

2018.10.26



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (10.25) 119,000 원

상승여력 42.9%

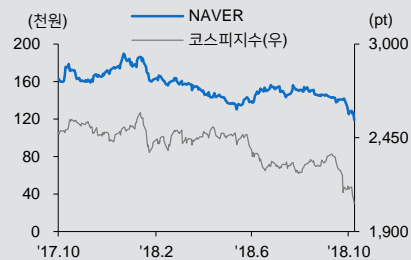
KOSPI	2,063.30pt
시가총액	196,128억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	78.70%
외국인비중	60.12%
52주 최고/최저가	190,000원/119,000원
평균거래대금	704.3억원

## 주요주주(%)

국민연금공단	10.83
Oppenheimer Funds	5.06
BlackRock Fund Advisors	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.9	-19.9	-26.0
상대주가	-7.0	-5.0	-10.6

## 주가그래프



## NAVER 035420

## 3Q18 Review: N플랫폼의 위기

- ✓ 3분기 실적, 기대치 하회. 국내 광고 매출 성장을 둔화. 핀테크/AI 관련 투자 지속되며 라인의 영업적자로 인한 부정적 영향 컸음
- ✓ 10월 베타테스트 시작한 모바일 메인(그린닷과 그린원도우)의 본격 적용 시점은 다소 지연. 올해말 혹은 내년초가 될 전망
- ✓ 적정주가 17만원 제시. 액면분할 반영하였으며 국내 사업 멀티플 하향 조정

## 3Q18 실적, 기대치 하회

NAVER의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 3,977억원(+16.4% YoY), 2,217억원(-29.0% YoY) 기록하며 컨센서스(매출 1조 4,102억원, 영업이익 2,509억원)대비 각각 0.9%, 11.6% 하회하였다. 사업부문별로는 광고 매출액은 1,361억원(+2.5% YoY), 비즈니스플랫폼은 6,130억원(+11.5% YoY), IT플랫폼은 885억원(+51.0% YoY), 콘텐츠 서비스 361억원(+32.8% YoY)을 기록하였다.

광고 매출액은 2.4% YoY 성장에 그치며 2017년 이후 최저수준의 성장 시현했으며 비즈니스플랫폼 매출액 역시 10% 초반대의 성장을 시현하며 올해 들어 가장 부진했다. 다만 네이버 페이지의 결제액 성장률은 50~60%대를 유지하며 여전히 견조하고 쇼핑검색광고 주 역시 2만 8천명으로 연초대비 40% 증가하였다. 콘텐츠 서비스 역시 웹툰과 V LIVE 이용자 증가로 꾸준히 성장하고 있다. 연결 영업이익률은 15.9%로 역사상 최저수준 시현하였는데 라인의 핀테크/AI 공격적 투자기조에 주로 기인하며 본사 영업이익률은 30%대를 유지하였다. 참고로 전사 인력은 14,126명 수준으로 연초대비 18.7% 증가하였다.

## ‘그린닷과 그린원도우’, 본격 적용시점은 다소 지연

동사는 10월 10일 새로운 모바일 메인화면 개편안을 발표하였으며 현재 안드로이드 OS에서는 베타테스트 버전이 작동하고 있으나 이용자 변화와 행동패턴 등을 정밀하게 분석한 이후 올해 말 혹은 내년 초에 완전 개편할 예정이다.

## 투자의견 Buy, 적정주가 17만원 제시

투자의견 Buy 유지하며 적정주가는 17만원으로 액면분할 반영하여 제시한다. 동사는 국내 광고사업 성장둔화와 라인의 공격적 투자라는 위기상황에 놓여 있어 국내 N플랫폼에 적용하였던 적정 PER multiple을 기존 20배에서 15배로 하향하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,022.6	1,102.0	749.3	4,546	46.8	21,811	34.1	7.1	18.2	26.2	54.3
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	4,689	1.5	28,895	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018E	5,570.6	972.2	707.3	4,292	-15.1	27,070	27.7	4.4	13.9	15.3	80.5
2019E	6,490.1	906.3	1,017.6	6,174	57.1	32,826	19.3	3.6	13.8	20.6	72.1
2020E	7,132.4	1,040.6	1,137.1	6,899	11.6	39,067	17.2	3.0	11.5	19.2	65.4

## 3Q18 실적, 기대치 하회

광고/비즈니스 플랫폼 부진.  
라인 관련 비용 증가로 이익도  
기대치 하회

NAVER의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 3,977억원(+16.4% YoY), 2,217억원(-29.0% YoY) 기록하며 컨센서스(매출 1조 4,102억원, 영업이익 2,509억원)대비 각각 0.9%, 11.6% 하회하였다. 사업부문별로는 광고 매출액은 1,361억원(+2.5% YoY), 비즈니스플랫폼은 6,130억원(+11.5% YoY), IT플랫폼은 885억원(+51.0% YoY), 콘텐츠 서비스 361억원(+32.8% YoY)을 기록하였다.

광고 매출액은 2.4% YoY 성장에 그치며 2017년 이후 최저수준의 증가율이었으며 비즈니스플랫폼 매출액 역시 10% 초반대의 성장을 시현하며 올해 들어 가장 부진했다. 다만 네이버 페이의 결제액 성장률은 50~60%대를 유지하며 여전히 견조하고 3Q 쇼핑검색광고주 역시 2만 8천명으로 연초대비 40% 증가하였다.

콘텐츠 서비스 역시 웹툰과 V라이브 이용자 증가로 꾸준히 성장하고 있다. 연결 영업이익률은 15.9%로 역사상 최저수준 시현하였는데 라인의 핀테크/AI 관련 공격적 투자기조 때문으로 본사 영업이익률은 30%대를 유지하였다. 참고로 전사 인력은 14,126명 수준으로 연초대비 18.7% 증가하였다.

3Q18 지배순이익은 990억원(-53.8% YoY)을 기록하며 감소폭이 컸는데 금융상품 투자 축소에 따른 영업외수익 감소와 라인모바일 등 관계기업 투자손실 인식 등에 기인한다.

표1 3Q18 실적, 기대치 하회

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>1,397.7</b>	<b>1,200.7</b>	<b>16.4%</b>	<b>1,363.6</b>	<b>2.5%</b>	<b>1,400.4</b>	<b>-0.2%</b>	<b>1,410.2</b>	<b>-0.9%</b>
광고	136.1	132.9	2.4%	148.7	-8.5%	141.7	-4.0%	-	-
비즈니스플랫폼	613.0	549.8	11.5%	611.6	0.2%	612.8	0.0%	-	-
IT플랫폼	88.5	58.6	51.0%	85.7	3.3%	94.3	-6.2%	-	-
콘텐츠서비스	36.1	27.2	32.7%	31.7	13.9%	32.5	11.1%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	524.0	432.2	21.2%	485.9	7.8%	519.1	0.9%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>221.7</b>	<b>312.1</b>	<b>-29.0%</b>	<b>250.6</b>	<b>-11.5%</b>	<b>240.2</b>	<b>-7.7%</b>	<b>250.9</b>	<b>-11.6%</b>
<b>세전이익</b>	<b>186.8</b>	<b>321.0</b>	<b>-41.8%</b>	<b>388.4</b>	<b>-51.9%</b>	<b>223.2</b>	<b>-16.3%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>지배순이익</b>	<b>99.0</b>	<b>214.1</b>	<b>-53.8%</b>	<b>296.4</b>	<b>-66.6%</b>	<b>133.0</b>	<b>-25.6%</b>	<b>178.2</b>	<b>-44.5%</b>
영업이익률(%)	15.9%	26.0%	-10.1%p	18.4%	-2.5%p	17.2%	-1.3%p	17.8%	-1.9%p
순이익률(%)	7.1%	17.8%	-10.7%p	21.7%	-14.7%p	9.5%	-2.4%p	12.6%	-5.6%p

자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

### 4Q18 실적은 성장률 회복될 것

국내 광고매출 성장률,  
계절성으로 회복

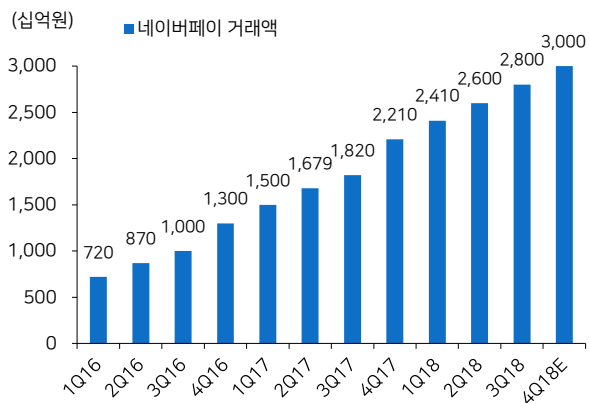
4Q18 매출액과 영업이익은 각각 1조 5,002억원(+18.5% YoY), 2,429억원(-16.6% YoY)으로 추정한다. 4분기 계절적인 광고성수기 영향으로 매출 성장성은 단기적으로 회복될 것으로 판단된다. 그러나 2019년 매출액과 영업이익은 각각 6.5조원(+16.5% YoY), 9,063억원(-6.8% YoY)으로 추정하는데 라인의 핀테크 비즈니스는 향후 3년간 약 1조원의 투자를 집행한다고 밝히고 있어 내년 라인의 영업적자 기조 탈피는 어렵다. 국내 광고 비즈니스 역시 쇼핑 비즈니스를 넘어서는 새로운 성장동력, 즉 포트폴리오 다각화가 필요한 시점이다.

표2 NAVER 분기별 실적 - 2019년 이익 눈높이 낮춰야

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,082.2</b>	<b>1,129.6</b>	<b>1,200.7</b>	<b>1,265.9</b>	<b>1,309.1</b>	<b>1,360.7</b>	<b>1,397.7</b>	<b>1,500.2</b>	<b>4,678.5</b>	<b>5,570.6</b>	<b>6,490.1</b>
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	147.3	136.1	153.2	529.4	571.1	609.5
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	631.4	613.0	666.7	2,157.7	2,484.0	2,781.7
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	79.8	88.5	103.8	217.8	350.5	496.9
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	31.1	36.1	37.9	104.5	135.3	166.2
LINE 및 기타플랫폼	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	471.2	524.0	538.5	1,669.0	2,029.6	2,435.8
<b>영업비용</b>	<b>791.4</b>	<b>844.4</b>	<b>888.6</b>	<b>974.8</b>	<b>1,052.1</b>	<b>1,078.1</b>	<b>1,176.0</b>	<b>1,257.3</b>	<b>3,499.3</b>	<b>4,598.4</b>	<b>5,583.9</b>
플랫폼개발/운영	148.1	151.3	159.6	146.6	183.2	186.9	193.1	206.6	577.1	773.1	958.3
대행/파트너	188.7	204.3	215.7	248.5	240.4	245.2	254.7	267.4	844.3	1,024.7	1,175.4
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	61.5	67.3	70.7	221.9	262.1	310.6
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	72.4	82.3	84.8	219.9	323.0	384.9
LINE 및 기타플랫폼	357.4	375.5	385.2	450.9	497.2	512.1	578.6	627.8	1,635.9	2,215.5	2,754.7
<b>영업이익</b>	<b>290.8</b>	<b>285.2</b>	<b>312.1</b>	<b>291.1</b>	<b>257.0</b>	<b>282.6</b>	<b>221.7</b>	<b>242.9</b>	<b>1,179.2</b>	<b>972.2</b>	<b>906.3</b>
<b>세전이익</b>	<b>306.8</b>	<b>305.1</b>	<b>321.0</b>	<b>262.9</b>	<b>255.7</b>	<b>301.4</b>	<b>186.8</b>	<b>321.4</b>	<b>1,195.8</b>	<b>1,152.3</b>	<b>1,351.2</b>
<b>지배순이익</b>	<b>205.5</b>	<b>173.1</b>	<b>214.1</b>	<b>180.2</b>	<b>165.2</b>	<b>211.7</b>	<b>99.0</b>	<b>146.7</b>	<b>772.9</b>	<b>707.3</b>	<b>1,017.6</b>

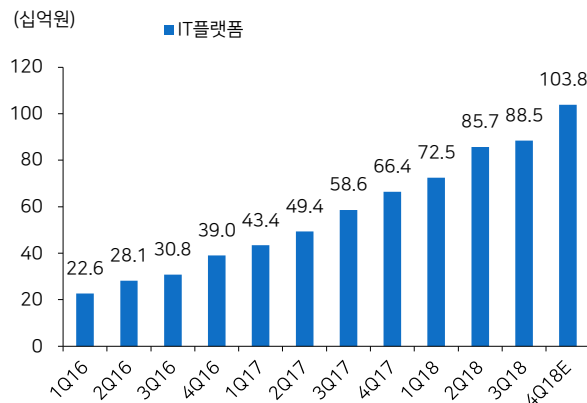
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 네이버페이 거래액, 사상최고치 갱신 중



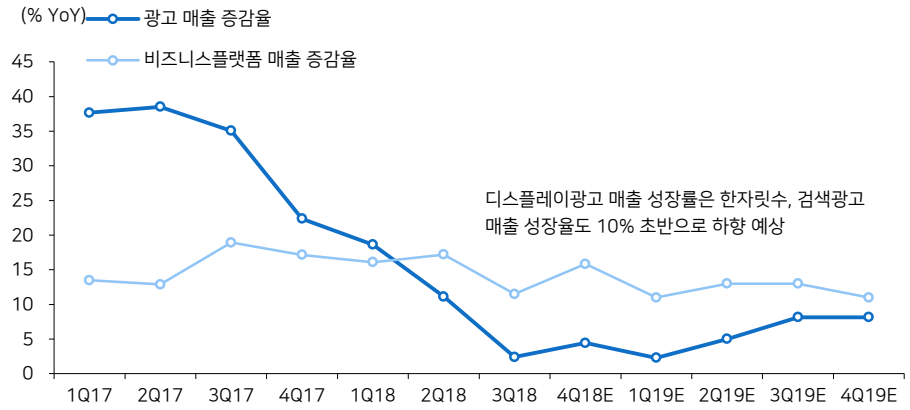
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 IT플랫폼(네이버페이) 매출 성장세 유지



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 네이버 검색/디스플레이 광고매출 증감율(YoY) 둔화



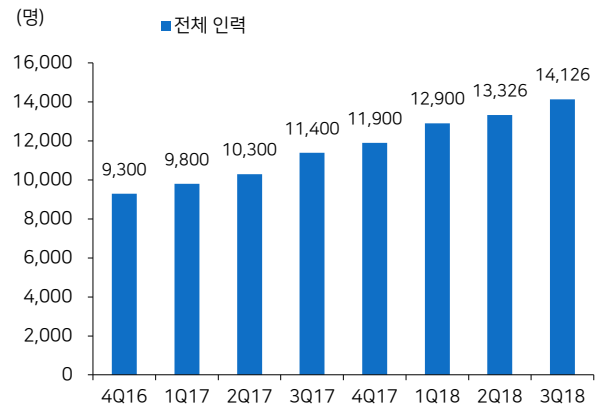
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 3Q18 쇼핑검색광고주 수 2.8만명 수준



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 인력에 대한 투자 지속 -3Q18 14,126명



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

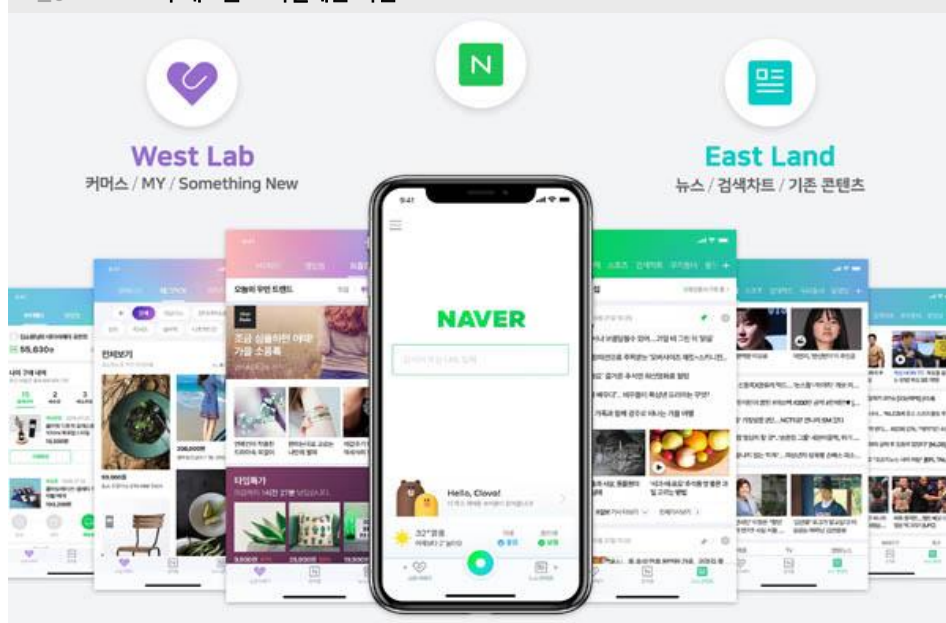
## 2018년 네이버 모바일메인 개편은 진행형

### 그린닷과 그린윈도우 - 20년만의 큰 변화

지난 10월 10일 NAVER는 새로운 모바일메인 화면 개편안을 발표하였다. 첫 화면에서 '뉴스와 실시간 검색어' 사라지며 녹색 검색창(그린 윈도우) 아래 '그린닷 (터치 검색 기능)'은 NAVER AI 서비스로 접근하는 출발점이다. 그린닷을 통해 상품검색, 노래찾기, 주변 맛집 등 다양한 검색 서비스 사용한다. 왼쪽 화면 웨스트랩에는 쇼핑이 중심이 되며 동영상, 이미지 중심의 콘텐츠도 배치된다. 오른쪽은 이스트랜드로 뉴스, 검색차트판 등이 노출된다.

현재 NAVER의 새로운 모바일 메인화면은 안드로이드 OS에서만 베타서비스 가능한데 조만간 애플 iOS에서도 사용 가능하게 된다. 참고로 정식 출시 시점은 기존 10월에서 2018년말 혹은 2019년초로 다소 연기되었다.

그림6 NAVER의 새로운 모바일메인 화면



자료: 메리츠증권 리서치센터

액면분할 반영하여  
적정주가 17만원 제시

적정주가 산출연도 19년으로  
조정, 국내 검색플랫폼에 대한  
적정 PE 멀티플 20배에서  
15배로 하향

## Valuation

NAVER에 대한 투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 액면분할(액면가 500원 → 100원)을 반영하여 17만원으로 조정하여 제시한다. 적정 기업가치는 국내 검색포탈가치 8.0조원(2019년 예상순이익 5,353억원 \* 적정 PER 15배) + 쇼핑 13.2조원(2019E 거래액 12조원 \* PSR 1.1배) + 동영상 0.6조원 + 라인가치 4.8조원 + 현금성자산 3.6조원을 합산한 30.8조원으로 산출하였다.

국내 검색광고 플랫폼에 대한 적정 멀티플을 기존 20배에서 15배로 하향 조정하였다. 이는 국내 광고사업의 매출 성장률이 과거 13~17년 평균 15%에서 18~20년 8.3%로 하향될 것으로 전망한다. 2018년 NAVER의 기업가치는 연초대비 34% 감소하였으나 2019년에도 라인 중심의 핀테크/AI 투자는 강화될 것으로 판단되어 단기 이익창출능력 축소되고 있어 NAVER 이익 성장에 대한 눈높이를 낮춰야 한다.

표3 NAVER valuation – 적정주가 17만원 제시

(십억원)	2019E	비고
<b>NAVER (A+B+C)</b>	<b>23,129.9</b>	
<b>검색포탈 (A)</b>	<b>8,029.9</b>	
2019E NP	535.3	
Target PE Multiple(배)	15.0	알파벳, 야후 등과 비교
<b>쇼핑 (B)</b>	<b>13,200.0</b>	
2019E 거래액	12,000.0	
Target PSR Multiple(배)	1.1	쿠팡, 티켓몬스터와 비교
<b>동영상 (C)</b>	<b>600.0</b>	
2019E 매출액	60.0	
Target PSR(배)	10.0	글로벌 동영상 플랫폼 평균 PSR
<b>라인</b>	<b>2,096.0</b>	
라인 시가총액	28,588.3	NAV대비 30% 할인 적용
지분율(%)	173,459	
<b>현금성자산</b>	<b>2,096.0</b>	
<b>총 기업가치</b>	<b>28,588.3</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>170,000</b>	
현재주가(원)	119,000	
상승여력(%)	45.8%	
주식수(천주)	164,813	

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

## 컨퍼런스콜 Q&A

**Q 모바일 메인화면 개편 언제쯤 시행될지와 그로 인한 광고매출 영향은?**

- A**
- 새로운 모바일 화면은 현재 베타테스트를 통해 이용자 반응과 행동패턴 지켜보고 있는 상황. 본격 시행 시점은 연말 혹은 내년 초로 예상
  - 기존 광고상품을 별다른 변화없이 판매할 건데 새로운 메인 광고는 베타테스트 반응 취합하여 부정적 영향 거의 없도록 할 예정
  - 4분기에는 전년동기대비 광고매출 성장률은 회복될 것으로 예상

**Q IT플랫폼 매출 성장률 둔화 폭이 큰 이유, 네이버페이 거래액 수준과 전망?**

- A**
- IT플랫폼 매출의 상당부분은 네이버페이 매출임. 네이버페이 거래액과 연동되는 데 쇼핑거래액 증가와 가맹점 확대에 힘입어 견조한 성장하고 있음
  - 다만 이용자에게 지급하는 포인트 수준에 따라서 거래액 성장률 변동있음

**Q 콘텐츠 매출 견조한 성장시현, 시리즈업 출시하였는데 향후 전략은?**

- A**
- 콘텐츠 서비스 매출이 전년동기대비로는 33%, 전기대비로 13.7% 증가했음. 증가요인은 웹툰과 V라이브 매출 증가 때문. 웹툰은 40-50% YoY 성장하고 있으며 V라이브 역시 셀럽등의 영향으로 50% YoY 성장하였음
  - 웹툰과 웹소설 함께 즐길수 있는 서비스 '시리즈' 성공적으로 론칭 시리즈 관련 지표는 지속성장하고 있으며 수익모델 정교화에 집중. 프리미엄 콘텐츠 소비 활성화하는 기반 갖출 수 있을 것

**Q 비즈니스플랫폼 성장률이 상반기 대비 둔화되었는데 추석 영향이 어느정도 있었나? 4분기 성장률이 회복될 수 있는지?**

- A**
- 3분기 매출은 쇼핑검색과 안정적으로 성장했는데 추석 영향으로 전년동기 성장률은 다소 둔화
  - 상반기 모바일 및 쇼핑광고 성장으로 15% 성장했는데 작년 하반기에 여러 가지 파워링크 확장 도입, 쇼핑검색광고 개시로 인한 기저영향으로 4분기 성장에 다소 부담이나 두 자릿수 성장은 가능할 것으로 예상

**Q 네이버의 인터넷은행 진출 관련된 공식적 입장은?**

- A**
- 금융서비스는 네이버에게 매우 중요한 서비스. 송금 및 미래에셋대우의 CMA 계좌 연결 등 은산분리완화법안 통과로 ICT 기업에 대한 새로운 환경 마련
  - 네이버페이가 새로운 가치를 창출한 것처럼 이용자 및 소상공인들에게 새로운 가치 창출 위해 다양한 방안 검토하고 있지만 현재 인터넷은행 관련해서 확정된 것은 없음

**Q 라인 제외한 주요 사업부 영업이익률이 전분기와 거의 동일. 지난 몇 년동안 투자기조 유지했는데 본사는 비용 안정화를 이제 기대해도 되는지? 30%가 최저 마진 수준인가?**

- A**
- 네이버 주요 사업부의 영업이익은 2,700억대 유지하고 있으며 영업이익률 30% 초반 유지하고 있음. 네이버 또한 채용과 투자 이루어지고 있어 4분기 이익률은 하락할 수도 있으나 연간 이익률은 30% 초반 유지할 것
  - 네이버 플랫폼의 매출 성장률은 10% 초반은 계속 유지할 수 있을 것

**Q 실시간검색어가 뒤로 빠지면 검색쿼리 하락 불가피해 보이는데 디스플레이광고도 메인광고 단가도 변화되었을 것인데 어떻게 변화되었나?**

- A**
- 베타테스트 통한 반응은 쿼리 변화가 거의 없었음. 소수 테스트라서 좀더 정교하게 지켜볼 예정. 실시간 검색어 위치 변경으로 인한 검색광고 매출 하락은 거의 없을 것으로 예상
  - 첫화면 변경으로 인한 메인 광고단가는 트래픽, CTR 등 여러 지표 검토하고 있으며 몇 개월 정도의 시간 두고 광고주들의 광고효과 고려해서 단가 결정할 것. 큰 영향 없을 것으로 생각함

**Q 라인 신규사업 관련 여러 해외투자. 기존 투자금액 가이드스 변경있나? 네이버 이익률은 안정되나 라인 손실폭은 커지고 있기 때문**

- A**
- 일단 NAVER와 연결된 관점에서 3분기까지 전체적인 투자는 2,700억원 집행. 2분기대비 2배 정도 늘어난 수치. 이 가운데 2,000억원 가까이 해외에 투자. 중국/동남아/북미 등 지역별 파트너 통한 투자
  - 투자 기조는 4분기에도 지속. 2018년도 총투자금액은 작년보다 증가. 라인 신규사업에 대한 투자는 라인이 글로벌 핀테크, 클로바 프로젝트 등 시작했으며 4분기에는 동남아 금융 JV 등 신규사업 계획하고 있어 투자 많아질 것
  - 투자증대에 의한 손실품모는 과거 인력채용과 투자 영향 있으나 장기적으로도 그런 영향은 있을 것으로 생각함

**Q 라인 지분율 70%로 상당한데 라인 경쟁력 추가 확대하는 차원에서라도 네이버 지분율 줄일 수 있는 전략적 파트너 유치 등의 옵션도 고려하고 있나?**

- A**
- 현재 라인 지분율이 70% 초반으로 보유하고 있으며 최대주주이며 라인과 네이버는 글로벌 비즈니스를 같이 하는 파트너관계임. 그런 의미에서 3분기 라인의 CB 발행에 참여했던 것이기도 함. 재무적이자 전략적 파트너임.
  - 라인의 글로벌 비즈니스에 도움이 된다면 여러 투자자들과 파트너쉽이 있다면 보유 지분율이 낮아지더라도 전략적 투자유치할 수 있다고 생각하나 현재로선 계획이 없음



**Q** 올해 네이버 주가는 40% 하락, 투자에 대한 성과가 어떻게 언제 나타날 것인지 투자자들에게 제대로 설명안되고 있음. 투자자와 기업의 괴리가 어느때보다 큰 상황?

- A**
- 연초 고점대비 30% 이상 하락한 상태. 네이버 주가는 네이버플랫폼의 여러 사업과 라인 사업으로 인한 영향. 글로벌 플레이어들과 여러 전략으로 인해서도 영향 받고 있음. 라인과 함께 글로벌 투자 위한 다양한 전략 이루어지고 있음
  - 결국 많은 투자로 인한 수익성 하락으로 인해 국내 및 중국, 미국 기업들 주가 하락한 상황인데 네이버가 더 성장, 생존하기 위해서는 투자 불가피
  - 작년부터 올해까지 굉장히 많은 투자 이루어졌으며 내부 플랜을 갖고 각 지역과 사업별로 균형있게 리소스 할당하고 있음. 올해 연말을 기점으로 전체 투자와 향후 플랜을 다시 한번 점검할 것
  - 올해 인력도 많이 채용하였기 때문에 내년 인건비 증가하나 증가폭은 줄어들지 않을까 생각

**Q** 네이버페이 성장률 둔화가 포인트 소진으로 인한 것, 구체적인 설명은?

- A**
- 페이의 결제수수료에 대한 매출 구조는 결제 발생하면 이용자들의 포인트 소진을 감안해서 결제금액 인식. 3분기에는 추석 등으로 포인트 소진율이 소폭 하락해서 수익이연 효과가 있어서 페이 성장률보다는 매출 인식이 작았던 부분있음

**Q** 스노우의 서비스 퀄리티, 이용자 기반에 주목해서 카메라 플랫폼?

- A**
- 스노우 매출의 절대 규모는 작년 대비 3배 증가. 올해 오픈한 아바타앱, 영어교육앱 등은 충분히 수익화 가능해서 내년 하반기에는 훨씬 가시적인 숫자와 수익 모델들이 나올 것으로 생각함

## NAVER(035420)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,022.6	4,678.5	5,570.6	6,490.1	7,132.4
매출액증가율 (%)	23.6	16.3	19.1	16.5	9.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,022.6	4,678.5	5,585.3	6,559.7	7,815.3
판매비와관리비	2,920.6	3,499.3	4,598.4	5,583.9	6,091.8
영업이익	1,102.0	1,179.2	972.2	906.3	1,040.6
영업이익률 (%)	27.4	25.2	17.5	14.0	14.6
금융수익	28.9	82.6	174.4	263.1	276.2
종속/관계기업관련손익	-9.4	-14.0	-14.5	-14.9	-15.3
기타영업외손익	10.3	-51.9	121.5	185.2	194.5
세전계속사업이익	1,131.8	1,195.8	1,152.3	1,351.2	1,507.7
법인세비용	360.9	423.2	531.6	324.3	361.9
당기순이익	759.1	770.1	653.8	1,026.9	1,145.9
지배주주지분 손이익	749.3	772.9	707.3	1,017.6	1,137.1

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,199.9	4,784.2	5,769.6	6,667.8	7,667.0
현금및현금성자산	1,726.2	1,907.6	2,262.5	2,875.6	3,564.3
매출채권	475.4	621.5	742.4	852.9	995.2
재고자산	10.4	36.2	43.3	49.7	58.0
비유동자산	2,170.7	3,235.0	3,425.1	3,808.4	4,238.1
유형자산	863.3	1,150.0	1,265.0	1,391.5	1,530.7
무형자산	112.1	339.5	407.4	488.9	586.7
투자자산	796.9	1,387.7	1,359.2	1,495.1	1,644.6
자산총계	6,370.6	8,019.3	9,194.7	10,476.2	11,905.1
유동부채	1,803.9	2,302.7	2,533.0	2,786.3	3,064.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	227.3	211.0	291.2	291.2	291.2
유동성장기부채	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
비유동부채	437.1	411.3	1,567.3	1,604.0	1,644.4
사채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	49.9	120.3	120.3	120.3
부채총계	2,241.0	2,714.1	4,100.3	4,390.3	4,709.3
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,217.2	1,507.9	1,507.9	1,507.9	1,507.9
기타포괄이익누계액	-25.4	-117.2	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	3,810.2	4,555.5	5,281.2	5,884.8	7,065.1
비지배주주지분	534.9	542.8	633.0	675.8	757.0
자본총계	4,129.6	5,305.2	5,094.4	6,085.9	7,195.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,164.0	940.0	1,157.1	1,785.1	1,249.2
당기순이익(손실)	759.1	770.1	653.8	1,026.9	1,145.9
유형자산감가상각비	145.7	182.7	191.8	201.4	211.5
무형자산상각비	17.3	23.6	24.8	26.0	27.3
운전자본의 증감	88.3	-138.5	260.9	197.6	254.4
투자활동 현금흐름	-941.7	-1,310.3	-1,056.8	-720.5	-796.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-153.8	-472.2	-491.1	-510.7	-531.1
투자자산의 감소(증가)	-366.8	-604.8	16.1	-135.9	-149.5
재무활동 현금흐름	697.9	636.2	1,038.6	214.8	236.3
차입금증감	-290.4	38.3	195.8	203.6	211.8
자본의증가	1,084.1	290.7	15.6	0.0	0.0
현금의증가	912.8	181.3	354.9	613.1	688.7
기초현금	813.4	1,726.2	1,907.6	2,262.5	2,875.6
기말현금	1,726.2	1,907.6	2,262.5	2,875.6	3,564.3

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	122,036	141,932	166,750	188,284	209,587
EPS(지배주주)	22,732	23,447	24,657	28,204	33,189
CFPS	41,966	43,488	43,072	49,555	56,962
EBITDAPS	38,377	42,031	39,772	44,342	50,903
BPS	109,055	144,477	152,276	181,391	215,786
DPS	1,131	1,446	1,446	1,446	1,446
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	37.1	30.1	26.3	22.4
PCR	18.5	20.0	17.3	15.0	13.0
PSR	6.4	6.1	4.5	3.9	3.5
PBR	7.1	6.0	4.9	4.1	3.4
EBITDA	1,265.0	1,385.4	1,311.0	1,461.6	1,677.9
EV/EBITDA	18.2	18.8	16.5	14.3	11.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.2	18.5	16.6	16.9	16.7
EBITDA 이익률	31.4	29.6	23.9	23.6	24.3
부채비율	54.3	51.2	54.1	51.2	48.3
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	181.5	2,073.9	971.1	1,125.8	1,331.3
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	8.2	7.9	7.5
재고자산회전율(x)	311.2	201.0	140.1	135.6	129.4

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김동희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## NAVER (035420) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-28.0	-21.8	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.3	-21.8	
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.4	-21.8	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.5	-19.5	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-27.4	-19.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.5	-19.5	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.0	-19.5	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-26.0	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.9	-12.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.8	-12.7	
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.2	-10.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-16.3	-5.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-18.2	-16.3	
2018.01.26	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.0	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.7	-15.3	
2018.04.27	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.4	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.5	-15.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.3	-15.3	
2018.10.02	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.5	-15.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-31.1	-15.3	
2018.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-	-	