

2017/07/28

NAVER(035420)

좋은 기업과 좋은 주식의 gap 메꾸기 과정 기대

■ 2Q17 Review: 매출액 +14.4% YoY, 영업이익 +4.6% YoY

2Q17 매출액과 영업이익은 각각 1조 1130억원 (+14.4% YoY, +4.4% QoQ), 2,852억원 (+4.6% YoY, -1.9% QoQ)으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. 전 사업부문이 고르게 성장했는데 광고는 모바일 신규 상품 개발, 비즈니스플랫폼은 모바일 검색 강화 및 쇼핑 상품 카테고리 증가로 매출 성장이 지속되고 있다. 네이버페이와 클라우드 서비스가 포함되어 있는 IT 플랫폼은 전년비 75.8% 증가하여 고성장을 기록했다. 클라우드 서비스는 사업 초기 단계로 매출 규모는 아직 미미하지만 향후 신성장동력으로 자리매김할 것으로 기대한다.

■ 수익성 하락보다는 AI 생태계 선점 가능성에 무게 실어야

네이버페이 거래액이 증가하면서 비용부담은 증가하고 있다. 간편결제 서비스의 매출 기여는 미미한 반면 결제 수수료 및 포인트 페이백에 따른 마케팅 비용은 증가하고 있다. 네이버페이를 활용한 편의성 증대로 쇼핑 거래액이 증가하고 있어 당분간 매출액 증가율 대비 비용 증가율이 높을 것으로 추정한다. 더불어 AI 기술 투자는 단기간에 수익으로 연결되기 어려워 이익 성장 둔화는 불가피하다. 하지만 글로벌 ICT 기업은 AI 기술에 대규모 투자를 단행하고 있어 현 시점에서는 비용 증가보다는 기술 투자를 통한 AI 생태계 선점 가능성에 밸류에이션 프리미엄을 적용할 필요가 있다.

■ AI 관련 긍정적 뉴스플로우가 양호한 주가 흐름 형성할 듯

네이버 주가의 발목을 잡는 요인은 1) 라인의 성장성 둔화, 2) 네이버 본사의 비용 증가이다. 라인의 경우 역성장을 지속하고 있는 콘텐츠 사업은 게임사 설립을 통한 게임 매출 증가, 웹툰, 음원 등의 수요 증가로 하반기에 플러스 성장으로 돌아설 것으로 기대한다. 네이버 본사는 3분기 안에 스마트 스피커를 출시할 계획으로 AI 관련 긍정적 뉴스 플로우가 양호한 주가 흐름을 형성할 것으로 판단한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

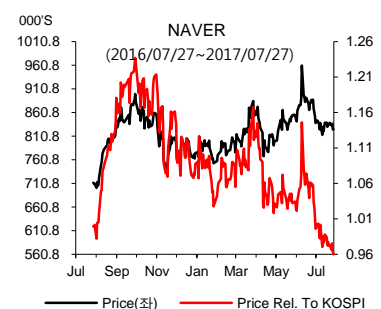
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	1,050,000원
증가(2017/07/27)	825,000원

Stock Indicator

자본금	16십억원
발행주식수	3,296만주
시가총액	27,194십억원
외국인지분율	60.8%
배당금(2016)	1,131원
EPS(2017E)	24,782원
BPS(2017E)	131,772원
ROE(2017E)	20.6%
52주 주가	701,000~960,000원
60일평균거래량	97,131주
60일평균거래대금	83.2십억원

Price Trend



〈표 1〉 NAVER 2 분기 잠정실적

(단위: 십억원)

(십억원)	2016	2017E	2018E	2Q16	1Q17	2Q17P	컨센서스	차이(%)	당사 추정치	차이(%)
매출액	4,022.6	4,626.0	5,347.0	987.2	1,082.3	1,129.6	1,131.5	-0.2	1,155.3	-2.2
YoY(%)	N/A	15.0	15.6	N/A	15.5	14.4	14.6	-0.2p	17.0	-2.6p
QoQ(%)	N/A	N/A	N/A	5.3	-0.2	4.4	4.5	-0.2p	6.7	-2.4p
영업이익	1,101.9	1,205.2	1,517.8	272.6	290.9	285.2	309.3	-7.8	317.8	-10.3
YoY(%)	N/A	9.4	25.9	N/A	13.3	4.6	13.5	-8.9p	16.6	-12p
QoQ(%)	N/A	N/A	N/A	6.2	0.2	-2.0	6.3	-8.3p	9.3	-11.2p
이익률(%)	27.4	26.1	28.4	27.6	26.9	25.2	27.3	-2.1p	27.5	-2.3p
순이익	758.9	825.0	1,026.0	213.2	210.9	171.4	224.3	-23.6	238.9	-28.2
이익률(%)	18.9	17.8	19.2	21.6	19.5	15.2	19.8	-4.6p	20.7	-5.5p

자료: NAVER, 하이투자증권
주: 연결기준

〈표 2〉 NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E
매출액	4,023	4,626	5,347	937	987	1,013	1,085	1,082	1,130	1,165	1,249
광고	400	479	575	82	97	98	123	100	118	119	143
비즈니스플랫폼	1,866	2,108	2,424	450	462	462	491	510	521	526	552
IT플랫폼	121	218	283	23	28	31	39	43	49	57	68
콘텐츠서비스	103	99	119	31	27	23	23	24	24	25	26
LINE 및 기타플랫폼	1,534	1,722	1,946	353	373	399	409	406	418	438	460
영업이익	1,102	1,205	1,518	257	273	282	290	291	285	299	331
세전이익	1,132	1,244	1,543	256	311	288	276	307	305	301	332
순이익	759	825	1,026	165	213	198	183	211	171	210	232
성장률 (YoY %)											
매출액	n/a	15.0	15.6	n/a	n/a	n/a	n/a	15.5	14.4	15.0	15.1
광고	n/a	19.9	20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	22.3	21.8	20.8	16.0
비즈니스플랫폼	n/a	13.0	15.0	n/a	n/a	n/a	n/a	13.3	12.6	13.7	12.4
IT플랫폼	n/a	80.7	30.0	n/a	n/a	n/a	n/a	92.0	75.8	84.4	74.8
콘텐츠서비스	n/a	-4.1	20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-23.7	-10.9	11.7	15.0
LINE 및 기타플랫폼	n/a	12.3	13.0	n/a	n/a	n/a	n/a	15.1	12.0	9.9	12.5
영업이익	n/a	9.4	25.9	n/a	n/a	n/a	n/a	13.3	4.6	5.7	13.9
세전이익	n/a	10.0	24.0	n/a	n/a	n/a	n/a	19.7	-2.0	4.4	20.2
순이익	n/a	8.7	24.4	n/a	n/a	n/a	n/a	27.8	-19.6	6.3	27.1
이익률 (%)											
영업이익률	27.4	26.1	28.4	27.4	27.6	27.9	26.7	26.9	25.2	25.6	26.5
세전이익률	28.1	26.9	28.9	27.3	31.5	28.4	25.4	28.3	27.0	25.8	26.6
순이익률	18.9	17.8	19.2	17.6	21.6	19.5	16.8	19.5	15.2	18.1	18.6

자료: NAVER, 하이투자증권
주: 연결기준

〈표 3〉 LINE 실적 추이 및 전망

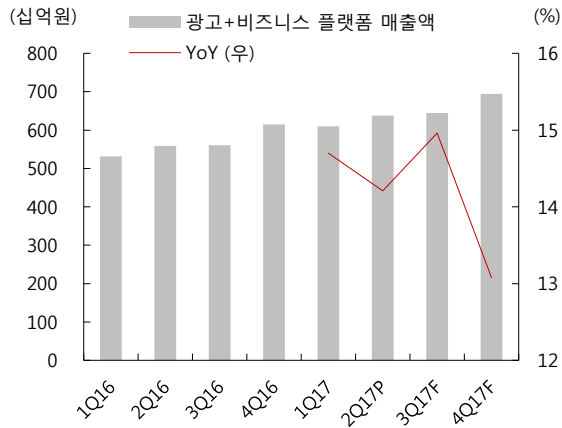
(단위: 십억엔)

	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E
총 영업수익	146.5	175.8	198.7	34.1	38.2	36.1	38.1	39.2	50.5	42.0	44.1
영업수익	140.8	164.5	198.3	33.5	33.9	35.9	37.4	38.9	39.8	41.9	44.0
Ads	54.7	72.9	94.2	11.9	12.6	14.5	15.7	16.6	17.5	18.8	20.0
LINE	44.4	62.5	83.3	9.3	10.2	11.9	13.0	13.9	15.1	16.2	17.3
포털	10.2	10.6	10.9	2.6	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7
Communication	29.3	31.2	33.0	7.7	7.4	7.3	7.0	8.1	7.5	7.7	7.9
Content	44.8	40.2	42.8	11.9	11.4	10.8	10.8	10.4	10.1	9.7	9.9
Others	11.9	20.3	28.3	2.0	2.5	3.4	4.0	3.9	4.6	5.6	6.2
기타영업수익	5.8	11.2	0.4	0.6	4.3	0.2	0.7	0.3	10.7	0.1	0.1
영업이익	19.7	26.7	21.0	5.2	8.0	4.9	1.6	4.0	14.6	4.0	4.1
세전이익	20.5	22.6	16.2	4.1	N/A	4.6	2.7	3.6	13.4	2.8	2.8
순이익	9.5	14.4	11.0	1.4	3.1	2.8	2.2	1.6	8.9	1.9	1.9
성장률 (YoY %)											
총 영업수익	21.2	19.9	13.0	n/a	n/a	n/a	17.5	15.1	32.1	16.2	15.6
영업수익	16.6	16.9	20.5	18.8	20.2	12.3	15.9	16.2	17.3	16.4	17.5
Ads	49.3	33.3	29.2	40.7	59.6	51.0	46.8	39.1	38.9	29.8	27.6
LINE	67.6	40.7	33.4	68.8	89.0	63.0	56.3	49.8	47.5	35.9	33.1
포털	2.7	4.3	2.5	-9.7	-4.2	9.5	8.3	0.6	10.0	5.4	2.0
Communication	2.0	6.3	5.9	13.8	14.1	-7.0	-9.4	4.8	2.0	6.1	12.6
Content	-9.1	-10.4	6.5	-1.9	-8.1	-18.4	-7.2	-12.3	-11.6	-9.7	-7.7
Others	98.7	70.0	39.6	150.0	212.5	144.1	74.0	92.6	85.8	64.0	54.0
기타영업수익	2,664.4	95.3	-96.1	n/a	n/a	n/a	529.6	-45.0	148.7	-41.2	-84.9
영업이익	885.9	35.5	-21.2	n/a	n/a	n/a	101.4	-22.6	82.6	-18.5	157.6
세전이익	흑전	10.4	-28.4	n/a	n/a	n/a	흑전	n/a	n/a	-38.4	4.4
순이익	흑전	51.2	-23.5	n/a	n/a	n/a	흑전	17.0	187.6	-31.8	-12.6
이익률 (%)											
영업이익률	13.5	15.2	10.6	15.2	20.9	13.7	4.1	10.3	28.9	9.6	9.2
세전이익률	14.0	12.9	8.2	12.1	N/A	12.7	7.1	9.1	26.5	6.7	6.5
순이익률	6.5	8.2	5.6	4.1	8.1	7.8	5.8	4.2	17.7	4.6	4.4

자료: LINE, 하이투자증권

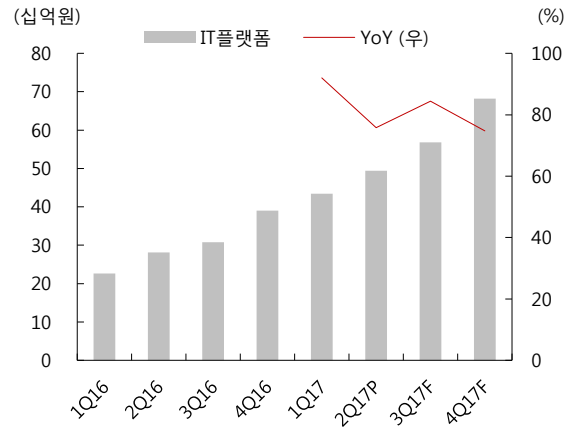
주: 연결기준

〈그림 1〉 안정적 성장 지속하는 광고+비즈니스 플랫폼 매출액 추이



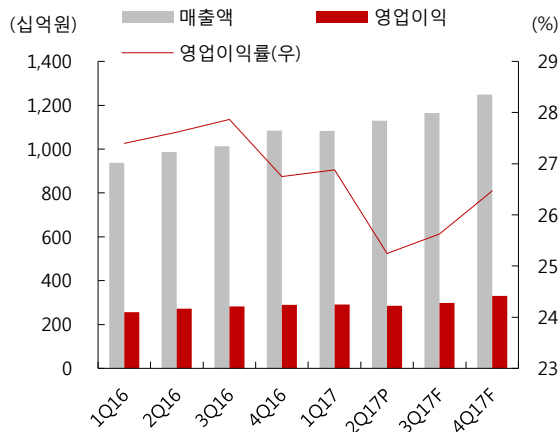
자료: NAVER, 하이투자증권

〈그림 2〉 신성장 동력으로 예상되는 IT 플랫폼 매출액 추이



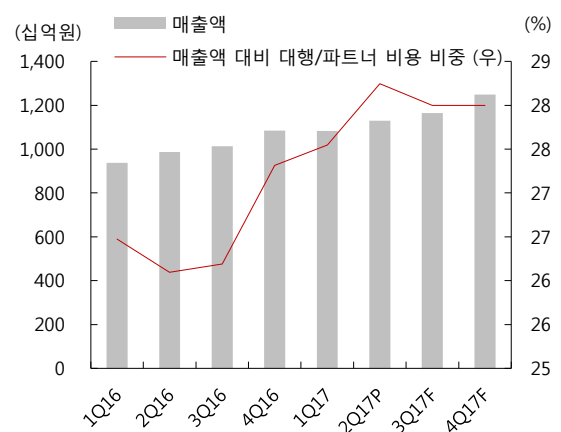
자료: NAVER, 하이투자증권

〈그림 3〉 NAVER의 영업이익률 추이



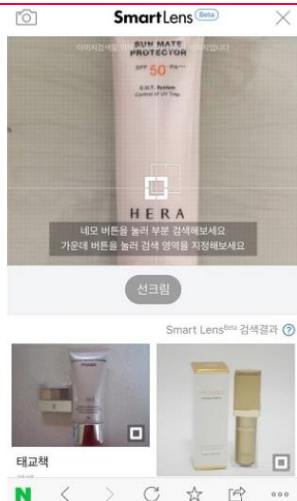
자료: NAVER, 하이투자증권

〈그림 4〉 NAVER의 매출액 대비 대행/파트너 비용 비중 추이



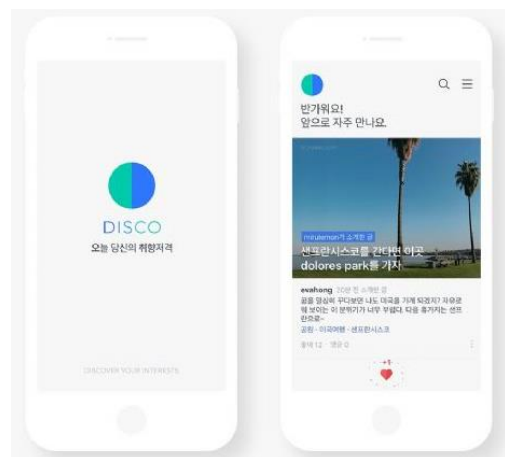
자료: NAVER, 하이투자증권

〈그림 5〉 이미지 검색 서비스 '스마트 렌즈' 검색 결과



자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

〈그림 6〉 AI 플랫폼을 탑재한 콘텐츠 큐레이션 서비스 '디스코'



자료: NAVER, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,200	5,035	6,028	7,149
현금 및 현금성자산	1,726	2,277	3,223	4,287
단기금융자산	1,668	1,835	1,743	1,656
매출채권	719	827	956	1,089
재고자산	10	12	14	16
비유동자산	2,171	2,095	2,060	2,054
유형자산	863	718	607	523
무형자산	112	95	82	73
자산총계	6,371	7,130	8,088	9,203
유동부채	1,804	1,804	1,804	1,804
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	227	227	227	227
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	437	437	437	437
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	2,241	2,241	2,241	2,241
지배주주지분	3,595	4,344	5,288	6,388
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,217	1,217	1,217
이익잉여금	3,810	4,594	5,575	6,710
기타자본항목	-1,424	-1,424	-1,424	-1,424
비지배주주지분	535	545	559	574
자본총계	4,130	4,889	5,847	6,962

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,023	4,626	5,347	6,089
증가율(%)	23.6	15.0	15.6	13.9
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	4,023	4,626	5,347	6,089
판매비와관리비	2,921	3,421	3,829	4,333
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,102	1,205	1,518	1,756
증가율(%)	32.7	9.4	25.9	15.7
영업이익률(%)	27.4	26.1	28.4	28.8
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-9	-12	-11	-12
기타영업외손익	10	13	2	-2
세전계속사업이익	1,132	1,244	1,543	1,778
법인세비용	361	417	517	596
세전계속이익률(%)	28.1	26.9	28.9	29.2
당기순이익	759	828	1,026	1,183
순이익률(%)	18.9	17.9	19.2	19.4
지배주주귀속 순이익	749	817	1,013	1,167
기타포괄이익	-35	-35	-35	-35
총포괄이익	724	792	990	1,147
지배주주귀속총포괄이익	716	784	981	1,136

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,164	1,079	1,236	1,363
당기순이익	759	828	1,026	1,183
유형자산감가상각비	146	145	111	85
무형자산상각비	17	17	13	9
지분법관련손실(이익)	-9	-12	-11	-12
투자활동 현금흐름	-942	-302	-43	-48
유형자산의 처분(취득)	-154	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-21	-	-	-
금융상품의 증감	-422	-167	92	87
재무활동 현금흐름	698	1,343	1,343	1,343
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-105	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-32	-33	-33	-33
현금및현금성자산의증감	913	551	946	1,064
기초현금및현금성자산	813	1,726	2,277	3,223
기말현금및현금성자산	1,726	2,277	3,223	4,287

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	22,732	24,782	30,725	35,418
BPS	109,055	131,772	160,432	193,785
CFPS	27,676	29,704	34,475	38,275
DPS	1,131	1,131	1,131	1,131
Valuation(배)				
PER	34.1	33.3	26.9	23.3
PBR	7.1	6.3	5.1	4.3
PCR	28.0	27.8	23.9	21.6
EV/EBITDA	17.8	17.2	13.8	11.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	26.2	20.6	21.0	20.0
EBITDA 이익률	31.4	29.6	30.7	30.4
부채비율	54.3	45.8	38.3	32.2
순부채비율	-73.1	-76.4	-78.5	-80.0
매출채권회전율(x)	6.5	6.0	6.0	6.0
재고자산회전율(x)	311.2	415.9	416.9	414.0

자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
2017-07-17	Buy	1,050,000
2017-04-03(담당자변경)	Buy	1,050,000
2016-01-06	Buy	770,000
2015-10-30	Buy	700,000
2015-07-31	Buy	680,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김민정, 오대식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-