



## BUY(Maintain)

목표주가: 1,100,000원

주가(7/26): 751,000원

시가총액: 247,550억원

인터넷/게임  
Analyst 김학준  
02) 3787-5155  
dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/26)	2,289.06pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	950,000원
등락률	-20.95%
수익률	절대
1W	2.2%
1M	-19.0%
1Y	-9.0%

## Company Data

발행주식수	32,963천주
일평균 거래량(3M)	105천주
외국인 지분율	59.82%
배당수익률(18E)	0.23%
BPS(18E)	170,716원
주요 주주	국민연금공단 BlackRock 외 13인
	10.3% 5.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	4,023	4,678	5,535	6,427
보고영업이익	1,102	1,179	1,053	1,307
핵심영업이익	1,102	1,179	1,053	1,307
EBITDA	1,265	1,385	1,230	1,545
세전이익	1,132	1,196	1,211	1,373
순이익	759	770	904	961
자배주주지분순이익	749	773	903	960
EPS(원)	22.732	23.447	27.395	29.128
증감률(%YoY)	44.4	3.1	16.8	6.3
PER(배)	34.1	37.1	27.4	25.8
PBR(배)	7.1	6.0	4.4	3.8
EV/EBITDA(배)	18.1	18.3	17.3	13.7
보고영업이익률(%)	27.4	25.2	19.0	20.3
핵심영업이익률(%)	27.4	25.2	19.0	20.3
ROE(%)	23.7	16.3	15.8	14.5
순부채비율(%)	-73.1	-60.1	-57.5	-50.5

## Price Trend



## 실적 Review

## NAVER (035420)

## 예상되었던 비용확대, 강점을 활용한 동영상 강화



NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 3,636억원(YoY, +20.7%), 영업이익 2,506억원(YoY, -12.1%)을 기록하면서 예상치에 부합한 성과를 나타내었습니다. 비용확대 기조의 유지와 더불어 동영상플랫폼 강화에 대한 의지를 피력하였습니다. 비용확대가 내년에도 이어질 것으로 전망되는 상황에서 신규서비스들의 트래픽 확대가 주목되는 상황입니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q Review: 비용확대 기조 유지와 연장

NAVER의 2Q실적은 매출액 1조 3,636억원(YoY, +20.7%), 영업이익 2,506억원(YoY, -12.1%)을 기록하며 당사 예상치에 부합하였다. 쇼핑거래액 증가와 페이 거래액 증가, 콘텐츠(웹툰)의 성장세가 지속되는 등 Top Line의 성장은 예상대로 긍정적 성과를 나타냈다. LINE을 비롯한 자회사들의 매출은 광고비수기 영향이 있었고 신규사업의 매출창출이 더딘 모습을 나타내었다.

비용적인 부분에서는 인력확대에 따른 인건비 상승, 페이 거래액 상승에 따른 마케팅비용 증가가 지속되는 모습을 나타내었다. 인력확충이 본사뿐만 아니라 자회사에서도 지속됨에 따라 LINE 및 기타부문의 비용확대도 증가하였다. 순이익부분에서는 LINE모바일 지분처분에 따른 처분이익(1,127억원)과 더불어 해외펀드 평가이익, 배당금 수익 등으로 3,140억원의 순이익을 달성하였다.

## &gt;&gt;&gt; 동영상 플랫폼 강화에 초점을 맞춘 실적발표

이번 실적발표에서는 비용확대기조 유지에 대한 당위성 설명과 더불어 동영상 플랫폼 강화에 대한 언급이 주를 이루었다. 블로그 내 동영상 편집기능추가와 더불어 V LIVE의 강화, 영상 콘텐츠 수급에 대한 것들이 주를 이루었다. 이번 동영상 플랫폼 강화는 말 그대로 신규 플랫폼을 출시하는 것이 아닌 기존에 포털과 스트리밍 어플리케이션의 강화에 초점을 맞추었다. 특히 블로그의 기능강화는 포털의 검색기능, NLP 우위를 활용하기 위한 조치로 풀이된다. 이를 통해 향후 이미지검색 기능과의 시너지 창출도 가능할 것으로 전망된다. 다만, 영상콘텐츠 수급에 따른 비용확대도 수반될 가능성성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 액면분할 진행의 효과는 미미

이번 발표에서는 액면분할과 관련된 부분도 언급되었다. 주당 500원의 액면가액을 100원으로 분할하기로 결정하였으며 10/12일에 상장 예정이다. 이번 액면분할은 유통주식수 확대와 더불어 투자자들의 접근성을 용이하게 하기 위한 결정으로 밝혔다. 다만, 실제 본질가치에는 변동이 없고 이전까지의 분할 사례를 살폈을 때 액면분할로 인한 효과는 미미할 것으로 판단된다.

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

## NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,363.6	1,389.2	1,472.6	4,678.4	5,534.5	6,426.7
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	148.7	140.3	148.0	529.4	570.1	658.7
비지니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	611.6	618.8	653.9	2,157.7	2,476.9	2,817.4
IT 플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	85.7	88.7	100.2	217.8	347.1	470.6
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	31.7	34.3	36.1	104.5	131.7	171.2
LINE 및 기타	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	485.9	507.2	534.4	1,669.0	2,008.7	2,308.7
영업비용	791.4	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,113.0	1,134.3	1,182.1	3,499.2	4,481.5	5,119.6
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	140.2	183.2	190.2	194.8	196.9	577.1	765.1	876.7
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	244.5	240.4	262.2	259.2	270.8	844.3	1,032.6	1,212.8
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	63.8	64.1	70.7	225.0	258.9	271.8
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	84.9	97.7	110.0	242.4	363.6	490.9
LINE 및 기타	357.4	375.5	385.2	450.9	497.2	511.9	518.4	533.8	1,610.4	2,061.3	2,267.4
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	250.6	254.9	290.5	1,179.2	1,053.0	1,307.0
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.4%	18.3%	19.7%	25.2%	19.0%	20.3%
YOY											
매출액	15.5%	14.4%	18.5%	16.7%	21.0%	20.7%	15.7%	16.3%	23.6%	16.3%	18.3%
영업비용	16.3%	18.2%	21.6%	22.7%	32.9%	31.8%	27.6%	21.3%	20.5%	19.8%	28.1%
영업이익	13.2%	4.6%	10.6%	0.3%	-11.6%	-12.1%	-18.3%	-0.2%	32.7%	7.0%	-10.7%

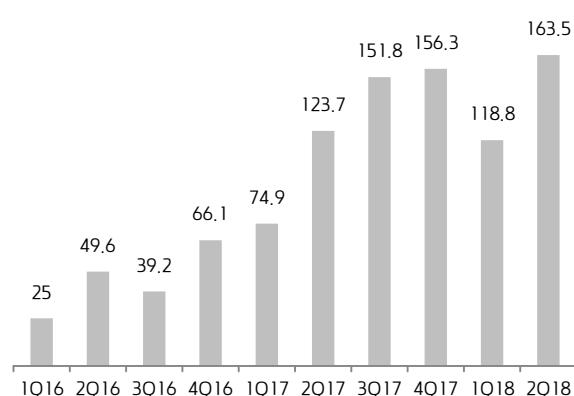
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

## NAVER 연구개발비(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

## NAVER CAPEX(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

## 2Q실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전기대비	2Q 추정치	추정치대비	2Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,364	20.7	1,360	0.2	1,351	0.9
영업이익	251	-12.1	256	-2.2	267	-6.6
당기순이익	314	83.1	192	38.7	190	39.6

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,023	4,678	5,535	6,427	7,563
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,678	5,535	6,427	7,563
판매비및일반관리비	2,921	3,499	4,482	5,120	5,938
영업이익(보고)	1,102	1,179	1,053	1,307	1,179
영업이익(핵심)	1,102	1,179	1,053	1,307	1,625
영업외손익	30	17	158	66	13
이자수익	36	37	55	63	55
배당금수익	8	11	25	14	17
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	113	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-23	27	23	0	0
기타	-23	-36	-52	-6	-58
법인세차감전이익	1,132	1,196	1,211	1,373	1,638
법인세비용	361	423	307	412	491
유효법인세율 (%)	31.9%	35.4%	25.3%	30.0%	30.0%
당기순이익	759	770	904	961	1,146
지배주주지분이익(억원)	749	773	903	960	1,150
EBITDA	1,265	1,385	1,230	1,545	1,916
현금순이익(Cash Earnings)	922	976	1,081	1,199	1,437
수정당기순이익	756	748	800	961	1,146
증감율(% YoY)					
매출액	23.6	16.3	18.3	16.1	17.7
영업이익(보고)	32.7	7.0	-10.7	24.1	-9.8
영업이익(핵심)	32.7	7.0	-10.7	24.1	24.3
EBITDA	28.3	9.5	-11.2	25.6	24.0
지배주주지분 당기순이익	44.4	3.1	16.8	6.3	19.8
EPS	44.4	3.1	16.8	6.3	19.8
수정순이익	45.0	-1.0	7.0	20.1	19.3

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164	940	1,142	956	516
당기순이익	759	770	904	961	1,146
감가상각비	146	183	158	207	250
무형자산상각비	17	24	19	30	41
외환손익	-4	5	0	0	0
자산처분손익	33	5	-113	0	0
지분법손익	9	14	6	3	0
영업활동자산부채 증감	88	-139	159	-242	-929
기타	115	78	10	-4	7
투자활동현금흐름	-942	-1,310	-1,093	-1,246	-1,213
투자자산의 처분	-727	-688	-570	-594	-644
유형자산의 처분	57	6	0	0	0
유형자산의 취득	-154	-472	-519	-519	-519
무형자산의 처분	-21	-28	-80	-90	0
기타	-97	-128	76	-43	-49
재무활동현금흐름	698	636	4	-9	-11
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	47	41	38
현금및현금성자산의순증가	913	181	53	-299	-708
기초현금및현금성자산	813	1,726	1,908	1,961	1,662
기말현금및현금성자산	1,726	1,908	1,961	1,662	953
Gross Cash Flow	1,076	1,079	983	1,198	1,445
Op Free Cash Flow	828	330	535	377	-20

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,200	4,784	5,416	6,047	7,144
현금및현금성자산	1,726	1,908	1,961	1,662	953
유동금융자산	1,668	1,690	1,999	2,321	2,731
매출채권및유동채권	794	1,140	1,318	1,607	1,891
재고자산	10	36	127	443	1,551
기타유동비금융자산	1	11	12	14	17
비유동자산	2,171	3,235	3,960	4,668	5,199
장기매출채권및기타비유동채권	112	109	129	150	177
투자자산	797	1,388	1,633	1,905	2,132
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	9,376	10,715	12,342
유동부채	1,804	2,303	2,749	3,133	3,623
매입채무및기타유동채무	1,291	1,630	2,050	2,380	2,801
단기차입금	227	211	211	211	211
유동성장기차입금	0	150	150	150	150
기타유동부채	285	312	338	392	461
비유동부채	437	411	460	504	545
장기매입채무및비유동채무	10	13	15	18	21
사채및장기차입금	150	50	50	50	50
기타비유동부채	277	349	395	436	475
부채총계	2,241	2,714	3,210	3,637	4,168
자본금	16	16	16	16	16
주식발행초과금	133	133	133	133	133
이익잉여금	3,810	4,556	5,420	6,335	7,440
기타자본	-365	57	57	57	57
지배주주지분자본총계	3,595	4,762	5,627	6,542	7,647
비지배주주지분자본총계	535	543	539	536	528
자본총계	4,130	5,305	6,167	7,078	8,175
순차입금	-3,017	-3,186	-3,549	-3,572	-3,274
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	27,395	29,128	34,901
BPS	109,055	144,477	170,716	198,468	231,975
주당EBITDA	38,377	42,031	37,313	46,858	58,116
CFPS	27,972	29,620	32,791	36,364	43,608
DPS	1,131	1,446	1,700	1,700	1,700
주가배수(배)					
PER	34.1	37.1	27.4	25.8	21.5
PBR	7.1	6.0	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	18.1	18.3	17.3	13.7	11.2
PCFR	27.7	29.4	22.9	20.7	17.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.4	25.2	19.0	20.3	15.6
영업이익률(핵심)	27.4	25.2	19.0	20.3	21.5
EBITDA margin	31.4	29.6	22.2	24.0	25.3
순이익률	18.9	16.5	16.3	15.0	15.2
자기자본이익률(ROE)	23.7	16.3	15.8	14.5	15.0
투하자본이익률(ROIC)	217.9	177.3	109.4	84.8	55.4
안정성(%)					
부채비율	54.3	51.2	52.0	51.4	51.0
순차입금비율	-73.1	-60.1	-57.5	-50.5	-40.0
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	655.6	813.8	2,857.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	4.8	4.5	4.4	4.3
재고자산회전율	311.2	201.0	68.0	22.5	7.6
매입채무회전율	3.6	3.2	3.0	2.9	2.9

## Compliance Notice

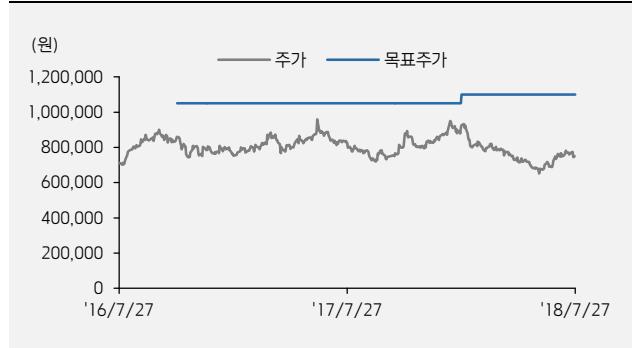
- 당사는 7월 26일 현재 'NAVER (035420)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율	
					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	-30.65	-15.27
	2018/07/24	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월	-30.66	-15.27
	2018/07/27	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였습니다.

## 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%