

NAVER(035420)

4Q17 Preview: 일시적 매출 감소에도 안정적인 실적

기대치를 소폭 하회하는 4분기 실적

NAVER의 4분기 매출액과 영업이익을 각각 1조 2,394억원(+14.2% YoY, +3.2% QoQ)과 3,119억원(+7.5% YoY, -0.1% QoQ)으로 추정한다. 성수기 효과로 광고와 비즈니스 플랫폼 매출액은 전분기 대비 각각 15.4%, 3.0% 증가할 전망이다. 하지만 추석 연휴 기간 PC 트래픽 감소로 3분기 대비 연간 성장률의 둔화는 불가피할 것으로 예상된다. IT 플랫폼 매출액은 NAVER페이 거래액이 2.1조원(+10.7% QoQ)으로 증가함에 따라 632억원(+62.2% YoY, +7.9% QoQ)에 달할 것이다. 인건비 증가는 제한적일 전망이지만 AI 스피커 및 NAVER페이 적립 포인트 증가로 마케팅 비용은 694억원(+7.9% QoQ)으로 늘어날 것이다.

자리를 잡아가는 LINE 광고 사업

LINE의 4분기 실적은 매출액 451억엔(+18.3% YoY, +4.9% QoQ), 영업이익 41억엔(+155.9% YoY, -29.9% QoQ)으로 예상된다. 마케팅 비용과 인건비 증가로 수익성은 전분기 대비 악화될 전망이다. 하지만 퍼포먼스 광고의 견고한 성장을 기반으로 LINE의 광고 매출액이 221억엔(+40.8% YoY, +8.5% QoQ)으로 늘어날 것이다. 광고 효율 개선과 광고주 증가로 CPM과 광고 조회수가 지속 상승 중이며 2018년 1분기부터 동영상 광고 비중의 확대를 통한 매출 성장 가속화가 예상된다.

매수의견 및 목표주가 1,050,000원 유지

NAVER에 대한 매수의견과 목표주가 1,050,000원(SOTP)을 유지한다. 비용 증가와 추석 연휴 영향에 따른 일시적인 PC 트래픽 감소로 단기 실적은 부진할 전망이다. 하지만 2018년에는 검색 채널 다양화(음성, 이미지), 쇼핑 검색 광고 적용 상품군 확대, AI 기술 적용에 따른 광고 효율 개선 등을 통해 매출 성장이 본격화될 것으로 예상된다. 한편 최근 LINE 기업 가치의 가파른 상승으로 시가 총액 내 LINE 비중이 상승해 NAVER 포털 밸류에이션에 대한 부담이 축소된 점도 향후 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 1,050,000원(유지)

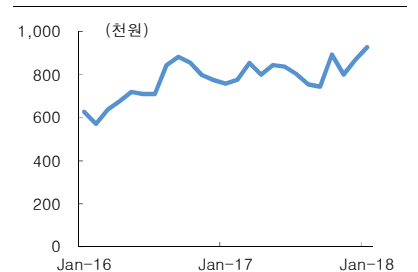
Stock Data

KOSPI(1/10)	2,500
주가(1/10)	928,000
시가총액(십억원)	30,589
발행주식수(백만)	33
52주 최고/최저(원)	960,000/720,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	82,398
유동주식비율/외국인지분율(%)	78.3/59.7
주요주주(%)	국민연금 10.8
	Aberdeen Asset Management Asia Limited 외 3인 5.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.8	14.1	17.2
KOSPI 대비(%p)	10.4	9.2	(5.1)

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	3,254	830	519	17,619	15.3	986	37.3	19.7	6.8	26.5	0.2
2016A	4,023	1,102	749	25,746	46.1	1,265	30.1	17.2	5.2	26.2	0.1
2017F	4,681	1,191	787	27,063	5.1	1,364	32.1	18.1	5.0	19.8	0.2
2018F	5,495	1,366	951	32,383	19.7	1,546	29.2	17.0	4.7	19.9	0.2
2019F	6,155	1,528	1,074	36,572	12.9	1,714	25.8	14.8	4.1	18.7	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 NAVER 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
영업수익	1,082.3	1,129.6	1,200.7	1,239.4	1,282.7	1,320.0	1,346.3	1,429.5	4,022.6	4,651.9	5,378.4
광고	99.7	117.7	114.2	131.8	123.1	134.2	120.3	145.0	399.5	463.4	522.6
비즈니스플랫폼	509.7	520.5	548.6	565.1	583.9	595.5	605.1	640.9	1,865.6	2,143.9	2,425.4
IT 플랫폼	43.4	49.4	58.6	63.2	63.7	69.9	72.9	80.7	120.5	214.6	287.2
콘텐츠서비스	23.5	24.4	26.7	28.1	29.4	30.5	32.8	34.9	103.2	102.7	127.6
LINE 및 기타플랫폼	406.0	417.6	452.6	451.2	482.6	489.9	515.2	528.1	1,533.8	1,727.4	2,015.7
영업수익비중%											
광고	9.2%	10.4%	9.5%	10.6%	9.6%	10.2%	8.9%	10.1%	9.9%	10.0%	9.7%
비즈니스플랫폼	47.1%	46.1%	45.7%	45.6%	45.5%	45.1%	44.9%	44.8%	46.4%	46.1%	45.1%
IT 플랫폼	4.0%	4.4%	4.9%	5.1%	5.0%	5.3%	5.4%	5.6%	3.0%	4.6%	5.3%
콘텐츠서비스	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.6%	2.2%	2.4%
LINE 및 기타플랫폼	37.5%	37.0%	37.7%	36.4%	37.6%	37.1%	38.3%	36.9%	38.1%	37.1%	37.5%
영업비용	791.4	844.4	888.6	927.5	958.0	984.6	1,010.6	1,048.2	2,920.6	3,451.8	4,001.4
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	154.4	163.9	169.3	175.3	177.1	537.2	591.3	685.7
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	219.4	227.0	235.0	239.6	254.5	660.5	819.2	956.1
인프라	49.3	54.4	57.3	59.5	61.6	63.4	64.6	68.6	188.1	220.5	258.2
마케팅	40.3	50.5	64.3	69.4	70.5	72.6	74.0	75.8	148.3	224.5	293.0
LINE 및 기타플랫폼	374.9	394.8	401.8	424.8	434.9	444.4	457.0	472.2	1,386.6	1,596.3	1,808.5
영업이익	290.8	285.2	312.1	311.9	324.7	335.4	335.7	381.3	1,102.0	1,200.1	1,377.0
영업이익률(%)	26.9%	25.2%	26.0%	25.2%	25.3%	25.4%	24.9%	26.7%	27.4%	25.8%	25.6%
세전이익	306.8	305.1	321.0	329.5	337.2	351.7	350.9	397.1	1,131.8	1,262.4	1,436.8
순이익	210.9	171.4	215.8	229.0	234.4	244.4	243.9	276.0	759.1	827.1	998.6
순이익률(%)	19.5%	15.2%	18.0%	18.5%	18.3%	18.5%	18.1%	19.3%	18.9%	17.8%	18.6%

자료: NAVER, 한국투자증권

〈표 2〉 LINE 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016F	2017F	2018F
영업수익	39.2	50.5	43.0	45.1	48.3	48.7	50.5	52.7	146.6	177.9	200.1
매출액	38.9	39.8	42.5	44.9	48.1	48.5	50.3	52.5	140.7	166.2	199.3
스티커	8.1	7.5	7.5	7.8	8.1	7.7	7.6	7.5	29.3	30.9	30.9
게임	10.4	10.1	9.9	10.1	10.1	9.8	9.7	9.9	44.8	40.5	39.5
광고	16.6	17.5	20.4	22.1	24.9	25.7	27.7	29.7	53.8	76.6	108.0
LINE	13.9	15.1	17.8	19.5	22.2	23.2	25.0	26.9	43.7	66.2	97.4
포털	2.6	2.5	2.7	2.7	2.7	2.5	2.7	2.7	10.1	10.4	10.7
기타	3.9	4.6	4.7	4.9	5.0	5.2	5.3	5.5	12.8	18.1	21.0
영업비용	35.2	35.9	37.2	41.0	42.0	42.8	44.0	45.4	126.7	149.3	174.2
지급수수료	7.7	7.3	7.3	7.6	7.8	7.7	7.6	7.8	29.8	29.9	30.9
인건비	9.7	9.5	10.8	11.6	12.0	12.5	12.9	13.3	39.4	41.7	50.7
광고선전비	4.0	3.8	2.5	4.8	4.6	4.9	5.1	5.4	11.8	15.2	19.9
통신비	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2	2.3	2.4	7.8	8.9	9.1
Authentication	5.0	5.8	6.5	6.6	6.7	6.8	7.0	7.1	14.4	23.9	27.6
감가상각비	1.5	1.5	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	5.1	6.7	8.5
기타	5.2	5.6	5.9	6.2	6.7	6.7	7.0	7.3	18.4	23.0	27.6
영업이익	4.0	14.6	5.8	4.1	6.3	5.8	6.5	7.3	19.9	28.6	25.9
영업이익률%	10.3%	36.7%	13.8%	9.1%	13.1%	12.0%	12.9%	13.8%	14.1%	17.2%	13.0%
순이익	1.6	8.9	1.6	2.7	4.1	3.8	4.2	4.7	8.7	14.9	15.0
순이익률%	4.2%	17.7%	3.8%	5.9%	8.5%	7.8%	8.4%	9.0%	6.0%	8.4%	7.5%

자료: LINE, 한국투자증권

〈표 3〉 NAVER SotP Valuation

(십억원, 원)

항목	값	내용
NAVER 포털 Value	19,352.3	
18F 순이익	976.9	
Target PER(X)	20.6	동종업체 PER 평균
LINE Value	6,799.1	지분 가치 30%할인
18F 매출액	2,015.7	
Target PSR(X)	7.3	Tencent PSR 30% 할인
Snow Value	1,955.1	Total 카메라 사업 가치 13.3% 희석
자산가치	6,070.4	
순현금	3,017.0	
자사주	3,053.4	
Total 가치	34,176.9	
발행주식수(백만주)	32,963	
목표주가	1,050,000	

자료: 한국투자증권

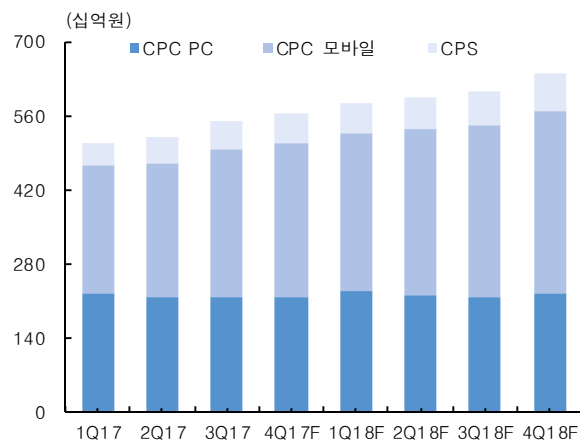
〈표 4〉 NAVER 실적 추정 변경 내용

(십억원)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2017F	4,651.9	4,608.6	0.9%
	2018F	5,378.4	5,224.6	2.9%
	2019F	6,235.4	5,842.2	6.7%
영업이익	2017F	1,200.1	1,153.0	4.1%
	2018F	1,377.0	1,250.6	10.1%
	2019F	1,625.3	1,398.1	16.2%
지배주주순이익	2017F	793.3	769.2	3.1%
	2018F	957.7	875.1	9.4%
	2019F	1,136.4	990.5	14.7%
EPS	2017F	27,262.5	26,434.0	3.1%
	2018F	32,606.1	29,797.0	9.4%
	2019F	38,692.4	33,726.0	14.7%

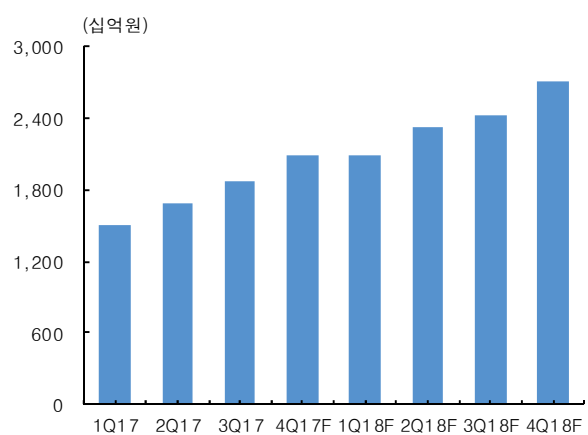
자료: 한국투자증권

[그림 1] 비즈니스 플랫폼 부문별 매출 추이 및 전망



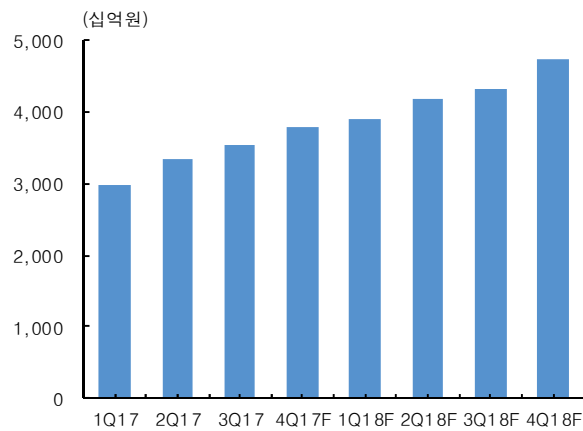
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 2]페이 거래액 증가 추이 및 전망



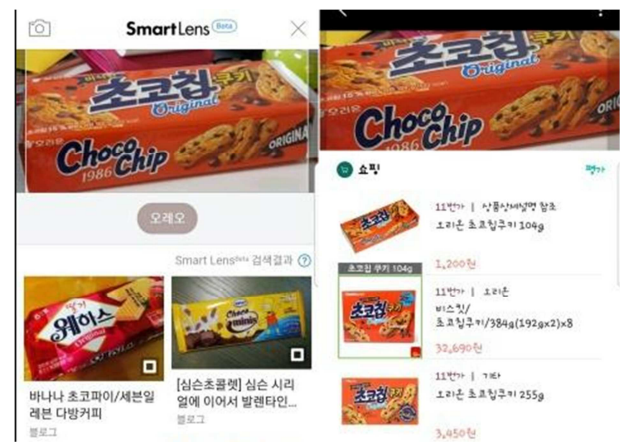
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 3] 쇼핑 거래액 증가 추이 및 전망



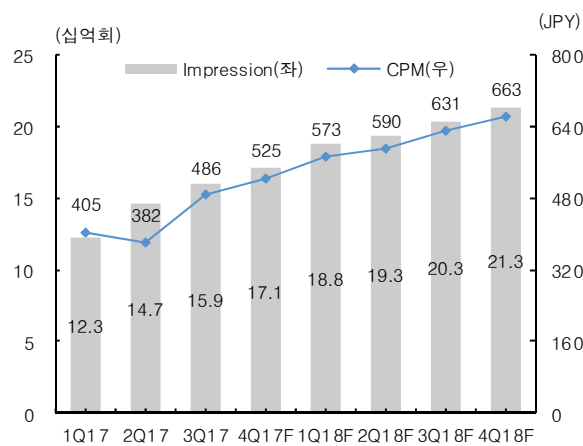
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 4] NAVER 스마트렌즈



자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 5] LINE 퍼포먼스 광고 Impression 및 CPM 추이



자료: LINE, 한국투자증권

[그림 6] LINE 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

NAVER는 일평균 약 1,800만명의 이용자가 방문하는 검색 점유율 1위의 국내 대표 인터넷 검색포털. 사업 부문은 광고 (검색, 디스플레이), 콘텐츠, 기타로 분류되며 2015년 기준 70% 이상의 매출이 광고 부문에서 발생. 자회사 LINE은 일본을 포함한 4개국(대만, 태국, 인도네시아)의 주요 메신저로 2억명 이상의 MAU 보유. 게임, 광고, 이모티콘 등이 주요 매출원이며 최근에는 태국과 인도네시아 O2O 시장 진출 또한 활발히 이루어지고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,639	4,200	4,306	5,242	6,227
현금성자산	813	1,726	2,326	3,066	3,804
매출채권및기타채권	527	719	744	753	811
재고자산	16	10	12	14	16
비유동자산	1,747	2,171	3,032	3,214	3,568
투자자산	440	797	1,600	1,710	1,983
유형자산	864	863	906	950	993
무형자산	103	112	130	151	175
자산총계	4,386	6,371	7,338	8,456	9,794
유동부채	1,684	1,804	1,959	2,105	2,284
매입채무및기타채무	689	981	1,023	1,076	1,154
단기차입금및단기사채	413	227	200	176	155
유동성장기부채	105	0	0	0	0
비유동부채	433	437	464	486	521
사채	150	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,116	2,241	2,423	2,592	2,806
지배주주지분	2,125	3,595	4,346	5,254	6,331
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	133	1,217	1,217	1,217	1,217
기타자본	(1,125)	(1,424)	(1,424)	(1,424)	(1,424)
이익잉여금	3,069	3,810	4,562	5,469	6,546
비지배주주지분	145	535	569	610	658
자본총계	2,270	4,130	4,915	5,864	6,989

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	851	1,164	1,214	1,388	1,577
당기순이익	517	759	827	999	1,185
유형자산감가상각비	143	146	149	151	154
무형자산상각비	13	17	21	24	28
자산부채변동	63	88	159	153	128
기타	115	154	59	60	83
투자활동현금흐름	(786)	(942)	(511)	(533)	(710)
유형자산투자	(121)	(154)	(192)	(194)	(197)
유형자산매각	2	57	0	0	0
투자자산순증	(654)	(731)	(806)	(113)	(278)
무형자산순증	(15)	(21)	(39)	(45)	(52)
기타	2	(93)	525	(182)	(183)
재무활동현금흐름	6	698	(103)	(115)	(130)
자본의증가	0	1,374	0	0	0
차입금의순증	187	(341)	(27)	(24)	(21)
배당금지급	(23)	(32)	(33)	(42)	(50)
기타	(158)	(303)	(43)	(49)	(59)
기타현금흐름	19	(7)	0	0	0
현금의증가	91	913	600	740	738

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

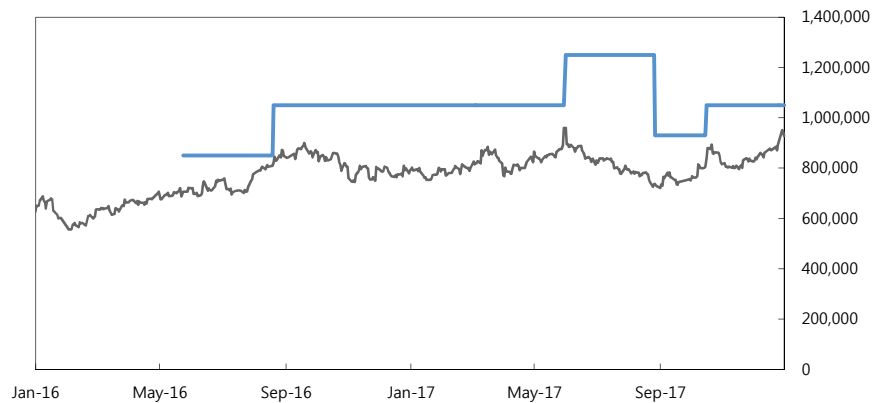
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,254	4,023	4,651	5,378	6,235
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,254	4,023	4,652	5,378	6,235
판매관리비	2,424	2,921	3,452	4,001	4,610
영업이익	830.2	1,102	1,200	1,377	1,625
금융수익	67	67	108	109	120
이자수익	28	36	41	47	58
금융비용	53	38	18	18	18
이자비용	6	6	4	4	4
기타영업외손익	(20)	10	(25)	(29)	(17)
관계기업관련손익	(2)	(9)	(2)	(2)	(5)
세전계속사업이익	823	1,132	1,262	1,437	1,705
법인세비용	229	361	433	438	520
연결당기순이익	517	759	827	999	1,185
지배주주지분순이익	518.7	749.3	793.3	957.7	1,136.4
기타포괄이익	37	(35)	0	0	0
총포괄이익	554	724	827	999	1,185
지배주주지분포괄이익	556	733	793	958	1,136
EBITDA	986	1,265	1,370	1,552	1,807

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	17,619	25,746	27,262	32,606	38,692
BPS	96,527	150,192	172,992	200,530	233,189
DPS	1,100	1,131	1,420	1,700	2,040
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.0	23.6	15.6	15.6	15.9
영업이익증가율	9.5	32.7	8.9	14.7	18.0
순이익증가율	14.1	44.4	5.9	20.7	18.7
EPS증가율	15.3	46.1	5.9	19.6	18.7
EBITDA증가율	9.3	28.3	8.3	13.3	16.4
수익성(%)					
영업이익률	25.5	27.4	25.8	25.6	26.1
순이익률	15.9	18.6	17.1	17.8	18.2
EBITDA Margin	30.3	31.4	29.4	28.9	29.0
ROA	13.3	14.1	12.1	12.6	13.0
ROE	26.5	26.2	20.0	20.0	19.6
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
배당성향	6.2	4.3	5.3	5.2	5.3
안정성					
순차입금(십억원)	(1,392)	(3,017)	(3,116)	(4,057)	(4,995)
차입금/자본총계비율(%)	29.4	9.1	7.1	5.6	4.4
Valuation(X)					
PER	37.3	30.1	29.5	24.7	20.8
PBR	6.8	5.2	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	19.7	17.2	16.5	14.0	11.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NAVER(035420)	2015.01.30	NR	-	-	-
	2016.01.30	1년경과	-	-	-
	2016.06.03	매수	850,000원	-13.4	-4.5
	2016.08.30	매수	1,050,000원	-22.3	-8.6
	2017.06.11	매수	1,250,000원	-34.4	-28.4
	2017.09.06	매수	930,000원	-17.9	-12.4
	2017.10.26	매수	1,050,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 10일 현재 Naver 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 Naver 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유통성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버설 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.