

NAVER(035420/KS)

광고 플랫폼으로의 매력 확대

매수(유지)

T.P 780,000 원(상향)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

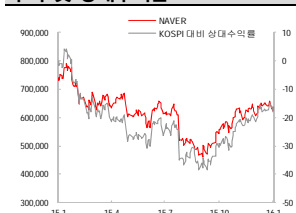
Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	3,296 만주
자사주	381 만주
액면가	500 원
시가총액	205,357 억원
주요주주	
NAVER 자사주	11.56%
국민연금공단	10.87%
외국인지분율	57.10%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(16/01/06)	623,000 원
KOSPI	1925.43 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	790,000 원
52주 최저가	461,500 원
60일 평균 거래대금	507 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.3%	2.2%
6개월	1.1%	7.9%
12개월	-16.2%	-18.0%

NAVER 4Q15 실적은 광고 성수기 효과 및 라인의 성장, 적절한 비용 통제로 전기 대비 영업이익이 16.9% 상승하며 시장기대치를 충족할 것으로 예상된다. 특히 2016년 네이버 포털과 라인은 국내와 일본에서 광고 플랫폼으로의 매력이 증가하면서 지속적인 성장과 이익 개선을 예상된다. 2016년 이익 추정치 상향을 반영하여 목표주가를 78만원으로 상향하며 투자의견 매수를 유지한다

4Q15: 비용통제와 성수기 효과 기대

NAVER의 4Q15 실적은 매출액 8,994 억원((7.1% qoq), 영업이익 2,333 억원(16.9% qoq, OPM: 25.9%)으로 예상된다. 매출의 증가는 광고 성수기 효과와 라인 매출 성장이 지속될 것으로 예상하기 때문이며 영업이익 증가도 매출의 증가와 함께 마케팅 비용 통제 효과로 인해 1Q15 수준까지 영업이익률이 회복할 전망이다. 모바일 광고시장 확대가 지속되는 가운데 네이버 포털과 모바일 메신저 라인은 한국과 일본에서 가장 매력적인 모바일 광고 플랫폼으로 2016년 NAVER 성장을 견인할 전망이다

네이버 포털과 라인, 매력적인 광고 플랫폼

2016년 NAVER는 광고 플랫폼으로의 매력이 확대될 전망이다. NAVER 광고매출은 2015년 3분기 기준 전체 매출의 70%이다. 이 중 모바일 비중은 40%로 2016년 모바일 매출 비중은 지속적으로 확대될 전망이다. 지난 12월부터 라인의 타임라인 광고가 집행되기 시작했으며 라인 라이브, V, TV 캐스트 등 동영상 플랫폼의 트래픽이 확대되고 있기 때문이다. LINE Corp. 매출의 30%를 차지하고 있는 광고매출은 중장기적으로 콘텐츠 매출(41%) 수준까지 상승할 것으로 예상된다. 라인의 주요 4개국 MAU는 1억 3,700만명을 넘어서며 일본 뿐 아니라 대만, 태국, 인도네시아에서도 광고 매출 성장 잠재력도 높다고 판단한다

투자의견 매수, 목표주가 78만원(상향)

NAVER에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 네이버와 라인의 광고 플랫폼으로의 잠재력이 풍부하며 지속적인 성장과 이익개선을 예상하기 때문이다. 2016년 트래픽 확대에 따른 이익 추정치 상향을 반영하여 목표주가는 기존 71만원에서 78만원으로 상향한다. 2016년 EBITDA는 1.1조원을 상회하며 밸류에이션 부담도 완화될 전망이다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	17,987	22,591	27,585	32,605	36,829	39,147
yoy	%	-15.2	25.6	22.1	18.2	13.0	6.3
영업이익	억원	5,212	5,065	7,582	7,920	9,716	11,168
yoy	%	-21.1	-2.8	49.7	4.5	22.7	14.9
EBITDA	억원	6,283	6,382	9,023	9,604	11,323	12,515
세전이익	억원	5,485	4,397	6,588	8,127	10,205	11,808
순이익(지배주주)	억원	5,461	18,975	4,545	5,520	6,925	8,009
영업이익률%	%	29.0	22.4	27.5	24.3	26.4	28.5
EBITDA%	%	34.9	28.3	32.7	29.5	30.7	32.0
순이익률	%	30.3	83.9	16.4	16.9	18.7	20.4
EPS	원	8,359	7,598	12,874	16,746	21,009	24,298
PER	배	27.0	95.3	55.3	39.3	29.7	25.6
PBR	배	5.7	16.2	13.1	8.8	6.4	5.1
EV/EBITDA	배	16.0	36.7	25.1	21.1	16.1	13.9
ROE	%	31.4	112.7	27.8	25.9	24.5	22.2
순차입금	억원	-10,599	-6,255	-10,076	-16,258	-25,261	-34,497
부채비율	%	53.8	82.9	88.9	84.0	71.5	58.9

NAVER 실적변경 내용

(단위: % 억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b-1)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	32,605	36,829	32,528	36,023	0.2	2.2
영업이익	7,920	9,716	7,754	9,055	2.1	7.3
영업이익률	24.3	26.4	23.8	25.1	0.4	1.2
세전이익	8,127	10,205	7,879	9,479	3.1	7.7
세전이익률	24.9	27.7	24.2	26.3	0.7	1.4
지배주주순이익	5,520	6,925	5,340	6,419	3.4	7.9
지배주주순이익률	16.9	18.8	16.4	17.8	0.5	1.0
EPS(원)	16,746	21,009	16,199	19,474	3.4	7.9

자료: SK 증권

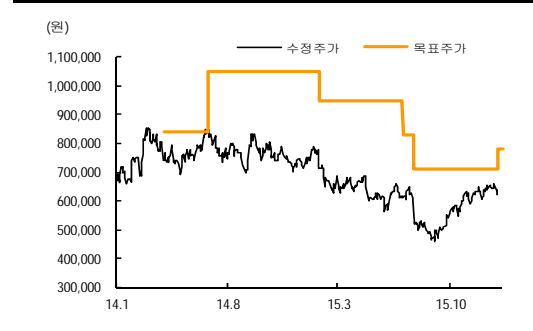
NAVER 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q14A	2Q14A	3Q14A	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15E	2014A	2015E	2016E
매출액	625,751	685,884	700,004	750,232	740,562	780,845	839,719	899,419	2,761,871	3,260,545	3,682,885
광고	476,848	504,252	497,756	540,494	529,874	558,590	587,041	619,642	2,019,350	2,295,147	2,461,048
컨텐츠	131,466	168,308	191,178	199,061	200,049	213,128	244,109	271,099	690,013	928,385	1,185,903
기타	17,437	13,324	11,070	10,677	10,639	9,127	8,569	8,678	52,508	37,013	35,935
영업비용	439,451	496,819	511,021	554,091	548,606	613,685	640,190	666,092	2,001,382	2,468,573	2,711,264
영업이익	186,300	189,065	188,983	196,141	191,956	167,160	199,529	233,328	760,489	791,973	971,621
영업이익률	29.8%	27.6%	27.0%	26.1%	25.9%	21.4%	23.8%	25.9%	27.5%	24.3%	26.4%

자료: NAVER, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.01.07	매수	780,000원
	2015.10.29	매수	710,000원
	2015.10.01	매수	710,000원
	2015.07.31	매수	710,000원
	2015.07.09	매수	830,000원
	2015.04.09	매수	950,000원
	2015.01.30	매수	950,000원
	2014.10.31	매수	1,050,000원
	2014.08.01	매수	1,050,000원
	2014.07.03	매수	1,050,000원
	2014.05.08	매수	840,000원
	2014.04.08	매수	840,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 7일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	13,361	19,458	28,846	38,654	48,046
현금및현금성자산	4,353	7,225	12,045	21,048	30,283
매출채권및기타채권	3,191	4,144	4,990	5,682	5,816
재고자산	0	165	199	226	232
비유동자산	13,617	14,487	16,468	16,069	15,868
장기금융자산	2,474	2,267	4,000	4,000	4,000
유형자산	7,916	9,010	8,299	6,851	5,656
무형자산	1,340	1,208	1,437	1,377	1,323
자산총계	26,977	33,945	45,315	54,723	63,913
유동부채	8,324	10,807	17,215	18,651	18,922
단기금융부채	2,416	2,131	6,779	6,779	6,779
매입채무 및 기타채무	1,558	3,146	3,789	4,314	4,416
단기충당부채	28	35	29	23	13
비유동부채	3,901	5,163	3,468	4,170	4,764
장기금융부채	1,101	2,427	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	41	82	122
장기충당부채	1,108	915	1,116	1,288	1,352
부채총계	12,224	15,970	20,683	22,821	23,686
지배주주지분	14,713	17,960	24,626	31,918	40,266
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	1,329	1,331	1,331	1,331	1,331
기타자본구성요소	-31,148	-9,211	-8,434	-8,434	-8,434
자기주식	-6,437	-8,921	-8,921	-8,921	-8,921
이익잉여금	45,562	25,836	31,125	37,817	45,564
비지배주주지분	40	14	5	-17	-39
자본총계	14,753	17,974	24,631	31,902	40,228
부채외자본총계	26,977	33,945	45,315	54,723	63,913

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	6,059	8,035	8,827	8,939	9,050
당기순이익(손실)	18,953	4,518	5,497	6,902	7,986
비현금성항목등	-11,616	5,028	4,986	4,420	4,529
유형자산감가상각비	1,156	1,317	1,534	1,448	1,195
무형자산감가상각비	161	123	149	159	152
기타	-13,906	1,606	885	-51	-51
운전자본감소(증가)	733	834	1,629	999	436
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,455	-1,071	-528	-692	-134
재고자산감소(증가)	0	-165	10	-28	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	589	2,063	-1,321	525	102
기타	1,599	7	3,468	1,193	474
법인세납부	-2,011	-2,345	-3,285	-3,383	-3,902
투자활동현금흐름	-3,931	-3,978	-5,762	324	475
금융자산감소(증가)	-175	-1,716	-4,703	0	0
유형자산감소(증가)	-3,612	-2,603	-912	0	0
무형자산감소(증가)	-399	-61	-98	-98	-98
기타	256	402	-48	422	573
재무활동현금흐름	-1,703	-1,172	1,505	-260	-289
단기금융부채증가(감소)	-409	78	1,846	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,121	1,504	-46	0	0
자본의증가(감소)	-96	-2,484	0	0	0
배당금의 지급	-268	-219	-230	-234	-262
기타	-2,051	-52	-64	-26	-26
현금의 증가(감소)	398	2,873	4,820	9,003	9,235
기초현금	3,954	4,353	7,225	12,045	21,048
기말현금	4,353	7,225	12,045	21,048	30,283
FCF	2,894	4,842	6,906	8,779	8,938

자료 : NAVER, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	22,591	27,585	32,605	36,829	39,147
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	22,591	27,585	32,605	36,829	39,147
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	17,526	20,003	24,686	27,113	27,978
영업이익	5,065	7,582	7,920	9,716	11,168
영업이익률 (%)	22.4	27.5	24.3	26.4	28.5
비영업손익	-668	-994	208	489	640
순금융비용	-148	-167	-227	-355	-506
외환관련손익	283	185	-162	83	83
관계기업투자등 관련손익	-22	-7	14	0	0
세전계속사업이익	4,397	6,588	8,127	10,205	11,808
세전계속사업이익률 (%)	19.5	23.9	24.9	27.7	30.2
계속사업법인세	1,246	2,372	2,630	3,303	3,822
계속사업이익	3,152	4,217	5,497	6,902	7,986
중단사업이익	15,801	301	0	0	0
*법인세효과	355	26	0	0	0
당기순이익	18,953	4,518	5,497	6,902	7,986
순이익률 (%)	83.9	16.4	16.9	18.7	20.4
지배주주	18,975	4,545	5,520	6,925	8,009
지배주주귀속 순이익률 (%)	83.99	16.47	16.93	18.8	20.46
비지배주주	-22	-27	-23	-23	-23
총포괄이익	18,318	5,625	6,099	7,504	8,588
지배주주	18,340	5,653	6,121	7,526	8,610
비지배주주	-22	-28	-22	-22	-22
EBITDA	6,382	9,023	9,604	11,323	12,515

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	25.6	22.1	18.2	13.0	6.3
영업이익	-2.8	49.7	4.5	22.7	14.9
세전계속사업이익	-19.8	49.8	23.4	25.6	15.7
EBITDA	1.6	41.4	6.4	17.9	10.5
EPS(계속사업)	-9.1	69.4	30.1	25.5	15.7
수익성 (%)					
ROE	112.7	27.8	25.9	24.5	22.2
ROA	67.4	14.8	13.9	13.8	13.5
EBITDA마진	28.3	32.7	29.5	30.7	32.0
안정성 (%)					
유동비율	160.5	180.1	167.6	207.3	253.9
부채비율	82.9	88.9	84.0	71.5	58.9
순차입금/자기자본	-42.4	-56.1	-66.0	-79.2	-85.8
EBITDA/이자비용(배)	94.6	157.6	159.7	168.7	186.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,598	12,874	16,746	21,009	24,298
BPS	44,636	54,486	74,708	96,832	122,157
CFPS	48,578	18,158	21,854	25,883	28,385
주당 현금배당금	734	782	800	900	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.4	66.3	47.2	30.3	26.2
PER(최저)	28.9	51.2	27.6	29.7	25.6
PBR(최고)	16.6	15.7	10.6	6.6	5.2
PBR(최저)	4.9	12.1	6.2	6.4	5.1
PCR	14.9	39.2	30.1	24.1	22.0
EV/EBITDA(최고)	37.5	30.3	25.7	16.5	14.3
EV/EBITDA(최저)	16.0	23.2	14.4	16.1	13.9