



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 기록 했다. 클라우스 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 문화는 불가피하다. 하지만 글로벌 ICT 기업은 AI 기술에 대규모 투자를 단행하고 있어 현 시점에서는 비용 증가보다는 기술 투자를 통한 AI 생태계 선점 가능성에 벨류에이션 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

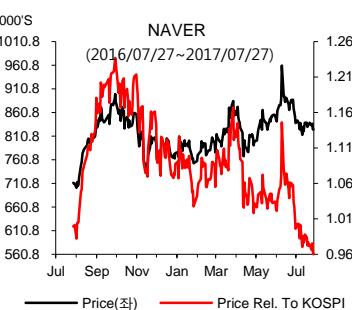
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	1,050,000원
종가(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



COMPANY BRIEF

<표 1> NAVER 2 분기 잠정실적

(십억원)	2016	2017E	2018E	2Q16	1Q17	2Q17P	컨센서스	차이(%)	당사 추정치	차이(%)	(단위: 십억원)
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

	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	(단위: 십억원)
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	
영업이익률	n/a	9.4	25.9	n/a	n/a	n/a	n/a	13.3	4.6	5.7	13.9	
세전이익률	n/a	10.0	24.0	n/a	n/a	n/a	n/a	19.7	-2.0	4.4	20.2	
순이익률	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

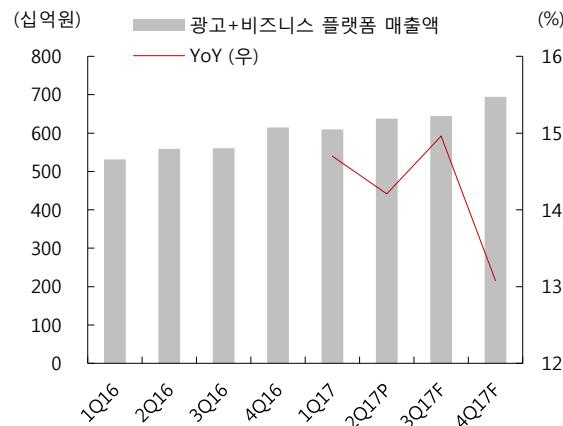
<표 3> LINE 실적 추이 및 전망

	(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

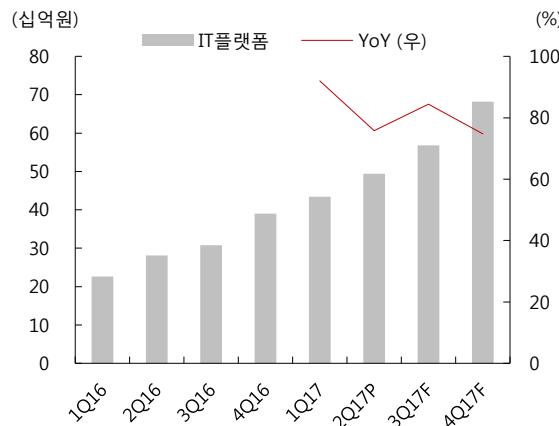
COMPANY BRIEF

<그림 1> 안정적 성장 지속하는 광고+비즈니스 플랫폼 매출액 추이



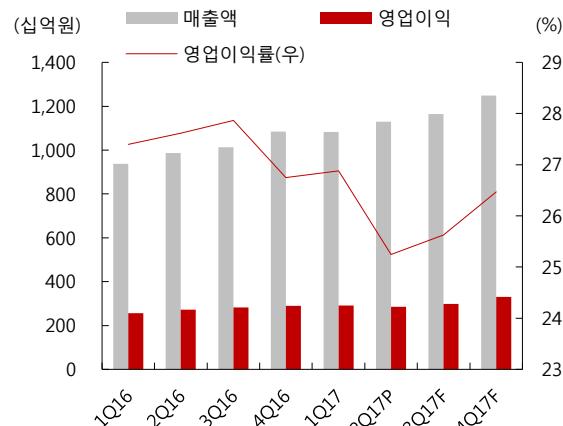
자료: NAVER, 하이투자증권

<그림 2> 신성장 동력으로 예상되는 IT 플랫폼 매출액 추이



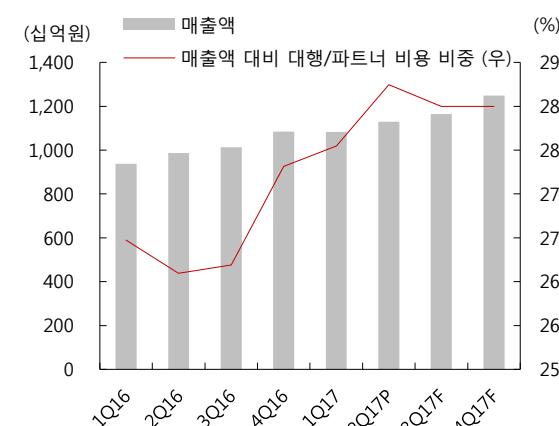
자료: NAVER, 하이투자증권

<그림 3> NAVER의 영업이익률 추이



자료: NAVER, 하이투자증권

<그림 4> NAVER의 매출액 대비 대행/파트너 비용 비중 추이



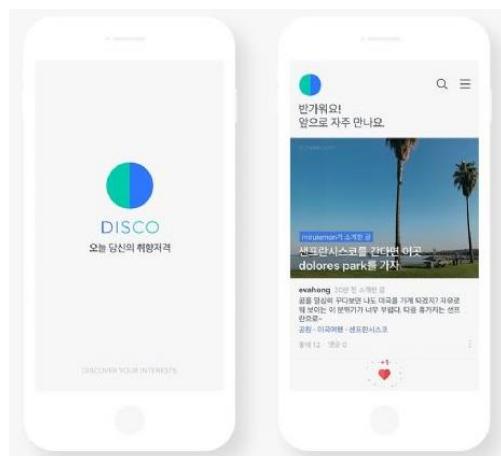
자료: NAVER, 하이투자증권

<그림 5> 이미지 검색 서비스 '스마트 렌즈' 검색 결과



자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

<그림 6> AI 플랫폼을 탑재한 콘텐츠 큐레이션 서비스 '디스코'



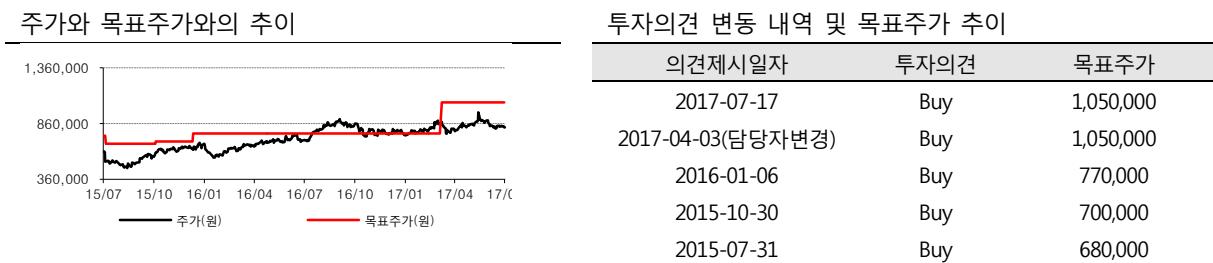
자료: NAVER, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,200	5,035	6,028	7,149	매출액	4,023	4,626	5,347	6,089
현금 및 현금성자산	1,726	2,277	3,223	4,287	증가율(%)	23.6	15.0	15.6	13.9
단기금융자산	1,668	1,835	1,743	1,656	매출원가	-	-	-	-
매출채권	719	827	956	1,089	매출총이익	4,023	4,626	5,347	6,089
재고자산	10	12	14	16	판매비와관리비	2,921	3,421	3,829	4,333
비유동자산	2,171	2,095	2,060	2,054	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	863	718	607	523	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	112	95	82	73	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,371	7,130	8,088	9,203	영업이익	1,102	1,205	1,518	1,756
유동부채	1,804	1,804	1,804	1,804	증가율(%)	32.7	9.4	25.9	15.7
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	27.4	26.1	28.4	28.8
단기차입금	227	227	227	227	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	437	437	437	437	지분법이익(손실)	-9	-12	-11	-12
사채	150	150	150	150	기타영업외손익	10	13	2	-2
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	1,132	1,244	1,543	1,778
부채총계	2,241	2,241	2,241	2,241	법인세비용	361	417	517	596
지배주주지분	3,595	4,344	5,288	6,388	세전계속이익률(%)	28.1	26.9	28.9	29.2
자본금	16	16	16	16	당기순이익	759	828	1,026	1,183
자본잉여금	1,217	1,217	1,217	1,217	순이익률(%)	18.9	17.9	19.2	19.4
이익잉여금	3,810	4,594	5,575	6,710	지배주주귀속 순이익	749	817	1,013	1,167
기타자본항목	-1,424	-1,424	-1,424	-1,424	기타포괄이익	-35	-35	-35	-35
비지배주주지분	535	545	559	574	총포괄이익	724	792	990	1,147
자본총계	4,130	4,889	5,847	6,962	지배주주귀속총포괄이익	716	784	981	1,136

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,164	1,079	1,236	1,363	주당지표(원)				
당기순이익	759	828	1,026	1,183	EPS	22,732	24,782	30,725	35,418
유형자산감가상각비	146	145	111	85	BPS	109,055	131,772	160,432	193,785
무형자산상각비	17	17	13	9	CFPS	27,676	29,704	34,475	38,275
지분법관련손실(이익)	-9	-12	-11	-12	DPS	1,131	1,131	1,131	1,131
투자활동 현금흐름	-942	-302	-43	-48	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-154	-	-	-	PER	34.1	33.3	26.9	23.3
무형자산의 처분(취득)	-21	-	-	-	PBR	7.1	6.3	5.1	4.3
금융상품의 증감	-422	-167	92	87	PCR	28.0	27.8	23.9	21.6
재무활동 현금흐름	698	1,343	1,343	1,343	EV/EBITDA	17.8	17.2	13.8	11.7
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-105	-	-	-	ROE	26.2	20.6	21.0	20.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	31.4	29.6	30.7	30.4
배당금지급	-32	-33	-33	-33	부채비율	54.3	45.8	38.3	32.2
현금및현금성자산의증감	913	551	946	1,064	순부채비율	-73.1	-76.4	-78.5	-80.0
기초현금및현금성자산	813	1,726	2,277	3,223	매출채권회전율(x)	6.5	6.0	6.0	6.0
기말현금및현금성자산	1,726	2,277	3,223	4,287	재고자산회전율(x)	311.2	415.9	416.9	414.0

자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치센터



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

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