



## BUY(Maintain)

목표주가: 1,100,000원

주가(7/23): 774,000원

시가총액: 255,131억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/23)	2,269.31pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	950,000원	652,000원
등락률	-18.53%	18.71%
수익률	절대	상대
1W	7.1%	11.2%
1M	-12.9%	-2.7%
1Y	-7.7%	-0.4%

## Company Data

발행주식수	32,963천주
일평균 거래량(3M)	105천주
외국인 지분율	59.72%
배당수익률(18E)	0.22%
BPS(18E)	168,002원
주요 주주	국민연금공단 10.3%
	BlackRock 외 13인 5.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	4,023	4,678	5,493	6,132
보고영업이익	1,102	1,179	1,086	1,344
핵심영업이익	1,102	1,179	1,086	1,344
EBITDA	1,265	1,385	1,263	1,581
세전이익	1,132	1,196	1,163	1,434
순이익	759	770	814	1,004
지배주주지분순이익	749	773	814	1,003
EPS(원)	22,732	23,447	24,681	30,414
증감률(YoY)	44.4	3.1	5.3	23.2
PER(배)	34.1	37.1	31.4	25.4
PBR(배)	7.1	6.0	4.6	3.9
EV/EBITDA(배)	18.1	18.3	17.5	14.0
보고영업이익률(%)	27.4	25.2	19.8	21.9
핵심영업이익률(%)	27.4	25.2	19.8	21.9
ROE(%)	23.7	16.3	14.3	15.3
순부채비율(%)	-73.1	-60.1	-56.8	-49.3

## Price Trend



## 기업브리프

## NAVER (035420)

## 예견된 비용확대보다 주변여건이 더 중요



NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 3,603억원(YoY, +20.4%), 영업이익 2,560억원(YoY, -10.3%)을 기록할 것으로 전망됩니다. 2Q도 비용확대 기조가 유지되겠지만 펀더멘털적인 부분보다는 안정성이 더 부각될 것으로 전망됩니다. 또한 연말시점부터는 주춤했던 이익이 다시 회복될 것으로 전망됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 비용확대기보다 긍정적인 매출성장세

NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 3,603억원(YoY, +20.4%), 영업이익 2,560억원(YoY, -10.3%)을 기록할 것으로 전망된다. 월드컵 영향이 크지 않은 관계로 광고매출액은 일상적 수준의 성장에 그칠 것으로 판단된다. 하지만 쇼핑 거래액 증가가 지속될 것으로 전망됨에 따라 비즈니스플랫폼과 페이지거래액이 여전히 긍정적인 성과를 나타낼 것으로 전망된다.

비용적인 부분에서는 감가상각비가 증가추세에 있으며 거래액 증가에 따른 비용확대 부문도 이어질 것으로 판단된다. 특히 라인 및 자회사들의 투자집행이 이어질 것으로 보임에 따라 비용확대 기조는 저변분기와 같이 이어질 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 당분간 글로벌 Peer들의 움직임과 시장변동성이 중요

펀더멘털에서의 큰 변화가 예상되지 않는 현 시점에서는 글로벌 Peer들의 변동성이 더 큰 영향을 줄 것으로 전망된다. 글로벌 Peer들의 실적발표가 진행되고 있는 가운데 실적성가에 따른 향후 전망이 중요한 변수로 작용할 것이다. 그 동안 글로벌 Peer들의 주가는 꾸준히 우상향 했었지만 동사는 비용확대로 인한 우려로 부침이 있었던 상황이었다. 즉, 성장성이 더 높은 업체들의 방향성은 향후 동사의 주가에 중요한 나침반이 될 것이다.

당사에서는 최근의 주가상승세는 펀더멘털적 요소보다는 시장변동성이 확대됨에 따라 수급적 요인이 큰 것으로 판단하고 있다. 일정 수준의 이익이 담보되기 때문에 시장변동성이 확대될수록 안정성이 부각되고 있다. 또한 앞서 말한 것처럼 지금까지의 Peer들의 상황도 주가에 긍정적 영향을 미치고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000원 유지

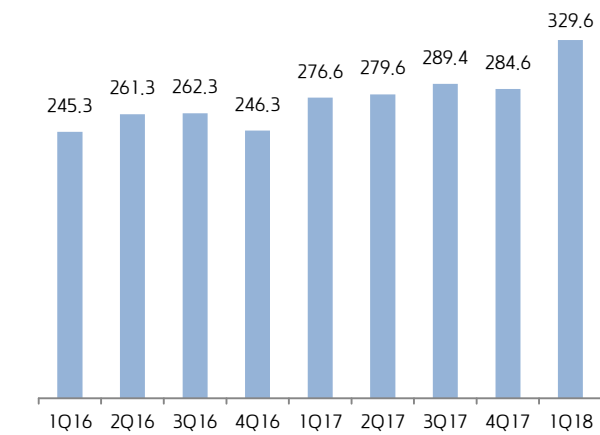
NAVER의 투자의견 BUY, 목표주가 1,100,000원을 유지(SOTP)한다. 올해는 지속적으로 비용확대가 나타날 수 밖에 없는 상황이지만 매출부문에서의 성장세는 이어질 것으로 전망된다. 당사에서는 현재 비용확대에 대한 우려보다는 안정성에 대한 점이 더 부각될 시점이라고 판단하고 있다. 또한 4Q부터는 비용확대보다 매출성장세가 더 부각될 것으로 전망된다.

NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,360.3	1,378.5	1,444.8	4,678.4	5,492.6	6,131.8
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	141.7	138.0	148.0	529.4	560.8	608.1
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	609.8	612.2	635.9	2,157.7	2,450.5	2,633.9
IT 플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	79.4	82.7	88.9	217.8	323.4	438.6
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	30.0	32.6	33.2	104.5	125.4	131.7
LINE 및 기타	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	499.4	513.1	538.9	1,669.0	2,032.6	2,319.5
영업비용	791.4	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,104.3	1,105.8	1,144.7	3,499.2	4,406.9	4,787.9
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	140.2	183.2	185.4	189.7	186.8	577.1	745.1	821.3
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	244.5	240.4	250.2	255.6	272.3	844.3	1,018.6	1,147.5
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	63.5	64.1	70.9	225.0	258.9	271.8
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	72.7	78.2	68.9	242.4	290.9	349.1
LINE 및 기타	357.4	375.5	385.2	450.9	497.2	532.4	518.2	545.7	1,610.4	2,093.5	2,198.2
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	256.0	272.7	300.1	1,179.2	1,085.7	1,343.9
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.8%	19.8%	20.8%	25.2%	19.8%	21.9%
YOY											
매출액	15.5%	14.4%	18.5%	16.7%	21.0%	20.4%	14.8%	14.1%	23.6%	16.3%	17.4%
영업비용	16.3%	18.2%	21.6%	22.7%	32.9%	30.8%	24.4%	17.4%	20.5%	19.8%	25.9%
영업이익	13.2%	4.6%	10.6%	0.3%	-11.6%	-10.3%	-12.6%	3.1%	32.7%	7.0%	-7.9%

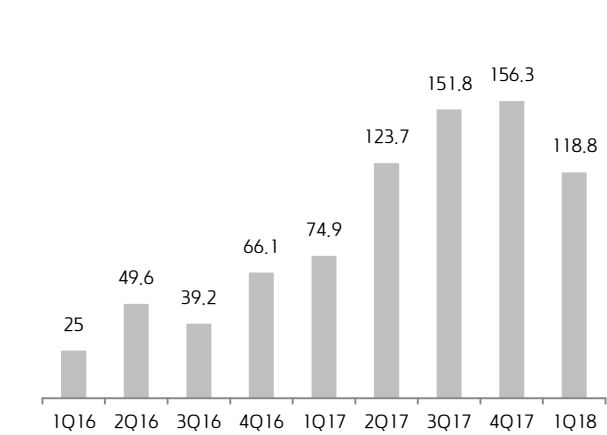
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER 연구개발비(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER CAPEX(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,023	4,678	5,493	6,132	7,104
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,678	5,493	6,132	7,104
판매비및일반관리비	2,921	3,499	4,407	4,788	5,331
영업이익(보고)	1,102	1,179	1,086	1,344	1,179
영업이익(핵심)	1,102	1,179	1,086	1,344	1,173
영업외손익	30	17	78	90	14
이자수익	36	37	55	62	53
배당금수익	8	11	35	39	16
외환이익	45	24	0	0	0
이자비용	6	1	2	2	1
외환손실	45	40	0	0	0
관계기업지분법손익	10	-13	-6	-3	0
투자및기타자산처분손익	28	8	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-23	27	0	0	0
기타	-23	-36	-5	-6	-55
법인세차감전이익	1,132	1,196	1,163	1,434	1,786
법인세비용	361	423	349	430	536
유효법인세율 (%)	31.9%	35.4%	30.0%	30.0%	30.0%
당기순이익	759	770	814	1,004	1,250
지배주주지분순이익(억원)	749	773	814	1,003	1,255
EBITDA	1,265	1,385	1,263	1,581	2,064
현금순이익(Cash Earnings)	922	976	991	1,241	1,542
수정당기순이익	756	748	814	1,004	1,250
증감율(% YoY)					
매출액	23.6	16.3	17.4	11.6	15.8
영업이익(보고)	32.7	7.0	-7.9	23.8	-12.3
영업이익(핵심)	32.7	7.0	-7.9	23.8	31.9
EBITDA	28.3	9.5	-8.9	25.3	30.5
지배주주지분 당기순이익	44.4	3.1	5.3	23.2	25.2
EPS	44.4	3.1	5.3	23.2	25.2
수정순이익	45.0	-1.0	8.8	23.3	24.6

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164	940	1,158	950	569
당기순이익	759	770	814	1,004	1,250
감가상각비	146	183	158	207	250
무형자산상각비	17	24	19	30	41
외환손익	-4	5	0	0	0
자산처분손익	33	5	-1	0	0
지분법손익	9	14	6	3	0
영업활동자산부채 증감	88	-139	152	-281	-955
기타	115	78	10	-13	-18
투자활동현금흐름	-942	-1,310	-1,191	-1,155	-1,154
투자자산의 처분	-727	-688	-555	-503	-585
유형자산의 처분	57	6	0	0	0
유형자산의 취득	-154	-472	-519	-519	-519
무형자산의 처분	-21	-28	-80	-90	0
기타	-97	-128	-36	-43	-49
재무활동현금흐름	698	636	4	-12	-14
단기차입금의 증가	-235	-1	0	0	0
장기차입금의 증가	-105	49	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-32	-33	-42	-50	-50
기타	1,071	621	46	37	36
현금및현금성자산의순증가	913	181	-29	-218	-598
기초현금및현금성자산	813	1,726	1,908	1,879	1,661
기말현금및현금성자산	1,726	1,908	1,879	1,661	1,063
Gross Cash Flow	1,076	1,079	1,006	1,231	1,524
Op Free Cash Flow	828	330	552	366	58

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,200	4,784	5,309	5,866	6,972
현금및현금성자산	1,726	1,908	1,879	1,661	1,063
유동금융자산	1,668	1,690	1,984	2,215	2,566
매출채권및유동채권	794	1,140	1,308	1,533	1,776
재고자산	10	36	127	443	1,551
기타유동비금융자산	1	11	12	14	16
비유동자산	2,171	3,235	3,959	4,670	5,222
장기매출채권및기타비유동채권	112	109	128	143	166
투자자산	797	1,388	1,633	1,915	2,166
유형자산	863	1,150	1,512	1,824	2,093
무형자산	112	340	400	460	419
기타비유동자산	286	249	286	329	378
자산총계	6,371	8,019	9,268	10,536	12,194
유동부채	1,804	2,303	2,731	3,006	3,425
매입채무및기타유동채무	1,291	1,630	2,034	2,271	2,631
단기차입금	227	211	211	211	211
유동성장기차입금	0	150	150	150	150
기타유동부채	285	312	336	374	433
비유동부채	437	411	460	499	538
장기매입채무및비유동채무	10	13	15	17	19
사채및장기차입금	150	50	50	50	50
기타비유동부채	277	349	395	432	468
부채총계	2,241	2,714	3,191	3,505	3,963
자본금	16	16	16	16	16
주식발행초과금	133	133	133	133	133
이익잉여금	3,810	4,556	5,331	6,288	7,497
기타자본	-365	57	57	57	57
지배주주지분자본총계	3,595	4,762	5,538	6,495	7,704
비지배주주지분자본총계	535	543	539	536	528
자본총계	4,130	5,305	6,077	7,031	8,232
순차입금	-3,017	-3,186	-3,451	-3,465	-3,218
총차입금	377	411	411	411	411

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	22,732	23,447	24,681	30,414	38,070
BPS	109,055	144,477	168,002	197,041	233,718
주당EBITDA	38,377	42,031	38,305	47,977	62,606
CFPS	27,972	29,620	30,074	37,650	46,766
DPS	1,131	1,446	1,700	1,700	1,700
주가배수(배)					
PER	34.1	37.1	31.4	25.4	20.3
PBR	7.1	6.0	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	18.1	18.3	17.5	14.0	10.8
PCFR	27.7	29.4	25.7	20.6	16.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.4	25.2	19.8	21.9	16.6
영업이익률(핵심)	27.4	25.2	19.8	21.9	25.0
EBITDA margin	31.4	29.6	23.0	25.8	29.1
순이익률	18.9	16.5	14.8	16.4	17.6
자기자본이익률(ROE)	23.7	16.3	14.3	15.3	16.4
투자자본이익률(ROIC)	217.9	177.3	112.2	85.2	58.7
안정성(%)					
부채비율	54.3	51.2	52.5	49.9	48.1
순차입금비율	-73.1	-60.1	-56.8	-49.3	-39.1
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	676.0	836.8	3,117.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	4.8	4.5	4.3	4.3
재고자산회전율	311.2	201.0	67.4	21.5	7.1
매입채무회전율	3.6	3.2	3.0	2.8	2.9

## Compliance Notice

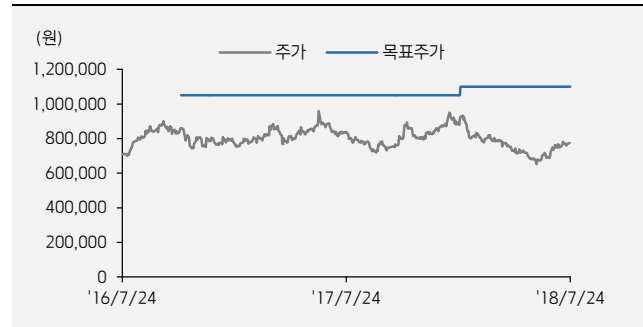
- 당사는 7월 23일 현재 'NAVER (035420)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NAVER (035420)	2016/11/02	BUY(Reinitiate)	1,050,000원	6개월	-25.45	-21.33
	2016/11/24	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-25.47	-21.33
	2017/01/31	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-24.21	-15.71
	2017/04/11	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-24.21	-15.71
	2017/07/21	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-20.59	-20.10
	2017/07/28	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-26.32	-20.00
	2017/10/27	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-22.77	-9.52
	2018/01/26	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월	-27.34	-11.24
	2018/07/24	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%