

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

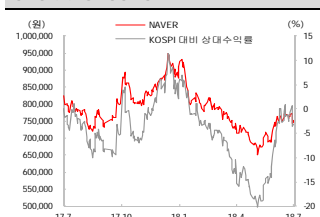
Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	3,296 만주
자사주	373 만주
액면가	500 원
시가총액	247,550 억원
주요주주	
NAVER 자사주	11.30%
국민연금공단	10.32%
외국인지분률	59.80%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(18/07/26)	751,000 원
KOSPI	2289.06 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	950,000 원
52주 최저가	652,000 원
60일 평균 거래대금	755 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.2%	4.9%
6개월	-19.0%	-8.9%
12개월	-9.0%	-3.2%

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 950,000 원(하향))

비용 증가로 수익성 개선 지연

- 양호한 탑라인 성장에도 불구하고 비용 증가로 영업이익은 전기 대비 감소
- 신규사업을 위한 투자기조가 하반기에도 지속되어 실적 개선 시기는 다소 지연될 전망
- 하반기 모바일 화면 개편에 따른 불확실성은 남아 있음
- 쇼핑, 페이, 동영상 등의 서비스 성장추세가 지속되고 있는 점은 긍정적

2Q18: 탑라인 성장에도 비용증가로 수익성 개선 지연

NAVER 2Q18 실적은 매출액 1 조 3,091 억원(20.7% yoy), 영업이익 2,506(-12.1% yoy, OPM: 18.4%)이다. 전 부문에서 고른 성장으로 매출은 전년 동기 대비 높은 성장을 기록하였으나, 연구개발비 등 투자 확대에 따른 비용 증가와 라인의 실적 부진으로 영업이익은 전년 동기 대비 12.1% 하락하며 부진했다. 신규사업을 위한 투자 기조는 하반기에도 지속될 가능성이 높아 실적 개선 시기는 다소 지연될 가능성이 있다.

기대와 우려가 공존

하반기 NAVER 에 대한 기대와 우려가 공존한다. 쇼핑검색 광고주와 네이버페이 가맹점이 지속적으로 증가하고 있고, 핀테크, AI 등 공격적인 투자를 바탕으로 장기 성장을 위한 기반을 마련하고 있는 점은 긍정적이다. 다만 투자 과정에서 인건비 증가는 불가피한 상황이며, 신규 투자가 매출로 이어질 시기가 불확실하다는 측면은 부정적이다. 또한 동사는 네이버 포털의 모바일 메인화면 개편을 추진 중인데, 개편 이후 트래픽, 광고단가 등의 유지 가능 여부도 불확실한 상황이다.

투자의견 매수, 목표주가 95 만원(하향)

NAVER 에 대한 목표주가를 99 만원에서 95 만원으로 하향한다. 투자 확대로 인해 예상되는 단기 실적개선 지연을 목표주가 산정에 반영하였기 때문이다. 다만 쇼핑, 페이, 동영상 등의 성장세는 유효하며, 라인의 비즈니스 모델 확대도 긍정적 요인으로 판단해 투자의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	32,539	40,226	46,785	54,947	61,311	69,294
yoy	%	18.0	23.6	16.3	17.5	11.6	13.0
영업이익	억원	8,302	11,020	11,792	10,702	13,100	15,011
yoy	%	9.5	32.7	7.0	-9.2	22.4	14.6
EBITDA	억원	9,862	12,650	13,854	13,280	15,286	16,874
세전이익	억원	8,232	11,318	11,958	11,887	13,570	15,616
순이익(지배주주)	억원	5,187	7,493	7,729	8,742	9,496	10,926
영업이익률%	%	25.5	27.4	25.2	19.5	21.4	21.7
EBITDA%	%	30.3	31.5	29.6	24.2	24.9	24.4
순이익률	%	15.9	18.9	16.5	15.9	15.5	15.8
EPS	원	18,080	23,091	23,525	26,501	28,787	33,127
PER	배	36.4	33.6	37.0	28.3	26.1	22.7
PBR	배	10.2	7.1	6.0	4.5	3.9	3.4
EV/EBITDA	배	21.0	18.5	19.0	16.5	13.5	11.5
ROE	%	26.5	26.2	18.5	17.1	16.1	15.9
순차입금	억원	-13,921	-30,170	-31,817	-38,456	-50,915	-64,738
부채비율	%	93.3	54.3	51.2	52.6	50.5	49.3

NAVER 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
영업수익	10,822	11,296	12,007	12,659	13,091	13,636	13,860	14,360	46,784	54,947	61,311
광고	997	1,177	1,142	1,296	1,331	1,487	1,349	1,544	4,612	5,710	6,419
비즈니스플랫폼	5,097	5,205	5,486	5,744	5,927	6,116	6,221	6,370	21,532	24,634	27,555
IT플랫폼	434	494	586	664	725	857	768	809	2,178	3,160	3,654
콘텐츠서비스	235	244	267	270	296	317	299	296	1,016	1,208	1,269
LINE 및 기타플랫폼	4,060	4,176	4,526	4,685	4,812	4,859	5,223	5,341	17,447	20,235	22,414
영업비용	7,914	8,444	8,886	9,748	10,521	11,130	11,211	11,383	34,992	44,245	48,211
영업이익	2,908	2,852	3,121	2,911	2,570	2,506	2,649	2,977	11,792	10,702	13,100
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.4%	19.1%	20.7%	25.2%	19.5%	21.4%

자료: NAVER, SK 증권

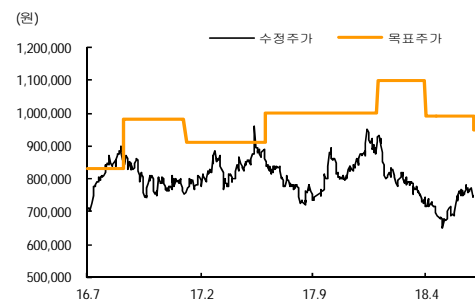
NAVER 목표주가 산정

(단위: 억원)

구분	내용	비고
NAVER 포털가치(①)	176,475	
포털 예상 순이익	8,022	18년 말 기준
Target PER	22.0	포털 Target PER
LINE 가치(②)	87,768	
LINE 시가총액	119,771	시장가
지분율	73.3%	
순차입금(③)	-15,900	1Q18말 별도기준
NAVER 적정 시가총액	280,144	①+②-③
발행주식수	29,370,476	자기주식 제외
적정주가	953,828	
목표주가	950,000	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.27	매수	950,000원	6개월		
2018.04.27	매수	990,000원	6개월	-27.03%	-21.01%
2018.01.26	매수	1,100,000원	6개월	-27.02%	-15.27%
2017.10.27	매수	1,000,000원	6개월	-18.22%	-5.00%
2017.06.29	매수	1,000,000원	6개월	-21.19%	-14.70%
2017.01.31	매수	910,000원	6개월	-8.95%	5.49%
2016.10.28	매수	980,000원	6개월	-18.34%	-11.02%
2016.10.05	매수	980,000원	6개월	-13.46%	-11.02%
2016.08.03	매수	830,000원	6개월	-1.96%	8.43%
2016.07.29	매수	830,000원	6개월	-14.70%	-14.10%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 7 월 27 일 기준)

매수	93.94%	중립	6.06%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	41,999	47,842	57,224	71,197	87,164
현금및현금성자산	17,262	19,076	29,137	41,597	55,420
매출채권및기타채권	6,938	10,141	11,504	12,796	14,628
재고자산	103	362	411	457	522
비유동자산	21,707	32,350	34,585	32,744	31,284
장기금융자산	6,148	11,067	11,610	11,610	11,610
유형자산	8,633	11,500	10,153	8,367	6,895
무형자산	1,121	3,395	3,347	3,270	3,202
자산총계	63,706	80,193	91,809	103,940	118,448
유동부채	18,039	23,027	26,373	28,940	32,536
단기금융부채	2,273	3,610	4,271	4,271	4,271
매입채무 및 기타채무	4,248	5,436	6,166	6,859	7,841
단기충당부채	464	59	144	242	342
비유동부채	4,371	4,113	5,274	5,912	6,554
장기금융부채	1,500	545	1,033	1,033	1,033
장기매입채무 및 기타채무	75	56	88	84	81
장기충당부채	151	348	468	588	708
부채총계	22,410	27,141	31,647	34,852	39,090
지배주주지분	35,947	47,623	54,606	63,466	73,668
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	12,172	15,079	15,134	15,134	15,134
기타자본구성요소	-14,237	-12,003	-13,894	-13,894	-13,894
자기주식	-13,560	-11,722	-12,967	-12,967	-12,967
이익잉여금	38,102	45,555	54,426	63,338	73,592
비지배주주지분	5,349	5,428	5,555	5,623	5,690
자본총계	41,296	53,052	60,162	69,089	79,358
부채외자본총계	63,706	80,193	91,809	103,940	118,448

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	11,328	8,801	11,870	12,872	14,189
당기순이익(손실)	7,591	7,701	8,739	9,492	10,923
비현금성항목등	6,242	6,634	5,094	5,800	5,958
유형자산감가상각비	1,457	1,827	2,167	1,786	1,472
무형자산감가상각비	173	236	410	400	391
기타	1,583	602	431	-283	-283
운전자본감소(증가)	883	-1,385	425	1,460	1,804
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-564	-1,762	-1,190	-1,293	-1,832
재고자산감소(증가)	0	0	-81	-46	-65
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	105	966	-1,211	693	982
기타	1,343	-590	2,906	2,106	2,720
법인세납부	-3,388	-4,149	-2,387	-3,880	-4,496
투자활동현금흐름	-9,038	-12,483	-2,224	183	317
금융자산감소(증가)	-6,320	-5,611	1,781	0	0
유형자산감소(증가)	-972	-4,662	-1,144	0	0
무형자산감소(증가)	-206	-279	-323	-323	-323
기타	-1,540	-1,930	-2,539	506	640
재무활동현금흐름	6,911	6,341	-190	-596	-683
단기금융부채증가(감소)	-2,352	-9	523	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1,055	490	510	0	0
자본의증가(감소)	-3,044	4,985	-1,245	0	0
배당금의 지급	-321	-326	-425	-585	-672
기타	13,684	1,202	22	-11	-11
현금의 증가(감소)	9,128	1,813	10,062	12,459	13,823
기초현금	8,134	17,262	19,076	29,137	41,597
기말현금	17,262	19,076	29,137	41,597	55,420
FCF	9,607	4,665	9,741	11,846	13,203

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	40,226	46,785	54,947	61,311	69,294
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	40,226	46,785	54,947	61,311	69,294
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	29,206	34,993	44,245	48,211	54,283
영업이익	11,020	11,792	10,702	13,100	15,011
영업이익률 (%)	27.4	25.2	19.5	21.4	21.7
비영업손익	297	166	1,185	470	605
순금융비용	-295	-361	-379	-498	-632
외환관련손익	9	-159	-151	-151	-151
관계기업투자등 관련손익	98	-132	-160	-160	-160
세전계속사업이익	11,318	11,958	11,887	13,570	15,616
세전계속사업이익률 (%)	28.1	25.6	21.6	22.1	22.5
계속사업법인세	3,609	4,232	3,155	4,085	4,700
계속사업이익	7,709	7,727	8,732	9,485	10,916
중단사업이익	-118	-26	7	7	7
*법인세효과	-71	23	-8	0	0
당기순이익	7,591	7,701	8,739	9,492	10,923
순이익률 (%)	18.9	16.5	15.9	15.5	15.8
지배주주	7,493	7,729	8,742	9,496	10,926
지배주주귀속 순이익률(%)	18.63	16.52	15.91	15.49	15.77
비지배주주	98	-28	-4	-4	-4
총포괄이익	7,236	6,272	8,758	9,512	10,942
지배주주	7,330	6,725	8,690	9,444	10,874
비지배주주	-94	-453	67	67	67
EBITDA	12,650	13,854	13,280	15,286	16,874

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	23.6	16.3	17.5	11.6	13.0
영업이익	32.7	7.0	-9.2	22.4	14.6
세전계속사업이익	37.5	5.7	-0.6	14.2	15.1
EBITDA	28.3	9.5	-4.2	15.1	10.4
EPS(계속사업)	27.7	1.9	12.7	8.6	15.1
수익성 (%)					
ROE	26.2	18.5	17.1	16.1	15.9
ROA	14.1	10.7	10.2	9.7	9.8
EBITDA마진	31.5	29.6	24.2	24.9	24.4
안정성 (%)					
유동비율	232.8	207.8	217.0	246.0	267.9
부채비율	54.3	51.2	52.6	50.5	49.3
순차입금/자기자본	-73.1	-60.0	-63.9	-73.7	-81.6
EBITDA/이자비용(배)	208.4	2,436.7	1,696.0	1,952.2	2,155.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	23,091	23,525	26,501	28,787	33,127
BPS	109,055	144,477	165,661	192,538	223,489
CFPS	27,676	29,704	34,342	35,440	38,799
주당 현금배당금	1,131	1,446	2,000	2,300	2,700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	39.0	40.8	35.9	33.0	28.7
PER(최저)	24.1	30.6	24.6	22.7	19.7
PBR(최고)	8.3	6.6	5.7	4.9	4.3
PBR(최저)	5.1	5.0	3.9	3.4	2.9
PCR	28.0	29.3	21.9	21.2	19.4
EV/EBITDA(최고)	21.7	21.2	21.4	17.8	15.4
EV/EBITDA(최저)	12.7	15.5	14.0	11.4	9.6