

NAVER(035420)

매수(유지)

목표주가: 1,050,000원(유지)

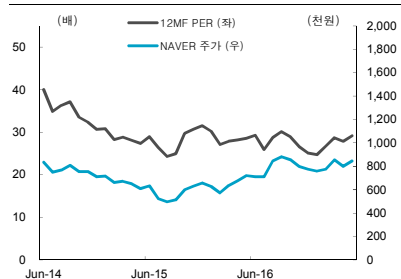
Stock Data

KOSPI(5/8)	2,293
주가(5/8)	845,000
시가총액(십억원)	27,853
발행주식수(백만)	33
52주 최고/최저가(원)	900,000/676,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	71,325
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.6/61.4
주요주주(%)	국민연금 10.8
	Aberdeen Asset Management Asia Limited 5.0
	외 3인

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.1	3.7	24.3
상대주가(%p)	(4.5)	(10.8)	8.3

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

AI 기술 수익화는 남모르게 진행 중

AI 기술을 활용한 플랫폼 강화 순조롭게 진행 중

AI 기술 투자의 결과물을 통한 NAVER의 플랫폼 강화가 순조롭게 진행되고 있다. 직접적인 매출 기여는 제한적이지만 인공지능 기반의 다양한 서비스를 통해 경쟁 업체들과의 격차가 더욱 확대될 것으로 예상된다. 또한 AI 기술이 광고 플랫폼에 적용됨에 따라 구매 전환율과 CTR(Click Through Rate) 등의 관련 지표들이 점진적으로 개선되며 광고 부문의 견고한 성장세를 견인할 전망이다. 실제로 NAVER는 주요 성장 동력인 쇼핑 부문에 딥러닝 기술을 적용해 다양한 스타일을 추천하는 서비스를 제공 중이다. Google 또한 AI 검색 시스템인 'RankBrain'을 통한 UX(User Experience) 향상을 진행 중이다. 이용자 Query에 대한 정확도가 높아짐에 따라 구매 전환율이 상승하고 이는 곧 광고주 수요 확대에 이어지기 때문에 AI 기술은 매출 성장에 필수적인 요소이다.

사물 인식 검색 서비스인 'View'를 통한 쇼핑 역량 강화

NAVER는 최근 이미지 내 사물을 식별하고 검색 결과를 제공하는 사물인식 검색 서비스인 'View'를 출시했다. 빅스비의 사물 인식 기능과 유사한 서비스이지만 NAVER의 방대한 검색 데이터를 활용할 수 있는 View가 경쟁 우위를 확보할 수 있을 전망이다. 아직은 기술 개발 초기 단계로 인식 오류가 존재하지만 인식 기술이 정교해짐에 따라 기존 검색 광고와 더불어 커머스 부문의 성장을 이끌 요소라고 판단한다. 사물인식 검색의 경우 텍스트 대비 원하는 상품을 비교적 편리하게 검색할 수 있기 때문에 구매 전환율 상승이 가능하다. 사물인식 검색 효율이 극대화될 수 있는 의류 및 화장품의 모바일 쇼핑 시장 내 거래액 비중(2017년 1분기 기준)은 17.5%와 10.0%로 높다. 따라서 NAVER는 향후 'View'를 활용해 온라인 커머스 시장 내 영향력을 빠르게 확대할 수 있을 것으로 예상된다.

AI 적용 상품 확대에 따른 트래픽 증가 기대

NAVER는 인공지능 기반 콘텐츠 추천 시스템인 AiRS(AI Recommender System)의 적용 분야를 빠르게 확대 중이다. AiRS는 사용자의 콘텐츠 소비 패턴을 파악해 정교한 뉴스 콘텐츠를 제공하며 이에 따른 트래픽 증가가 예상된다. 향후 동영상 및 다양한 플랫폼에 기술이 적용될 시 탑재된 광고의 노출이 증가하는 등 실적 개선에도 기여할 수 있을 것이다. 인공지능 기반 여행지 검색인 ConA의 서비스 범위가 빠르게 확대되고 있는 점도 긍정적이다. 2016년 10월 해외 도시 32개에 그쳤던 서비스는 현재 112개 도시에 대한 정보를 제공한다. 사용자가 특정 도시를 검색할 시 여행일정과 호텔 및 항공 정보를 얻을 수 있다. 서비스 이용자가 증가할 시 최근 거래액이 빠르게 증가 중인 항공권 예약 서비스의 성장을 가속화할 수 있을 전망이며 현지 맛집 및 호텔 관련 광고주들의 유입도 기대할 수 있다.

	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	4,584	1,241	868	30,120	17.0	1,410	28.1	16.4	4.8	21.6	0.2
2018F	5,220	1,460	1,023	35,518	17.9	1,635	23.8	13.7	4.1	20.8	0.2
2019F	5,947	1,721	1,211	42,041	18.4	1,903	20.1	11.2	3.5	20.3	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수의견 유지, AI를 통한 온라인 광고 시장 지배력 강화

NAVER에 대한 매수의견과 목표주가 1,050,000원을 유지한다. 인공지능 기술 수익화 여부와 투자 증가로 인한 수익성 악화에 대한 우려가 존재하는 것은 사실이다. 하지만 인공지능 기술 적용을 통한 광고 효율 개선으로 광고주들의 ROAS(Return on Ads Spending)가 상승함에 따라 온라인 광고 시장 내 NAVER의 지배력이 강화될 전망이다. 또한 사물인식 검색 서비스인 'View'와 쇼핑 관련 데이터의 시너지를 통해 커머스 부문의 지배력을 더욱 강화시킬 수 있을 것이다. 한편 국내와 해외 여행 관련 정보를 제공하는 ConA는 향후 수익화가 가능한 항공권 및 호텔 등의 예약 서비스 거래액을 증가시킬 수 있는 요소이다. AI 기술의 직접적인 매출 기여는 아직 제한적이다. 하지만 NAVER의 AI 기술은 기존 서비스들을 점진적으로 강화시키고 있으며 이를 통한 꾸준한 매출 성장이 기대된다.

〈표 1〉NAVER 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
영업수익	937.3	987.2	1,013.1	1,085.0	1,082.2	1,134.8	1,151.8	1,215.1	4,022.6	4,583.8	5,219.5
광고	81.5	96.6	98.4	123.0	99.7	116.4	105.4	128.4	399.5	449.9	490.5
비즈니스플랫폼	449.8	462.2	462.3	491.3	509.7	521.3	527.5	543.2	1,865.6	2,101.7	2,300.5
IT 플랫폼	22.6	28.1	30.8	39.0	43.4	48.0	50.1	54.1	120.5	195.6	256.7
콘텐츠서비스	30.8	27.4	22.5	22.5	23.5	24.7	26.3	26.8	103.2	101.3	123.5
LINE 및 기타플랫폼	352.6	372.9	399.1	409.2	406.0	424.4	442.4	462.6	1,533.8	1,735.4	2,048.2
LINE	348.9	363.6	393.1	397.1	396.9	414.6	431.9	451.7	1,502.7	1,695.2	1,997.1
영업수익비중%											
광고	8.7%	9.8%	9.7%	11.3%	9.2%	10.3%	9.2%	10.6%	9.90%	9.8%	9.4%
비즈니스플랫폼	48.0%	46.8%	45.6%	45.3%	47.1%	45.9%	45.8%	44.7%	46.40%	45.9%	44.1%
IT 플랫폼	2.4%	2.8%	3.0%	3.6%	4.0%	4.2%	4.4%	4.5%	3.0%	4.3%	4.9%
콘텐츠서비스	3.3%	2.8%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.6%	2.2%	2.4%
LINE 및 기타플랫폼	37.6%	37.8%	39.4%	37.7%	37.5%	37.4%	38.4%	38.1%	38.1%	37.9%	39.2%
영업비용	680.5	714.6	730.8	794.7	791.4	820.8	846.1	884.5	2,920.6	3,342.8	3,759.5
플랫폼개발/운영	134.9	137.7	143.2	121.4	140.6	148.4	152.6	158.4	537.2	600.0	662.0
대행/파트너	154.8	160.3	160.8	184.6	186.3	190.6	192.3	205.4	660.5	774.6	883.6
인프라	46.6	46.2	45.9	49.4	49.3	49.9	50.4	51.0	188.1	200.7	208.6
마케팅	37.6	36.0	29.6	45.1	40.3	41.4	43.8	47.4	148.3	172.9	194.5
LINE 및 기타플랫폼	306.6	334.4	351.3	394.3	374.9	390.4	406.9	422.3	1,386.6	1,594.5	1,810.8
영업이익	256.8	272.7	282.3	290.3	290.8	314.0	305.7	330.6	1,102.0	1,241.1	1,460.0
영업이익률(%)	27.4%	27.6%	27.9%	26.8%	26.9%	27.7%	26.5%	27.2%	27.4%	27.1%	28.0%
세전이익	256.2	311.5	288.0	276.1	306.8	325.7	320.7	344.9	1,131.8	1,298.1	1,524.2
순이익	165.0	213.2	198.0	182.8	210.9	228.0	224.5	241.5	759.1	904.8	1,066.9
순이익률(%)	17.6%	21.6%	19.5%	16.8%	19.5%	20.1%	19.5%	19.9%	18.9%	19.7%	20.4%

자료: NAVER, 한국투자증권

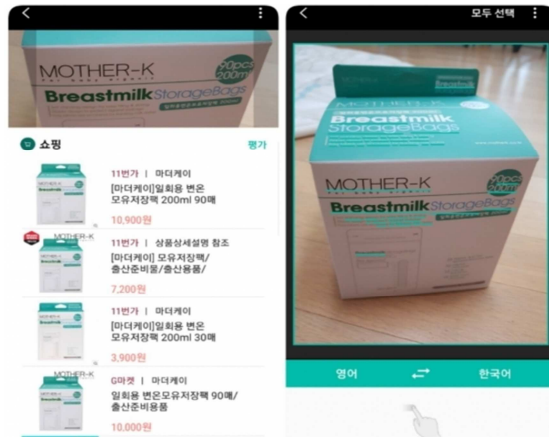
〈표 2〉NAVER Sum-of-the-Parts Valuation

(단위: 십억원, 원)

항목	값	내용
NAVER 포털 Value	20,241.6	
17F 순이익	836.4	
Target PER(X)	25.0	동종업체 PER 평균
LINE Value	7,231.6	
17F 매출액	1,695.2	
Target PSR(X)	5.9	Tencent PSR 40% 할인
Snow Value	4,001.8	Total 카메라 사업 가치 13.3% 희석
Snow	2,978.8	MAU 6,500 만명, MAU 당 가치 40 USD
LINE 카메라 4 종	1,635.2	MAU 1.4 억명, MAU 당 가치 10 USD
NAVER+LINE+Snow Value	32,142.2	
발행주식수(백만주)	32,963	
목표주가	1,050,000	

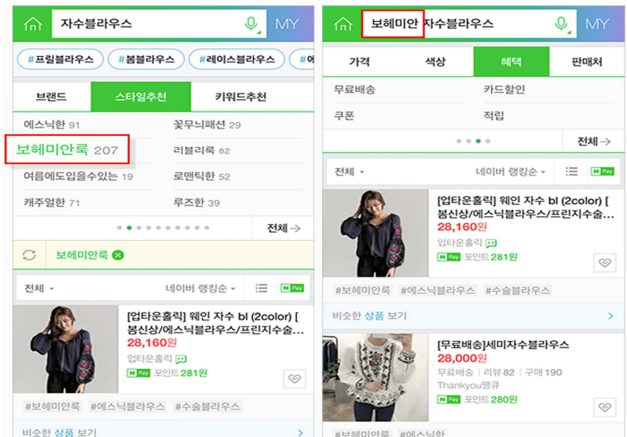
자료: 한국투자증권

[그림 1] 빅스비 사물인식 검색을 통한 쇼핑 예시



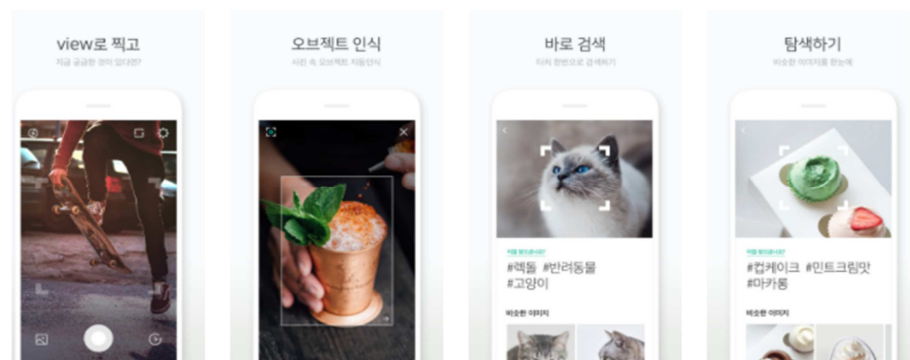
자료: 언론자료, 한국투자증권

[그림 2] AI 기술 기반 카워드 쇼핑 검색



자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 3] NAVER의 사물인식 검색 어플 'View'



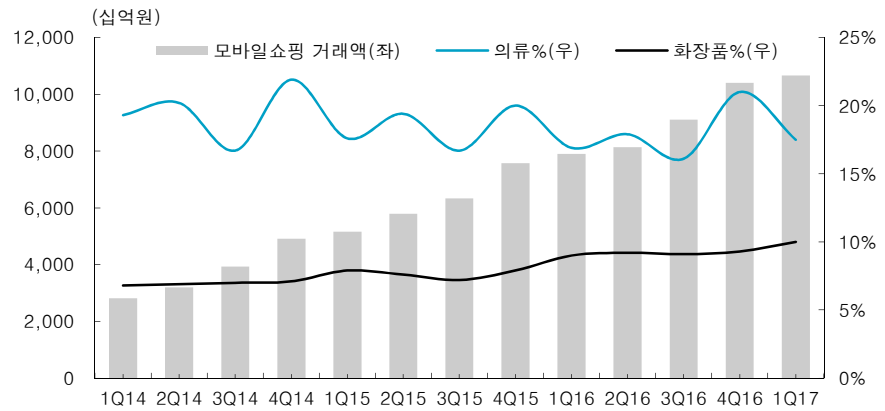
자료: NAVER, 한국투자증권

<표 3> 주요 IT기업 사물인식 기반 AI 개발 현황

업체	주요 서비스	이미지 쇼핑
삼성전자	빅스비 비전 휴대폰 카메라 실행만으로 텍스트 추출 및 연관 상품 추천	빅스비 비전 내 '쇼핑' 삼성페이 쇼핑물 DB를 활용해 촬영 이미지와 동일, 혹은 연관된 제품 나열 및 구매 지원
구글	구글포토 이용자가 촬영한 사진 AI로 자동 분류, DB 확보 및 딥러닝 활용	스타일 아이디어 이미지 검색 내 위치, 특정 패션 상품과 어울리는 아이템 분석 및 추천
NAVER	View 카메라로 촬영된 이미지 또는 앨범 내 이미지 관련 검색 결과 제공	이미지 쇼핑(가칭) 하반기 중 서비스 시작. 촬영한 이미지와 네이버 입정 상품 연결해 구매까지 지원

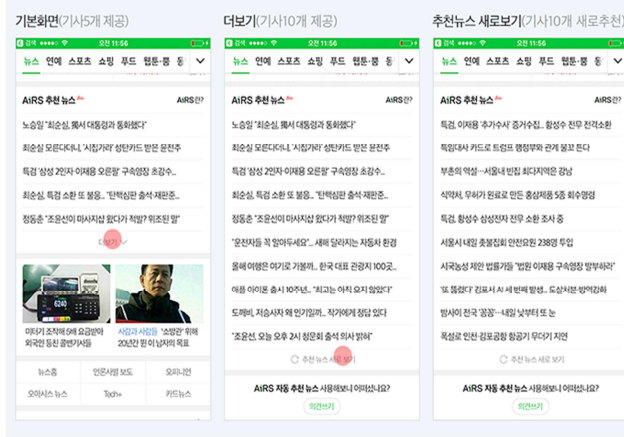
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 4] 모바일쇼핑 거래액 내 의류 및 화장품 관련 거래액 비중 추이



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 5] NAVER의 뉴스 추천 서비스 AIRS



자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 6] 인공지능 여행 추천 서비스 'ConA'



자료: NAVER, 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	5,118	6,036	7,146
현금성자산	813	1,726	2,384	3,001	3,687
매출채권및기타채권	527	719	733	757	833
재고자산	16	10	12	13	15
비유동자산	1,747	2,171	2,282	2,546	2,806
투자자산	440	797	832	1,000	1,139
유형자산	864	863	881	899	917
무형자산	103	112	128	146	178
자산총계	4,386	6,371	7,400	8,582	9,952
유동부채	1,684	1,804	1,946	2,095	2,214
매입채무및기타채무	689	981	1,100	1,174	1,249
단기차입금및단기사채	413	227	227	227	227
유동성장기부채	105	0	0	0	0
비유동부채	433	437	460	476	522
사채	150	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,116	2,241	2,406	2,571	2,736
지배주주지분	2,125	3,595	4,422	5,396	6,548
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	4,637	5,611	6,764
비지배주주지분	145	535	572	616	667
자본총계	2,270	4,130	4,993	6,011	7,216

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	851	1,164	1,223	1,368	1,519
당기순이익	517	759	905	1,067	1,263
유형자산감가상각비	143	146	149	151	154
무형자산상각비	13	17	21	23	29
자산부채변동	63	88	81	58	(33)
기타	115	154	67	69	106
투자활동현금흐름	(786)	(942)	(488)	(658)	(723)
유형자산투자	(121)	(154)	(223)	(226)	(228)
유형자산매각	2	57	57	57	57
투자자산순증	(654)	(731)	(47)	(181)	(155)
무형자산순증	(15)	(21)	(37)	(41)	(61)
기타	2	(93)	(238)	(267)	(336)
재무활동현금흐름	6	698	(78)	(93)	(111)
자본의증가	0	1,374	0	0	0
차입금의순증	187	(341)	0	0	0
배당금지급	(23)	(32)	(33)	(41)	(49)
기타	(158)	(303)	(45)	(52)	(62)
기타현금흐름	19	(7)	0	0	0
현금의증가	91	913	657	618	686

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

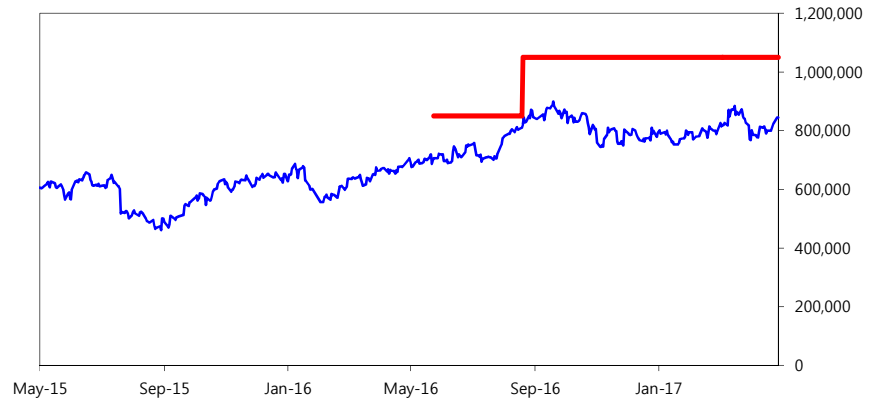
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,254	4,023	4,584	5,220	5,947
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,254	4,023	4,584	5,220	5,947
판매관리비	2,424	2,921	3,343	3,759	4,226
영업이익	830	1,102	1,241	1,460	1,721
금융수익	67	67	79	91	103
이자수익	28	36	50	62	74
금융비용	53	38	28	27	27
이자비용	6	6	4	4	4
기타영업외손익	(20)	10	19	13	22
관계기업관련손익	(2)	(9)	(12)	(13)	(15)
세전계속사업이익	823	1,132	1,298	1,524	1,804
법인세비용	229	361	391	457	541
연결당기순이익	517	759	905	1,067	1,263
지배주주지분순이익	519	749	868	1,023	1,211
기타포괄이익	37	(35)	0	0	0
총포괄이익	554	724	905	1,067	1,263
지배주주지분포괄이익	556	733	868	1,023	1,211
EBITDA	986	1,265	1,410	1,635	1,903

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	17,619	25,746	30,120	35,518	42,041
BPS	96,527	150,192	175,275	204,830	239,788
DPS	1,100	1,131	1,420	1,700	2,040
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.0	23.6	14.0	13.9	13.9
영업이익증가율	9.5	32.7	12.6	17.6	17.9
순이익증가율	14.1	44.4	15.8	17.9	18.4
EPS증가율	15.3	46.1	17.0	17.9	18.4
EBITDA증가율	9.3	28.3	11.5	15.9	16.4
수익성(%)					
영업이익률	25.5	27.4	27.1	28.0	28.9
순이익률	15.9	18.6	18.9	19.6	20.4
EBITDA Margin	30.3	31.4	30.8	31.3	32.0
ROA	13.3	14.1	13.1	13.4	13.6
ROE	26.5	26.2	21.6	20.8	20.3
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	6.2	4.3	4.7	4.8	4.9
안정성					
순차입금(십억원)	(1,392)	(3,017)	(3,909)	(4,790)	(5,808)
차입금/자본총계비율(%)	29.4	9.1	7.6	6.3	5.2
Valuation(X)					
PER	37.3	30.1	28.1	23.8	20.1
PBR	6.8	5.2	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	19.7	17.2	16.4	13.7	11.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
NAVER(035420)	2016.06.03	매수	850,000 원
	2016.08.30	매수	1,050,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 9일 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 유동성공급자(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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 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 높이 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.