



하나금융그룹

2019년 4월 26일 | Equity Research

NAVER (035420)

키가 커지기 위한 성장통, 그러나, 아프다

마케팅비용 감소가 방어한 1분기 실적

네이버의 1분기 매출은 예상을 소폭 하회했다. 전일 발표된 일본라인의 매출이 예상보다 적었고 및 II 플랫폼 매출이 중소상공인 수수료율 인하에 따라 축소되었기 때문이었다. 주력서비스인 비즈니스 플랫폼 매출이 전년대비 12.9% 증가하며 견조한 수준을 유지했다. 스마트스토어가 전년대비 31% 증가하고 가맹점별 매출도 증가세를 보이고 있는 만큼, 커머스에서 창출되는 광고매출은 양적, 질적 성장을 지속할 전망이다. 영업이익은 예상수준을 기록했으며 이는 전적으로 마케팅비용 감소에 기인한다. 라인 및 기타 플랫폼 매출을 제외한 본사 매출액 대비 마케팅비용 비중은 1분기 6.9%로 2018년 평균(9.6%) 대비 큰 폭의 차이를 보였으며, 금액으로도 전분기 대비 34%(337억원) 감소했다. 2분기 광고 성수기를 고려할 때 실적은 1분기 대비 개선될 전망이나 비용 증가 등을 고려할 때 큰 폭의 개선은 어려울 것으로 판단된다.

중장기 성장을 위한 바람직한 투자 진행 중, 그러나, 실적에는 아프다

국내 비즈니스 플랫폼과 일본라인의 광고기반 성장이 여전히 견조하고 시장 경쟁력도 우월하다는 점에서 체력에는 문제가 없어 보인다. 다만, 중장기 성장의 발판을 위한 신규 비즈니스에 공격적인 투자를 진행하고 있는 민콤라인을 중심으로 단기적인 비용 부담은 불가피한 상황이다. 특히, 일본에서의 펍테크 비즈니스 시장 선점을 위한 마케팅 투자가 시장 경쟁 구도의 변화에 따라 확대될 수도 있다는 점은 우려스러운 부분이다. 일본라인도 전일 컨퍼런스콜을 통해 신규 비즈니스 관련 손익 Guidance 가 600억엔 손실에서 경쟁 심화에 따라 너나 빠질 수도 있다고 밝힌 바 있다. 국내 실적도 마케팅비용 증가에 따라 크게 개선되기 는 어려울 전망이다. 네이버페이 관련 생활밀착형 서비스 확대, 이용자 혜택 강화를 통한 충성도 제고 및 신규 기입자 확보 등을 계획하고 있어 마케팅비용은 1분기 감소에도 불구하고 연간으로 전년대비 증가할 것이다.

올해도 감익, 적정주가 하향조정

장기적인 성장을 위한 공격적인 투자와 그 방향성에 대해서 시장은 우호적으로 판단하고 있으나, 이에 수반되는 실적 부진은 단기적인 투자 심리를 냉각시킬 수밖에 없다. 소폭이나마 증가할 것으로 예상했던 2019년 영업이익은 국내외 비용 증가 폭이 예상보다 커질 가능성이 높은 만큼 감소할 가능성이 커 보인다. 연결기준 2019년 영업이익은 2018년 대비 9.2% 감소한 8,551억원이 될 것으로 추정하고 있으며, 이는 기준 추정치를 13% 수준 하향 조정한 값이다. 이익 추정치 하향 조정에 따라 적정주가도 160,000원으로 하향 조정한다.

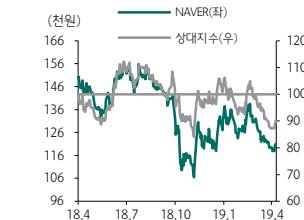
Earnings Review

BUY

| TP(12M): 160,000원(하향) | CP(4월 25일): 120,500원

Key Data	Consensus Data		2019	2020
	매출액(십억원)	영업이익(십억원)		
KOSPI 지수 (pt)	2,190.50			
52주 최고/최저(원)	156,400/ 106,500			
시가총액(십억원)	19,860.0			
시가총액비중(%)	1.65			
발행주식수(천주)	164,813.4			
60일 평균 거래량(천주)	511.0			
60일 평균 거래대금(십억원)	64.7			
19년 배당금(예상, 원)	314			
19년 배당수익률(예상, %)	0.26			
외국인 지분율(%)	58.06			
주요 주주 지분율(%)				
국민연금	10.10			
BlackRock Fund Advisors	5.03			
외 13 인				
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	(4.4) 1.3 (18.9)			
상대	(6.4) (4.6) (9.3)			

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	4,678.5	5,586.9	6,394.9	7,169.1	7,954.1
영업이익	십억원	1,179.2	942.5	855.4	944.0	1,153.0
세전이익	십억원	1,195.8	1,111.7	838.9	927.5	1,136.6
순이익	십억원	772.9	648.8	529.5	585.4	717.4
EPS	원	4,689	3,937	3,213	3,552	4,352
증감률	%	3.1	(16.0)	(18.4)	10.6	22.5
PER	배	37.10	30.99	37.51	33.93	27.69
PBR	배	4.83	3.08	2.83	2.63	2.43
EV/EBITDA	배	18.79	15.12	10.40	11.99	10.95
ROE	%	18.50	12.97	9.66	9.77	10.91
BPS	원	36,008	39,663	42,597	45,872	49,670
DPS	원	289	314	314	314	314



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-7519

ws.jung@hanafn.com


하나금융투자

표 1. NAVER의 1분기 실적 (단위: 십억원)

매출은 예상을 하회했으나, 마케팅비용 감소로 영업이익은 예상치를 충족

	1Q18	4Q18	1Q19P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	1,309.1	1,516.5	1,510.9	15.4	(0.4)	1,560.3	(3.2)
광고플랫폼	133.1	155.1	142.2	6.8	(8.3)	139.8	1.7
비즈니스플랫폼	592.7	658.5	669.3	12.9	1.6	671.7	(0.4)
IT플랫폼	72.5	105.6	99.2	36.8	(6.1)	116.2	(14.6)
컨텐츠서비스	29.6	32.0	35.0	18.2	9.4	33.3	5.0
라인 및 기타플랫폼	481.2	565.3	565.2	17.5	(0.0)	599.3	(5.7)
영업비용	1,052.1	1,303.3	1,304.6	24.0	0.1	1,356.1	(3.8)
플랫폼개발/운영	185.9	195.1	218.4	17.5	11.9	205.6	6.2
대행/파트너	240.4	278.2	277.0	15.2	(0.4)	283.1	(2.2)
인프라	57.6	69.7	75.8	31.6	8.8	74.4	1.9
마케팅	71.0	99.5	65.8	(7.3)	(33.9)	91.9	(28.4)
라인 및 기타플랫폼	497.2	660.8	667.6	34.3	1.0	701.2	(4.8)
영업이익	257.0	213.3	206.2	(19.7)	(3.3)	204.1	1.0
이익률(%)	19.6	14.1	13.7			13.7	
계속사업이익	255.7	280.8	189.8	(25.8)	(32.4)	204.1	(7.0)
이익률(%)	19.5	18.5	12.6			13.7	
순이익	153.8	124.0	87.6	(43.0)	(29.4)	142.9	(38.7)
이익률(%)	11.7	8.2	5.8			9.2	

자료: NAVER, 하나금융투자

표 2. NAVER의 실적연황 및 전망

(단위: 십억원)

	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
총매출액	5,586.9	6,394.9	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,510.9	1,584.4	1,593.9	1,705.7
성장률(%)	19.4	14.5	3.4	4.2	2.5	8.5	(0.4)	4.9	0.6	7.0
광고	573.0	604.9	133.1	148.7	136.1	155.1	142.2	163.6	139.0	160.1
비즈니스플랫폼	2,475.8	2,787.6	592.7	611.6	613.0	658.5	669.3	688.7	692.7	736.9
IT플랫폼	352.3	438.5	72.5	85.7	88.5	105.6	99.2	106.1	111.1	122.2
컨텐츠서비스	129.4	149.2	29.6	31.7	36.1	32.0	35.0	36.7	38.2	39.3
라인 및 기타플랫폼	2,056.4	2,414.7	481.2	485.9	524.0	565.3	565.2	589.4	612.9	647.2
영업비용	4,644.4	5,539.6	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,303.3	1,304.6	1,365.5	1,394.8	1,474.7
성장률(%)	32.7	19.3	7.9	5.8	5.7	10.8	0.1	4.7	2.1	5.7
플랫폼개발/운영	769.7	860.0	185.9	192.8	195.9	195.1	218.4	208.9	215.2	217.4
대행/파트너	1,035.5	1,166.5	240.4	262.2	254.7	278.2	277.0	292.8	287.2	309.6
인프라	253.1	312.4	57.6	61.3	64.5	69.7	75.8	77.3	78.9	80.4
마케팅	337.7	345.8	71.0	84.9	82.3	99.5	65.8	90.1	88.8	101.1
라인 및 기타플랫폼	2,248.4	2,854.8	497.2	511.8	578.6	660.8	667.6	696.3	724.7	766.2
영업이익	942.5	855.4	257.0	250.6	221.7	213.3	206.2	219.0	199.1	231.1
성장률(%)	(20.1)	(9.2)	(11.7)	(2.5)	(11.5)	(3.8)	(3.3)	6.2	(9.1)	16.0
이익률(%)	16.9	13.4	19.6	18.4	15.9	14.7	13.7	13.8	12.5	13.5
계속사업이익	1,111.7	838.9	255.7	388.4	186.8	280.8	189.8	219.0	199.1	231.1
성장률(%)	(7.0)	(24.5)	(2.7)	51.9	(51.9)	50.3	(32.4)	15.4	(9.1)	16.0
순이익	627.9	542.0	153.8	281.8	68.4	124.0	87.6	153.3	139.4	161.7
성장률(%)	(18.5)	(13.7)	(10.6)	83.3	(75.7)	81.3	(29.4)	75.0	(9.1)	16.0

자료: NAVER, 하나금융투자

NAVER Conference Call 내용

■ 사업현황

* 앱개편 현황

- 2월 iOS, 4월 안드로이드 및 모바일 웹에 적용. 전체 방문자 74%가 새로운 네이버 사용 중
- 젊은층의 뉴메인 적극적 활용 나타나고 있음. 홈커버 등 젊은층에서 적극적 활용
- 그린닷(음성, 이미지, 위치기반 검색)의 사용도 증가, 스마트어라운드 사용도는 4.3배 증가
- 웨스트랩 방문자 및 활성화 꾸준히 상승 중.
- 상반기 중 웨스트랩에 동영산판 새로 넣을 것. 비디오 컨텐츠 최적화 및 에디터 개발 완료시점에 맞춰 메인과 검색 등에도 이용자 접점 중심으로 동영상 컨텐츠 제공할 것.

*커머스

- 스마트스토어를 통해 중소상공인과 성장.
- 스마트스토어 26만개(+30% YoY), 스토어 당 거래액 증가 중, 매출 1억원 이상 스토어 전년대비 30% 증가, 5억원 이상 스토어 40% 증가.

*페이

- 3월 결제자 수 천만명 돌파. 월 4회 이상 구매자는 46% 증가.
- 적립 대상 결제 주기 분기에서 월로 단축.
- 마일리지 포인트 선지급 등 충성도 높이기 위한 프로그램 발전시키는 중.

*글로벌(웹툰/Vlive)

웹툰

- 미국, 일본, 인도네시아 해외 MAU 900만 증가, 총 5,500만 돌파
- 미국 및 동남아에서 미리보기 서비스가 좋은 반응 얻고 있어 하반기부터 본격적 수익화 기대.
- 광고, 미리보기, 2차컨텐츠 등 다양한 수익화 기회 마련할 것
- 2차 컨텐츠 생산 및 유통 가시적 성과 내는 중. 스튜디오N 통해 '타인은 지옥' OCN, '쌉니다 천리마 마트' TVN 하반기 방영 예정

Vlive

- 4/13 BTS 컴백 방영, 1시간만에 천만 구독자 달성
- 3월말 유료멤버십 '팬십' 오픈. 전체 회원 60% 이상이 62개국의 글로벌 팬
- 매출의 90% 이상이 굿즈, 멤버십 상품 등에서 발생

*차세대 동력(B2B, 서치앤클로바, 클라우드, 라인웍스)

서치앤클로바

- 네이버-라인 역량을 모은 서치앤클로바 AI as a service 모델 추진 중.
- LG U+와 AI 스피커, IPTV IoT 협력확대, 금융 KB, 우라, 자동차 도요타, 낫싼과 협업

클라우드

- 전년대비 매출 2배 상승
- 교육정보 학술원 수주하며 공공부문 최대 규모 계약체결. 좋은 레퍼런스가 될 것으로 기대
- 고래대의료원, 아산병원과도 계약 체결

핀테크

- 국내 네이버페이, 글로벌 라인 중심으로 계획
- 일본 간편결제는 정부 주도의 성장기대. 선점이 중요한 시기로 연초 계획보다 더 적극적인 마케팅, 투자 계획

■ 실적Review

- 영업수익 1.5조원(+15.4% YoY, -0.4% QoQ)

- : 광고 1,422억원(+6.9% YoY, -8.3%QoQ), 포털 두 자리 수 성장. 밴드 광고 부진
- : 비즈니스플랫폼 6,693억원(+12.9% YoY, +1.6% QoQ), 검색형 상품 호조 및 쇼핑검색광고 확대
- : IT플랫폼 992억원(+36.9% YoY, -6% QoQ), 네이버페이 거래대금 증가했으나, 중소상공 수수료 축소 영향
- : 컨텐츠 서비스 350억원(+18.2%YoY, +9.6%QoQ), 웹툰 수익의 본격화

- 영업비용 1.3조원(+24% YoY, +0.1%QoQ)

- : 플랫폼개발/운영 2,184억원(+17.5%YoY, +11.9%QoQ)
- : 대행/파트너 2770억원(+15.2%YoY, -0.4% QoQ), 매출 연동 수수료 증가
- : 인프라 758억원(+31.6%YoY, +8.7%QoQ) 작년 4분기 장비구매 증가로 감가상각비 증가
- : 마케팅 658억원(-7.3% YoY, -33.8%QoQ), AI 스피커 프로모션 종료 효과
- : LINE 및 기타플랫폼 6,676억원(+34.3%YoY, 1%QoQ), 특히 라인핀테크는 경쟁심화 및 올해 시장 선점 중요 판다. 연초계획보다 공격적 집행 가능

- 영업이익 2,062억원(-19.7% YoY, -3.3%QoQ, OPM 13.7%)

- : 네이버 주요사업부문 3,088억(OPM 32.6%) / 라인 및 기타 1,025억원 영업손실

- 당기순이익 876억원(NPM 5.8%)

■ Q&A

1. IT플랫폼 매출감소 원인이 수수료 인하 영향 언제까지.

- 1분기 영세 중소상공인 결제 수수료가 인하(0.8%) 및 구정 영향으로 120억원 정도의 매출 감소
- 수수료는 정부 정책 결정이기 때문에 유지될 것으로 예상. 수수료는 매출과 비용 동시 인식으로 비용 같이 줄어 마진에 영향 없음
- 중소상공인에 대해서는 수수료 안받지만, 분기별로 크지 않고 신규사업자 증가로 네이버페이 및 쇼핑사업에 긍정적 영향.
- 1분기 영세 중소상공인 인하로 한 것은 100억원 미만, 페이 인식 방식이 방법이 변경된 것도 영향

2. 스마트스토어 및 네이퍼 쇼핑 거래액 아웃라인

- 스마트스토어 사업자수 26만개 31% 전년대비 증가로 지속적으로 안정적 성장 중. 이는 거래액 증가로 이어짐.
- 스마트스토어 포함 네이버페이 거래액은 20% 이상 성장 가능할 것으로 보고 있음.
- 로열티 프로그램으로 더 활성화 될 것

3. 페이 올해 전략 방향

- 네이버페이는 사용처를 확대할 계획. 영화, 세금, 교통 등 생활밀착형 확대. 관련 기관과 논의 중.
- 이용자 혜택 강화. 충성 고객과 신규 고객 유치. 포인트 플러스(전분기)와 2% 적립 프로그램 등 통해 충성도를 높이고자 함.
- 네이버페이 성장은 쇼핑판매 성장과도 밀접하여 판매자 성장 지원도 중요. 쿼에스크로 프로그램 4월 정식 오픈, 양질 서비스 제공하는 판매자에게 정산기일 무료로 앞당겨주는 혜택 제공.
- 금융지원 서비스도 제공. 이러한 지원 통해 네이버페이 성장 가속화할 것. 페이유저를 위한 다양한 펀테크 선보이기 위해 준비 및 검토 중.

4. 네이버 주요사업부문 중심 인건비, 마케팅 컨트롤 어느 정도 일지. 직원 수 변화

- 올해는 선별적 채용 계획. 인건비 작년 영향 있음. 플랫폼/운용 비용의 1분기 17.5% 증가는 작년 영향.
- 1분기 인원규모 4분기와 비슷한 수준. 연결전체는 4.5% 정도 증가 주로 라인 및 기타 사업부문 증가
- 마케팅은 컨트롤 부분이 아니라 생각. 작년에는 AI 스피커 마케팅 종료된 영향 있음.
- 네이버 플랫폼, 웹툰, 브이라이브 등 신규 서비스 마케팅 기회가 있다면 필요한 부분은 집행 해야 한다 생각

5. 신규앱 도입으로 사용자 지표 전후 비교 검색 쿼리, 비즈니스 쿼리, 쇼핑 등

- 전체 볼륨 증가는 마케팅 영향 감안해야
- 쇼핑은 다소간 증가가 있을 것으로 예상

6. 신규 비디오 플랫폼 서비스에서 비디오 광고 서비스 변화

- 비디오 플랫폼에 맞는 광고상품을 개발하고 장착할 예정/ 서비스가 성장하면 광고도 같이 성장할 것.
- 네이버 광고 매출이 커서 하반기 영향은 크지 않지만 점진적 성장을 할 수 있을 것이라고 예상.

7. 네이버플랫폼 마진이 30%초반 유지될 수 있는지.

- 지난 5분기 추이를 보면, 예상보다 나쁘지 않은 수준.
- 네이버 주요사업부분 또한 신규서비스 출시와 마케팅 플랜 변화에 따라 마진 변동 있을 수 있으나, 현재 30% 초반 마진 유지 예상
- 2019년 연간 30% 유지 예상

8. 추가적 라인으로 투자 있을지

- 작년 CB 발행을 했으며, 라인의 코어는 현금흐름 발생하고 있어 올해 라인에 대한 투자는 없을 것으로 예상

9. 네이버페이 자체적 수익화 계획이 있는지

- 판매자를 위한 ‘퀵에스크로’ 등 다양한 서비스 출시 및 준비 중이지만 네이버 쇼핑 성장에 집중한 것
- 사용자를 위한 서비스도 편의에 집중한 것

10. 페이가 예약과 연결돼 본격적 프로모션 시점.

- 프로모션 마케팅은 페이는 쇼핑관련 계획 중. 예약은 성장하며 적정시점에 할 수 있으나 확정된 것은 없음.
- 가맹점 수는 연간 50% 정도 증가, 거래액도 증가 중.

11. 웨스트 쇼핑 탭에서 새로생긴 유저 반응 및 판매자의 반응

- 당장 매출로 이어지는 것이 아닌 커머스 경험 누리는 유저 사용성 높이는데 집중.
- ‘마이 단골’은 사업자들이 고객과 만날 수 있는 테스트 중. 어떤 포맷이 좋은지 사업자들과 논의 중. 사용자와 만날 수 있는 공간 실험 중.

12. 향후 쇼핑관련 수익화 전략이 있는지.

- 판매 수수료를 받고 있지 않음.

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	4,678.5	5,586.9	6,394.9	7,169.1	7,954.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,586.9	6,394.9	7,169.1	7,954.1
판관비	3,499.3	4,644.4	5,539.6	6,225.1	6,801.0
영업이익	1,179.2	942.5	855.4	944.0	1,153.0
금융순익	82.6	52.1	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업손익	(14.0)	(85.1)	0.0	(0.0)	0.0
기타영업외손익	(51.9)	202.1	(16.5)	(16.5)	(16.5)
세전이익	1,195.8	1,111.7	838.9	927.5	1,136.6
법인세	423.2	488.8	293.6	324.6	397.8
계속사업이익	772.7	622.9	545.3	602.9	738.8
중단사업이익	(2.6)	5.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	770.1	627.9	545.3	602.9	738.8
비지배주주지분					
순이익	(2.8)	(20.9)	15.8	17.5	21.5
지배주주순이익	772.9	648.8	529.5	585.4	717.4
지배주주지분포괄이익	672.5	627.2	447.9	495.2	606.8
NOPAT	761.9	528.1	556.0	613.6	749.5
EBITDA	1,385.4	1,203.6	1,501.7	1,234.3	1,284.6
성장성(%)					
매출액증가율	16.3	19.4	14.5	12.1	10.9
NOPAT증가율	1.5	(30.7)	5.3	10.4	22.1
EBITDA증가율	9.5	(13.1)	24.8	(17.8)	4.1
영업이익증가율	7.0	(20.1)	(9.2)	10.4	22.1
(지배주주)순이익증가율	3.1	(16.1)	(18.4)	10.6	22.5
EPS증가율	3.1	(16.0)	(18.4)	10.6	22.5
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	29.6	21.5	23.5	17.2	16.2
영업이익률	25.2	16.9	13.4	13.2	14.5
계속사업이익률	16.5	11.1	8.5	8.4	9.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,689	3,937	3,213	3,552	4,352
BPS	36,008	39,663	42,597	45,872	49,670
CFPS	8,698	7,493	9,012	7,242	7,694
EBITDAPS	8,406	7,303	9,111	7,489	7,794
SPS	28,386	33,898	38,801	43,498	48,261
DPS	289	314	314	314	314
주가지표(배)					
PER	37.1	31.0	37.5	33.9	27.7
PBR	4.8	3.1	2.8	2.6	2.4
PCFR	20.0	16.3	13.4	16.6	15.7
EV/EBITDA	18.8	15.1	10.4	12.0	10.9
PSR	6.1	3.6	3.1	2.8	2.5
재무비율(%)					
ROE	18.5	13.0	9.7	9.8	10.9
ROA	10.7	7.2	5.1	5.3	6.0
ROIC	86.7	39.5	47.9	95.0	188.0
부채비율	51.2	66.1	65.8	62.6	61.5
순부채비율	(60.1)	(43.9)	(77.0)	(82.8)	(85.8)
이자보상배율(배)	2,073.9	68.7	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

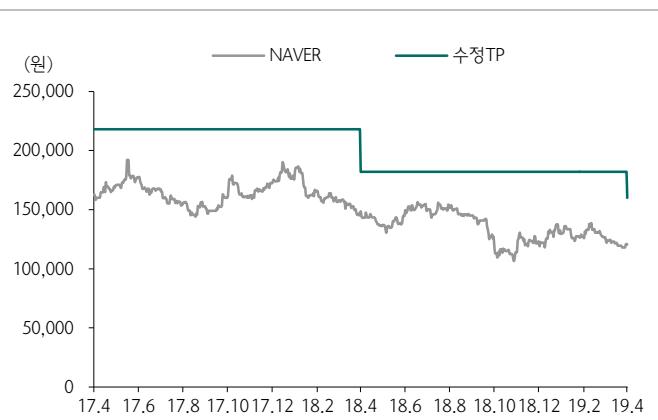
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,784.2	5,385.6	7,934.1	8,865.3	9,833.9
금융자산	3,597.3	3,775.3	6,124.0	6,963.7	7,724.9
현금성자산	1,907.6	3,322.9	5,615.1	6,429.0	7,131.7
매출채권 등	1,025.0	1,093.8	1,230.3	1,292.7	1,434.3
재고자산	36.2	57.4	64.6	67.9	75.3
기타유동자산	125.7	459.1	515.2	541.0	599.4
비유동자산	3,235.0	4,495.6	2,757.5	2,525.8	2,527.3
투자자산	1,387.7	2,247.7	1,155.9	1,214.6	1,347.5
금융자산	1,106.7	26.3	29.6	31.1	34.5
유형자산	1,150.0	1,457.3	879.9	612.1	487.9
무형자산	339.5	307.0	238.0	215.5	208.2
기타비유동자산	357.8	483.6	483.7	483.6	483.7
자산총계	8,019.3	9,881.2	10,691.6	11,391.1	12,361.1
유동부채	2,302.7	2,619.7	2,868.2	2,981.9	3,239.6
금융부채	361.0	349.9	349.9	349.9	349.9
매입채무 등	1,245.8	1,548.5	1,741.7	1,830.0	2,030.4
기타유동부채	695.9	721.3	776.6	802.0	859.3
비유동부채	411.3	1,312.4	1,374.9	1,403.4	1,468.2
금융부채	49.9	811.6	811.6	811.6	811.6
기타비유동부채	361.4	500.8	563.3	591.8	656.6
부채총계	2,714.1	3,932.1	4,243.1	4,385.3	4,707.8
지배주주지분	4,762.4	5,240.2	5,723.9	6,263.6	6,889.6
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,541.0	1,541.0	1,541.0
자본조정	(1,200.3)	(1,324.6)	(1,324.6)	(1,324.6)	(1,324.6)
기타포괄이익누계액	(117.2)	(221.8)	(221.8)	(221.8)	(221.8)
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,712.8	6,252.5	6,878.5
비지배주주지분	542.8	708.9	724.7	742.2	763.7
자본총계	5,305.2	5,949.1	6,448.6	7,005.8	7,653.3
순금융부채	(3,186.3)	(2,613.8)	(4,962.5)	(5,802.2)	(6,563.5)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	940.0	973.5	1,302.7	919.8	985.6
당기순이익	770.1	627.9	545.3	602.9	738.8
조정	308.4	125.4	646.3	266.1	131.6
감가상각비	206.3	261.1	646.3	290.3	131.6
외환거래손익	5.4	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	13.2	(184.6)	0.0	0.0	0.0
기타	83.5	48.8	0.0	(24.2)	0.0
영업활동 자산부채	(138.5)	220.2	111.1	50.8	115.2
투자활동 현금흐름	(1,310.3)	(388.3)	1,035.4	(58.6)	(191.5)
투자자산감소(증가)	(576.8)	(774.9)	1,091.8	(58.6)	(133.0)
유형자산감소(증가)	(466.2)	(517.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(267.3)	904.0	(56.4)	0.0	(58.5)
재무활동 현금흐름	636.2	751.0	(45.9)	(47.3)	(91.3)
금융부채증가(감소)	33.6	750.6	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	290.7	33.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	344.5	9.8	0.0	(1.6)	0.0
배당지급	(32.6)	(42.5)	(45.9)	(45.7)	(91.3)
현금의 증감	181.3	1,415.3	2,292.2	813.9	702.7
Unlevered CFO	1,433.5	1,235.0	1,485.2	1,193.6	1,268.2
Free Cash Flow	467.8	438.5	1,302.7	919.8	985.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

NAVER



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.4.26	BUY	160,000		
18.10.25	BUY	182,000	-31.65%	-23.90%
18.4.26	BUY	182,000	-20.50%	-14.07%
17.4.27	BUY	218,000	-24.65%	-11.93%
16.10.2	BUY	176,000	-8.59%	0.57%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.5%	7.9%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 04월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.