

## NAVER(035420)

### 매수(유지)

목표주가: 1,050,000원(유지)

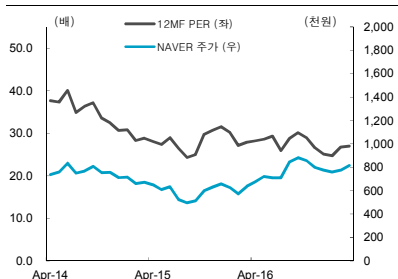
#### Stock Data

KOSPI(3/2)	2,103
주가(3/2)	815,000
시가총액(십억원)	26,865
발행주식수(백만)	33
52주 최고/최저가(원)	900,000/599,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	72,836
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.8/61.0
주요주주(%)	국민연금 10.6
	BlackRock Fund Advisors 외 13인 5.0

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.6	(1.9)	33.8
상대주가(%p)	4.0	(5.1)	25.9

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### Let it snow

#### Snapchat의 성공적인 시장 데뷔

Snap(NYSE:SNAP)의 거래 첫 날 종가는 IPO 가격인 17달러 대비 47.47% 상승한 25.07달러에 마감하며 1) 이용자 증가 둔화, 2) 매출 확대에 대한 의구심, 3) 의결권 제한에 대한 우려를 불식시켰다. 2016년 매출액은 4억달러(+589.5% YoY)를 기록했으며 IPO 주관사들은 광고 매출 성장과 Spectacle 판매가 본격화되는 2018년 매출액을 19.6억달러로 예상했다. 한편 S-1에 따르면 Snap은 공격적인 투자를 통한 차별화된 서비스 제공으로 수익화를 극대화할 수 있는 고객군 확보에 집중할 계획이다. 수익성 개선을 위한 비용 절감은 경쟁 업체로의 이용자 이탈로 이어질 수 있기 때문이다. 상장 시점 PSR은 59.4배로 Twitter와 Facebook의 상장 당시 PSR인 45배와 28배 대비 높다. 또한 향후 실적이 예상치를 하회할 요인들도 존재하지만 Snap의 성공적인 상장 자체가 후발 업체들의 가치에 긍정적으로 작용할 수 있다는 점에 주목해야 할 시점이라고 판단한다.

#### 조직 통합으로 카메라 어플 사업 가속화

지난 24일 Naver는 Snow와 LINE의 카메라 사업의 단일화를 발표했다. Snow와 B612를 포함한 LINE 카메라 어플 4종의 합산 MAU는 2억명에 달할 것으로 추정된다. 각기 다른 특성을 보유한 어플들간의 시너지를 통해 경쟁이 심화되고 있는 글로벌 카메라 어플 시장 내 영향력이 강화될 전망이다. 또한 이용자층이 급격히 확대됨에 따라 수익화도 예상보다 이른 시점에 가능할 것으로 판단한다. 조직 통합으로 관련 비용이 보다 효율적으로 집행될 것으로 예상되며 비교적 서비스 초기인 Snow로의 이용자 유입이 수월하게 진행될 전망이다. Naver가 보유한 카메라 어플들의 경우 아직 Snapchat 대비 SNS 요소가 부족한 것은 사실이지만 카메라 필터 성향이 강한 Meitu의 가파른 광고 매출 성장과 가파른 주가 상승 고려할 시 의미있는 가치 부여가 가능하다고 판단한다.

#### 매수 의견 유지, 지분 희석 후에도 확대된 Snow의 가치

Naver에 대한 매수 의견과 목표주가 1,050,000원(SOTP)을 유지한다. 카메라 사업 단일화 이후 지분 희석에 대한 우려도 존재한다. 하지만 1) Snap 상장, 2) 우리 예상치를 상회하는 이용자 증가에 따른 Snow 가치 확대, 3) B612 가치 반영을 고려할 때 긍정적인 부분이 더 크다고 판단한다. 실제로 Naver가 보유한 LINE의 지분 72.7%를 감안할 시 Snow의 실제 희석률은 13.3%에 불과하다. Snow 지분 확대에 따른 LINE의 주가 상승도 Naver에게는 우호적이다. Naver에 기업가치에 적용되는 Snow의 가치를 기존 2.3조원에서 4.0조원(Snow 2.9조원과 LINE 카메라 사업 1.6조원 합산 가치에 지분 희석 적용)으로 상향한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	2,758	758	454	15,277	(69.6)	902	46.6	23.9	8.7	27.8	0.1
2015A	3,251	762	519	17,619	15.3	918	37.3	21.1	6.8	26.5	0.2
2016F	4,023	1,102	770	26,451	50.1	1,265	29.3	16.9	5.1	25.2	0.2
2017F	4,633	1,372	933	32,386	22.4	1,539	25.2	14.1	4.5	21.0	0.2
2018F	5,267	1,735	1,222	42,434	31.0	1,905	19.2	10.9	3.8	22.3	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

김성은 3276-6158  
askim@truefriend.com

민상구 3276-5728  
sangku.min@truefriend.com

〈표 1〉 Naver 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
<b>매출액</b>	<b>937.3</b>	<b>987.3</b>	<b>1,013.1</b>	<b>1,085.0</b>	<b>1,105.6</b>	<b>1,145.3</b>	<b>1,164.3</b>	<b>1,217.9</b>	<b>3,251.1</b>	<b>4,022.7</b>	<b>4,633.1</b>
광고	672.7	722.9	749.5	821.9	832.7	866.7	880.2	926.2	2,322.4	2,967.0	3,505.8
콘텐츠	237.4	235.7	227.5	224.2	231.3	234.1	236.4	240.7	851.3	924.8	942.5
기타	27.2	28.7	36.0	38.9	41.6	44.5	47.7	51.0	77.4	130.8	184.8
*LINE 매출액	348.9	363.6	393.1	397.1	424.5	431.7	445.5	464.8	1,091.6	1,502.7	1,766.5
<b>매출비중</b>											
광고	71.8%	73.2%	74.0%	75.8%	75.3%	75.7%	75.6%	76.0%	71.4%	73.8%	75.7%
콘텐츠	25.3%	23.9%	22.5%	20.7%	20.9%	20.4%	20.3%	19.8%	26.2%	23.0%	20.3%
기타	2.9%	2.9%	3.6%	3.6%	3.8%	3.9%	4.1%	4.2%	2.4%	3.3%	4.0%
<b>영업비용</b>	<b>680.5</b>	<b>714.6</b>	<b>730.8</b>	<b>794.7</b>	<b>762.4</b>	<b>802.1</b>	<b>826.5</b>	<b>869.7</b>	<b>2,489.0</b>	<b>2,920.6</b>	<b>3,260.7</b>
인건비	231.6	246.7	248.7	237.2	230.4	251.1	260.2	268.6	816.2	964.2	1,010.3
지급수수료	268.8	276.2	283.3	313.2	319.2	330.6	336.1	351.6	922.6	1,141.5	1,337.4
광고선전비	64.2	68.4	69.4	101.3	79.4	81.6	87.2	101.7	314.4	303.3	349.8
감가상각비	38.1	40.9	41.9	42.1	40.6	41.3	42.5	41.8	156.0	162.9	166.2
통신비	27.5	28.9	29.1	28.7	28.7	29.8	30.3	31.7	104.1	114.1	120.5
기타	50.3	53.5	58.4	72.3	64.2	67.7	70.3	74.4	175.7	234.6	276.6
<b>영업이익</b>	<b>256.8</b>	<b>272.7</b>	<b>282.3</b>	<b>290.3</b>	<b>343.2</b>	<b>343.3</b>	<b>337.7</b>	<b>348.3</b>	<b>762.2</b>	<b>1,102.1</b>	<b>1,372.4</b>
영업이익률%	27.4%	27.6%	27.9%	26.8%	31.0%	30.0%	29.0%	28.6%	23.4%	27.4%	29.6%
세전이익	256.2	311.5	288.0	276.1	338.2	334.3	334.9	343.8	708.1	1,131.8	1,351.2
<b>순이익</b>	<b>165.0</b>	<b>213.2</b>	<b>198.0</b>	<b>190.9</b>	<b>243.5</b>	<b>240.7</b>	<b>241.1</b>	<b>247.5</b>	<b>517.0</b>	<b>767.2</b>	<b>972.8</b>
순이익률%	17.6%	21.6%	19.5%	17.6%	22.0%	21.0%	20.7%	20.3%	15.9%	19.1%	21.0%

자료: Naver, 한국투자증권

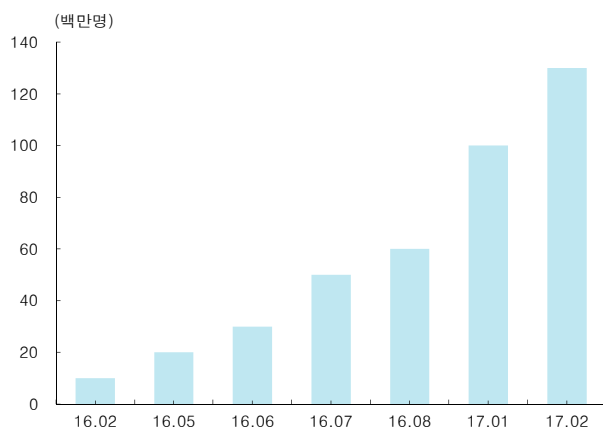
〈표 2〉 조직 통합 후 Snow 가치 산정

(단위: 백만명, USD, 십억원)

	MAU	MAU 당 가치	가치	Note
Snow	65	40	2,978.8	Snapchat MAU 당 가치 50% 할인
LINE 카메라 4 종	140	10	1,635.2	Meitu MAU 당 가치 20% 할인
Total	205		4,614.0	Snow 와 LINE 카메라 합산가치
Naver 지분율 51.4%(1)			2,371.6	
LINE 지분율 48.6%(2)			2,242.4	
Naver 의 LINE 지분율 72.7%(3)			1,630.2	(2)x72.7%
<b>Naver 내 Snow 의 가치</b>			<b>4,001.8</b>	<b>(1)+(3)</b>

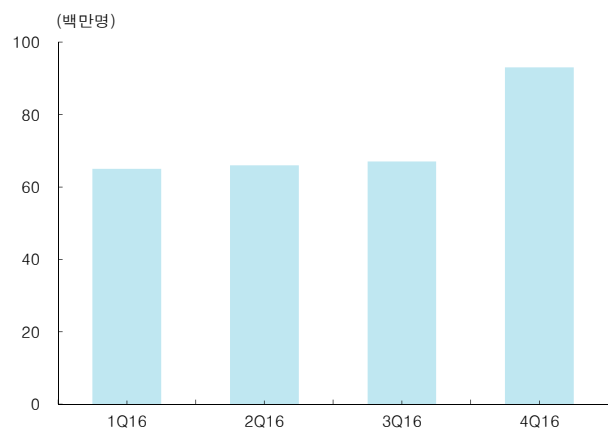
자료: Naver, 한국투자증권

[그림 1] Snow 다운로드 증가 추이



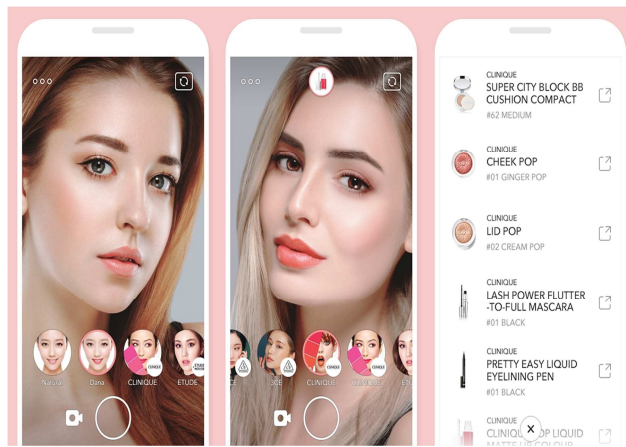
자료: Naver, 한국투자증권

[그림 2] B612 MAU 증가 추이



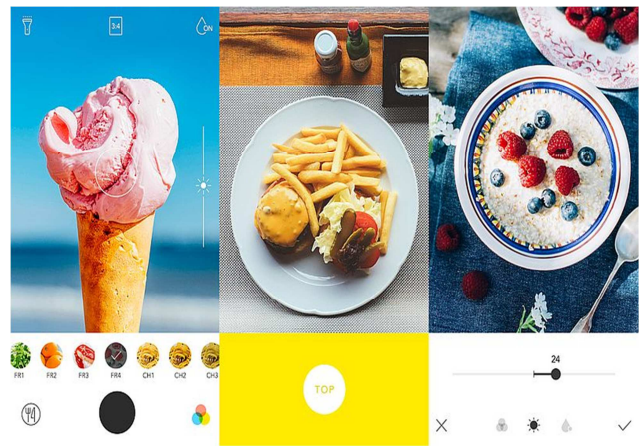
자료: LINE, 한국투자증권

[그림 3] LINE Looks



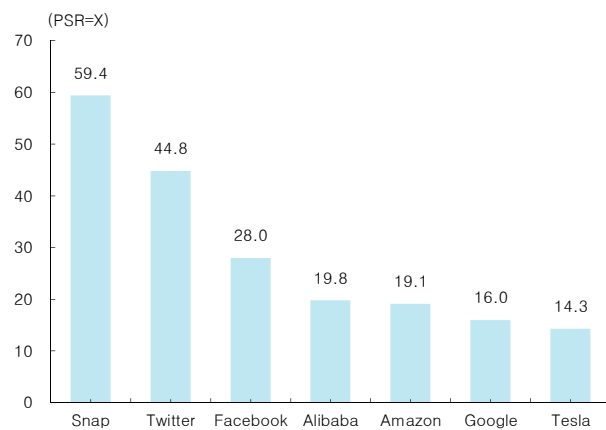
자료: LINE, 한국투자증권

[그림 4] LINE Foodie



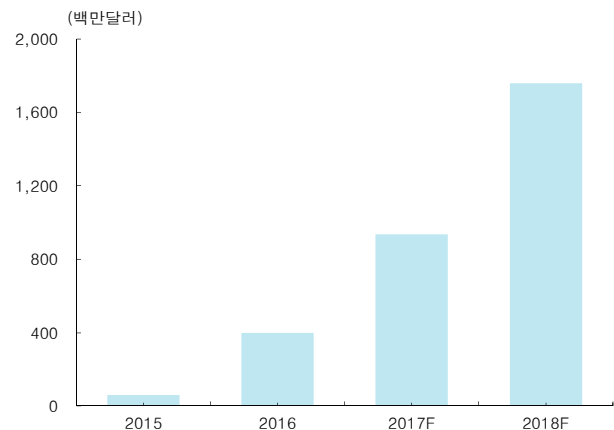
자료: LINE, 한국투자증권

[그림 5] 주요 글로벌 기업 상장 당시 PSR 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 스냅챗 매출액 추이 및 전망



자료: eMarketer, 한국투자증권

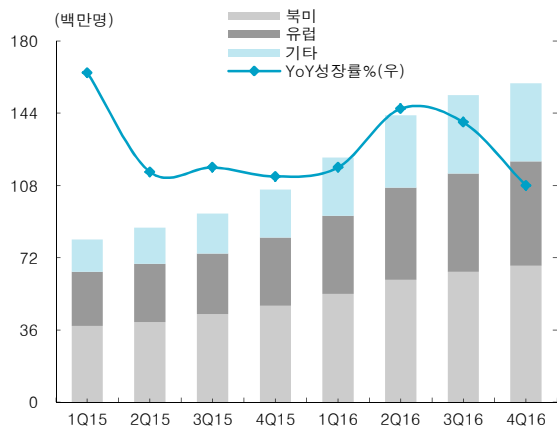
&lt;표 3&gt; Snapchat 분기별 실적 추이

(단위: 1,000USD)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2015	2016
매출액	3,920	5,300	16,725	32,718	38,798	71,798	128,204	165,682	58,663	404,482
영업비용	102,766	93,121	113,627	130,878	142,619	187,657	259,172	335,419	440,392	924,867
매출원가	20,749	40,598	56,227	64,767	75,773	94,757	127,780	153,350	182,341	451,660
R&D	16,587	17,259	18,989	29,400	28,098	36,052	54,562	64,964	82,235	183,676
광고선전비	3,453	5,872	8,206	9,685	14,737	24,587	34,658	50,389	27,216	124,371
General&Admin	61,977	29,392	30,205	27,026	24,011	32,261	42,172	66,716	148,600	165,160
영업손실	(98,846)	(87,821)	(96,902)	(98,160)	(103,821)	(115,859)	(130,968)	(169,737)	(381,729)	(520,385)
OPM%	-2521.6%	-1657.0%	-579.4%	-300.0%	-267.6%	-161.4%	-102.2%	-102.4%	-650.7%	-128.7%
세전이익	(98,612)	(87,535)	(96,656)	(97,679)	(104,455)	(115,927)	(129,803)	(170,242)	(380,482)	(520,427)
순이익	(98,612)	(79,835)	(96,656)	(97,790)	(104,576)	(115,894)	(122,932)	(169,945)	(373,611)	(520,130)

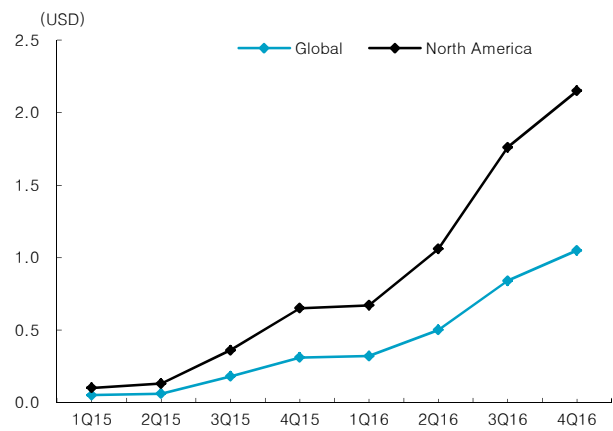
자료: Snap, 한국투자증권

[그림 7] Snapchat 지역별 DAU 추이



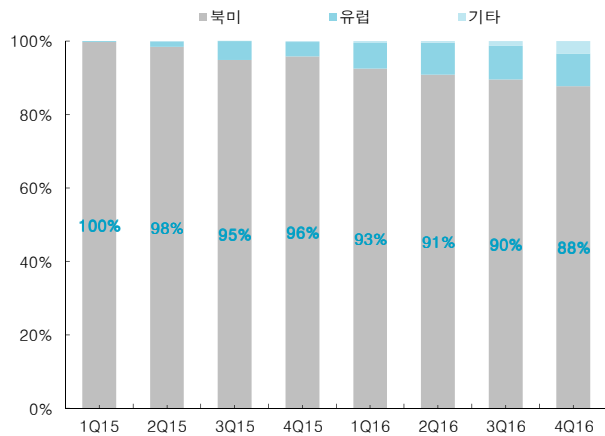
자료: Snap, 한국투자증권

[그림 8] Snapchat 북미 및 글로벌 ARPU 추이



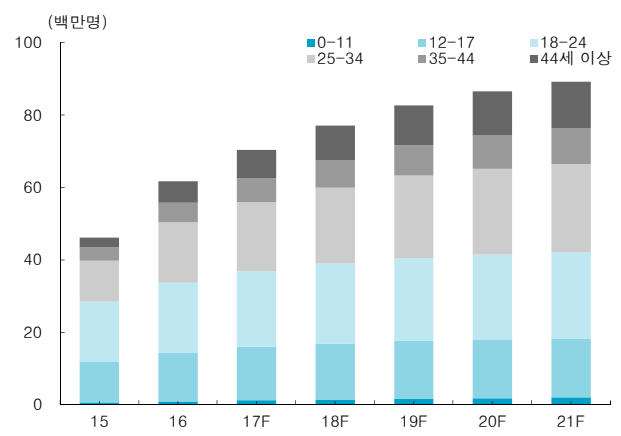
자료: Snap, 한국투자증권

[그림 9] Snapchat 지역별 매출 비중



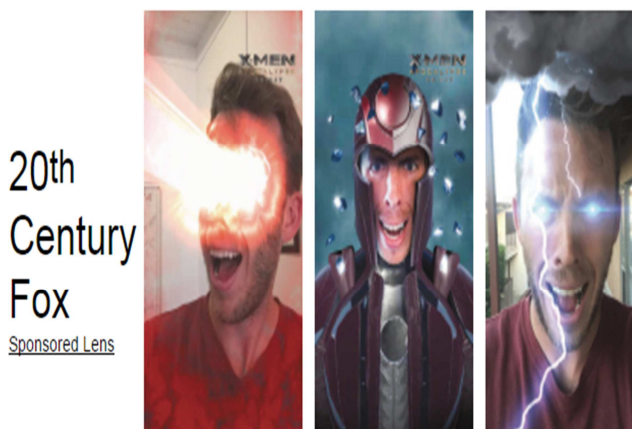
자료: Snap, 한국투자증권

[그림 10] 미국 내 Snapchat 이용자 추이 및 전망



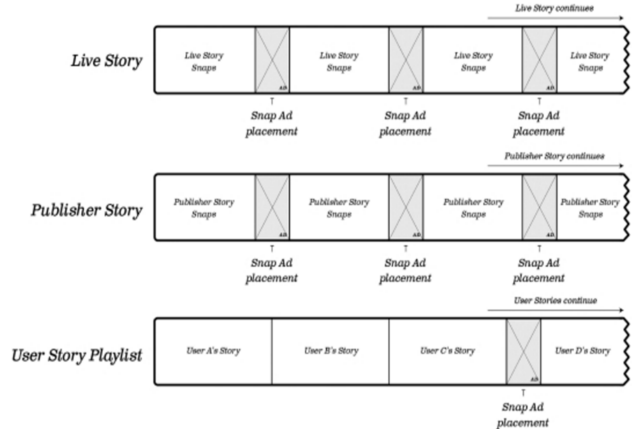
자료: eMarketer, 한국투자증권

[그림 11] Snapchat Sponsored Filter 예시



자료: Snap, 한국투자증권

[그림 12] Snapchat Story 내 광고 탑재 형식



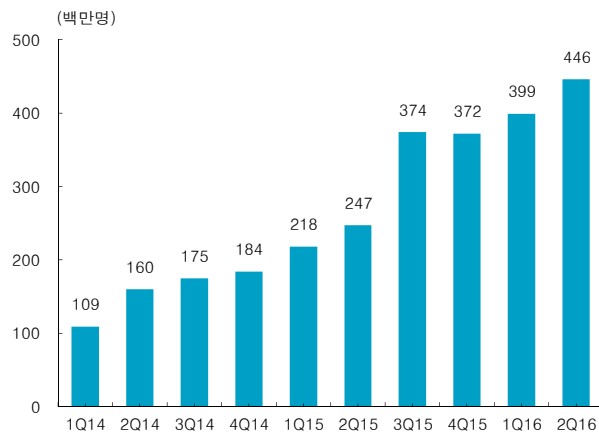
자료: Snap, 한국투자증권

&lt;표 4&gt; Snapchat 기능 추가 History

Year	Services
2011	Snapchat 출시
2012	Android Video
2013	Stories, Smart Filters, Replay
2014	Chat, Live Stories, Geofilters, Snap Ads, Snapcash, Community Geofilters
2015	Publisher Stories, Best Friend Emojis, Snapcodes, Sponsored Geofilters, Trophies, Lenses, Sponsored Lenses, Story Explorer
2016	On-Demand Geofilters, Face Swap, Chat Stickers, Voice and Video Calling, 3D Stickers, Memories, Bitmoji, Geostickers, Spectacles

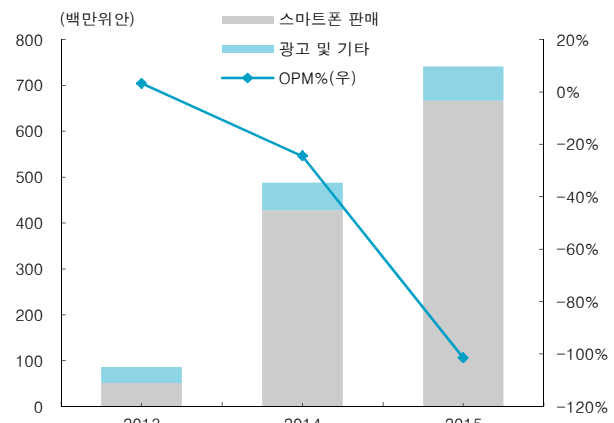
자료: Snap, 한국투자증권

[그림 13] Meitu 분기별 MAU 증가 추이



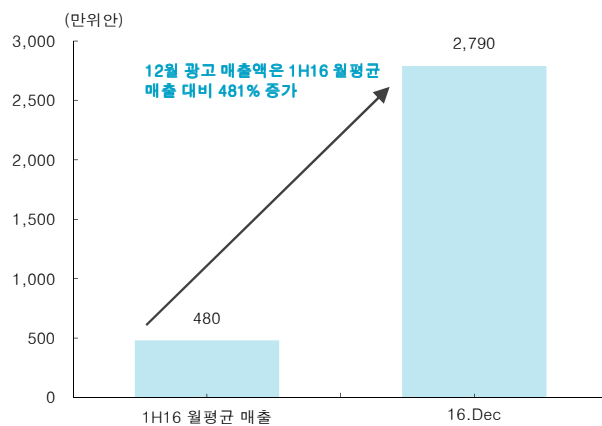
자료: Meitu, 한국투자증권

[그림 14] Meitu 연간 실적 추이



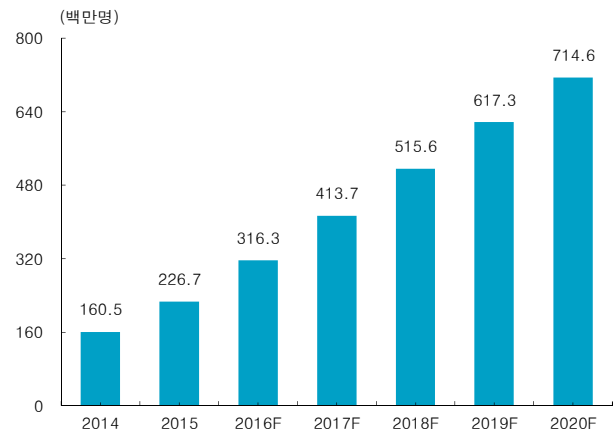
자료: Meitu, 한국투자증권

[그림 15] Meitu 월별 광고 매출액 증가 추이



자료: Meitu, 한국투자증권

[그림 16] 중국 포토앱 시장 규모 전망(이용자 기준)



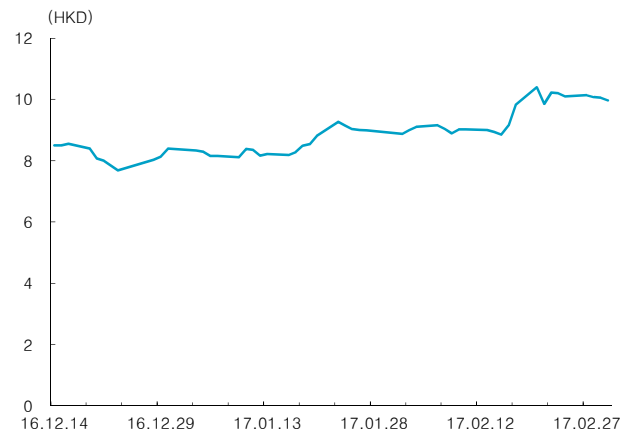
자료: iResearch, 한국투자증권

[그림 17] Meitu의 SelfieCity와 MakeupPlus



자료: Meitu, 한국투자증권

[그림 18] Meitu 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

&lt;표 5&gt; Meitu 주요 어플리케이션

(단위:백만)

Application	출시일	내용	MAU
Meitu Pic	2011.02	셀프 사진 보정용 앱으로 Auto-Retouch 기능 탑재	103
BeautyCam	2013.01	MeituPic 대비 개선된 얼굴 보정용 앱	113
Beauty Plus	2013.05	BeautyCam 의 글로벌 버전	36
Meipai	2014.05	라이브 동영상 전용 플랫폼, 커뮤니티 기능 보유	141
MakeupPlus	2015.05	촬영된 사진에 다양한 형태의 메이크업이 시현 가능한 앱	17
SelfieCity	2015.09	필터를 활용한 사진 보정 가능한 앱	24

자료: Meitu, 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. 차회사 LINE은 일본을 포함한 4개국(대만, 태국, 인도네시아)의 주요 메신저로 2억명 이상의 MAU 보유. 게임, 광고, 이모티콘 등이 주요 매출 원이며 최근에는 태국과 인도네시아 O2O 시장 진출 또한 활발히 이루어지고 있음.

- Impression : 광고가 노출되는 횟수
- 퍼포먼스 광고 : 사용자의 성향 및 기호 등을 파악해 광고주가 특정 이용자 층에게 알맞은 광고를 노출하는 방식. LINE은 Timeline과 News 광고 상품 보유

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,946	2,639	4,199	5,195	6,459
현금성자산	723	813	2,066	2,734	3,581
매출채권및기타채권	422	527	760	718	843
재고자산	17	16	19	22	25
비유동자산	1,449	1,747	2,041	2,217	2,412
투자자산	263	440	624	718	816
유형자산	901	864	889	904	920
무형자산	121	103	113	116	132
자산총계	3,394	4,386	6,240	7,412	8,871
유동부채	1,081	1,684	1,651	1,814	1,972
매입채무및기타채무	560	689	724	834	948
단기차입금및단기사채	209	413	3	3	3
유동성장기부채	5	105	5	5	5
비유동부채	516	433	472	520	571
사채	105	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	138	0	0	0	0
부채총계	1,597	2,116	2,123	2,335	2,543
지배주주지분	1,796	2,125	3,975	4,894	6,090
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	133	133	1,216	1,216	1,216
기타자본	(921)	(1,125)	(1,125)	(1,125)	(1,125)
이익잉여금	2,584	3,069	3,800	4,683	5,843
비지배주주지분	1	145	142	184	238
자본총계	1,797	2,270	4,117	5,078	6,327

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	837	856	1,137	1,379	1,525
당기순이익	452	517	767	973	1,275
유형자산감가상각비	132	143	149	153	155
무형자산상각비	12	13	14	14	16
자산부채변동	83	63	169	143	(31)
기타	158	120	38	96	110
투자활동현금흐름	(436)	(791)	(420)	(622)	(563)
유형자산투자	(271)	(121)	(177)	(170)	(173)
유형자산매각	11	2	2	2	2
투자자산순증	(163)	(660)	(156)	(71)	(75)
무형자산순증	(6)	(15)	(23)	(17)	(32)
기타	(7)	3	(66)	(366)	(285)
재무활동현금흐름	(112)	6	536	(89)	(114)
자본의증가	0	0	1,083	0	0
차입금의순증	158	187	(510)	0	0
배당금지급	(22)	(23)	(32)	(40)	(50)
기타	(248)	(158)	(5)	(49)	(64)
기타현금흐름	(1)	19	0	0	0
현금의증가	287	91	1,252	668	848

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	2,758	3,251	4,023	4,633	5,267
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,758	3,251	4,023	4,633	5,267
판매관리비	2,000	2,489	2,921	3,261	3,532
영업이익	758	762	1,102	1,372	1,735
금융수익	78	67	67	91	109
이자수익	22	28	43	62	79
금융비용	141	53	38	26	29
이자비용	6	6	4	2	2
기타영업외손익	(35)	(66)	10	(74)	(44)
관계기업관련손익	(1)	(2)	(9)	(12)	(13)
세전계속사업이익	659	708	1,132	1,351	1,758
법인세비용	237	191	353	378	483
연결당기순이익	452	517	767	973	1,275
지배주주지분순이익	454	519	770	933	1,222
기타포괄이익	111	37	37	37	37
총포괄이익	563	554	804	1,010	1,312
지배주주지분포괄이익	565	556	807	968	1,258
EBITDA	902	918	1,265	1,539	1,905

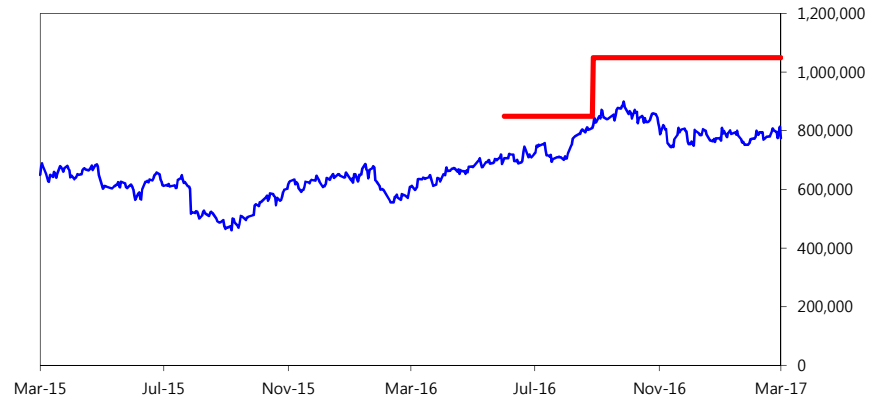
## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	15,277	17,619	26,451	32,386	42,434
BPS	81,551	96,527	152,664	180,542	216,825
DPS	782	1,100	1,375	1,720	2,150
성장성(%, YoY)					
매출증가율	19.3	17.9	23.7	15.2	13.7
영업이익증가율	44.7	0.5	44.6	24.5	26.4
순이익증가율	(76.0)	14.1	48.4	21.2	31.0
EPS증가율	(69.6)	15.3	50.1	22.4	31.0
EBITDA증가율	37.6	1.8	37.7	21.7	23.8
수익성(%)					
영업이익률	27.5	23.4	27.4	29.6	32.9
순이익률	16.5	16.0	19.1	20.1	23.2
EBITDA Margin	32.7	28.2	31.4	33.2	36.2
ROA	14.8	13.3	14.4	14.3	15.7
ROE	27.8	26.5	25.2	21.0	22.3
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
배당성향	5.1	6.2	5.1	5.3	5.1
안정성					
순차입금(십억원)	(1,008)	(1,392)	(3,215)	(4,244)	(5,372)
차입금/자본총계비율(%)	25.4	29.4	3.8	3.1	2.5
Valuation(X)					
PER	46.6	37.3	29.3	25.2	19.2
PBR	8.7	6.8	5.1	4.5	3.8
EV/EBITDA	23.9	21.1	16.9	14.1	10.9



## 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 3월 3일 현재 NAVER 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.