

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

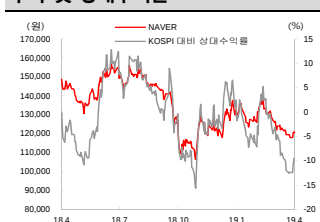
Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	1,937 만주
액면가	100 원
시가총액	198,600 억원
주요주주	
NAVER 자사주	11.75%
국민연금공단	10.10%
외국인지분율	58.10%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(19/04/25)	120,500 원
KOSPI	2190.5 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	156,622 원
52주 최저가	106,500 원
60일 평균 거래대금	647 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.4%	-6.4%
6개월	1.3%	-4.6%
12개월	-19.0%	-9.5%

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

수익성은 하락했으나, 성장기조는 유지

NAVER 1Q19 실적은 대체로 시장기대치에 부합하였으나 전년 동기 대비 수익성은 악화

- 별도기준 1Q19 수익성은 전년 동기 및 전기 대비 개선

- LINE 은 1Q19 78.9 억엔 영업적자 시현하며, NAVER 연결기준 수익성 저하

- LINE 은 올해 핀테크 시장 선점을 위한 투자 및 마케팅 활동 지속될 것으로 예상되어 NAVER의 연결기준 수익성 개선 시기는 다소 지연될 전망

- 커머스, 콘텐츠, B2B 등 신규 성장동력의 지표 및 매출호조는 지속될 전망

1Q19 Review: 낮아진 기대치에 부합

NAVER 1Q19 실적은 매출액 1 조 5,109 억원(15.4% yoy), 영업이익 2,062 억원(-19.7% yoy, OPM: 13.7%)이다. 광고부문의 지속적인 성장과 쇼핑거래액 증가에 따른 네이버페이 성장으로 두 자릿수 매출성장을 달성했다. 영업이익은 컨센서스(2,028 억원)와 유사한 수준이었으나 전년 동기 대비는 감소하였는데, 이는 LINE의 적자에 기인한다. 1Q19 LINE은 -78.9 억엔의 영업적자를 기록(1Q18: 12.5 억엔 흑자)하며, NAVER 연결 영업이익 감소원인이다.

LINE의 비용 확대 가능성으로 연결기준 수익성 개선 시기 지연

별도기준 NAVER의 실적은 안정적이다. 1Q19 영업이익률이 37.3%로 전년 동기 36.2% 및 전기 37.0% 대비 수익성은 오히려 개선되었다. 하지만 연결기준 수익성 개선 시기는 지연되고 있다. LINE의 비용증가 요인 때문이다. 핀테크 시장 선점을 위한 투자와 마케팅 활동이 2분기 이후에도 지속될 가능성이 높기 때문이다. 이에 2019년 영업이익은 전년 대비 4.0% 감소될 전망이다. 다만 내년부터는 투자의 성과가 확인되며 두 자릿수 영업이익 증가가 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 150,000 원(유지)

LINE의 비용증가는 단기 부담요인이지만, NAVER는 커머스, 콘텐츠, B2B 등 신규 성장동력에 대한 지표 및 매출이 지속적으로 우상향하고 있다. LINE의 투자도 내년부터는 성과가 나타나며, 연결기준 수익성도 개선될 전망이다. 이에 NAVER에 대한 투자의견 매수와 목표주가 150,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	40,226	46,785	55,869	64,061	72,168	81,833
yoy	%	23.6	16.3	19.4	14.7	12.7	13.4
영업이익	억원	11,020	11,792	9,425	9,045	10,225	11,996
yoy	%	32.7	7.0	-20.1	-4.0	13.1	17.3
EBITDA	억원	12,650	13,854	12,036	10,988	11,887	13,427
세전이익	억원	11,318	11,958	11,117	7,772	9,417	11,266
순이익(지배주주)	억원	7,493	7,729	6,488	5,563	6,970	8,275
영업이익률%	%	27.4	25.2	16.9	14.1	14.2	14.7
EBITDA%	%	31.5	29.6	21.5	17.2	16.5	16.4
순이익률	%	18.9	16.5	11.2	7.9	9.2	9.7
EPS	원	4,618	4,705	3,906	3,396	4,229	5,021
PER	배	33.6	37.0	31.2	35.5	28.5	24.0
PBR	배	7.1	6.0	3.8	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	배	18.5	19.0	15.2	15.7	13.7	11.3
ROE	%	26.2	18.5	13.0	10.1	11.5	12.3
순차입금	억원	-30,170	-31,817	-28,971	-38,018	-48,171	-59,621
부채비율	%	54.3	51.2	66.1	68.9	70.0	70.6

NAVER 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
영업수익	13,091	13,636	13,977	15,165	15,109	15,754	16,029	17,168	55,869	64,061	72,168
광고	1,331	1,487	1,361	1,551	1,422	1,616	1,523	1,692	5,730	6,253	7,061
비즈니스플랫폼	5,927	6,116	6,130	6,585	6,693	6,917	6,970	7,408	24,758	27,988	31,593
IT플랫폼	725	857	914	1,056	992	1,130	1,176	1,279	3,552	4,578	5,401
콘텐츠서비스	296	317	332	320	350	337	350	333	1,265	1,371	1,447
LINE 및 기타플랫폼	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,753	6,010	6,456	20,564	23,870	26,666
영업비용	10,521	11,130	11,760	13,033	13,046	13,530	13,767	14,673	46,444	55,016	61,943
플랫폼개발/운영	1,859	1,928	1,959	1,951	2,184	2,115	2,143	2,055	7,697	8,497	9,757
대행/파트너	2,404	2,622	2,547	2,782	2,770	2,927	2,890	3,227	10,355	11,814	13,422
인프라	576	613	645	697	758	790	804	861	2,531	3,214	3,621
마케팅	710	849	828	995	658	961	904	996	3,382	3,519	4,167
LINE 및 기타플랫폼	4,972	5,119	5,786	6,608	6,676	6,737	7,026	7,534	22,485	27,973	30,977
영업이익	2,570	2,506	2,217	2,132	2,063	2,224	2,262	2,495	9,425	9,045	10,225
영업이익률	19.6%	18.4%	15.9%	14.1%	13.7%	14.1%	14.1%	14.5%	16.9%	14.1%	14.2%

자료: NAVER, SK 증권

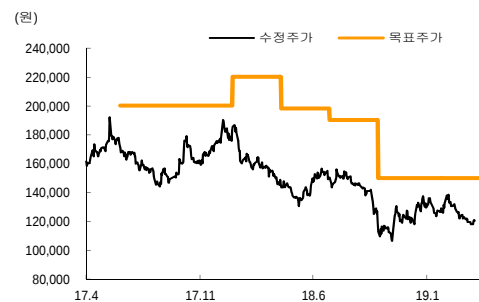
LINE 1Q19 실적 요약

(단위: 백만원)

	1Q18	4Q18	1Q19	yoy	qoq
Revenue and other operating Income	50,209	72,849	55,475	10.5%	-23.8%
Revenue	48,736	55,971	55,323	13.5%	-1.2%
Operating expenses	48,963	63,484	63,367	29.4%	-0.2%
Operating Income	1,246	9,365	-7,892	적전	적전
Margin(%)	2.5%	12.9%	-14.2%	-16.7%p	-27.1%p
Pre-tax Income	-138	3,580	-11,270	적지	적전
Corporate tax	-1,636	-2,055	547	N/A	N/A
Net Income from continuing operations	-1,774	1,525	-10,723	적지	적전
Net Income	-1,770	1,898	-10,718	적지	적전

자료: LINE

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.26	매수	150,000원	6개월		
2018.10.26	매수	150,000원	6개월	-17.06%	-7.67%
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%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (2019 년 4 월 26 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	47,842	53,856	64,642	76,854	90,767
현금및현금성자산	19,076	33,229	42,275	52,429	63,878
매출채권및기타채권	10,141	10,794	12,220	13,908	15,928
재고자산	362	574	650	740	848
비유동자산	32,350	44,956	43,690	42,740	42,065
장기금융자산	11,067	12,464	12,464	12,464	12,464
유형자산	11,500	14,573	12,747	11,230	9,970
무형자산	3,395	3,070	3,374	3,650	3,900
자산총계	80,193	98,812	108,332	119,593	132,832
유동부채	23,027	26,197	29,203	32,758	37,009
단기금융부채	3,610	3,573	3,573	3,573	3,573
매입채무 및 기타채무	5,436	5,946	6,731	7,661	8,774
단기충당부채	59	25	46	67	89
비유동부채	4,113	13,124	14,993	16,473	17,957
장기금융부채	545	8,144	8,144	8,144	8,144
장기매입채무 및 기타채무	56	90	90	90	90
장기충당부채	348	424	501	577	654
부채총계	27,141	39,321	44,196	49,231	54,966
지배주주지분	47,623	52,403	57,291	63,565	71,116
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,079	15,410	15,410	15,410	15,410
기타자본구성요소	-12,003	-13,246	-13,246	-13,246	-13,246
자기주식	-11,722	-12,967	-12,967	-12,967	-12,967
이익잉여금	45,555	52,292	57,396	63,886	71,652
비지배주주지분	5,428	7,089	6,844	6,797	6,750
자본총계	53,052	59,491	64,135	70,363	77,866
부채외자본총계	80,193	98,812	108,332	119,593	132,832

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	8,801	9,293	9,736	10,793	12,040
당기순이익(손실)	7,701	6,279	5,044	6,649	7,954
비현금성항목등	6,634	6,071	5,910	5,239	5,473
유형자산감가상각비	1,827	2,280	1,826	1,517	1,259
무형자산감가상각비	236	331	117	146	172
기타	602	796	573	179	179
운전자본감소(증가)	-1,385	2,202	1,782	1,980	2,232
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,762	488	-1,426	-1,688	-2,020
재고자산감소(증가)	0	0	-76	-90	-107
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	966	516	785	930	1,113
기타	-590	1,199	2,498	2,828	3,246
법인세납부	-4,149	-5,258	-3,000	-3,075	-3,618
투자활동현금흐름	-12,483	-3,334	-110	-38	40
금융자산감소(증가)	-5,611	7,259	0	0	0
유형자산감소(증가)	-4,662	-5,174	0	0	0
무형자산감소(증가)	-279	-421	-421	-421	-421
기타	-1,930	-4,999	312	383	461
재무활동현금흐름	6,341	7,403	-580	-601	-630
단기금융부채증가(감소)	-9	1,247	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	490	6,060	0	0	0
자본의증가(감소)	4,985	-1,245	0	0	0
배당금의 지급	-326	-425	-459	-480	-509
기타	1,202	1,765	-121	-121	-121
현금의 증가(감소)	1,813	14,153	9,047	10,153	11,450
기초현금	17,262	19,076	33,229	42,275	52,429
기말현금	19,076	33,229	42,275	52,429	63,878
FCF	4,665	3,981	8,535	9,736	11,006

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	46,785	55,869	64,061	72,168	81,833
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	46,785	55,869	64,061	72,168	81,833
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	34,993	46,444	55,016	61,943	69,838
영업이익	11,792	9,425	9,045	10,225	11,996
영업이익률 (%)	25.2	16.9	14.1	14.2	14.7
비영업손익	166	1,691	-1,273	-808	-730
순금융비용	-361	-135	-191	-262	-340
외환관련손익	-159	-23	-41	-41	-41
관계기업투자등 관련손익	-132	1,850	-851	-851	-851
세전계속사업이익	11,958	11,117	7,772	9,417	11,266
세전계속사업이익률 (%)	25.6	19.9	12.1	13.1	13.8
계속사업법인세	4,232	4,888	2,694	2,769	3,312
계속사업이익	7,727	6,229	5,078	6,649	7,954
중단사업이익	-26	50	-33	0	0
*법인세효과	23	-3	0	0	0
당기순이익	7,701	6,279	5,044	6,649	7,954
순이익률 (%)	16.5	11.2	7.9	9.2	9.7
지배주주	7,729	6,488	5,563	6,970	8,275
지배주주귀속 순이익률(%)	16.52	11.61	8.68	9.66	10.11
비지배주주	-28	-209	-519	-321	-321
총포괄이익	6,272	6,338	5,103	6,707	8,012
지배주주	6,272	6,272	5,347	6,754	8,059
비지배주주	-453	65	-245	-47	-47
EBITDA	13,854	12,036	10,988	11,887	13,427

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.3	19.4	14.7	12.7	13.4
영업이익	7.0	-20.1	-4.0	13.1	17.3
세전계속사업이익	5.7	-7.0	-30.1	21.2	19.6
EBITDA	9.5	-13.1	-8.7	8.2	13.0
EPS(계속사업)	1.9	-17.0	-13.1	24.5	18.7
수익성 (%)					
ROE	18.5	13.0	10.1	11.5	12.3
ROA	10.7	7.0	4.9	5.8	6.3
EBITDA마진	29.6	21.5	17.2	16.5	16.4
안정성 (%)					
유동비율	207.8	205.6	221.4	234.6	245.3
부채비율	51.2	66.1	68.9	70.0	70.6
순차입금/자기자본	-60.0	-48.7	-59.3	-68.5	-76.6
EBITDA/이자비용(배)	2,436.7	87.7	91.0	98.5	111.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,705	3,906	3,396	4,229	5,021
BPS	28,895	31,795	34,761	38,568	43,149
CFPS	5,941	5,521	4,554	5,238	5,889
주당 현금배당금	1,446	314	330	350	400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.9	48.7	40.8	32.8	27.6
PER(최저)	30.7	27.3	34.8	27.9	23.5
PBR(최고)	6.7	6.0	4.0	3.6	3.2
PBR(최저)	5.0	3.4	3.4	3.1	2.7
PCR	29.3	22.1	26.5	23.0	20.5
EV/EBITDA(최고)	21.2	24.5	18.4	16.2	13.5
EV/EBITDA(최저)	15.5	13.1	15.3	13.3	11.0