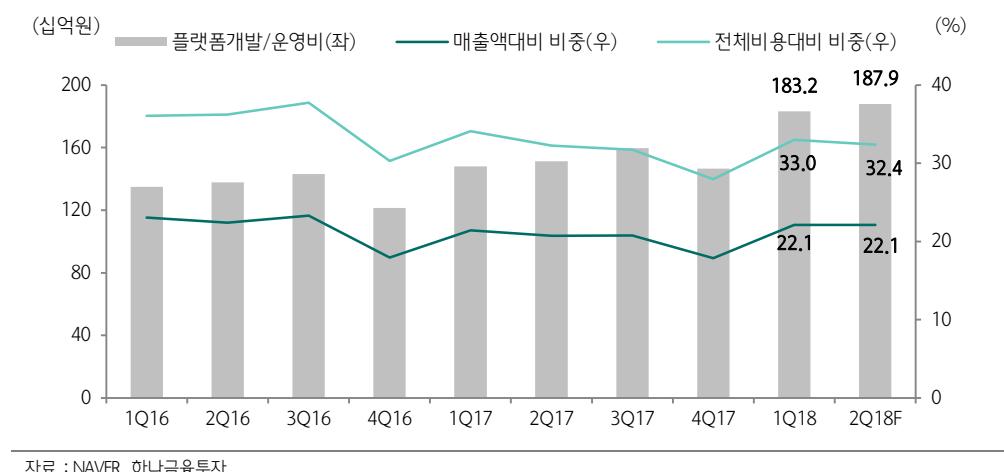
RA 허제나

02-3771-7375

Jn.huh@hanafn.com

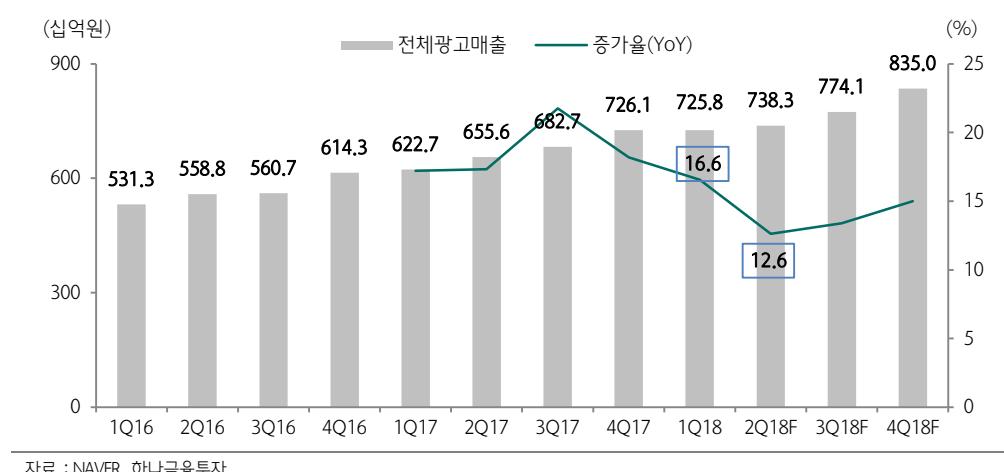
 **하나금융투자**

그림 1. 라인 및 기타플랫폼 매출과 비용을 제외한 인건비 현황 및 전망



자료 : NAVER, 하나금융투자

그림 1. 견조하게 지속되는 광고매출 증가 (라인 제외)



자료 : NAVER, 하나금융투자

표 1. NAVER의 실적현황 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
<b>총매출액</b>	<b>4,678.5</b>	<b>5,649.3</b>	<b>1,082.2</b>	<b>1,129.6</b>	<b>1,200.7</b>	<b>1,265.9</b>	<b>1,309.1</b>	<b>1,357.2</b>	<b>1,440.2</b>	<b>1,542.9</b>
성장률(%)	16.3	20.8	(0.3)	4.4	6.3	5.4	3.4	3.7	6.1	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	2,460.3	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	584.4	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
<b>영업비용</b>	<b>3,499.3</b>	<b>4,509.0</b>	<b>791.5</b>	<b>844.4</b>	<b>888.6</b>	<b>974.8</b>	<b>1,052.1</b>	<b>1,101.8</b>	<b>1,153.8</b>	<b>1,201.4</b>
성장률(%)	19.8	28.9	(0.4)	6.7	5.2	9.7	7.9	4.7	4.7	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	1,054.9	188.7	204.3	215.7	248.5	240.4	254.6	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	315.4	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	76.4	80.5	87.5
라인 및 기타	1,569.1	2,124.2	357.4	375.4	385.3	451.0	497.2	521.4	546.8	558.8
<b>영업이익</b>	<b>1,179.2</b>	<b>1,140.3</b>	<b>290.8</b>	<b>285.2</b>	<b>312.1</b>	<b>291.1</b>	<b>257.0</b>	<b>255.4</b>	<b>286.4</b>	<b>341.5</b>
성장률(%)	7.0	(3.3)	0.2	(1.9)	9.4	(6.7)	(11.7)	(0.6)	12.1	19.2
이익률(%)	25.2	20.2	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	18.8	19.9	22.1
<b>계속사업이익</b>	<b>1,195.8</b>	<b>1,113.2</b>	<b>306.8</b>	<b>305.1</b>	<b>321.0</b>	<b>262.9</b>	<b>255.7</b>	<b>248.6</b>	<b>274.3</b>	<b>334.7</b>
성장률(%)	5.7	(6.9)	11.1	(0.5)	5.2	(18.1)	(2.7)	(2.8)	10.4	22.0
<b>순이익</b>	<b>770.1</b>	<b>718.9</b>	<b>210.9</b>	<b>171.4</b>	<b>215.8</b>	<b>172.0</b>	<b>153.0</b>	<b>164.1</b>	<b>181.0</b>	<b>220.9</b>
성장률(%)	1.5	(6.6)	15.4	(18.7)	25.9	(20.3)	(11.1)	7.2	10.4	22.0

자료: NAVER, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>4,022.6</b>	<b>4,678.5</b>	<b>5,649.3</b>	<b>6,726.4</b>	<b>7,767.3</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,022.6	4,678.5	5,649.3	6,726.4	7,767.3
판관비	2,920.6	3,499.3	4,509.0	5,106.1	5,704.2
<b>영업이익</b>	<b>1,102.0</b>	<b>1,179.2</b>	<b>1,140.3</b>	<b>1,620.3</b>	<b>2,063.1</b>
금융순익	28.9	82.6	2.5	0.0	0.0
종속/관계기업손익	(9.4)	(14.0)	(2.9)	0.0	(0.0)
기타영업외손익	10.3	(51.9)	(26.6)	(34.5)	(34.5)
<b>세전이익</b>	<b>1,131.8</b>	<b>1,195.8</b>	<b>1,113.2</b>	<b>1,585.7</b>	<b>2,028.5</b>
법인세	360.9	423.2	394.3	539.2	689.7
계속사업이익	770.9	772.7	719.0	1,046.6	1,338.8
중단사업이익	(11.8)	(2.6)	0.8	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>759.1</b>	<b>770.1</b>	<b>719.7</b>	<b>1,046.6</b>	<b>1,338.8</b>
비지배주주지분					
순이익	9.8	(2.8)	(53.7)	(78.1)	(99.9)
<b>지배주주순이익</b>	<b>749.3</b>	<b>772.9</b>	<b>773.4</b>	<b>1,124.7</b>	<b>1,438.7</b>
지배주주지분포괄이익	733.0	672.5	732.2	953.7	1,220.0
NOPAT	750.7	761.9	736.5	1,069.4	1,361.6
EBITDA	1,265.0	1,385.4	1,140.3	1,620.3	2,063.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	23.6	16.3	20.8	19.1	15.5
NOPAT증가율	25.3	1.5	(3.3)	45.2	27.3
EBITDA증가율	28.3	9.5	(17.7)	42.1	27.3
영업이익증가율	32.7	7.0	(3.3)	42.1	27.3
(지배주주)순이익증가율	44.5	3.1	0.1	45.4	27.9
EPS증가율	44.4	3.1	0.1	45.4	27.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	31.4	29.6	20.2	24.1	26.6
영업이익률	27.4	25.2	20.2	24.1	26.6
계속사업이익률	19.2	16.5	12.7	15.6	17.2

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	22,732	23,447	23,464	34,120	43,647
BPS	150,192	180,040	202,363	235,201	277,565
CFPS	41,966	43,488	34,997	48,107	60,804
EBITDAPS	38,377	42,031	34,594	49,155	62,589
SPS	122,036	141,932	171,385	204,062	235,639
DPS	1,131	1,446	1,446	1,446	1,446
<b>주가지표(배)</b>					
PER	34.1	37.1	32.2	22.1	17.3
PBR	5.2	4.8	3.7	3.2	2.7
PCFR	18.5	20.0	21.6	15.7	12.4
EV/EBITDA	18.2	18.8	19.1	12.9	9.4
PSR	6.4	6.1	4.4	3.7	3.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	26.2	18.5	15.3	19.0	20.1
ROA	13.9	10.7	9.0	11.3	12.6
ROIC	115.0	86.7	64.1	98.0	133.3
부채비율	54.3	51.2	56.2	54.8	48.1
순부채비율	(73.1)	(60.0)	(61.4)	(65.1)	(70.0)
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

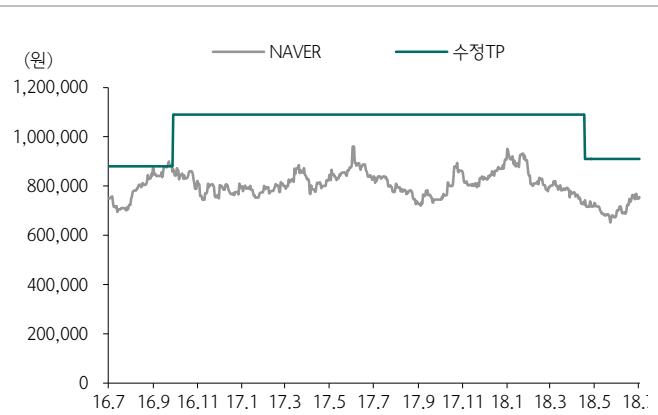
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>4,199.9</b>	<b>4,784.2</b>	<b>5,599.8</b>	<b>6,745.5</b>	<b>8,091.3</b>
금융자산	3,394.3	3,597.3	4,152.7	5,021.3	6,270.5
현금성자산	1,726.2	1,907.6	2,093.4	2,567.1	3,678.7
매출채권 등	719.3	1,025.0	1,249.3	1,488.9	1,572.3
재고자산	10.3	36.2	44.1	52.6	55.5
기타유동자산	76.0	125.7	153.7	182.7	193.0
<b>비유동자산</b>	<b>2,170.7</b>	<b>3,235.0</b>	<b>3,617.5</b>	<b>3,941.9</b>	<b>4,054.9</b>
투자자산	796.9	1,387.7	1,691.3	2,015.7	2,128.7
금융자산	614.8	1,106.7	1,348.9	1,607.5	1,697.7
유형자산	863.3	1,150.0	1,232.0	1,232.0	1,232.0
무형자산	112.1	339.5	349.0	349.0	349.0
기타비유동자산	398.4	357.8	345.2	345.2	345.2
<b>자산총계</b>	<b>6,370.6</b>	<b>8,019.3</b>	<b>9,217.4</b>	<b>10,687.4</b>	<b>12,146.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,803.9</b>	<b>2,302.7</b>	<b>2,777.9</b>	<b>3,160.2</b>	<b>3,293.4</b>
금융부채	227.3	361.0	424.8	424.8	424.8
매입채무 등	980.8	1,245.8	1,518.3	1,809.5	1,910.9
기타유동부채	595.8	695.9	834.8	925.9	957.7
<b>비유동부채</b>	<b>437.1</b>	<b>411.3</b>	<b>538.1</b>	<b>621.5</b>	<b>650.6</b>
금융부채	150.0	54.5	103.3	103.3	103.3
기타비유동부채	287.1	356.8	434.8	518.2	547.3
<b>부채총계</b>	<b>2,241.0</b>	<b>2,714.1</b>	<b>3,316.0</b>	<b>3,781.7</b>	<b>3,944.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,594.7</b>	<b>4,762.4</b>	<b>5,373.8</b>	<b>6,456.1</b>	<b>7,852.5</b>
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,217.2	1,507.9	1,513.4	1,513.4	1,513.4
자본조정	(1,423.7)	(1,200.3)	(1,389.4)	(1,389.4)	(1,389.4)
기타포괄이익누계액	(25.4)	(117.2)	(66.1)	(66.1)	(66.1)
이익잉여금	3,810.2	4,555.5	5,299.4	6,381.8	7,778.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>534.9</b>	<b>542.8</b>	<b>527.6</b>	<b>449.6</b>	<b>349.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>4,129.6</b>	<b>5,305.2</b>	<b>5,901.4</b>	<b>6,905.7</b>	<b>8,202.2</b>
<b>순금융부채</b>	<b>(3,017.0)</b>	<b>(3,181.7)</b>	<b>(3,624.6)</b>	<b>(4,493.2)</b>	<b>(5,742.4)</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,164.0</b>	<b>940.0</b>	<b>972.7</b>	<b>1,235.2</b>	<b>1,380.3</b>
당기순이익	759.1	770.1	719.7	1,046.6	1,338.8
조정	316.6	308.4	139.8	0.0	(24.2)
감가상각비	163.0	206.3	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(3.7)	5.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(9.8)	13.2	0.0	0.0	0.0
기타	167.1	83.5	139.8	0.0	(24.2)
영업활동 변동	88.3	(138.5)	113.2	188.6	65.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(941.7)</b>	<b>(1,310.3)</b>	<b>(787.5)</b>	<b>(719.2)</b>	<b>(224.8)</b>
투자자산감소(증가)	(347.9)	(576.8)	(300.7)	(324.3)	(113.0)
유형자산감소(증가)	(97.2)	(466.2)	(114.4)	0.0	0.0
기타	(496.6)	(267.3)	(372.4)	(394.9)	(111.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>697.8</b>	<b>636.2</b>	<b>(60.0)</b>	<b>(42.3)</b>	<b>(43.9)</b>
금융부채증가(감소)	(290.4)	38.3	112.5	0.0	0.0
자본증가(감소)	1,084.1	290.7	5.5	0.0	0.0
기타재무활동	(63.8)	339.8	(135.5)	0.0	(1.6)
배당지급	(32.1)	(32.6)	(42.5)	(42.3)	(42.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>912.8</b>	<b>181.3</b>	<b>185.8</b>	<b>473.7</b>	<b>1,111.6</b>
Unlevered CFO	1,383.3	1,433.5	1,153.6	1,585.7	2,004.3
Free Cash Flow	1,010.2	467.8	857.3	1,235.2	1,380.3

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

NAVER



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.4.26	BUY	910,000		
17.10.7	1년 경과		-24.17%	-12.84%
16.10.6	BUY	1,090,000	-25.84%	-11.93%
16.7.24	BUY	880,000	-8.53%	2.27%
16.4.5	BUY	760,000	-8.04%	-0.26%

## 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	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 7월 8일

## 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 7월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 7월 10일 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.