

NAVER(035420)

매수(유지)

목표주가: 1,250,000원(유지)

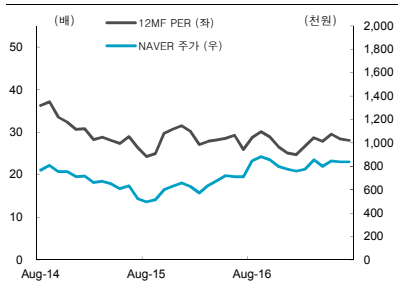
Stock Data

KOSPI(7/7)	2,380
주가(7/7)	838,000
시가총액(십억원)	27,623
발행주식수(백만)	33
52주 최고/최저가(원)	960,000/695,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	79,127
유동주식비율/외국인지분율(%)	78.5/61.0
주요주주(%)	국민연금 10.6
	Aberdeen Asset Management Asia Limited 5.0
	외 3인

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.3)	4.9	11.3
상대주가(%p)	(5.2)	(11.3)	(9.3)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2Q17 Preview: 공격적인 투자는 향후 성장을 위한 발판

페이 사업 호조와 투자확대에 따른 관련 비용 증가

NAVER의 2분기 매출액과 영업이익을 각각 1조1,259억원(+14.0% YoY, +4.0% QoQ)과 2,983억원(+9.4% YoY, +2.6% QoQ)으로 추정한다. 성수기 효과로 광고 부문은 전분기 대비 16.7% 증가한 1,164억원을 기록할 것으로 예상된다. Naver페이 거래액 상승을 기반으로 비즈니스플랫폼과 IT 플랫폼 부문의 매출액은 각각 5,213억원(+12.8% YoY, +2.3% QoQ)과 480억원(+70.7% YoY, +10.5% QoQ)으로 증가할 것이다. 한편 LINE의 2분기 실적은 영업수익 401억엔(+5.0% YoY, +2.2% QoQ), 영업이익 39억엔(-51.8% YoY, -4.1% QoQ)으로 추정된다. 마케팅과 대형/파트너 비용은 Naver페이 사업 호조에 따른 결제 수수료 증가와 콘텐츠 관련 투자 확대에 각각 501억원(+39.2% YoY, +24.3% QoQ)과 1,937억원(+20.8% YoY, +3.9% QoQ)으로 늘어날 것이다.

NAVER페이 관련 비용은 쇼핑 플랫폼 강화를 위한 투자

2분기 NAVER페이 거래액은 1.7조원(+10.4% QoQ)으로 증가할 전망이다. 수수료와 마케팅 등 관련 비용의 증가로 일시적인 마진 훼손은 불가피하지만 핵심 성장 동력인 쇼핑 플랫폼으로의 이용자 유입 확대를 위한 필수적인 투자라는 점에 주목해야 한다. 실제로 공격적인 투자의 결과로 15만개 이상의 쇼핑 가맹점을 확보했으며 예약 서비스로 활용처가 빠르게 확대되고 있다. 예약 서비스의 경우 쇼핑에 이어 NAVER의 성장을 견인할 신규 사업이라고 판단한다. 한편 최근 출시된 'NAVER페이 신용카드'로 인해 오프라인에서의 활용도도 높아질 것으로 예상된다. NAVER페이를 통해 수집한 구매 데이터가 기존 광고 및 쇼핑 검색 광고에 유용하게 활용될 수 있다는 점도 긍정적이다.

매수 의견 유지, 공격적인 투자는 성장으로 이어질 것

NAVER에 대한 매수 의견과 목표주가 1,250,000원(SOTP)을 유지한다. 비용 증가에 따른 수익성 약화는 아쉽지만 투자에 대한 결과로 쇼핑 사업의 견고한 성장세가 지속되고 있다. 향후 성장을 견인할 AI에 대한 결과물도 순차적으로 출시되고 있으며 기존 사업과의 시너지가 본격화될 전망이다. 하반기에는 '이미지 검색' 기능이 쇼핑 플랫폼에 적용될 예정이며 AI 스피커 출시 시기도 임박했다. 인공지능 분야 스타트업인 '컴퍼니 AI'와 '제록스 리서치센터 유럽'을 인수를 통해 글로벌 선두 업체들과의 격차를 축소하기 위한 기반을 마련한 점도 고무적이다. LINE 역시 하반기부터는 양호한 트래픽을 유지 중인 LINE Live의 수익화를 계획 중이기 때문에 실적 개선이 가능할 전망이다. 단기 실적보다는 중장기적인 측면에서의 트래픽 증가 및 다양한 사업 내에서의 점유율 확대에 주목할 시점이다.

	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	4,554	1,196	844	28,999	12.6	1,365	28.9	16.8	4.8	21.1	0.2
2018F	5,218	1,439	1,017	34,628	19.4	1,614	24.2	13.7	4.1	20.8	0.2
2019F	5,945	1,693	1,198	40,795	17.8	1,876	20.5	11.3	3.5	20.2	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	1,125.9	1,140.5	1,205.3	4,022.6	4,553.9	5,218.3
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	415.5	431.1	452.8	1,533.8	1,705.4	2,047.0
영업수익비중%											
광고	8.7%	9.8%	9.7%	11.3%	9.2%	10.3%	9.2%	10.7%	9.9%	9.9%	9.4%
비즈니스플랫폼	48.0%	46.8%	45.6%	45.3%	47.1%	46.3%	46.3%	45.1%	46.4%	46.2%	44.1%
IT 플랫폼	2.4%	2.8%	3.0%	3.6%	4.0%	4.3%	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%	36.9%	37.8%	37.6%	38.1%	37.5%	39.2%
영업비용	680.5	714.6	730.8	794.7	791.4	827.6	851.4	887.9	2,920.6	3,358.2	3,779.0
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	193.7	200.7	209.7	660.5	790.4	888.6
인프라	46.6	46.2	45.9	49.4	49.3	49.5	50.0	50.6	188.1	199.4	210.6
마케팅	37.6	36.0	29.6	45.1	40.3	50.1	47.9	51.8	148.3	190.1	199.9
LINE 및 기타플랫폼	306.6	334.4	351.3	394.3	374.9	385.9	400.2	417.3	1,386.6	1,578.3	1,817.8
영업이익	256.8	272.7	282.3	290.3	290.8	298.3	289.1	317.4	1,102.0	1,195.6	1,439.3
영업이익률(%)	27.4%	27.6%	27.9%	26.8%	26.9%	26.5%	25.3%	26.3%	27.4%	26.3%	27.6%
세전이익	256.2	311.5	288.0	276.1	306.8	313.8	302.3	339.6	1,131.8	1,262.5	1,515.1
순이익	165.0	213.2	198.0	182.8	210.9	219.7	211.6	237.7	759.1	879.9	1,060.5
순이익률(%)	17.6%	21.6%	19.5%	16.8%	19.5%	19.5%	18.6%	19.7%	18.9%	19.3%	20.3%

자료: NAVER, 한국투자증권

<표 2> LINE 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
영업수익	34.1	38.2	36.1	38.1	39.2	40.1	41.6	43.7	146.6	164.6	191.4
매출액	33.5	33.8	35.9	37.5	38.9	39.8	41.2	43.3	140.7	163.3	190.1
스티커	7.7	7.4	7.3	7.0	8.1	7.6	7.4	7.2	29.3	30.2	29.7
게임	11.9	11.4	10.8	10.8	10.4	10.6	10.8	10.9	44.8	42.8	43.9
광고	11.9	12.6	14.5	15.7	16.6	17.5	18.6	20.4	54.7	73.0	92.5
LINE	9.3	10.2	11.9	13.0	13.9	15.1	16.1	17.8	44.4	62.9	82.0
포털	2.6	2.4	2.6	2.7	2.6	2.4	2.5	2.7	10.3	10.3	10.5
기타	2.0	2.5	3.4	4.0	3.9	4.1	4.5	4.9	11.9	17.3	23.9
영업비용	28.9	30.2	31.2	36.5	35.2	36.3	37.6	39.2	126.7	148.3	165.9
지급수수료	7.8	7.4	7.3	7.3	7.7	7.7	7.7	7.8	29.8	30.9	32.8
인건비	9.4	9.7	9.8	10.6	9.7	10.1	10.7	11.4	39.4	42.0	48.5
광고선전비	2.3	2.4	2.8	4.3	4.0	4.3	4.5	4.6	11.8	17.4	19.2
통신비	1.8	2.0	1.9	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	7.8	8.9	8.9
Authentication	2.9	3.2	3.6	4.7	5.0	5.3	5.5	5.7	14.4	21.4	24.7
감가상각비	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	5.1	5.9	6.4
기타	3.7	4.2	4.4	6.1	5.2	5.3	5.5	5.8	18.4	21.9	25.5
영업이익	5.2	8.0	4.9	1.6	4.0	3.9	4.0	4.5	19.9	16.3	25.5
영업이익률%	15.6%	23.7%	13.7%	4.3%	10.3%	9.7%	9.6%	10.3%	14.1%	10.0%	13.4%
순이익	1.4	3.1	2.8	1.4	1.6	2.5	2.6	2.9	8.7	9.6	13.8
순이익률%	4.1%	8.1%	7.8%	3.7%	4.2%	6.3%	6.2%	6.6%	6.0%	5.8%	7.2%

<표 3> LINE 광고 형태별 매출 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	11.9	12.6	14.5	15.7	16.6	17.5	18.6	20.4	54.7	73.0	92.5
메신저	8.4	8.3	8.3	8.9	8.9	9.1	9.3	9.6	33.9	36.9	39.5
퍼포먼스	0.8	1.9	3.6	4.1	5.0	6.0	6.8	8.1	10.4	25.9	35.6
포털	2.6	2.4	2.6	2.7	2.6	2.4	2.5	2.7	10.3	10.3	10.5
매출비중%											
메신저	70.7%	65.9%	57.0%	56.9%	54.0%	52.0%	50.0%	47.3%	62.0%	50.6%	42.7%
퍼포먼스	6.7%	15.1%	25.0%	26.0%	30.0%	34.3%	36.8%	39.9%	19.0%	35.5%	38.5%
포털	21.7%	19.0%	18.0%	17.1%	16.0%	14.0%	13.5%	13.2%	18.8%	14.1%	11.4%
YoY Growth%											
매출액	42.4%	59.9%	52.2%	47.5%	39.5%	38.5%	28.3%	29.5%	50.2%	33.4%	26.8%
메신저	50.0%	50.9%	14.8%	11.9%	6.4%	9.3%	12.5%	7.6%	29.0%	8.9%	7.0%
퍼포먼스										148.9%	37.4%
포털	-6.4%	-0.6%	11.9%	10.7%					3.5%	0.2%	2.0%
QoQ Growth%											
매출액	11.3%	6.1%	15.1%	8.5%	5.3%	5.4%	6.6%	9.5%			
메신저	5.0%	-1.2%	-0.4%	8.3%	-0.1%	1.5%	2.5%	3.5%			
퍼포먼스	166.7%	137.5%	90.8%	12.8%	21.4%	20.4%	14.5%	18.8%			
포털	5.8%	-6.7%	8.8%	3.1%	-1.6%	-7.6%	2.7%	6.8%			

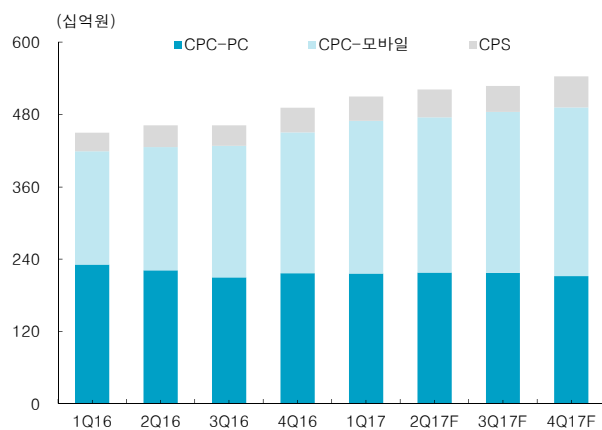
자료: LINE, 한국투자증권

<표 4> 한투증권 추정치 컨센서스와 비교

2Q17	한투증권 (십억원)	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스 대비(%)	컨센서스 (십억원)
매출액	1,125.9	4.0	14.0	-0.4	1,130.1
영업이익	298.3	2.6	9.4	-4.9	313.6
순이익(지배)	210.1	2.2	-1.1	-4.4	219.8

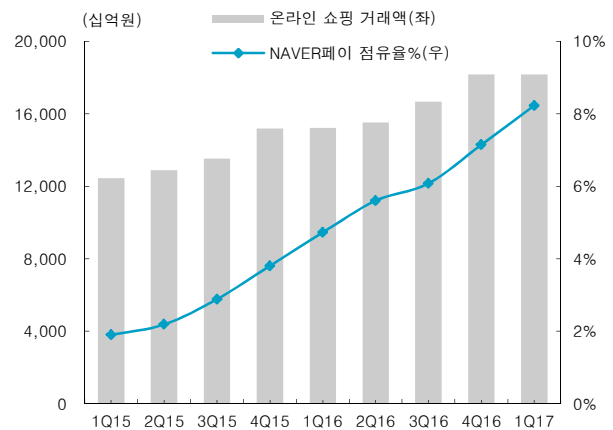
자료: 한국투자증권

[그림 1] NAVER 비즈니스 플랫폼 매출액 추이 및 전망



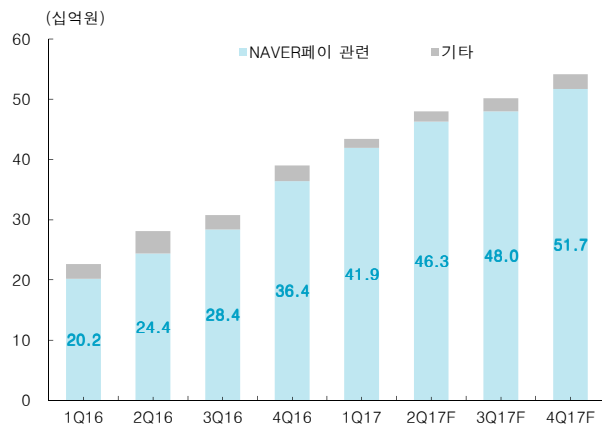
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 2] NAVER페이 거래액 및 국내 온라인 쇼핑 내 점유율



자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 3] NAVER IT플랫폼 매출액 추이 및 전망



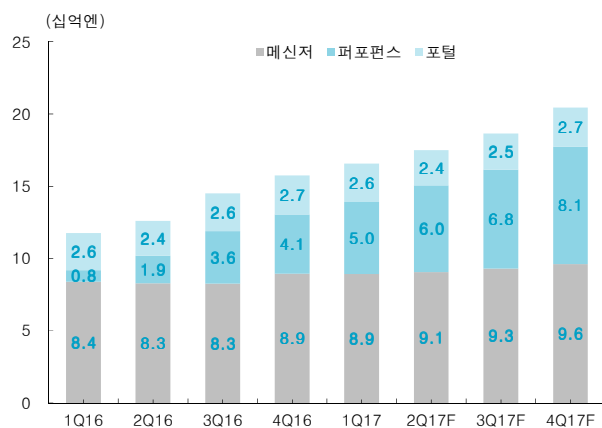
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 4] NAVER 페이 신용카드



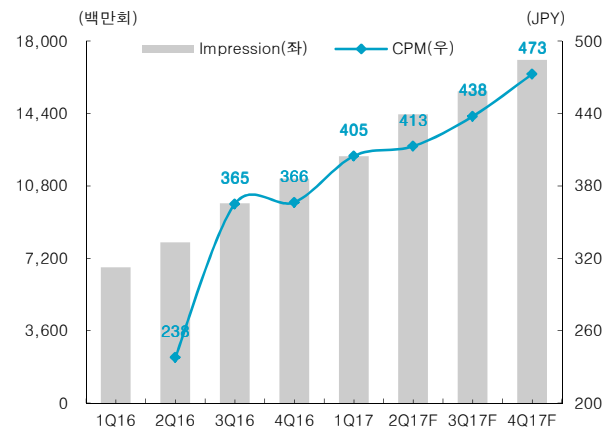
자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 5] LINE 광고 형태별 매출액 추이 및 전망



자료: LINE, 한국투자증권

[그림 6] LINE 퍼포먼스 광고 주요 지표 추이 및 전망



자료: LINE, 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	5,071	5,983	7,144
현금성자산	813	1,726	2,322	2,922	3,627
매출채권및기타채권	527	719	760	783	892
재고자산	16	10	12	13	15
비유동자산	1,747	2,171	2,273	2,546	2,799
투자자산	440	797	827	999	1,139
유형자산	864	863	881	899	917
무형자산	103	112	128	146	178
자산총계	4,386	6,371	7,343	8,528	9,943
유동부채	1,684	1,804	1,917	2,072	2,250
매입채무및기타채무	689	981	1,093	1,205	1,320
단기차입금및단기사채	413	227	200	176	155
유동성장기부채	105	0	0	0	0
비유동부채	433	437	458	476	522
사채	150	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,116	2,241	2,375	2,548	2,772
지배주주지분	2,125	3,595	4,397	5,364	6,502
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	4,612	5,579	6,718
비지배주주지분	145	535	571	614	666
자본총계	2,270	4,130	4,968	5,978	7,168

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	851	1,164	1,167	1,390	1,555
당기순이익	517	759	880	1,061	1,249
유형자산감가상각비	143	146	149	151	154
무형자산상각비	13	17	20	23	29
자산부채변동	63	88	55	87	19
기타	115	154	63	68	104
투자활동현금흐름	(786)	(942)	(466)	(674)	(720)
유형자산투자	(121)	(154)	(167)	(169)	(172)
유형자산매각	2	57	0	0	0
투자자산순증	(654)	(731)	(39)	(183)	(152)
무형자산순증	(15)	(21)	(36)	(42)	(61)
기타	2	(93)	(224)	(280)	(335)
재무활동현금흐름	6	698	(105)	(117)	(132)
자본의증가	0	1,374	0	0	0
차입금의순증	187	(341)	(27)	(24)	(21)
배당금지급	(23)	(32)	(33)	(42)	(50)
기타	(158)	(303)	(45)	(51)	(61)
기타현금흐름	19	(7)	0	0	0
현금의증가	91	913	595	599	703

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

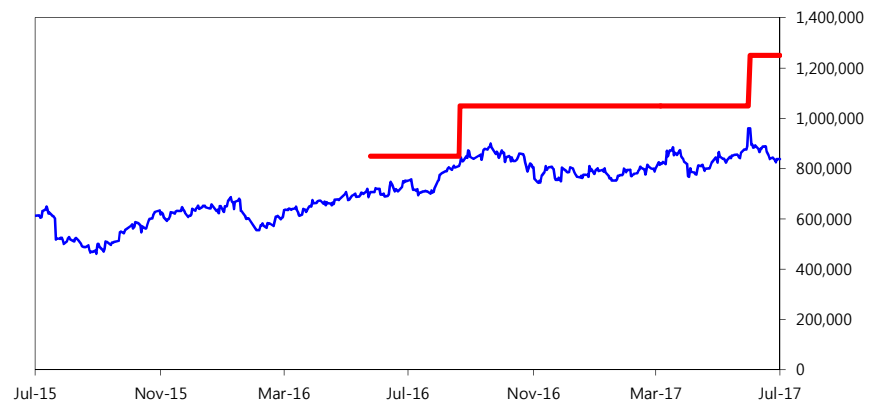
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,254	4,023	4,554	5,218	5,945
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,254	4,023	4,554	5,218	5,945
판매관리비	2,424	2,921	3,358	3,779	4,252
영업이익	830	1,102	1,196	1,439	1,693
금융수익	67	67	104	110	123
이자수익	28	36	50	61	73
금융비용	53	38	19	19	18
이자비용	6	6	4	4	4
기타영업외손익	(20)	10	(9)	(5)	(0)
관계기업관련손익	(2)	(9)	(10)	(11)	(13)
세전계속사업이익	823	1,132	1,262	1,515	1,785
법인세비용	229	361	380	455	535
연결당기순이익	517	759	880	1,061	1,249
지배주주지분순이익	519	749	844	1,017	1,198
기타포괄이익	37	(35)	0	0	0
총포괄이익	554	724	880	1,061	1,249
지배주주지분포괄이익	556	733	844	1,017	1,198
EBITDA	986	1,265	1,365	1,614	1,876

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	17,619	25,746	28,999	34,628	40,795
BPS	96,527	150,192	174,525	203,865	238,397
DPS	1,100	1,131	1,420	1,700	2,040
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.0	23.6	13.2	14.6	13.9
영업이익증가율	9.5	32.7	8.5	20.4	17.7
순이익증가율	14.1	44.4	12.6	20.5	17.8
EPS증가율	15.3	46.1	12.6	19.4	17.8
EBITDA증가율	9.3	28.3	7.9	18.2	16.2
수익성(%)					
영업이익률	25.5	27.4	26.3	27.6	28.5
순이익률	15.9	18.6	18.5	19.5	20.2
EBITDA Margin	30.3	31.4	30.0	30.9	31.6
ROA	13.3	14.1	12.8	13.4	13.5
ROE	26.5	26.2	21.1	20.8	20.2
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	6.2	4.3	4.9	4.9	5.0
안정성					
순차입금(십억원)	(1,392)	(3,017)	(3,862)	(4,762)	(5,819)
차입금/자본총계비율(%)	29.4	9.1	7.0	5.5	4.3
Valuation(X)					
PER	37.3	30.1	28.9	24.2	20.5
PBR	6.8	5.2	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	19.7	17.2	16.8	13.7	11.3

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 7월 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 배주자는 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.