



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원
주가(10/25): 119,000원
시가총액: 196,128억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dillog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/25)	2,063.31pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	190,270원	119,000원
등락률	-37.46%	0.0%
수익률	절대	상대
1W	-18.0%	-7.1%
1M	-20.0%	-5.1%
1Y	-26.1%	-10.7%

Company Data

발행주식수	164,813천주
일평균 거래량(3M)	269천주
외국인 지분율	60.10%
배당수익률(18E)	1.43%
BPS(18E)	33,595원
주요 주주	국민연금공단 10.0%
	OPPENHEIMER외 5.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	4,023	4,678	5,535	6,427
보고영업이익	1,102	1,179	966	1,143
핵심영업이익	1,102	1,179	966	1,143
EBITDA	1,265	1,385	1,143	1,380
세전이익	1,132	1,196	1,077	1,159
순이익	759	770	748	811
지배주주지분순이익	749	773	747	811
EPS(원)	4,546	4,689	4,531	4,918
증감률(%YoY)	44.4	3.1	-3.4	8.5
PER(배)	34.1	37.2	26.3	24.2
PBR(배)	7.1	6.0	3.5	3.2
EV/EBITDA(배)	18.1	18.3	14.1	11.9
보고영업이익률(%)	27.4	25.2	17.5	17.8
핵심영업이익률(%)	27.4	25.2	17.5	17.8
ROE(%)	23.7	16.3	13.1	12.8
순부채비율(%)	-73.1	-60.1	-57.1	-47.3

Price Trend



NAVER (035420)

수익성 회복 난망, 당분간 지속



NAVER의 3Q실적은 매출액 1조 3,977억원(YoY, +16.4%), 영업이익 2,217억원(YoY, -29.0%)을 기록하면서 기대치를 크게 하회하는 결과를 나타내었습니다. 투자와 관련된 비용확대 기조가 여전히 유지되고 있으며 당분간 지속될 것으로 전망됩니다. 이에 수익성 회복에는 시간이 필요할 것으로 판단되고 있고 주가의 큰 반등을 이끌만한 이슈가 부재하기 때문에 어려운 상황이 이어질 것으로 전망됩니다.

>>> 3Q Review: 쇼핑성장 소폭 둔화, 비용확대 기조는 여전

NAVER의 3Q실적은 매출액 1조 3,977억원(YoY, +16.4%), 영업이익 2,217억원(YoY, -29.0%)을 기록하며 시장 기대치를 크게 밑돌았다. 추석 연휴가 3Q에 배치됨에 따라 광고 및 쇼핑거래액 성장이 둔화되었다. 콘텐츠 부분만 웹툰, VLIVE 성장세에 힘입어 좋은 성과를 나타냈다. 특히 비용적인 부분에서는 인건비가 지속적으로 증가추세에 있으며 라인의 투자집행(라인페이, 라인파이낸셜)이 크게 확대됨에 따라 영업이익이 기대에 크게 못 미쳤다. 순이익은 금융상품 투자축소, 관계기업투자손실, 법인세 수정신고 등의 일시적 요인에 의해 684억원으로 급감하였다.

비용의 확대기조는 지속될 것으로 전망된다. 4Q에도 인건비 증가세가 유지될 것으로 전망되며 라인의 투자집행도 늘어날 것으로 전망되고 있다. 매출은 성수기 진입에 따라 확대될 것으로 예상되지만 큰 폭의 성장은 어려울 것으로 보인다.

>>> 플랫폼 개편에 따른 변화에 관심을 기울일 필요가 있어

플랫폼(모바일)의 개편안은 테스트 기간을 거쳐 연말~내년 1Q에 정식으로 서비스될 예정이다. 개편된 플랫폼의 인벤토리 수는 이전과 비슷하다는 점에서 트래픽의 변화가 중요한 관건이다. 서비스 초기에는 익숙하지 않은 점으로 트래픽이 감소할 가능성이 크지만 편의성을 앞세워 얼마나 빠르게 끌어올릴 수 있는지가 향후 중요 관전 Point이다.

>>> 신규 성장사업은 내년 하반기에 의미 있게 올라올 것

기존 사업 이외에 신규로 성장할 만한 사업은 2가지로 보여진다. 우선 Cloud 매출이 아직 규모는 작지만 롯데닷컴 등 신규 고객을 유치하고 있어 레퍼런스 확대에 따른 점진적 성장이 가능할 것으로 기대된다. 또한 Snow도 잼라이브 등을 통해서 매출이 빠르게 확대되고 있는 만큼 내년 하반기에는 의미 있는 성과를 도출 할 수 있을 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 170,000원 하향

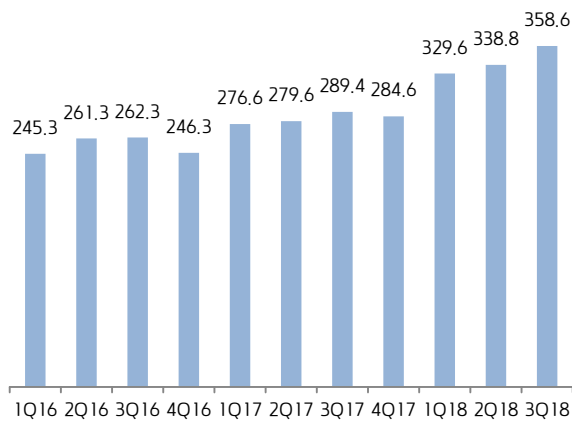
투자의견 Buy를 유지하나 수익성 악화에 따른 이익전망치 하향 조정과 액면분할에 따른 조정으로 목표주가를 170,000원(SOTP)으로 하향 제시한다.

NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,464.1	4,678.4	5,534.5	6,426.7
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	148.7	136.1	152.2	529.4	570.1	658.7
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	611.6	613.0	659.6	2,157.7	2,476.9	2,817.4
IT 플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	85.7	88.5	95.6	217.8	342.3	468.1
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	31.7	36.1	34.3	104.5	131.7	171.2
LINE 및 기타	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	485.9	524.0	522.4	1,669.0	2,013.5	2,311.2
영업비용	791.4	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,227.3	3,499.2	4,568.4	5,284.1
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	140.2	183.2	190.2	193.1	198.6	577.1	765.1	876.7
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	244.5	240.4	262.2	254.7	275.3	844.3	1,032.6	1,212.8
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	63.8	67.3	67.5	225.0	258.9	271.8
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	84.9	82.3	96.3	242.4	334.5	451.6
LINE 및 기타	357.4	375.5	385.2	450.9	497.2	511.9	578.6	589.6	1,610.4	2,177.3	2,471.2
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	250.6	221.7	236.8	1,179.2	966.2	1,142.6
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.4%	15.9%	16.2%	25.2%	17.5%	17.8%
YOY											
매출액	15.5%	14.4%	18.5%	16.7%	21.0%	20.7%	16.4%	15.7%	23.6%	16.3%	18.3%
영업비용	16.3%	18.2%	21.6%	22.7%	32.9%	31.8%	32.3%	25.9%	20.5%	19.8%	30.6%
영업이익	13.2%	4.6%	10.6%	0.3%	-11.6%	-12.1%	-29.0%	-18.6%	32.7%	7.0%	-18.1%

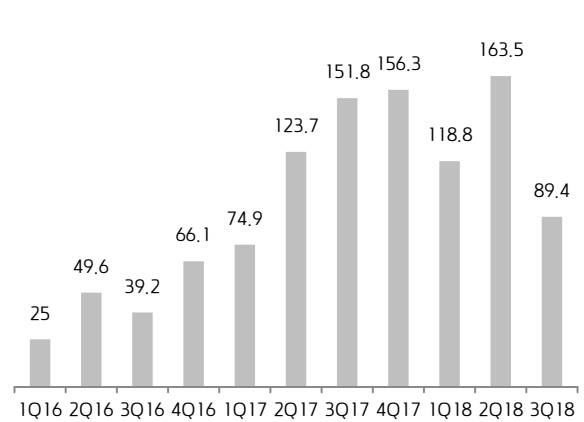
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER 연구개발비(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER CAPEX(단위:십억원)



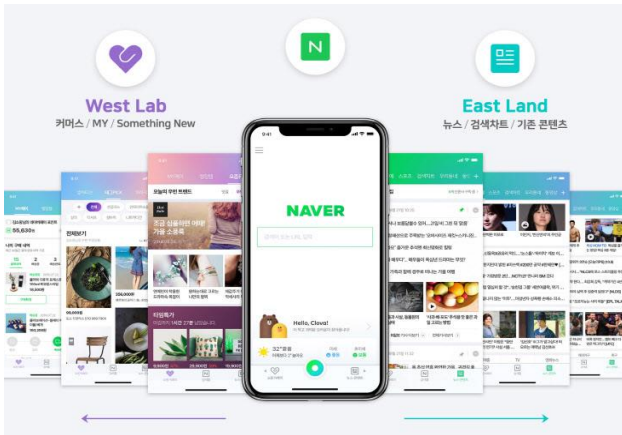
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

3Q실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	3Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	3Q 실적	전기대비	3Q 추정치	추정치대비	3Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,398	2.5	1,389	0.6	1,410	-0.9
영업이익	222	-11.5	255	-14.9	251	-13.1
당기순이익	68	-75.7	179	-163.2	178	-161.8

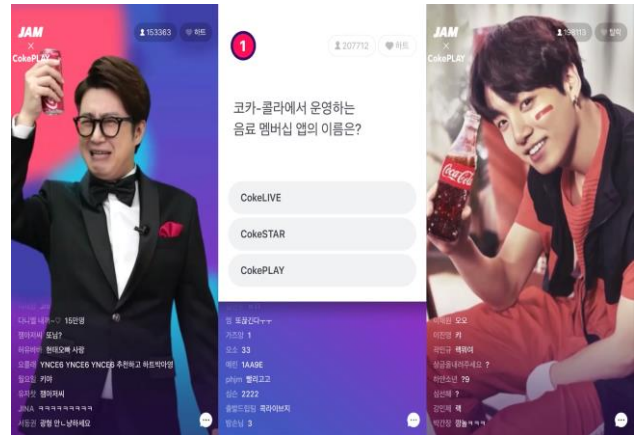
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

NAVER 플랫폼 개편



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

Snow에서 운영하는 잼라이브의 광고 형태



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

Valuation

구분	적용값	비고
①NAVER(한국) 사업가치 (십억원)	17,316	
순이익 (십억원)	911	2019년 예상 순이익
Target PER (배)	19	Peer 2019년 평균 PER
②Line 가치 (십억원)	8,294	Line 지분율 적용
매출액 (십억원)	2,311	2019년 예상 매출액
Target PSR (배)	4.4	Facebook PSR 30% 할인
③보유현금	3,000	
④기업가치(십억원)	28,610	①+②+③
⑤발행주식수(천주)	164,813	
목표주가 (원)	173,590	④/⑤
현재주가 (원)	119,000	

자료: 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	4,568	5,284	6,196
영업이익(보고)	1,102	1,179	966	1,143	1,179
영업이익(핵심)	1,102	1,179	966	1,143	1,367
영업외손익	30	17	111	16	13
이자수익	36	37	33	14	55
배당금수익	8	11	26	14	17
외환이익	45	24	0	0	0
이자비용	6	1	2	2	1
외환손실	45	40	0	0	0
관계기업지분법손익	10	-13	-14	-3	0
투자및기타자산처분손익	28	8	113	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-23	27	23	0	0
기타	-23	-36	-69	-6	-58
법인세차감전이익	1,132	1,196	1,077	1,159	1,380
법인세비용	361	423	329	348	414
유효법인세율 (%)	31.9%	35.4%	30.6%	30.0%	30.0%
당기순이익	759	770	748	811	966
지배주주지분순이익(억원)	749	773	747	811	969
EBITDA	1,265	1,385	1,143	1,380	1,658
현금순이익(Cash Earnings)	922	976	925	1,049	1,257
수정당기순이익	756	748	644	811	966
증감율(% , YoY)					
매출액	23.6	16.3	18.3	16.1	17.7
영업이익(보고)	32.7	7.0	-18.1	18.3	3.2
영업이익(핵심)	32.7	7.0	-18.1	18.3	19.6
EBITDA	28.3	9.5	-17.5	20.7	20.1
지배주주지분 당기순이익	44.4	3.1	-3.4	8.5	19.6
EPS	44.4	3.1	-3.4	8.5	19.6
수정순이익	45.0	-1.0	-13.9	26.0	19.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164	940	1,060	806	335
당기순이익	759	770	748	811	966
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	14	3	0
영업활동자산부채 증감	88	-139	159	-242	-929
기타	115	78	76	-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	-208	-210
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	-249	-249
기타	1,071	621	47	41	38
현금및현금성자산의순증가	913	181	-29	-648	-1,088
기초현금및현금성자산	813	1,726	1,908	1,879	1,231
기말현금및현금성자산	1,726	1,908	1,879	1,231	143
Gross Cash Flow	1,076	1,079	901	1,047	1,264
Op Free Cash Flow	828	330	469	253	-200

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,200	4,784	5,335	5,616	6,333
현금및현금성자산	1,726	1,908	1,879	1,231	143
유동금융자산	1,668	1,690	1,999	2,321	2,731
매출채권및유동채권	794	1,140	1,318	1,607	1,891
채고자산	10	36	127	443	1,551
기타유동비금융자산	1	11	12	14	17
비유동자산	2,171	3,235	3,951	4,660	5,191
장기매출채권및기타비유동채권	112	109	129	150	177
투자자산	797	1,388	1,624	1,897	2,124
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	9,286	10,276	11,524
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	82	82	82
주식발행초과금	133	133	133	133	133
이익잉여금	3,810	4,556	5,264	5,848	6,588
기타자본	-365	57	57	57	57
지배주주지분자본총계	3,595	4,762	5,537	6,121	6,861
비지배주주지분자본총계	535	543	539	518	495
자본총계	4,130	5,305	6,076	6,639	7,356
순차입금	-3,017	-3,186	-3,467	-3,141	-2,463
총차입금	377	411	411	411	411

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,546	4,689	4,531	4,918	5,880
BPS	21,811	28,895	33,595	37,139	41,629
주당EBITDA	7,675	8,406	6,936	8,374	10,058
CFPS	5,594	5,924	5,609	6,364	7,626
DPS	1,131	1,446	1,700	1,700	1,700
주가배수(배)					
PER	34.1	37.2	26.3	24.2	20.2
PBR	7.1	6.0	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	18.1	18.3	14.1	11.9	10.3
PCFR	27.7	29.4	21.2	18.7	15.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.4	25.2	17.5	17.8	15.6
영업이익률(핵심)	27.4	25.2	17.5	17.8	18.1
EBITDA margin	31.4	29.6	20.7	21.5	21.9
순이익률	18.9	16.5	13.5	12.6	12.8
자기자본이익률(ROE)	23.7	16.3	13.1	12.8	13.8
투자자본이익률(ROIC)	217.9	177.3	100.3	74.1	46.6
안정성(%)					
부채비율	54.3	51.2	52.8	54.8	56.7
순차입금비율	-73.1	-60.1	-57.1	-47.3	-33.5
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	474.2	560.8	2,403.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	4.8	4.5	4.4	4.3
채고자산회전율	311.2	201.0	68.0	22.5	7.6
매입채무회전율	3.6	3.2	3.0	2.9	2.9

Compliance Notice

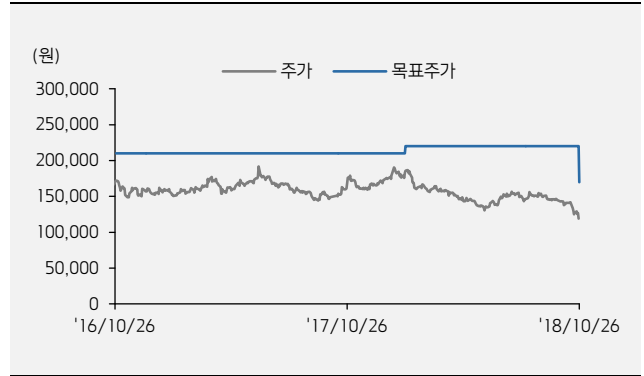
- 당사는 10월 25일 현재 'NAVER (035420)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NAVER (035420)	2016/11/02	BUY(Reinitiate)	210,000원	6개월	-25.34	-21.22
	2016/11/24	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-25.36	-21.22
	2017/01/31	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-24.10	-15.59
	2017/04/11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-24.11	-15.59
	2017/07/21	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-20.47	-19.98
	2017/07/28	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-26.22	-19.89
	2017/10/27	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-22.66	-9.40
	2018/01/26	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-30.55	-15.15
	2018/07/24	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-30.57	-15.15
	2018/07/27	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-34.19	-29.08
	2018/10/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%