



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원

주가(1/31): 136,000원

시가총액: 224,146억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/31)	2,204.85pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	184,862원
등락률	-26.43%
수익률	절대
1W	11.5%
1M	-5.2%
1Y	-25.4%
	상대
	3.2%
	-1.3%
	-13.1%

Company Data

발행주식수	164,813천주
일평균 거래량(3M)	465천주
외국인 지분율	59.75%
배당수익률(18E)	0.26%
BPS(18E)	33,049원
주요 주주	국민연금공단 BlackRock Fund
	9.5% 5.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,678	5,587	6,409	7,350
보고영업이익	1,179	942	908	990
핵심영업이익	1,179	942	908	990
EBITDA	1,385	1,119	1,178	1,307
세전이익	1,196	1,125	931	991
순이익	770	632	652	694
자배주주지분순이익	773	657	651	696
EPS(원)	4,689	3,985	3,950	4,224
증감률(%YoY)	3.1	-15.0	-0.9	7.0
PER(배)	37.2	30.6	34.4	32.2
PBR(배)	6.0	3.7	3.7	3.3
EV/EBITDA(배)	18.3	15.1	15.9	13.9
보고영업이익률(%)	25.2	16.9	14.2	13.5
핵심영업이익률(%)	25.2	16.9	14.2	13.5
ROE(%)	16.3	11.2	10.4	10.1
순부채비율(%)	-60.1	-41.9	-55.6	-57.1

Price Trend



실적 Review

NAVER (035420)

광고 성장성 둔화를 대체할 성장Point가 필요



NAVER의 4Q실적은 매출액 1조 5,165억원(YoY, +19.8%), 영업이익 2,133억원(YoY, -26.7%)을 기록하면서 기대치를 소폭 하회하는 결과를 나타내었습니다. 라인의 성장을 통한 매출증가세가 나타났지만 비용확대 기조는 여전히 유지되었습니다. 올해는 광고성장률이 둔화되는 가운데 콘텐츠 및 동영상, 클라우드의 성장세가 얼마나 나타나는지가 중요한 관건이 될 것으로 판단됩니다.

>>> 4Q Review: 투자 확대 기조 지속

NAVER의 4Q실적은 매출액 1조 5,165억원(YoY, +19.8%), 영업이익 2,133억원(YoY, -26.7%)을 기록하며 시장 기대치를 소폭 밑돌았다. NAVER페이를 포함한 IT플랫폼의 성과가 두드러졌고 광고는 예상수준 내에서 성장세를 나타냈다. 라인 및 기타회사의 매출성과가 예상보다 뛰어났으나 비용적인 부분에서 성과대비 더 큰 비용확대가 나타나면서 영업이익이 부진하는 결과를 나타내었다.

비용의 확대기조는 올해도 지속될 것으로 전망된다. 1Q는 광고 비수기/영업 일수 감소 효과로 매출성장이 제한될 것으로 전망되며 라인의 신사업과 관련된 공격적인 투자로 비용확대는 지속될 것으로 전망된다. 1Q실적은 매출액 1조 5,311억원(YoY, +17.0%), 영업이익 2,047억원(YoY, -20.4%)으로 전망된다.

>>> 플랫폼 개편의 본격적인 적용은 하반기에 진행할 전망

플랫폼(모바일)의 개편은 현재 베타테스트를 진행하고 있다. 상반기 중에는 듀얼앱(이전모델과 현재모델 선택 가능)을 활용한 테스트가 더 진행될 것으로 보임에 따라 본격적인 개편의 적용은 하반기가 될 것으로 전망된다. 2월 중에는 듀얼앱의 iOS버전, 상반기 중에 안드로이드 버전이 출시될 예정이다.

>>> 기저효과에 따른 광고성장성 둔화, 콘텐츠 성장으로 대체

쇼핑광고는 다른 어떠한 사업부문보다 중요하다. 고도화를 통한 성장성 유지를 위해 노력하겠지만 기저효과로 인한 점진적 성장 둔화세는 불가피할 전망이다.(2019년 광고 가이던스 10%초반 성장 제시, 총매출 10%중반 성장 제시) 2019년 동사가 계획하고 있는 성장포인트는 콘텐츠 부문이다. 웹툰의 성장세에 힘입어 국내 BM모델을 해외플랫폼에 적용시켜 실적확대를 꾀하고 있다. 이외에도 동영상제작 일원화를 통해 사용자생성 콘텐츠를 확대시켜 영상부문을 강화할 계획이다. 다만 콘텐츠의 성장은 수반되는 비용들이 존재하기 때문에 전체 이익률은 감소할 가능성성이 높다.

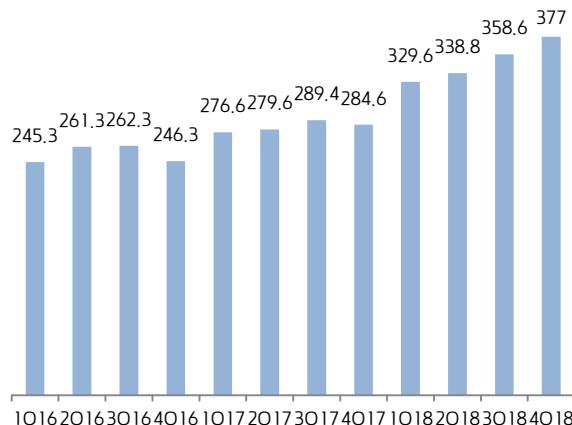
>>> 투자의견 Buy, 목표주가 170,000원 유지

NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,531.1	1,570.1	1,579.2	1,729.0	4,678.4	5,586.9	6,409.4
광고	133.1	148.7	136.1	155.1	153.0	170.9	156.5	178.3	529.4	573.0	658.7
비지니스플랫폼	592.7	611.6	613.0	658.5	654.6	675.4	677.0	727.2	2,157.7	2,475.8	2,734.2
IT 플랫폼	72.5	85.7	91.4	105.6	107.9	115.4	121.8	131.3	217.8	355.2	476.3
콘텐츠서비스	29.6	31.7	36.1	32.0	38.5	41.2	46.9	41.6	104.5	129.4	168.2
LINE 및 기타	481.2	485.9	521.1	565.3	577.2	567.2	577.0	650.6	1,669.0	2,053.5	2,372.0
영업비용	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,303.3	1,326.4	1,348.5	1,371.7	1,455.2	3,499.2	4,644.4	5,501.9
플랫폼개발/운영	183.2	190.2	193.1	192.0	209.1	217.1	220.5	219.2	577.1	758.5	865.9
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	278.2	290.9	298.4	300.1	328.6	844.3	1,035.5	1,217.9
인프라	60.3	63.8	67.3	72.9	72.4	71.9	75.8	77.7	225.0	264.3	297.7
마케팅	71.0	84.9	82.3	99.5	98.1	114.6	111.1	132.0	242.4	337.7	455.9
LINE 및 기타	497.2	511.9	578.6	660.8	655.8	646.5	664.3	697.8	1,610.4	2,248.4	2,664.4
영업이익	257.0	250.6	221.7	213.3	204.7	221.6	207.4	273.8	1,179.2	942.5	907.5
영업이익률	19.6%	18.4%	15.9%	14.1%	13.4%	14.1%	13.1%	15.8%	25.2%	16.9%	14.2%
YOY											
매출액	21.0%	20.7%	16.4%	19.8%	17.0%	15.1%	13.0%	14.0%	23.6%	16.3%	19.4%
영업비용	32.9%	31.8%	32.3%	33.7%	26.1%	21.2%	16.6%	11.7%	20.5%	19.8%	32.7%
영업이익	-11.6%	-12.1%	-29.0%	-26.8%	-20.4%	-11.6%	-6.4%	28.4%	32.7%	7.0%	-20.1%

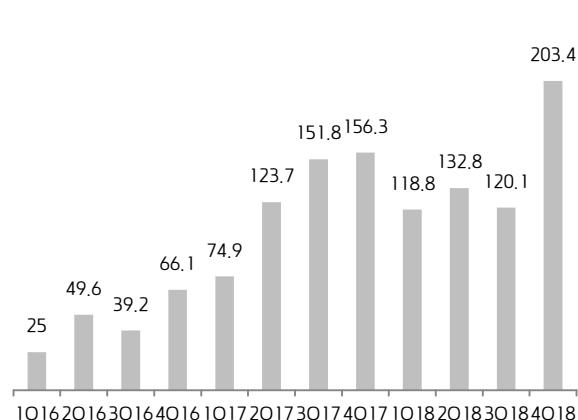
자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER 연구개발비(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

NAVER CAPEX(단위:십억원)



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

4Q실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	4Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	4Q 실적	전기대비	4Q 추정치	추정치대비	4Q 추정치	컨센서스대비
매출액	1,517	8.5	1,464	6.6	1,471	3.1
영업이익	213	-3.8	237	-10.1	232	-8.2
당기순이익	133	93.8	159	-16.4	168	-20.8

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,023	4,678	5,587	6,409	7,350
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,678	5,587	6,409	7,350
판매비및일반관리비	2,921	3,499	4,644	5,502	6,360
영업이익(보고)	1,102	1,179	942	908	990
영업이익(핵심)	1,102	1,179	942	908	990
영업외손익	30	17	182	23	1
이자수익	36	37	29	33	46
배당금수익	8	11	0	0	14
외환이익	45	24	0	0	0
이자비용	6	1	0	0	2
외환손실	45	40	0	0	0
관계기업지분법손익	10	-13	-32	-3	0
투자및기타자산처분손익	28	8	126	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-23	27	92	0	0
기타	-23	-36	-33	-6	-56
법인세차감전이익	1,132	1,196	1,125	931	991
법인세비용	361	423	493	279	297
유효법인세율 (%)	31.9%	35.4%	43.9%	30.0%	30.0%
당기순이익	759	770	632	652	694
지배주주지분이익(억원)	749	773	657	651	696
EBITDA	1,265	1,385	1,119	1,178	1,307
현금순이익(Cash Earnings)	922	976	809	922	1,011
수정당기순이익	756	748	468	652	694
증감율(% YoY)					
매출액	23.6	16.3	19.4	14.7	14.7
영업이익(보고)	32.7	7.0	-20.1	-3.7	9.0
영업이익(핵심)	32.7	7.0	-20.1	-3.7	9.0
EBITDA	28.3	9.5	-19.2	5.2	11.0
지배주주지분 당기순이익	44.4	3.1	-15.0	-0.9	7.0
EPS	44.4	3.1	-15.0	-0.9	7.0
수정순이익	45.0	-1.0	-37.5	39.3	6.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164	940	669	2,123	1,267
당기순이익	759	770	632	652	694
감가상각비	146	183	158	207	250
무형자산상각비	17	24	19	63	68
외환손익	-4	5	0	0	0
자산처분손익	33	5	-126	0	0
지분법손익	9	14	32	3	0
영업활동자산부채 증감	88	-139	-122	1,177	234
기타	115	78	76	21	21
투자활동현금흐름	-942	-1,310	-1,216	-1,283	-986
투자자산의 처분	-727	-688	-401	-631	-418
유형자산의 처분	57	6	0	0	0
유형자산의 취득	-154	-472	-519	-519	-519
무형자산의 처분	-21	-28	-259	-90	0
기타	-97	-128	-37	-43	-49
재무활동현금흐름	698	636	855	-5	-14
단기차입금의 증가	-235	-1	0	0	0
장기차입금의 증가	-105	49	843	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-32	-33	-42	-46	-51
기타	1,071	621	54	41	37
현금및현금성자산의순증가	913	181	308	834	266
기초현금및현금성자산	813	1,726	1,908	2,215	3,050
기말현금및현금성자산	1,726	1,908	2,215	3,050	3,316
Gross Cash Flow	1,076	1,079	791	946	1,033
Op Free Cash Flow	828	330	-9	1,525	725

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,200	4,784	5,378	6,876	7,647
현금및현금성자산	1,726	1,908	2,215	3,050	3,316
유동금융자산	1,668	1,690	1,536	1,859	2,058
매출채권및유동채권	794	1,140	1,330	1,602	1,837
재고자산	10	36	72	109	141
기타유동비금융자산	1	11	223	256	294
비유동자산	2,171	3,235	4,514	5,197	5,664
장기매출채권및기타비유동채권	112	109	112	128	147
투자자산	797	1,388	2,026	2,310	2,507
유형자산	863	1,150	1,512	1,824	2,093
무형자산	112	340	579	606	539
기타비유동자산	286	249	286	329	378
자산총계	6,371	8,019	9,892	12,073	13,311
유동부채	1,804	2,303	2,620	4,152	4,708
매입채무및기타유동채무	1,291	1,630	1,016	2,374	2,722
단기차입금	227	211	211	211	211
유동성장기차입금	0	150	150	150	150
기타유동부채	285	312	1,243	1,417	1,624
비유동부채	437	411	1,311	1,354	1,394
장기매입채무및비유동채무	10	13	15	18	20
사채및장기차입금	150	50	893	893	893
기타비유동부채	277	349	403	444	480
부채총계	2,241	2,714	3,931	5,506	6,101
자본금	16	16	82	82	82
주식발행초과금	133	133	133	133	133
이익잉여금	3,810	4,556	5,174	5,783	6,432
기타자본	-365	57	57	57	57
지배주주지분자본총계	3,595	4,762	5,447	6,056	6,705
비지배주주지분자본총계	535	543	514	511	504
자본총계	4,130	5,305	5,961	6,567	7,209
순차입금	-3,017	-3,186	-2,497	-3,654	-4,120
총차입금	377	411	1,254	1,254	1,254

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,546	4,689	3,985	3,950	4,224
BPS	21,811	28,895	33,049	36,744	40,682
주당EBITDA	7,675	8,406	6,792	7,145	7,933
CFPS	5,594	5,924	4,910	5,592	6,137
DPS	1,131	1,446	314	350	350
주가배수(배)					
PER	34.1	37.2	30.6	34.4	32.2
PBR	7.1	6.0	3.7	3.7	3.3
EV/EBITDA	18.1	18.3	15.1	15.9	13.9
PCFR	27.7	29.4	24.8	24.3	22.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.4	25.2	16.9	14.2	13.5
영업이익률(핵심)	27.4	25.2	16.9	14.2	13.5
EBITDA margin	31.4	29.6	20.0	18.4	17.8
순이익률	18.9	16.5	11.3	10.2	9.4
자기자본이익률(ROE)	23.7	16.3	11.2	10.4	10.1
투하자본이익률(ROIC)	217.9	177.3	74.4	76.2	148.0
안정성(%)					
부채비율	54.3	51.2	65.9	83.8	84.6
순차입금비율	-73.1	-60.1	-41.9	-55.6	-57.1
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	N/A	N/A	570.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	4.8	4.5	4.4	4.3
재고자산회전율	311.2	201.0	102.9	70.8	58.8
매입채무회전율	3.6	3.2	4.2	3.8	2.9

Compliance Notice

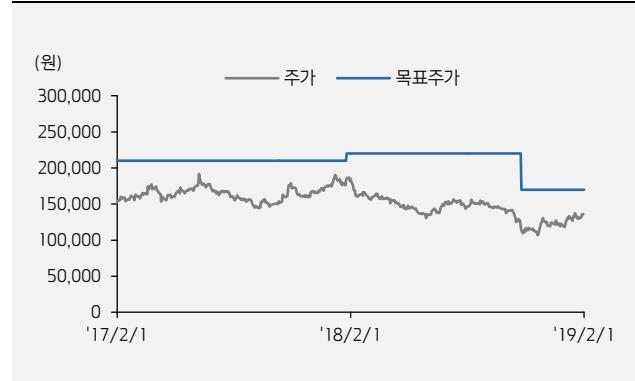
- 당사는 1월 31일 현재 'NAVER (035420)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NAVER (035420)	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	-27.90	-19.12
	2019/02/01	BUY(Maintain)	170,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	적용기준(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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%