

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

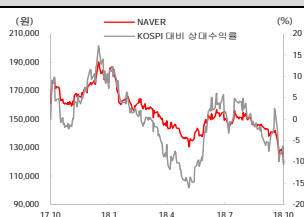
Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	1,863 만주
액면가	100 원
시가총액	196,128 억원
주요주주	
NAVER 자사주	11.30%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	60.10%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(18/10/25)	119,000 원
KOSPI	2063.3 pt
52주 Beta	0.61
52주 최고가	190,270 원
52주 최저가	119,000 원
60일 평균 거래대금	700 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.1%	-7.1%
6개월	-20.0%	-5.1%
12개월	-26.1%	-10.7%

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(하향))

수익성 개선 지연

NAVER의 3Q18 실적은 비용증가로 수익성 부진이 지속됨

- 1) 광고, 쇼핑,페이 등 탑라인 성장 기조는 유지되었으나, 비용증가로 수익성 악화
- 2) 모바일 화면 개편 이후 광고부문 안정화까지는 시간이 다소 필요할 전망
- 3) 2019년 모바일 광고 안정화와 비용증가 속도 조절로 수익성 개선 가능할 전망

3Q18: 수익성 부진 지속

NAVER 3Q18 실적은 매출액 1 조 3,977 억원(16.4% yoy), 영업이익 2,217 억원(-29.0% yoy, OPM: 15.9%)이다. 영업이익 시장 예상치(2,509 억원) 대비 부진했으며, 영업이익률도 4 분기 연속 하락하며 수익성 부진이 지속되었다. 실적부진은 추석 영향에 따른 광고 부진과 LINE의 실적 부진(영업이익: -36 억원)에 기인한다. LINE의 경우 광고 플랫폼 교체에 따른 광고부문 부진과 마케팅 비용, 인건비 등의 비용 증가로 영업적자를 시현하였다.

19년 수익성 개선 기대

NAVER의 수익성 부진이 지속되고 있다. 광고 등 전 부문에서 매출은 견조하게 성장하고 있지만, 신사업에 대한 적극적인 투자활동으로 연결기준 영업이익률은 10% 중반까지 하락하였다. 연말 모바일 화면 개편이 광고부문에 미칠 영향이 불확실한 점도 리스크 요인이다. 다만 쇼핑, 네이버페이, 콘텐츠 등의 탑라인 성장 기조는 유효해 모바일광고 부문이 안정화되고 비용증가 속도가 둔화될 2019년부터 점진적인 수익성 개선이 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 150,000 원(하향)

NAVER에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 3Q18 부진한 실적에도 본업에서의 성장기조는 유지되고 있으며, 최근의 주가하락으로 멀티플은 역사적 최저수준까지 하락해 추가적인 주가 하락리스크는 제한적이라 판단하기 때문이다. 목표주가는 12M Forward EPS 4,943 원에 Target PER 30 배를 적용하여 산정한 15 만원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	32,539	40,226	46,785	55,064	62,158	70,393
yoy	%	18.0	23.6	16.3	17.7	12.9	13.3
영업이익	억원	8,302	11,020	11,792	9,618	11,071	12,556
yoy	%	9.5	32.7	7.0	-18.4	15.1	13.4
EBITDA	억원	9,862	12,650	13,854	12,255	13,314	14,473
세전이익	억원	8,232	11,318	11,958	10,581	11,126	12,707
순이익(지배주주)	억원	5,187	7,493	7,729	7,322	8,103	9,209
영업이익률%	%	25.5	27.4	25.2	17.5	17.8	17.8
EBITDA%	%	30.3	31.5	29.6	22.3	21.4	20.6
순이익률	%	15.9	18.9	16.5	12.7	12.5	12.6
EPS	원	3,616	4,618	4,705	4,437	4,917	5,587
PER	배	182.0	167.8	184.9	26.8	24.2	21.3
PBR	배	51.1	35.5	30.1	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	배	21.0	18.5	19.0	13.9	12.1	10.6
ROE	%	26.5	26.2	18.5	14.6	14.8	15.5
순차입금	억원	-13,921	-30,170	-31,817	-35,819	-44,502	-53,769
부채비율	%	93.3	54.3	51.2	59.0	62.3	65.6

NAVER 분기별 실적 전망

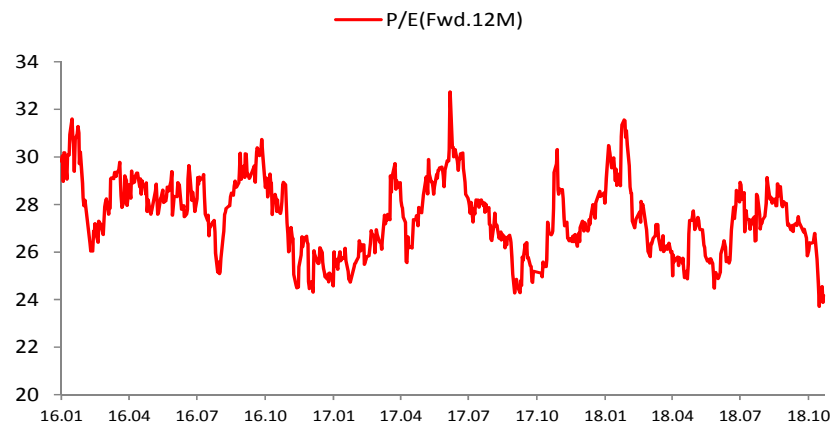
(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18P	4Q18F	2017A	2018F	2019F
영업수익	10,822	11,296	12,007	12,659	13,091	13,636	13,977	14,361	46,784	55,065	62,158
광고	997	1,177	1,142	1,296	1,331	1,487	1,361	1,453	4,612	5,632	6,251
비즈니스플랫폼	5,097	5,205	5,486	5,744	5,927	6,116	6,130	6,209	21,532	24,382	27,272
IT플랫폼	434	494	586	664	725	857	885	884	2,178	3,351	3,874
콘텐츠서비스	235	244	267	270	296	317	361	376	1,016	1,350	1,417
LINE 및 기타플랫폼	4,060	4,176	4,526	4,685	4,812	4,859	5,240	5,439	17,447	20,350	23,343
영업비용	7,914	8,444	8,886	9,748	10,521	11,130	11,760	12,036	34,992	45,447	51,086
플랫폼개발/운영	1,406	1,436	1,527	1,402	1,832	1,902	1,931	2,012	5,771	7,677	8,231
대행/파트너	1,863	2,011	2,124	2,445	2,404	2,622	2,547	2,681	8,443	10,254	11,420
인프라	493	544	573	609	603	638	673	691	2,219	2,605	2,993
마케팅	403	505	643	648	603	849	823	864	2,199	3,139	3,462
LINE 및 기타플랫폼	3,749	3,948	4,018	4,644	4,972	5,119	5,786	5,787	16,359	21,664	24,980
영업이익	2,908	2,852	3,121	2,911	2,570	2,506	2,217	2,325	11,792	9,618	11,071
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.4%	15.9%	16.2%	25.2%	17.5%	17.8%

자료: NAVER, SK 증권

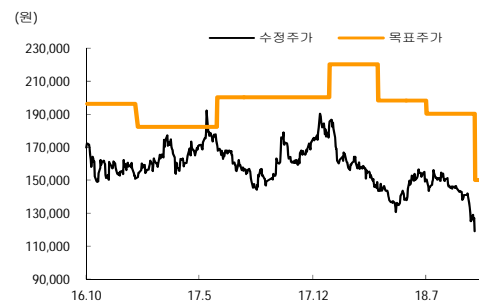
NAVER 12M Forward PER 추이

(단위: 배)



자료: Quantiverse

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.26	매수	150,000원	6개월		
2018.07.27	매수	190,270원	6개월	-24.15%	-18.00%
2018.04.27	매수	198,281원	6개월	-27.03%	-21.01%
2018.01.26	매수	220,312원	6개월	-27.02%	-15.27%
2017.10.27	매수	200,284원	6개월	-18.22%	-5.00%
2017.06.29	매수	200,284원	6개월	-21.19%	-14.70%
2017.01.31	매수	182,259원	6개월	-8.95%	5.49%
2016.10.28	매수	196,278원	6개월	-19.64%	-12.24%



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 10 월 26 일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	41,999	47,842	54,992	65,405	76,848
현금및현금성자산	17,262	19,076	28,258	36,941	46,208
매출채권및기타채권	6,938	10,141	11,504	12,983	14,841
재고자산	103	362	411	463	530
비유동자산	21,707	32,350	37,078	35,287	33,862
장기금융자산	6,148	11,067	11,904	11,904	11,904
유형자산	8,633	11,500	10,662	8,793	7,251
무형자산	1,121	3,395	3,398	3,422	3,443
자산총계	63,706	80,193	92,070	100,692	110,710
유동부채	18,039	23,027	26,557	29,449	33,068
단기금융부채	2,273	3,610	4,482	4,482	4,482
매입채무 및 기타채무	4,248	5,436	6,166	6,959	7,955
단기충당부채	464	59	115	185	256
비유동부채	4,371	4,113	7,622	9,199	10,779
장기금융부채	1,500	545	1,226	1,226	1,226
장기매입채무 및 기타채무	75	56	62	33	4
장기충당부채	151	348	708	1,068	1,428
부채총계	22,410	27,141	34,179	38,648	43,847
지배주주지분	35,947	47,623	52,551	57,010	62,136
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	12,172	15,079	15,235	15,235	15,235
기타자본구성요소	-14,237	-12,003	-14,658	-14,658	-14,658
자기주식	-13,560	-11,722	0	0	0
이익잉여금	38,102	45,555	53,006	58,186	64,032
비지배주주지분	5,349	5,428	5,340	5,034	4,727
자본총계	41,296	53,052	57,891	62,044	66,863
부채외자본총계	63,706	80,193	92,070	100,692	110,710

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	11,328	8,801	11,518	11,560	12,486
당기순이익(손실)	7,591	7,701	6,996	7,777	8,883
비현금성항목등	6,242	6,634	6,406	5,537	5,591
유형자산감가상각비	1,457	1,827	2,267	1,870	1,542
무형자산감각비	173	236	370	373	375
기타	1,583	602	2,219	18	18
운전자본감소(증가)	883	-1,385	2,791	1,810	2,053
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-564	-1,762	-1,067	-1,478	-1,859
재고자산감소(증가)	0	0	3	-53	-66
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	105	966	-1,076	792	996
기타	1,343	-590	4,931	2,549	2,982
법인세납부	-3,388	-4,149	-4,675	-3,564	-4,040
투자활동현금흐름	-9,038	-12,483	-2,967	83	180
금융자산감소(증가)	-6,320	-5,611	2,834	0	0
유형자산감소(증가)	-972	-4,662	-2,402	0	0
무형자산감소(증가)	-206	-279	-396	-396	-396
기타	-1,540	-1,930	-3,002	480	577
재무활동현금흐름	6,911	6,341	-428	-2,961	-3,399
단기금융부채증가(감소)	-2,352	-9	517	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1,055	490	704	0	0
자본의증가(감소)	-3,044	4,985	-1,245	0	0
배당금의 지급	-321	-326	-425	-2,924	-3,362
기타	13,684	1,202	20	-37	-37
현금의 증가(감소)	9,128	1,813	9,182	8,683	9,267
기초현금	8,134	17,262	19,076	28,258	36,941
기말현금	17,262	19,076	28,258	36,941	46,208
FCF	9,607	4,665	6,879	10,530	11,485

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	40,226	46,785	55,064	62,158	70,393
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	40,226	46,785	55,064	62,158	70,393
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	29,206	34,993	45,447	51,086	57,837
영업이익	11,020	11,792	9,618	11,071	12,556
영업이익률 (%)	27.4	25.2	17.5	17.8	17.8
비영업손익	297	166	963	55	152
순금융비용	-295	-361	-385	-472	-568
외환관련손익	9	-159	-151	-151	-151
관계기업투자등 관련손익	98	-132	-248	-248	-248
세전계속사업이익	11,318	11,958	10,581	11,126	12,707
세전계속사업이익률 (%)	28.1	25.6	19.2	17.9	18.1
계속사업법인세	3,609	4,232	3,594	3,349	3,825
계속사업이익	7,709	7,727	6,987	7,777	8,883
중단사업이익	-118	-26	9	0	0
*법인세효과	-71	23	-8	0	0
당기순이익	7,591	7,701	6,996	7,777	8,883
순이익률 (%)	18.9	16.5	12.7	12.5	12.6
지배주주	7,493	7,729	7,322	8,103	9,209
지배주주귀속 순이익률(%)	18.63	16.52	13.3	13.04	13.08
비지배주주	98	-28	-326	-326	-326
총포괄이익	7,236	6,272	6,295	7,076	8,181
지배주주	7,330	6,725	6,601	7,383	8,488
비지배주주	-94	-453	-307	-307	-307
EBITDA	12,650	13,854	12,255	13,314	14,473

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	23.6	16.3	17.7	12.9	13.3
영업이익	32.7	7.0	-18.4	15.1	13.4
세전계속사업이익	37.5	5.7	-11.5	5.2	14.2
EBITDA	28.3	9.5	-11.5	8.6	8.7
EPS(계속사업)	27.7	1.9	-5.7	10.8	13.6
수익성 (%)					
ROE	26.2	18.5	14.6	14.8	15.5
ROA	14.1	10.7	8.1	8.1	8.4
EBITDA마진	31.5	29.6	22.3	21.4	20.6
안정성 (%)					
유동비율	232.8	207.8	207.1	222.1	232.4
부채비율	54.3	51.2	59.0	62.3	65.6
순차입금/자기자본	-73.1	-60.0	-61.9	-71.7	-80.4
EBITDA/이자비용(배)	208.4	2,436.7	1,485.2	1,613.5	1,754.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,618	4,705	4,437	4,917	5,587
BPS	21,811	28,895	31,885	34,591	37,701
CFPS	5,535	5,941	6,043	6,277	6,751
주당 현금배당금	1,131	1,446	2,000	2,300	2,700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	194.9	204.0	214.1	193.2	170.0
PER(최저)	120.4	153.0	26.8	24.2	21.3
PBR(최고)	41.3	33.2	29.8	27.5	25.2
PBR(최저)	25.5	24.9	3.7	3.4	3.2
PCR	140.0	146.4	19.7	19.0	17.6
EV/EBITDA(최고)	21.7	21.2	23.4	20.9	18.7
EV/EBITDA(최저)	12.7	15.5	13.9	12.1	10.6