

# 다음 (035720/매수)

## 인터넷

### 실적, 주가 모멘텀, 서비스 지표 등 모두가 바닥권 진입으로 판단

#### 국내 3위 모바일인터넷 서비스 기업, 모바일 정보 획득부문에 강점

동사의 모바일트래픽 확보 전략에 우려감이 높아진 것은 사실이다. 구글의 동영상서비스 유튜브, NHN의 검색과 MMS ‘라인’, ‘카카오톡’의 메신저 기능과 카카오톡스토리 등 차별화 될 핵심 경쟁력이 관찰되지 않고 있기 때문이다.

모바일인터넷 3대 이용 목적은 정보 획득(이용목적의 50%, 뉴스보기, 검색 등), 커뮤니케이션(이용목적의 30%, 메신저, 이메일, SNS 등), 엔터테인먼트(이용목적의 20%, 음악, 동영상, 게임)이다. 국내에서는 정보 획득부문에서는 동사와 NHN이 과점 서비스로 부각되었고, 커뮤니케이션은 카카오톡이 그리고 엔터테인먼트 플랫폼은 애플, 구글 등 여러 회사가 여전히 경쟁 중이다. 다음은 웹브라우저와 앱서비스를 합쳐 Naver의 50%를 상회하는 모바일 페이지뷰 트래픽을 기록하고 있다.

2012년에는 수익모델 조기 확보가 가능한 모바일게임, 음원 등 엔터테인먼트 사업자에게 관심이 집중되었다. 2013년에는 광고주가 광고비를 지출하는 모바일광고 시장 성장이 본격화 될 것으로 기대된다.

#### 3분기 실적 불경기 영향으로 예상보다 부진, 10월 중 검색광고 대행사 변경 예정

3분기 매출액은 디스플레이광고와 게임부문 성장세에 힘입어 전년보다 10.8% 증가할 전망이다. 검색광고부문은 경기 침체 영향으로 전년대비 3.2% 감소할 것으로 예상된다. 영업이익은 마케팅비용 등 모바일 인터넷에 대한 투자부담이 증가하면서 전년보다 9.0% 줄어들 것으로 예상된다.

2012년말에 검색광고 판매 대행사 오버추어와의 현재 계약이 종료되면 2013년부터는 검색광고의 PC와 모바일 PPC(Price Per Click, 검색광고 단가)가 정상화 될 것으로 예상된다. 대행사 변경이나 직접 영업 체제로의 전환은 10월 중에 결정될 것으로 기대된다.

#### 목표주가 140,000원 유지, 구글, NHN 등 경쟁 기업 주가 상승에 동조화 전망

3분기 실적 부진의 우려감이 반영되면서 주가가 하락하였다. 다음 지도, 마이피플, 다음-모바게 등 동사의 모바일서비스들이 경쟁사를 압도하지 못한 점도 악재로 작용했다. 모바일 광고 시장 성장 수혜에 대한 장기적인 기대감은 여전히 유효한 것으로 판단된다.

2012년 EPS 전망치는 경기 부진의 우려감을 반영하여 기존대비 2.8% 하향하였다. ‘매수’ 투자자의견과 목표주가 140,000원은 유지한다.

김창권

02-768-4321

changkwon.kim@dwsec.com

#### Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	140,000
현재주가(12/10/12,원)	101,600
상승여력(%)	37.8
EPS 성장률(12F,%)	-10.5
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.7
P/E(12F,x)	14.1
MKT P/E(12F,x)	10.2
KOSDAQ	539.86
시가총액(십억원)	1,372
발행주식수(백만주)	14
60D 일평균 거래량(천주)	126
60D 일평균 거래대금(십억원)	14
배당수익률(12F,%)	1.6
유동주식비율(%)	82.1
52주 최저가(원)	91,000
52주 최고가(원)	152,000
베타(12M, 일간수익률)	0.3
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.4
외국인 보유비중(%)	42.0

#### 주요주주

이재웅 외 3인(17.16%)

The Capital Group Companies, Inc. 외 47인(11.66%)

국민연금관리공단(9.67%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.6	-9.3	-23.3
상대주가	-6.8	-6.6	-30.1

#### 주요사업

인터넷 포털

#### Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	350	93	26.4	123	9,290	120	47	43.4	8.3	3.2	6.8
12/11	421	114	27.0	109	8,080	143	23	26.7	14.9	3.9	9.7
12/12F	485	120	24.7	98	7,232	153	51	20.0	14.1	3.0	7.6
12/13F	579	160	27.6	128	9,453	204	111	24.0	10.8	2.6	5.6
12/14F	665	191	28.7	152	11,240	235	126	26.7	9.0	2.2	4.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

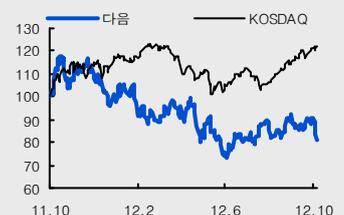


표 1. 글로벌 인터넷 기업의 실적 전망과 Valuation 비교(2012F)

(십억원, 각국통화, %, 배)

	기업명	시가총액	매출액	영업이익	순이익	주가	ROE	EPS	EPSG	PER	영업이익률	순이익률
한국	NHN	12,970	2,393	639	522	269,500	31.4	10,845	16.0	24.9	26.7	21.8
	다음	1,372	485	120	98	101,600	20.0	7,232	-10.5	14.1	24.7	63.8
	인터파크	467	12	1	7	6,200	2.1	121	흑전	63.4	8.9	63.8
	한국 평균						17.8		2.8	34.1	20.1	49.8
미국	Google	271,481	42,979	14,917	13,875	745	19.9	42.4	40.6	17.6	34.7	32.3
	Yahoo	20,905	4,613	714	1,230	16	8.2	1.0	26.2	15.3	15.5	26.7
	Amazon	121,757	62,775	936	972	242	4.7	2.1	50.4	116.0	1.5	1.5
	eBay	68,526	14,027	3,792	3,073	48	14.5	2.3	-6.1	20.4	27.0	21.9
	LinkedIn	12,970	933	39	63	110	6.0	0.6	268.7	199.7	4.2	6.7
	Groupon	4,969	2,357	196	122	5	11.8	0.2	흑전	29.2	8.3	5.2
	미국 평균						10.8		43.7	66.4	15.2	15.7
일본	Yahoo Japan	22,558	303	166	98	27,360	23.0	1,686	6.1	16.2	54.8	32.3
	Rakuten	14,160	439	80	48	757	19.1	36	-4256.9	21.0	18.2	10.8
	일본 평균						21.1		-2125.4	18.6	36.5	21.6
중국	Baidu	43,185	3,558	1,792	1,646	111	48.2	4.7	60.1	23.5	50.4	33.0
	Sohu	1,672	1,044	201	79	40	8.9	2.1	-49.9	18.6	19.2	6.4
	Sina	4,477	528	-11	11	61	1.2	0.2	적전	-	-2.2	1.6
	Youku	3,585	267	-61	-42	20	-6.3	-0.3	적지	-	-22.8	-9.7
	RenRen	1,600	179	-94	-76	4	-6.7	-0.2	적지	-	-52.7	-28.8
	중국 평균						9.1		-54.9	126.3	-1.6	0.5
글로벌 평균						12.9		-283.9	65.5	13.5	18.1	

주: NHN, 다음은 K-IFRS 연결, 인터파크는 K-IFRS 개별 기준, 중국 기업 미국 나스닥 상장, 주당 데이터 제외 한국/일본 십억, 그 외 백만 단위  
 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 글로벌 인터넷 기업의 실적 전망과 Valuation 비교(2013F)

(각국통화, %, 배)

	기업명	매출액	영업이익	순이익	ROE	EPS	EPSG	PER	영업이익률	순이익률
한국	NHN	2,960	843	671	36.0	13,936	28.5	19.3	28.5	22.7
	다음	579	160	128	24.0	9,453	30.7	10.8	27.6	22.0
	인터파크	13	3	9	2.5	145	20.0	30.4	19.9	66.5
	한국 평균				20.8		26.4	20.2	25.3	37.1
미국	Google	53,824	17,920	16,395	19.2	42.4	16.7	15.0	33.3	30.5
	Yahoo	4,681	881	1,308	6.0	1.0	10.4	13.9	18.8	27.9
	Amazon	80,699	1,856	1,804	13.2	2.1	88.0	61.7	2.3	2.2
	eBay	16,143	4,395	3,560	15.0	2.3	16.1	17.6	27.2	22.1
	LinkedIn	1,414	123	140	12.1	0.6	120.8	90.4	8.7	9.9
	Groupon	2,814	267	237	18.7	0.2	91.7	15.2	9.5	8.4
	미국 평균				14.0		57.3	35.6	16.6	33.3
일본	Yahoo Japan	323	178	107	20.8	1,845	9.4	14.8	55.1	33.3
	Rakuten	496	98	57	18.7	43	20.1	17.5	19.8	11.5
	일본 평균				19.8		14.8	16.1	37.4	22.4
중국	Baidu	4,990	2,411	2,194	40.3	6.2	32.3	17.7	48.3	44.0
	Sohu	1,237	267	125	12.5	3.4	58.3	11.7	21.6	10.1
	Sina	661	50	67	6.4	1.1	흑전	57.7	7.5	10.1
	Youku	437	-5	11	3.1	0.1	적지	202.3	-1.1	2.5
	RenRen	264	-73	-54	-4.1	-0.1	적지	-	-27.7	-20.4
	중국 평균				11.6		83.9	72.4	9.7	9.3
글로벌 평균				15.3		54.5	39.7	18.7	18.9	

주: NHN, 다음은 K-IFRS 연결, 인터파크는 K-IFRS 개별 기준, 중국 기업 미국 나스닥 상장, 주당 데이터 제외 한국/일본 십억, 그 외 백만 단위  
 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 다음 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2010	2011	2012F
<b>매출액</b>	97	103	103	117	110	117	114	144	350	421	485
검색	49	49	48	49	47	46	46	56	180	195	196
디스플레이	44	51	51	62	52	60	55	72	149	207	239
게임	2	2	2	2	9	8	10	14	-	7	41
거래형	2	2	2	2	2	2	2	2	16	9	8
기타자회사	0	0	1	2	0	0	1	0	5	3	1
<b>매출비중</b>											
검색	50.6	47.4	46.3	41.9	43.1	39.6	40.4	38.9	51.3	46.3	40.4
디스플레이	44.9	48.9	49.1	53.2	47.0	51.7	48.5	49.8	42.7	49.2	49.3
게임	1.6	1.5	1.6	1.5	8.1	7.1	8.6	9.6	0.0	1.6	8.4
거래형	2.5	2.1	2.3	2.0	1.8	1.4	1.8	1.3	4.6	2.2	1.6
기타자회사	0.4	0.1	0.7	1.4	0.1	0.1	0.7	0.3	1.5	0.7	0.3
<b>영업이익</b>	31	29	28	26	27	30	26	37	93	114	120
영업이익률	31.4	28.3	27.4	22.3	24.6	25.6	22.5	25.8	26.5	27.1	24.7
<b>연결 당기순이익</b>	26	25	32	18	23	22	23	31	127	109	98
연결 당기순이익률	26.4	23.9	31.2	15.1	20.9	19.2	19.8	21.9	36.3	25.8	20.1
<b>YoY 증감률</b>											
매출액	33.7	16.7	17.3	16.1	13.3	12.7	10.8	22.5		20.2	15.1
검색	24.1	10.0	4.0	-0.7	-3.5	-5.7	-3.2	13.7		8.6	0.4
디스플레이	56.3	31.0	39.6	33.9	18.5	19.3	9.4	14.8		38.7	15.3
게임	0.0	0.0	0.0	0.0	453.1	425.4	493.8	711.0		-	523.8
거래형	-33.1	-44.6	-40.1	-48.4	-15.6	-23.4	-15.3	-20.7		-42.0	-18.7
기타자회사	-75.5	-92.7	-60.3	542.0	-82.5	-8.0	20.0	-72.3		-44.6	-49.1
영업이익	60.4	30.7	13.7	-1.7	-11.3	1.9	-9.0	41.6		22.9	4.8
연결 당기순이익	-73.6	-76.1	-68.8	-84.9	-79.1	-80.8	-80.2	-78.1		-14.7	-10.2
<b>QoQ 증감률</b>											
매출액	-3.9	6.3	-0.3	13.9	-6.2	5.8	-1.9	25.9			
검색	-0.8	-0.4	-2.6	3.2	-3.6	-2.7	0.0	21.3			
디스플레이	-6.4	15.7	0.3	23.3	-17.1	16.4	-8.0	29.3			
게임	0.0	0.0	0.0	0.0	420.4	-6.1	18.0	40.7			
거래형	-48.7	-8.8	10.0	0.2	-16.1	-17.2	21.6	-6.1			
기타자회사	52.9	-71.1	494.1	144.6	-95.8	51.5	675.2	-43.5			
영업이익	14.7	-4.3	-3.2	-7.5	3.5	10.0	-13.6	44.0			
연결 당기순이익	33.4	-3.5	30.0	-44.8	30.0	6.2	1.1	39.2			

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년 수치는 회사 측에서 제공한 자료로 기존 K-GAAP 수치와 차이 존재  
 자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 2012~2013년 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경 률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	490	579	485	579	-1.1	0.0
영업이익	123	158	120	160	-2.4	1.1
순이익	100	126	98	128	-2.8	1.0
주당순이익 (EPS)	7,440	9,355	7,232	9,453	-2.8	1.0
영업이익률	25.0	27.3	24.7	27.6		
순이익률	20.5	21.8	20.1	22.0		

주: K-IFRS 연결 기준  
 자료: KDB대우증권 리서치센터

다음 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
<b>매출액</b>	<b>421</b>	<b>485</b>	<b>579</b>	<b>665</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>421</b>	<b>485</b>	<b>579</b>	<b>665</b>
판매비와관리비	305	365	419	474
<b>조정영업이익</b>	<b>116</b>	<b>120</b>	<b>160</b>	<b>191</b>
<b>영업이익</b>	<b>114</b>	<b>120</b>	<b>160</b>	<b>191</b>
비영업손익	14	9	9	10
순금융비용	-11	-11	-10	-11
관계기업등 투자손익	0	-1	-1	-1
세전계속사업손익	127	129	168	200
계속사업법인세비용	28	31	41	48
계속사업이익	100	98	128	152
중단사업이익	8	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>108</b>	<b>98</b>	<b>128</b>	<b>152</b>
지배주주	109	98	128	152
비지배주주	-1	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>113</b>	<b>96</b>	<b>126</b>	<b>150</b>
지배주주	114	96	126	150
비지배주주	-1	0	0	0
EBITDA	143	153	204	235
FCF	23	51	111	126
EBITDA마진율 (%)	34.0	31.5	35.3	35.4
영업이익률 (%)	27.0	24.7	27.6	28.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	25.8	20.1	22.0	22.8

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
<b>유동자산</b>	<b>324</b>	<b>335</b>	<b>403</b>	<b>468</b>
현금 및 현금성자산	81	72	95	115
매출채권 및 기타채권	82	94	112	129
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	14	16	19	21
<b>비유동자산</b>	<b>235</b>	<b>310</b>	<b>317</b>	<b>335</b>
관계기업투자등	15	8	7	6
유형자산	89	111	104	99
무형자산	43	78	80	90
<b>자산총계</b>	<b>559</b>	<b>644</b>	<b>720</b>	<b>803</b>
<b>유동부채</b>	<b>94</b>	<b>108</b>	<b>128</b>	<b>147</b>
매입채무 및 기타채무	36	42	50	57
단기금융부채	1	0	0	0
기타유동부채	57	66	79	90
<b>비유동부채</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>42</b>	<b>61</b>
장기금융부채	0	3	29	45
기타비유동부채	7	10	12	15
<b>부채총계</b>	<b>103</b>	<b>121</b>	<b>170</b>	<b>208</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>457</b>	<b>518</b>	<b>546</b>	<b>590</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	177	182	182	182
이익잉여금	266	320	399	494
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>자본총계</b>	<b>456</b>	<b>523</b>	<b>551</b>	<b>594</b>

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>104</b>	<b>100</b>	<b>149</b>	<b>174</b>
당기순이익	108	98	128	152
비현금수익비용가감	35	58	76	84
유형자산감가상각비	19	18	26	25
무형자산상각비	8	15	18	20
기타	8	-5	-1	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-26	-19	-14	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	-14	-18	-17
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	1	8	7
법인세납부	-13	-37	-41	-48
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-107</b>	<b>-59</b>	<b>-54</b>	<b>-62</b>
유형자산처분(취득)	-43	-41	-20	-20
무형자산감소(증가)	-4	-15	-20	-30
장단기금융자산의 감소(증가)	-25	-6	-25	-25
기타투자활동	-35	4	11	13
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-14</b>	<b>-50</b>	<b>-73</b>	<b>-91</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	0	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-3	-4	-50	-50
배당금의 지급	-10	-43	-48	-56
기타재무활동	0	-5	0	-2
<b>현금의증가</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>22</b>	<b>21</b>
기초현금	97	81	72	95
기말현금	81	72	95	115

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	14.9	14.1	10.8	9.0
P/CF (x)	11.9	10.5	8.0	7.0
P/B (x)	3.9	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA (x)	9.7	7.6	5.6	4.7
EPS (원)	8,080	7,232	9,453	11,240
CFPS (원)	10,092	9,697	12,749	14,554
BPS (원)	31,126	33,500	39,106	45,289
DPS (원)	1,607	1,607	2,000	2,200
배당성향 (%)	19.9	22.1	21.0	19.5
배당수익률 (%)	1.3	1.6	2.0	2.2
매출액증가율 (%)	20.2	15.1	19.4	14.9
EBITDA증가율 (%)	19.5	6.9	33.4	15.3
영업이익증가율 (%)	22.8	5.2	33.3	19.4
EPS증가율 (%)	-13.0	-10.5	30.7	18.9
매출채권 회전을 (회)	5.1	5.5	5.6	5.5
재고자산 회전을 (회)				
매입채무 회전을 (회)	43.6	42.0	42.7	41.9
ROA (%)	21.2	16.2	18.7	19.9
ROE (%)	26.7	20.0	24.0	26.7
ROIC (%)	60.7	40.6	45.6	51.7
부채비율 (%)	22.5	23.2	30.9	35.1
유동비율 (%)	344.8	311.1	314.1	317.6
순차입금/자기자본 (%)				
영업이익/금융비용 (x)				

자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- 다음: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 다음: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

