

NAVER

# BUY(유지)

035420 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	960,000원	현재주가(07/26)	751,000원	Up/Downside	+27.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018 07 27

## 기대와 불확실성이 혼재

D News

**2Q18 기대치 소폭 하회:** NAVER는 2Q18 매출액 1조 3,636억원(+20.7%YoY), 영업이익 2,506억원(-12.1%YoY)을 기록해 당사 추정치(2,660억원)와 컨센서스(2,672억원)를 소폭 하회했다. 매출은 대부분 예상에 부합하는 모습이었다. 광고 매출은 성장률이 소폭 둔화(+11.1%YoY)되었고 비즈니스 플랫폼 매출은 모바일과 쇼핑검색광고가 이끄는 고성장세(+17.2%YoY)가 이어졌다. 라인 역시 광고가 성장을 견인하며 기타 영업수익을 제외한 매출액 506억엔(+21.8%YoY)을 기록했다. 그러나 공격적인 인력 충원 지속으로 플랫폼개발/운영 비용이 25.7%YoY 증가했고 네이버페이 거래액 증가에 따른 포인트 적립 증가 및 AI 스피커 등의 마케팅 확대 등의 영향으로 마케팅비가 45.9%YoY 증가하는 등 영업비용 증가가 예상보다 크게 나타났다.

Comment

**하반기 QoQ 성장 전망:** 2Q18 말 기준 21.6만개로 증가(1Q18 20만개)한 가맹점에 힘입어 네이버 페이의 거래액 성장이 계속될 것으로 예상되고 쇼핑검색광고주도 1Q18 23,000명에서 2Q18 26,000명으로 증가하는 등 커머스와 관련된 부문의 성장이 하반기에도 이어질 전망이다. 라인은 하반기 영업손실을 기록하겠으나 광고주수 증가, 대만과 태국 등에서의 성과 창출을 통한 광고 부문의 성장과 2Q18 83.1%YoY의 거래액 증가를 보여준 라인페이 등의 성장에 힘입어 18%에 가까운 영업수익의 성장을 보여줄 것으로 기대된다. 이에 따라 전년동기대비로는 여전히 공격적인 투자가 이어지는 영향으로 역성장이 불가피하겠으나 3Q18~4Q18 각각 2,645억원(+5.6%QoQ), 2,705억원(+2.3%QoQ)의 영업이익을 기록하며 조금씩 개선되는 모습이 예상된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)			(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고
매출액 (증가율)	4,023 23.6	4,678 16.3	5,613 20.0	6,318 12.6	7,031 11.3	KOSDAQ /KOSPI
영업이익 (증가율)	1,102 32.7	1,179 7.0	1,043 -11.6	1,195 14.6	1,368 14.5	시가총액 60일-평균거래량 외국인지분율 60일-외국인지분율변동추이 주요주주
지배주주순이익	749	773	781	731	846	국민연금 10.3%
EPS	22,732	23,447	23,688	22,177	25,652	(천원) (pt)
PER (H/L)	39.7/23.9	41.6/30.6	31.5	33.6	29.1	1,000 200
PBR (H/L)	8.3/5.0	6.7/5.0	4.5	4.0	3.5	0 0
EV/EBITDA (H/L)	21.5/12.5	20.9/15.2	16.9	14.5	12.3	17/07 17/11 18/02 18/06
영업이익률	27.4	25.2	18.6	18.9	19.5	주가상승률 1M 3M 12M
ROE	26.2	18.5	15.2	12.5	12.9	절대기준 2.2 3.6 -9.0
						상대기준 4.9 12.0 -3.2

**그러나 불확실성도 존재:** NAVER는 하반기 중 모바일 메인 화면 개편을 계획하고 있다. 이번 컨퍼런스콜에서 주목해야 할 부분은 아직 메인 화면에 들어갈 콘텐츠, 광고 상품 등이 정해지지 않았으나 이로 인해 광고 매출이 부정적 영향을 받을 가능성이 있을 것이라는 견해를 밝혔다는 점이다. 모바일 메인 화면 개편이 하반기 NAVER 실적의 핵심 관전 포인트가 될 전망이다.

### Action

**성장동력을 확보해 나가고 있다는 측면은 긍정적:** 글로벌 누적 다운로드 5,500만건을 돌파하고 특히 베트남에서는 MAU 400만명을 기록하는 등 이용자 지표가 꾸준히 성장하고 있는 V LIVE의 콘텐츠 확장, 북미 지역 MAU 500만명을 돌파한 가운데 영화/드라마 등 IP 사업을 추진할 웹툰, 라인뮤직/망가/페이/파이낸셜 등의 공격적 확장을 진행하고 있는 라인 등 속도는 조금 느리지만 신사업에서의 경쟁력을 강화해가고 있다는 점을 긍정적으로 해석할 필요가 있다. 실적 추정치 변경이 미미해 목표주가 96만원과 투자의견 BUY를 유지한다.

도표 1. NAVER 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,363.6	1,445.7	1,494.5	4,022.6	4,678.5	5,612.9	6,317.8
%YoY	15.5	14.4	18.5	16.7	21.0	20.7	20.4	18.1	23.6	16.3	20.0	12.6
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	148.7	161.0	178.1	399.5	529.4	620.9	682.3
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	611.6	633.4	628.9	1,865.6	2,157.7	2,466.6	2,600.7
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	85.7	90.5	95.0	120.5	217.8	343.7	438.5
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	31.7	33.3	35.0	103.2	104.5	129.5	162.0
라인 및 기타플랫폼	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	485.9	527.6	557.5	1,533.8	1,669.1	2,052.1	2,434.3
영업비용	791.5	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,113.0	1,181.2	1,224.0	2,920.6	3,499.3	4,570.4	5,122.9
%YoY	16.3	18.2	21.6	22.7	32.9	31.8	32.9	25.6	20.5	19.8	30.6	12.1
플랫폼개발/운영	148.1	151.3	159.6	146.6	183.2	190.2	191.5	183.3	537.2	605.6	748.2	860.4
대행/파트너	188.7	204.3	215.7	248.5	240.4	262.2	286.6	298.2	660.5	857.2	1,087.4	1,215.6
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	63.8	64.0	65.3	188.1	225.0	253.4	258.6
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	84.9	99.5	98.8	148.3	242.4	354.2	386.1
라인 및 기타플랫폼	357.4	375.4	385.3	451.0	497.2	511.9	539.6	578.5	1,386.6	1,569.1	2,127.2	2,402.1
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	250.6	264.5	270.5	1,102.0	1,179.2	1,042.5	1,194.9
%YoY	13.2	4.6	10.6	0.3	-11.6	-12.1	-15.2	-7.1	32.7	7.0	-11.6	14.6
영업이익률	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	18.4	18.3	18.1	27.4	25.2	18.6	18.9
지배주주순이익	205.5	173.1	214.1	180.2	165.2	296.4	170.6	148.6	749.3	772.9	780.8	731.0
%YoY	24.2	-18.6	10.0	2.0	-19.6	71.2	-20.3	-17.5	44.4	3.1	1.0	-6.4

자료: NAVER, DB금융투자

도표 2. 라인 실적 전망

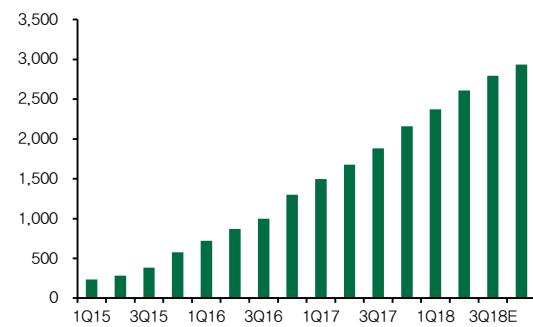
(단위: 십억엔, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익	41.0	52.3	44.8	48.4	50.2	60.3	53.5	56.3	186.5	220.3	243.8
매출액	40.6	41.6	44.3	47.7	48.8	50.6	53.1	55.9	174.2	208.5	242.4
핵심사업	37.4	37.3	40.1	41.4	42.7	44.6	46.9	49.3	156.2	183.5	215.7
광고	18.3	19.1	22.0	23.7	25.2	27.2	29.4	32.2	83.1	114.0	144.3
계정	10.5	10.1	11.5	12.6	13.5	14.0	14.9	15.4	44.8	57.8	69.7
디스플레이	5.0	5.7	7.8	8.5	9.1	9.2	11.8	14.1	27.0	44.2	62.5
포털	2.7	3.3	2.7	2.6	2.6	4.0	2.7	2.6	11.3	11.9	12.1
커뮤니케이션	8.1	7.5	7.5	7.1	7.4	7.3	7.2	6.8	30.2	28.7	28.9
콘텐츠	10.4	10.1	9.9	9.7	9.2	9.3	9.5	9.6	40.1	37.6	39.2
기타	0.7	0.5	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	2.7	3.2	3.4
전략사업	3.2	4.3	4.2	6.3	6.1	6.1	6.3	6.7	18.0	25.2	27.0
라인프렌즈	2.6	2.5	3.0	4.1	3.4	4.1	4.2	4.3	12.3	16.0	16.2
핀테크/AI/커머스/모바일	0.6	1.8	1.2	2.2	2.7	2.0	2.2	2.4	5.7	9.1	10.7
기타	0.3	10.7	0.5	0.7	1.4	9.6	0.3	0.3	12.2	11.7	1.1
영업비용	37.0	37.7	39.0	47.8	49.0	51.2	53.8	57.5	161.4	211.5	237.1
지급수수료	7.7	7.3	7.3	7.3	7.3	7.8	8.3	8.6	29.6	32.0	37.3
판매수수료	1.9	1.9	2.0	2.4	3.0	3.9	3.1	3.5	8.2	13.6	15.6
인건비	9.7	9.5	10.8	12.4	13.5	13.9	14.5	15.2	42.5	57.0	64.1
마케팅	4.0	3.8	2.5	5.1	3.9	4.7	4.9	5.7	15.5	19.2	21.6
인프라 및 통신비	2.1	2.2	2.2	2.5	2.6	2.5	2.8	3.0	9.1	10.9	12.3
아웃소싱	4.8	5.6	6.3	7.2	7.9	7.0	7.9	8.0	24.0	30.8	34.3
감가상각비	1.5	1.5	1.9	2.3	2.3	2.6	2.7	2.8	7.1	10.4	12.0
기타	5.2	5.6	5.9	8.6	8.4	8.8	9.6	10.9	25.4	37.7	39.9
영업이익	4.0	14.6	5.9	0.6	1.2	9.1	-0.3	-1.2	25.1	8.8	6.7
영업이익률	9.8	27.9	13.1	1.2	2.5	15.1	-0.5	-2.2	13.4	4.0	2.8

자료: 라인, DB금융투자

도표 3. 네이버페이 거래액 추정

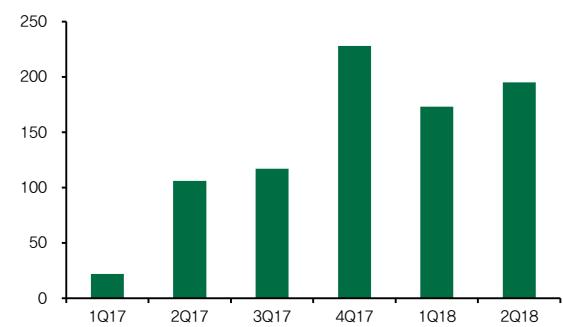
(십억원)



자료: NAVER, DB금융투자

도표 4. 라인페이 거래액 추이

(십억엔)



자료: 라인, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>4,200</b>	<b>4,784</b>	<b>5,612</b>	<b>6,706</b>	<b>8,044</b>
현금및현금성자산	1,726	1,908	2,137	2,614	3,386
매출채권및기타채권	719	1,025	1,262	1,502	1,764
재고자산	10	36	42	45	53
<b>비유동자산</b>	<b>2,171</b>	<b>3,235</b>	<b>3,572</b>	<b>3,817</b>	<b>4,061</b>
유형자산	863	1,150	1,358	1,463	1,555
무형자산	112	340	346	351	355
투자자산	797	1,388	1,510	1,645	1,793
<b>자산총계</b>	<b>6,371</b>	<b>8,019</b>	<b>9,184</b>	<b>10,523</b>	<b>12,105</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,804</b>	<b>2,303</b>	<b>2,687</b>	<b>3,231</b>	<b>3,892</b>
매입채무및기타채무	981	1,246	1,630	2,174	2,835
단기차입금및기타채	227	211	211	211	211
유동성장기부채	0	150	150	150	150
<b>비유동부채</b>	<b>437</b>	<b>411</b>	<b>411</b>	<b>411</b>	<b>411</b>
사채및장기차입금	150	50	50	50	50
<b>부채총계</b>	<b>2,241</b>	<b>2,714</b>	<b>3,098</b>	<b>3,642</b>	<b>4,304</b>
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,508	1,508	1,508	1,508
이익잉여금	3,810	4,556	5,290	5,974	6,767
비자본주자분	535	543	589	700	828
<b>자본총계</b>	<b>4,130</b>	<b>5,305</b>	<b>6,085</b>	<b>6,880</b>	<b>7,801</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,164</b>	<b>940</b>	<b>1,099</b>	<b>1,312</b>	<b>1,531</b>
당기순이익	759	770	827	842	973
<b>현금유동이 없는비용및수익</b>	<b>624</b>	<b>663</b>	<b>571</b>	<b>575</b>	<b>628</b>
유형및무형자산상각비	163	206	229	235	241
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>88</b>	<b>-139</b>	<b>72</b>	<b>274</b>	<b>367</b>
매출채권및기타채권의감소	-56	-176	-237	-240	-262
재고자산의감소	0	0	-6	-3	-7
매입채권및기타채무의증가	11	97	384	544	661
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-942</b>	<b>-1,310</b>	<b>-827</b>	<b>-787</b>	<b>-713</b>
CAPEX	-154	-472	-413	-316	-307
투자자산의순증	-367	-605	-135	-146	-158
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>698</b>	<b>636</b>	<b>-43</b>	<b>-47</b>	<b>-47</b>
사채및차입금의증가	-290	38	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1,084	291	0	0	0
배당금지급	-32	-33	-42	-47	-47
기타현금흐름	-7	-85	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>913</b>	<b>181</b>	<b>229</b>	<b>478</b>	<b>771</b>
기초현금	813	1,726	1,908	2,137	2,614
기말현금	1,726	1,908	2,137	2,614	3,386

자료: NAVER, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,023</b>	<b>4,678</b>	<b>5,613</b>	<b>6,318</b>	<b>7,031</b>
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>4,023</b>	<b>4,678</b>	<b>5,613</b>	<b>6,318</b>	<b>7,031</b>
판관비	2,921	3,499	4,570	5,123	5,663
영업이익	1,102	1,179	1,043	1,195	1,368
EBITDA	1,265	1,385	1,272	1,430	1,610
<b>영업외손익</b>	<b>30</b>	<b>17</b>	<b>155</b>	<b>25</b>	<b>42</b>
금융순익	29	83	51	54	65
투자순익	-9	-14	-13	-11	-10
기타영업외손익	10	-52	117	-18	-13
<b>세전이익</b>	<b>1,132</b>	<b>1,196</b>	<b>1,197</b>	<b>1,220</b>	<b>1,411</b>
증단사업이익	-12	-3	1	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>759</b>	<b>770</b>	<b>827</b>	<b>842</b>	<b>973</b>
자비해주주지분순이익	749	773	781	731	846
비자비해주주지분순이익	10	-3	46	111	128
<b>총포괄이익</b>	<b>724</b>	<b>627</b>	<b>827</b>	<b>842</b>	<b>973</b>
증감률(%YoY)					
매출액	23.6	16.3	20.0	12.6	11.3
영업이익	32.7	7.0	-11.6	14.6	14.5
EPS	44.4	31	1.0	-6.4	15.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	22,732	23,447	23,688	22,177	25,652
BPS	109,055	144,477	166,745	187,503	211,559
DPS	1,131	1,446	1,600	1,600	1,800
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	34.1	37.1	31.5	33.6	29.1
P/B	7.1	6.0	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	18.2	18.8	16.9	14.5	12.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	27.4	25.2	18.6	18.9	19.5
EBITDA마진	31.4	29.6	22.7	22.6	22.9
순이익률	18.9	16.5	14.7	13.3	13.8
ROE	26.2	18.5	15.2	12.5	12.9
ROA	14.1	10.7	9.6	8.5	8.6
ROIC	189.4	131.3	78.8	91.6	138.9
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	54.3	51.2	50.9	52.9	55.2
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	1,749.1	2,004.8	2,295.9
배당성향(배)	4.3	5.5	5.7	5.6	5.4

자료: NAVER, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주기를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

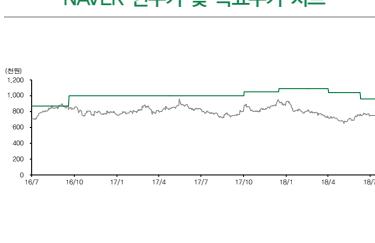
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## NAVER 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			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			-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	-	-			