

NAVER(035420)

매수(유지)

목표주가: 1,250,000원(상향)

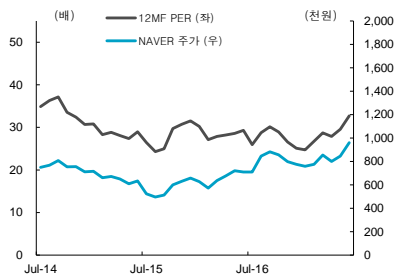
Stock Data

KOSPI(6/9)	2,382
주가(6/9)	960,000
시가총액(십억원)	31,644
발행주식수(백만)	33
52주 최고/최저가(원)	960,000/689,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	69,566
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.6/61.6
주요주주(%)	국민연금 10.8
	Aberdeen Asset Management Asia Limited 5.0
	외 3인

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.6	20.0	33.3
상대주가(%p)	9.7	2.4	15.7

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

쇼핑을 지배한 자 광고를 지배한다

쇼핑 플랫폼 기반 광고에 대한 수요 빠르게 확대

쇼핑 플랫폼과 연동한 광고에 대한 수요가 빠르게 증가하고 있다. Google의 전체 광고 매출 내 쇼핑 비중이 지속 상승하고 있으며 알리바바 광고 매출액은 바이두 광고 매출액을 추월했다. 쇼핑 플랫폼에 탑재되는 광고들은 실제 구매 데이터를 활용하기 때문에 구매 전환율이 높다. 따라서 제한된 광고 예산을 보유한 온라인 쇼핑 사업자들은 높은 ROAS(Return On Ads Spending)를 위해 쇼핑 플랫폼에 대한 광고 집행을 확대할 것으로 예상된다. 즉, 온라인 쇼핑 시장의 성장은 인터넷 업체들에게 CPS(Cost per Sales) 매출 성장뿐만 아니라 CPC(Cost per Click) 매출 확대의 기회를 제공한다. 국내 온라인 쇼핑 시장 내 영향력을 빠르게 확대 중인 NAVER 역시 거래액 증가와 지난 11월 출시한 '쇼핑 검색 광고'와의 시너지를 통해 견조한 성장세를 시현할 전망이다.

쇼핑 검색 광고가 향후 성장을 견인할 전망

온라인 쇼핑 시장 규모 확대로 '스토어팜' 가맹점수가 늘어남에 따라 NAVER 쇼핑 플랫폼의 영향력 확대가 지속될 전망이다. 실제로 NAVER 페이지 거래액 기준 국내 온라인 쇼핑 시장 내 NAVER의 점유율은 2016년 1분기 4.7%에서 2017년 1분기 8.2%로 가파른 상승세를 시현했다. 2017년 NAVER 페이지 거래액은 6.7조원(+71.9% YoY)에 달할 것으로 추정한다. '스토어팜' 가맹점수의 증가는 '쇼핑 검색 광고'의 성장을 견인할 것으로 예상된다. 서비스 출시 이후 CTR(Click Through Rate)과 CPC가 꾸준히 상승 중인 것으로 파악된다. 쇼핑 검색 광고를 사용하는 광고주 수 또한 2016년 4분기 10,000여개에서 2017년 1분기 12,000개로 증가했다. 국내의 경우 광고 효율이 높은 플랫폼의 수가 매우 한정적이기 때문에 광고주 수의 지속적인 증가가 예상된다. 향후 광고주 간의 단가 경쟁에 따른 CPC 상승과 Ad Load 확대를 통해 매출 기여도가 높아질 전망이다.

매수 의견 유지, 목표주가 125만원으로 상향

NAVER에 대한 매수 의견을 유지하며 목표주가를 1,250,000원으로 기존대비 19.0% 상향한다. E-Commerce 및 온라인 광고 시장 성장을 기반으로 한 글로벌 경쟁 업체들의 밸류에이션 상승을 감안해 NAVER 포털의 가치를 18.3% 상향했으며 순현금과 자사주 가치를 각각 3.1조원과 3.9조원 반영했다. 온라인 쇼핑 시장을 지배한 업체들이 온라인 광고 시장 내 영향력을 빠르게 확대하는 국면이다. NAVER는 이미 기존 검색 광고 시장 내 독보적인 점유율을 기반으로 광고 플랫폼으로써의 역량을 증명했으며 쇼핑 시장 내 위치도 빠르게 강화되고 있다. 향후 가파른 성장이 예상되는 쇼핑 플랫폼을 통해 축적한 데이터를 활용한 광고 상품에 대한 수요 확대로 광고 매출 성장이 가속화될 것으로 예상된다.

	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	1,228	865	30,042	16.7	1,397	32.0	19.3	5.5	21.6	0.1
2018F	5,220	1,446	1,022	35,463	18.0	1,620	27.1	16.1	4.7	20.8	0.2
2019F	5,947	1,716	1,214	42,133	18.8	1,899	22.8	13.2	4.0	20.3	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<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	1,082.3	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%	9.9%	9.8%	9.4%
비즈니스플랫폼	48.0%	46.8%	45.6%	45.3%	47.1%	45.9%	45.8%	44.7%	46.4%	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	826.7	850.4	887.8	2,920.6	3,356.3	3,774.0
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	191.8	193.5	206.6	660.5	778.1	888.8
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	45.4	46.1	48.6	148.3	180.4	200.0
LINE 및 기타플랫폼	306.6	334.4	351.3	394.3	374.9	391.3	407.8	423.2	1,386.6	1,597.1	1,814.6
영업이익	256.8	272.7	282.3	290.3	290.8	308.0	301.4	327.3	1,102.0	1,227.5	1,445.5
영업이익률(%)	27.4%	27.6%	27.9%	26.8%	26.9%	27.1%	26.2%	26.9%	27.4%	26.8%	27.7%
세전이익	256.2	311.5	288.0	276.1	306.8	323.5	314.7	349.7	1,131.8	1,294.7	1,521.8
순이익	165.0	213.2	198.0	182.8	210.9	226.5	220.3	244.8	759.1	902.4	1,065.3
순이익률(%)	17.6%	21.6%	19.5%	16.8%	19.5%	20.0%	19.1%	20.1%	18.9%	19.7%	20.4%

자료: NAVER, 한국투자증권

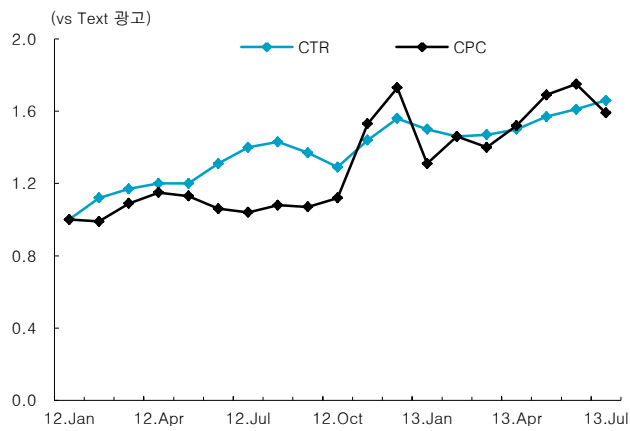
<표 2> NAVER Sum-of-the-Parts Valuation

(단위: 십억원, 원)

항목	값	내용
NAVER 포털 Value	23,946.8	
17F 순이익	846.2	
Target PER(X)	28.3	동종업체 PER 평균
LINE Value	5,693.6	지분 가치 30%할인
17F 매출액	1,695.2	
Target PSR(X)	6.6	Tencent PSR 40% 할인
Snow Value	3,504.8	Total 카메라 사업 가치 13.3% 희석
Snow	2,502.5	MAU 6,500 만명, MAU 당 가치 35 USD
LINE 카메라	1,540.0	MAU 1.4 억명, MAU 당 가치 10 USD
자산가치	4,904.2	
순현금	3,082.0	
자사주	3,989.1	
Total 가치	40,151.3	
발행주식수(백만주)	32,963	
목표주가	1,250,000	

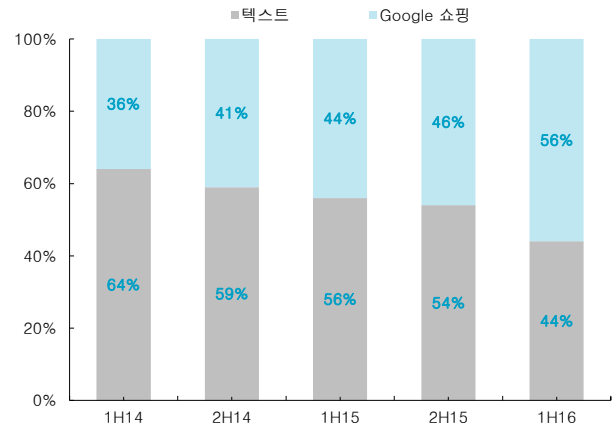
자료: 한국투자증권

[그림 1] Google PLA와 기존 텍스트 광고 효율 비교



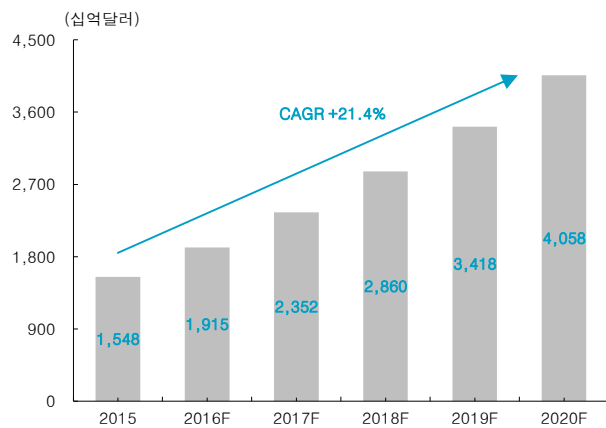
자료: Marin Software, 한국투자증권

[그림 2] Google 광고 매출 내 쇼핑 관련 광고 매출 비중 확대 추이



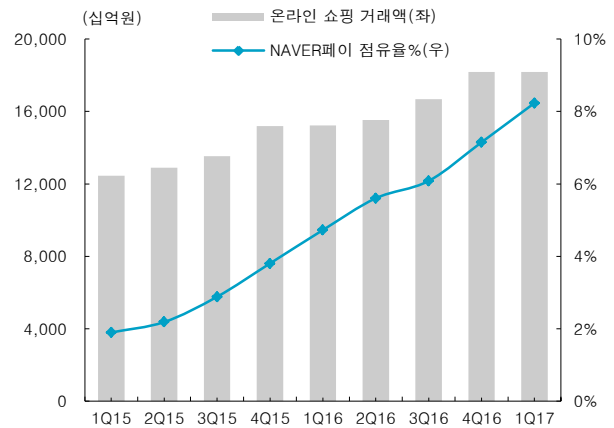
자료: Camato, 한국투자증권

[그림 3] 글로벌 온라인 쇼핑 시장 규모 추이 및 전망



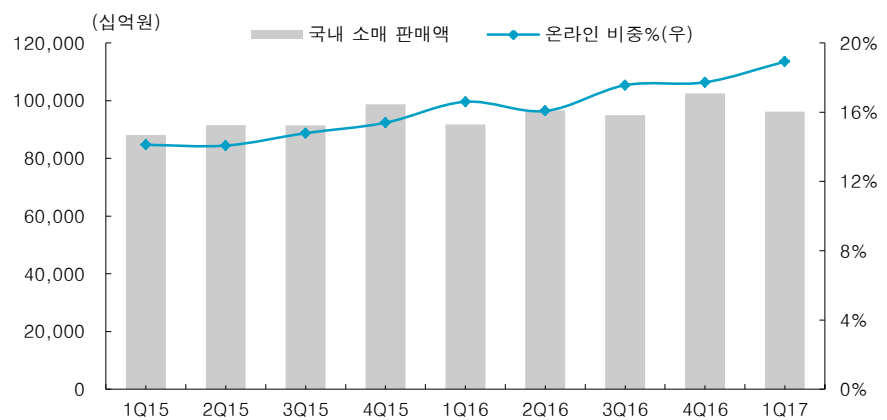
자료: eMarketer, 한국투자증권

[그림 4] 국내 온라인 쇼핑 시장 규모 및 NAVER PAY 점유율 추이



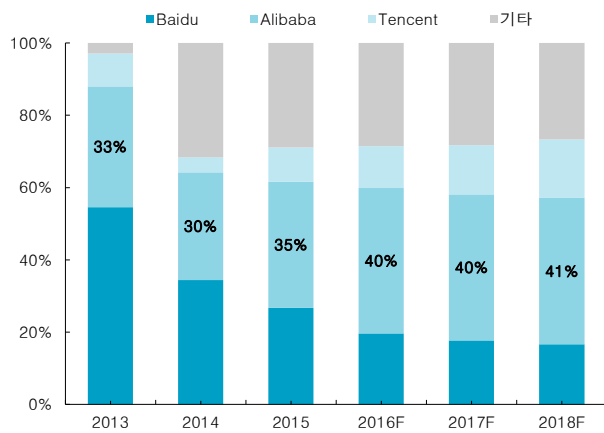
자료: 통계청, Naver, 한국투자증권

[그림 5] 국내 소비 판매액 중 온라인 비중 상승 추이



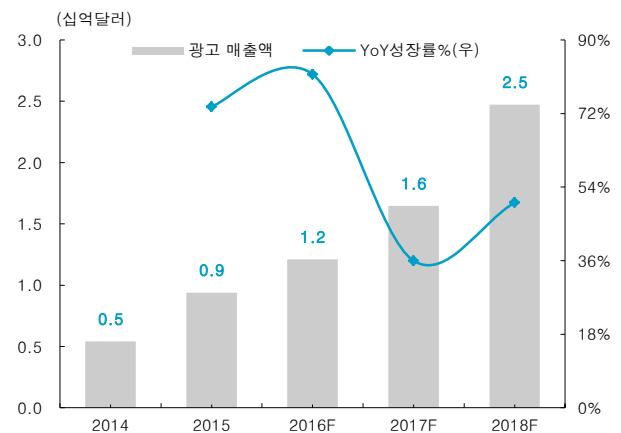
자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 6] 중국 모바일 광고 시장 내 알리바바 점유율 지속 상승 중



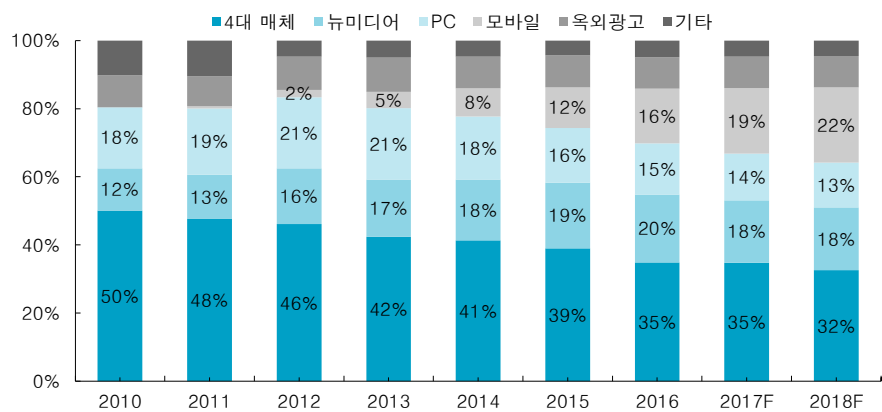
자료: eMarketer, 한국투자증권

[그림 7] 고성장이 예상되는 아마존 광고 매출



자료: eMarketer, 한국투자증권

[그림 8] 국내 : 매체별 광고비 집행 비중 추이 및 전망



자료: 제일기획, 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	1,949	2,099	2,216
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	2,408	2,575	2,738
지배주주지분	2,125	3,595	4,419	5,392	6,547
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	4,635	5,607	6,762
비지배주주지분	145	535	572	616	667
자본총계	2,270	4,130	4,991	6,007	7,214

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	851	1,164	1,220	1,366	1,517
당기순이익	517	759	902	1,065	1,266
유형자산감가상각비	143	146	149	151	154
무형자산상각비	13	17	21	23	29
자산부채변동	63	88	84	60	(36)
기타	115	154	64	67	104
투자활동현금흐름	(786)	(942)	(485)	(656)	(720)
유형자산투자	(121)	(154)	(223)	(226)	(228)
유형자산매각	2	57	57	57	57
투자자산순증	(654)	(731)	(45)	(178)	(152)
무형자산순증	(15)	(21)	(37)	(41)	(61)
기타	2	(93)	(237)	(268)	(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)

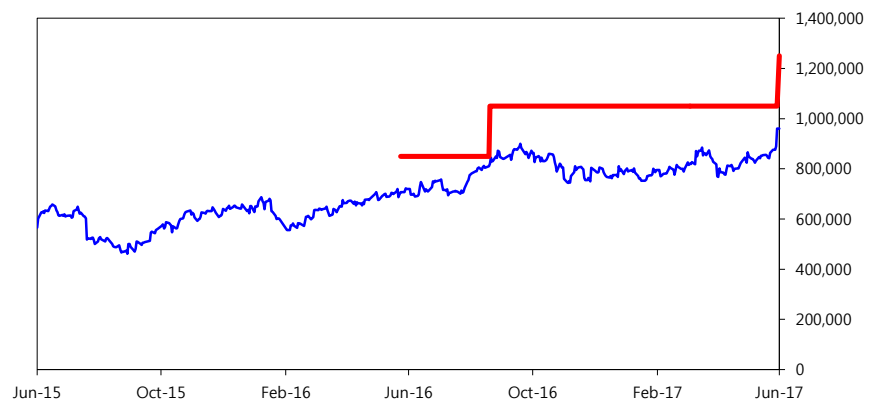
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,254	4,023	4,584	5,220	5,947
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,254	4,023	4,584	5,220	5,947
판매관리비	2,424	2,921	3,356	3,774	4,231
영업이익	830	1,102	1,228	1,446	1,716
금융수익	67	67	105	111	124
이자수익	28	36	50	62	74
금융비용	53	38	19	19	19
이자비용	6	6	4	4	4
기타영업외손익	(20)	10	(9)	(5)	(0)
관계기업관련손익	(2)	(9)	(10)	(11)	(13)
세전계속사업이익	823	1,132	1,295	1,522	1,808
법인세비용	229	361	390	457	542
연결당기순이익	517	759	902	1,065	1,266
지배주주지분순이익	519	749	865	1,022	1,214
기타포괄이익	37	(35)	0	0	0
총포괄이익	554	724	902	1,065	1,266
지배주주지분포괄이익	556	733	865	1,022	1,214
EBITDA	986	1,265	1,397	1,620	1,899

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	17,619	25,746	30,042	35,463	42,133
BPS	96,527	150,192	175,206	204,712	239,751
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	11.4	17.8	18.7
순이익증가율	14.1	44.4	15.5	18.0	18.8
EPS증가율	15.3	46.1	16.7	18.0	18.8
EBITDA증가율	9.3	28.3	10.4	16.0	17.2
수익성(%)					
영업이익률	25.5	27.4	26.8	27.7	28.9
순이익률	15.9	18.6	18.9	19.6	20.4
EBITDA Margin	30.3	31.4	30.5	31.0	31.9
ROA	13.3	14.1	13.1	13.3	13.7
ROE	26.5	26.2	21.6	20.8	20.3
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
배당성향	6.2	4.3	4.7	4.8	4.8
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	32.0	27.1	22.8
PBR	6.8	5.2	5.5	4.7	4.0
EV/EBITDA	19.7	17.2	19.3	16.1	13.2

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
	2017.06.11	매수	1,250,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 11일 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 (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.