

NAVER(035420/KS)

## 비용증가에도 플랫폼 경쟁력은 유효

매수(유지)

T.P 780,000 원(유지)

## Analyst

최관순

ksl.choi@sk.com

02-3773-8812

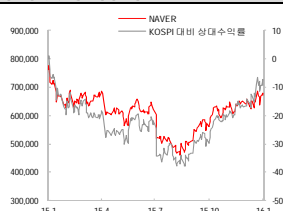
## Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	3,296 만주
자사주	383 만주
액면가	500 원
시가총액	222,168 억원
주요주주	
NAVER 자사주	11.60%
국민연금공단	11.06%
외국인지분률	56.60%
배당수익률	0.10%

## Stock Data

주가(16/01/28)	674,000 원
KOSPI	189787 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	777,000 원
52주 최저가	461,500 원
60일 평균 거래대금	500 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.2%	9.3%
6개월	10.3%	18.5%
12개월	-11.8%	-9.2%

NAVER 4Q15 실적은 광고매출 확대에도 불구하고 신규서비스 출시에 따른 마케팅 비용 증가와 주식보상비용 영향으로 기대치에 하회하였다. 라인 게임부문이 부진했으나 광고부문의 경쟁력은 유효하며 국내 사업의 높은 성장성은 긍정적인 요인이다. 2016년 라인 IPO 가능성 있는데 단기 수급적 이슈 발생할 수 있으나 라인의 적정가치 산정을 통해 NAVER 주가에는 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다

## 4Q15: 비용증가에 따른 영업이익 기대치 하회

NAVER 4Q15 실적은 매출액 8,900 억원(6.0% qoq), 영업이익 2,036 억원(2.0% qoq, OPM: 22.9%)이다. 매출은 모바일 광고 증가에 따라 전기 대비 소폭 증가하면서 기대치에 부합하였으나 영업이익은 네이버페이 등 신규 서비스 출시 이후 마케팅 비용 증가와 주식보상비용 영향으로 시장기대치를 하회하였다. LINE Corp.의 매출액은 게임부문의 부진에도 불구하고 광고 매출이 10% 이상 상승하면서 전기 대비 소폭 성장하였다

## 라인은 안정화 단계로 국내 비즈니스의 성장이 필요한 시점

4Q15 라인은 매출이연과 인건비 및 마케팅 비용 증가에 따라 소폭 적자를 시현할 것으로 판단한다. 하지만 광고매출이 지속적으로 확대되는 가운데 특히 타임라인 광고의 상용화가 2016년 본격화될 전망이다. 게임부문은 4Q 신규게임 부진으로 성장이 정체되었으나 단순 퍼블리싱에서 비즈니스 모델의 세분화를 통해 매출 반등을 시도할 전망이다. 국내사업은 네이버페이, 동영상 등의 성장세가 확대되고 있다. 신규 비즈니스 서비스 안착을 위해 2016년 마케팅 비용증가를 예상하지만 시장선점의 측면에서는 불가피한 선택이라 판단한다

## 투자의견 매수, 목표주가 780,000 원

NAVER에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 라인게임 부문의 성장정체에도 불구하고 타임라인 등 광고에서의 본격적인 성장을 예상하고 국내 사업에서도 간편결제, 동영상 등 높은 성장기조가 유지될 것으로 예상하기 때문이다. 라인의 상장에 대해서는 결정된 바 없으나 2016년 상장된다면 단기적으로 수급적인 이슈가 발생할 수 있다. 하지만 중장기적으로는 라인의 적정가치 산정을 통해 NAVER 주가에도 긍정적인 영향을 미칠 가능성도 높다고 판단한다

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	17,987	22,591	27,585	32,512	38,507	44,018
yoy	%	-15.2	25.6	22.1	17.9	18.4	14.3
영업이익	억원	5,212	5,065	7,582	7,622	9,413	11,584
yoy	%	-21.1	-2.8	49.7	0.5	23.5	23.1
EBITDA	억원	6,283	6,382	9,023	9,306	11,019	12,931
세전이익	억원	5,485	4,397	6,588	7,083	9,831	12,166
순이익(지배주주)	억원	5,461	18,975	4,545	5,187	7,273	8,996
영업이익률%	%	29.0	22.4	27.5	23.4	24.4	26.3
EBITDA%	%	34.9	28.3	32.7	28.6	28.6	29.4
순이익률	%	30.3	83.9	16.4	15.9	18.8	20.4
EPS	원	8,359	7,598	12,874	15,737	22,064	27,292
PER	배	27.0	95.3	55.3	41.8	30.6	24.7
PBR	배	5.7	16.2	13.1	8.9	7.0	5.4
EV/EBITDA	배	16.0	36.7	25.1	21.8	18.0	14.5
ROE	%	31.4	112.7	27.8	24.6	25.9	24.6
순차입금	억원	-10,599	-6,255	-10,076	-16,625	-26,092	-37,090
부채비율	%	53.8	82.9	88.9	87.0	71.3	61.1

## NAVER 4Q15 Review

(단위: 백만원)

	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b-1)
매출액	7,468	7,406	7,808	8,397	8,900	19.2	6.0	8,835	8,994	-1.0
영업이익	1,939	1,920	1,672	1,995	2,036	5.0	2.0	2,243	2,333	-12.8
세전이익	1,981	2,232	1,613	1,895	1,342	-32.3	-29.2	2,273	1,963	-31.6
지배주주순이익	1,306	1,351	1,245	1,173	1,419	8.6	21.0	1,543	1,379	2.9
영업이익률	26.0	25.9	21.4	23.8	22.9	-3.1	-0.9	25.4	25.9	-3.1
세전이익률	26.5	30.1	20.7	22.6	15.1	-11.5	-7.5	25.7	21.8	-6.7
지배주주순이익률	17.5	18.2	15.9	14.0	15.9	-1.5	2.0	17.5	15.3	0.6

자료: NAVER, SK 증권

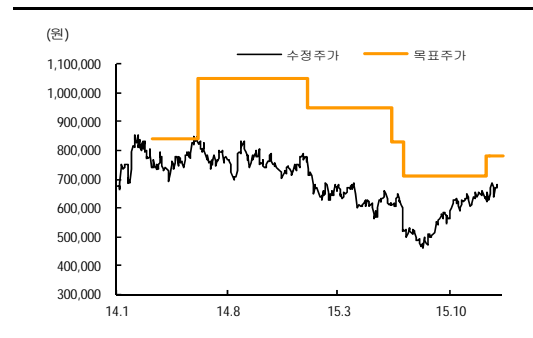
## NAVER 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q14A	2Q14A	3Q14A	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15E	2014A	2015E	2016E
매출액	625,751	685,884	700,004	746,841	740,562	780,845	839,719	890,032	2,758,480	3,251,158	3,850,722
광고	476,848	504,252	497,756	540,210	529,874	558,590	587,041	646,875	2,019,066	2,322,380	2,687,986
콘텐츠	131,466	168,308	191,178	192,290	193,001	205,986	235,051	217,281	683,242	851,319	1,010,161
기타	17,437	13,324	11,070	14,341	17,676	16,269	17,627	25,876	56,172	77,448	152,574
영업비용	439,451	496,819	511,021	552,988	548,606	613,685	640,190	686,473	2,000,279	2,488,954	2,909,429
영업이익	186,299	189,065	188,983	193,853	191,956	167,160	199,529	203,559	758,200	762,204	941,293
영업이익률	29.8%	27.6%	27.0%	26.0%	25.9%	21.4%	23.8%	22.9%	27.5%	23.4%	24.4%

자료: NAVER, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.01.28	매수	780,000원
	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 (2016 년 1 월 29 일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	13,361	19,458	29,153	39,455	51,401
현금및현금성자산	4,353	7,225	12,412	21,878	32,877
매출채권및기타채권	3,191	4,144	4,938	5,656	6,470
재고자산	0	165	197	225	258
<b>비유동자산</b>	13,617	14,487	16,291	15,236	15,025
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
<b>자산총계</b>	26,977	33,945	45,443	54,691	66,426
<b>유동부채</b>	8,324	10,807	17,106	18,598	20,289
단기금융부채	2,416	2,131	6,779	6,779	6,779
매입채무 및 기타채무	1,558	3,146	3,749	4,295	4,913
단기충당부채	28	35	29	23	17
<b>비유동부채</b>	3,901	5,163	4,033	4,166	4,891
장기금융부채	1,101	2,427	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	41	82	122
장기충당부채	1,108	915	1,106	1,283	1,478
<b>부채총계</b>	12,224	15,970	21,139	22,764	25,181
<b>지배주주지분</b>	14,713	17,960	24,293	31,934	41,268
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	30,793	37,832	46,566
비지배주주지분	40	14	11	-6	-23
<b>자본총계</b>	14,753	17,974	24,304	31,927	41,245
<b>부채외자본총계</b>	26,977	33,945	45,443	54,691	66,426

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	6,059	8,035	9,194	9,390	10,787
당기순이익(손실)	18,953	4,518	5,170	7,255	8,978
비현금성항목등	-11,616	5,028	5,015	3,764	3,953
유형자산감가상각비	1,156	1,317	1,534	1,448	1,195
무형자산감가상각비	161	123	149	159	152
기타	-13,906	1,606	1,631	32	32
운전자본감소(증가)	733	834	1,576	1,027	1,123
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,455	-1,071	-476	-718	-814
재고자산감소(증가)	0	-165	12	-29	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	589	2,063	-1,360	545	618
기타	1,599	7	3,401	1,228	1,351
법인세납부	-2,011	-2,345	-2,568	-2,656	-3,267
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,931	-3,978	-5,762	336	500
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	435	599
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	398	2,873	5,187	9,467	10,999
기초현금	3,954	4,353	7,225	12,412	21,878
기말현금	4,353	7,225	12,412	21,878	32,877
FCF	2,894	4,842	7,296	9,181	10,621

자료 : NAVER, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	22,591	27,585	32,512	38,507	44,018
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	22,591	27,585	32,512	38,507	44,018
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	17,526	20,003	24,890	29,094	32,434
영업이익	5,065	7,582	7,622	9,413	11,584
영업이익률 (%)	22.4	27.5	23.4	24.4	26.3
비영업손익	-668	-994	-539	418	582
<b>순금융비용</b>	-148	-167	-227	-368	-532
외환관련손익	283	185	-162	83	83
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-22	-7	14	0	0
세전계속사업이익	4,397	6,588	7,083	9,831	12,166
세전계속사업이익률 (%)	19.5	23.9	21.8	25.5	27.6
계속사업법인세	1,246	2,372	1,913	2,576	3,187
<b>계속사업이익</b>	3,152	4,217	5,170	7,255	8,978
중단사업이익	15,801	301	0	0	0
*법인세효과	355	26	0	0	0
당기순이익	18,953	4,518	5,170	7,255	8,978
<b>순이익률 (%)</b>	83.9	16.4	15.9	18.8	20.4
지배주주	18,975	4,545	5,187	7,273	8,996
<b>지배주주귀속 순이익률 (%)</b>	83.99	16.47	15.96	18.89	20.44
비지배주주	-22	-27	-18	-18	-18
<b>총포괄이익</b>	18,318	5,625	5,772	7,857	9,580
<b>지배주주</b>	18,340	5,653	5,788	7,874	9,597
<b>비지배주주</b>	-22	-28	-17	-17	-17
EBITDA	6,382	9,023	9,306	11,019	12,931

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	25.6	22.1	17.9	18.4	14.3
영업이익	-2.8	49.7	0.5	23.5	23.1
세전계속사업이익	-19.8	49.8	7.5	38.8	23.8
EBITDA	1.6	41.4	3.1	18.4	17.4
EPS(계속사업)	-9.1	69.4	22.2	40.2	23.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	112.7	27.8	24.6	25.9	24.6
ROA	67.4	14.8	13.0	14.5	14.8
EBITDA마진	28.3	32.7	28.6	28.6	29.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	160.5	180.1	170.4	212.2	253.3
부채비율	82.9	88.9	87.0	71.3	61.1
순자입금/자기자본	-42.4	-56.1	-68.4	-81.7	-89.9
EBITDA/이자비용(배)	94.6	157.6	154.8	164.2	192.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,598	12,874	15,737	22,064	27,292
BPS	44,636	54,486	73,700	96,878	125,197
CFPS	48,578	18,158	20,846	26,937	31,379
주당 현금배당금	734	782	800	900	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	97.4	66.3	50.2	31.1	25.2
PER(최저)	28.9	51.2	29.3	28.2	22.8
PBR(최고)	16.6	15.7	10.7	7.1	5.5
PBR(최저)	4.9	12.1	6.3	6.4	5.0
PCR	14.9	39.2	31.6	25.0	21.5
EV/EBITDA(최고)	37.5	30.3	26.4	18.4	14.9
EV/EBITDA(최저)	16.0	23.2	14.8	16.5	13.2