

다음 (035720)

지표와 실적 흐름의 상승세, 주가도 상승 전환 기대

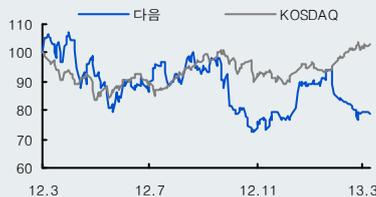
인터넷

Company Report
2013. 3. 29

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	130,000
현재주가(13/03/28, 원)	91,200
상승여력	43%

영업이익(13F, 십억원)	117
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	114
EPS 성장률(13F, %)	21.7
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.0
P/E(13F, x)	13.3
MKT P/E(13F, x)	9.3
KOSDAQ	552.64
시가총액(십억원)	1,234
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	82.1
외국인 보유비중(%)	48.2
베타(12M, 일간수익률)	0.47
52주 최저가(원)	83,200
52주 최고가(원)	124,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6	-19.7	-24.9
상대주가	-3.0	-19.5	-23.1



인터넷/게임/엔터테인먼트

김창권
02-768-4321
changkwon.kim@dwsec.com

1월과 2월 모바일 점유율 반등 확인, 2분기 점유율 추가 상승 기대

동사 모바일 서비스의 시장 점유율이 반등하고 있다. 최근 제일기획은 2013년 모바일광고 시장 규모를 2012년 대비 90.5% 증가한 4,000억원으로 예상하였다. 모바일 서비스 지배력 강화가 모바일광고 시장 성장과 맞물려 중요한 장기 성장 동력이 될 것으로 판단한다.

다음의 PC 검색쿼리(Query) 점유율은 2012년 1월부터 2013년 2월까지 월평균 20.7%를 기록했다. 이에 비하여 모바일 검색쿼리 점유율은 2012년 8월 9.2%까지 하락한 뒤 2013년 1월과 2월에 각각 14.7%와 16.3%로 상승했다.

다음 전용 모바일앱 다운로드를 유도하는 다양한 프로모션이 예정된 2분기에는 모바일 검색 시장 점유율이 PC 수준에 근접할 것으로 기대된다.

1분기 실적은 시장 기대치 수준, 4분기로 갈수록 가파른 실적 개선 예상

1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,295억원과 262억원으로 예상된다. 이는 시장 컨센서스 매출액과 영업이익 전망치인 1,273억원과 252억원에 부합하는 수준이다.

검색광고부문 매출액은 1월부터 시작된 독자영업 효과와 SK컴즈 등의 영업 대행 매출액 신규 계상으로 전년보다 33.3% 증가할 전망이다. 디스플레이광고부문은 내수 경기 침체에 비수기 효과가 더해져 증가율이 7.2%에 그칠 것으로 예상되고, 게임부문은 퍼블리싱 계약이 만료된 일부 게임들의 영향으로 외형이 전년대비 3.7% 감소될 전망이다.

오버추어 영업인력 흡수 등 인력 증가와 마케팅비용 집행, 검색광고 영업 직영에 따른 중간 에이전트 대행수수료 발생 등의 이유로 1분기 영업이익률은 20.3%(2012년 1분기 24.7%, 2012년 연간 22.4%)로 하락할 전망이다. 1분기 영업이익은 전년 동기와 비교해 3.7% 감소할 것으로 예상된다.

2012년 기저 효과와 검색광고 시장에서의 영업력 강화, 모바일광고 매출액 증가에 힘입어 분기별 실적은 점진적으로 개선될 전망이다. 2분기 매출액과 영업이익의 전년동기대비 증가율은 각각 21.4%와 0.9%, 3분기는 각각 26.0%와 33.1%, 4분기 각각 35.8%와 39.4%로 예상된다.

글로벌 주요 인터넷 기업 중에서 가장 싼 주식, '매수' 의견과 목표주가 130,000원 유지

동사 주식은 2013년 예상 EPS 기준 PER 13.3배 수준에서 거래되고 있다. 글로벌 주요 인터넷 기업이 같은 기준 PER 10대 후반에서 20배 초반으로 평가 받는 것에 크게 미치지 못한다. 모바일 지표 상승과 실적 개선 흐름이 동시에 예상되는 만큼 현재의 저평가 국면에서 벗어날 것으로 예상된다. '매수' 투자 의견과 목표주가 130,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	350	421	453	568	651	765
영업이익 (십억원)	93	117	102	117	150	189
영업이익률 (%)	26.4	27.7	22.4	20.6	23.0	24.7
순이익 (십억원)	123	109	76	93	118	149
EPS (원)	9,290	8,080	5,656	6,885	8,718	10,994
ROE (%)	43.4	26.7	15.7	18.1	22.5	26.6
P/E (배)	8.3	14.9	16.1	13.3	10.5	8.3
P/B (배)	3.2	3.9	2.8	2.5	2.2	1.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 다음, KDB대우증권

다음

지표와 실적 흐름의 상승세, 주가도 상승 전환 기대

표 1. 다음 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2010	2011	2012	2013F
매출액	110	117	109	117	130	141	138	159	350	421	453	568
검색광고	47	46	45	43	63	64	66	70	180	195	182	264
디스플레이광고	52	60	55	63	56	66	61	72	149	207	230	254
게임	9	8	8	9	9	9	9	16	0	7	34	42
거래형	2	2	2	2	2	2	2	2	16	9	8	8
기타자회사	0	0	0	0	0	0	0	0	5	3	0	1
매출비중												
검색광고	43.1	39.6	40.7	37.0	48.8	45.4	48.0	43.9	51.3	46.3	40.0	46.4
디스플레이광고	47.0	51.7	50.0	53.6	42.9	46.7	44.2	45.0	42.7	49.2	50.6	44.7
게임	8.1	7.1	7.0	7.6	6.6	6.4	6.2	9.8	0.0	1.6	7.5	7.4
거래형	1.8	1.4	2.1	1.6	1.6	1.4	1.5	1.3	4.6	2.2	1.8	1.4
기타자회사	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.5	0.7	0.1	0.1
영업이익	27	30	22	22	26	31	30	31	96	117	102	117
영업이익률	24.7	26.0	20.3	18.7	20.3	21.6	21.5	19.2	27.4	27.7	22.4	20.6
당기순이익	21	22	19	14	21	24	24	23	122	108	77	92
순이익률(%)	19.1	19.2	17.5	11.8	15.9	17.2	17.7	14.3	34.9	25.6	16.9	16.2
YoY 증감률												
매출액	13.3	12.7	6.2	-0.3	17.6	21.4	26.0	35.8	0.0	20.2	7.6	25.3
검색광고	-3.5	-5.7	-6.5	-12.0	33.3	39.1	48.3	61.2	0.0	8.6	-7.0	45.2
디스플레이광고	18.5	19.3	8.0	0.6	7.2	9.5	11.5	13.8	0.0	38.7	10.7	10.7
게임	453.1	425.4	364.1	424.4	-3.2	8.4	12.1	73.7	0.0	0.0	416.4	23.5
거래형	-15.6	-23.4	-2.1	-20.9	-0.4	20.3	-14.4	5.7	0.0	-42.0	-15.3	1.3
기타자회사	-82.5	-8.0	-82.0	-89.5	124.7	48.3	27.8	-10.9	0.0	-44.6	-83.5	32.3
영업이익	-91.5	-89.3	-92.2	-92.0	-3.7	0.9	33.1	39.4	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-91.8	-91.0	-94.0	-92.2	-2.0	8.7	27.2	64.5	0.0	0.0	0.0	0.0
QoQ 증감률												
매출액	-6.2	5.8	-6.1	7.0	10.5	9.2	-2.5	15.3	0.0	0.0	0.0	0.0
검색광고	-3.6	-2.7	-3.4	-2.8	46.0	1.6	2.9	5.6	0.0	0.0	0.0	0.0
디스플레이광고	-17.1	16.4	-9.2	14.8	-11.6	18.9	-7.6	17.2	0.0	0.0	0.0	0.0
게임	420.4	-6.1	-7.8	16.4	-3.9	5.1	-4.7	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0
거래형	-16.1	-17.2	40.6	-19.1	5.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자회사	-95.8	51.5	16.1	43.4	-10.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	-90.1	11.3	-26.7	-1.4	19.6	16.6	-3.2	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-88.1	6.2	-14.2	-27.8	48.9	17.9	0.4	-6.6	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 2012~2014년 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	
매출액	568	651	568	651	0.0	-0.1	- 큰 폭의 실적 변경은 없음
영업이익	117	150	117	150	0.0	-0.3	
세전이익	128	166	129	162	1.0	-2.4	
당기순이익	97	126	94	118	-3.6	-6.1	
주당순이익	7,177	9,328	6,885	8,718	-4.1	-6.5	
영업이익률	20.6	23	20.6	23	0.0	0.0	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KDB대우증권 리서치센터

다음

지표와 실적 흐름의 상승세, 주가도 상승 전환 기대

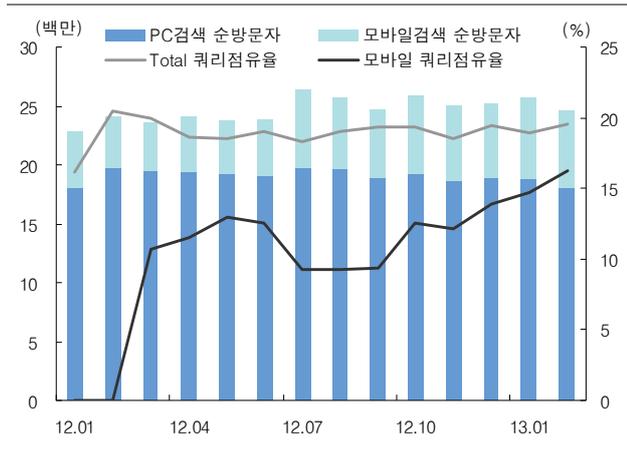
표 3. PC 및 모바일 사용자 지표

(백만명, 백만건, %)

일자	PC				모바일				Total 쿼리점유율
	PC검색 순방문자	PC 페이지뷰	PC 쿼리수	PC 쿼리점유율	모바일검색 순방문자	모바일 페이지뷰	모바일 쿼리수	모바일 쿼리점유율	
12.1	18.0	927.9	815.0	20.5	4.8			0.0	16.1
12.2	19.8	1,175.5	1,022.4	20.7	4.3			0.0	20.5
12.3	19.5	1,206.1	1,017.4	21.4	4.1	71.4	68.7	10.7	20.0
12.4	19.4	1,112.9	947.0	19.9	4.7	98.1	89.4	11.5	18.6
12.5	19.3	1,133.6	974.0	19.7	4.6	125.8	115.7	12.9	18.5
12.6	19.0	1,063.3	913.4	20.4	4.9	118.3	111.0	12.5	19.1
12.7	19.8	1,227.8	1,038.9	20.7	6.6	140.1	124.1	9.3	18.3
12.8	19.6	1,276.5	1,109.1	21.8	6.1	147.9	131.4	9.2	19.0
12.9	18.9	1,088.6	948.4	21.9	5.9	121.1	107.1	9.4	19.3
12.10	19.3	1,102.7	946.9	21.1	6.7	156.2	140.5	12.6	19.4
12.11	18.6	1,044.1	880.3	20.1	6.5	150.8	135.0	12.2	18.5
12.12	18.9	1,061.0	911.5	21.0	6.3	193.2	173.5	13.9	19.4
13.1	18.8	1,072.5	923.7	20.0	6.9	241.6	205.5	14.7	18.9
13.2	18.0	927.9	815.0	20.5	6.6	240.9	208.3	16.3	19.6

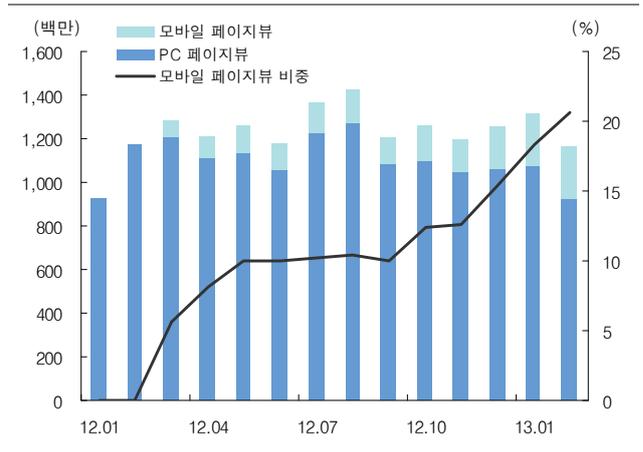
주: 쿼리 수는 메인 검색과 함께 이미지 검색, 음악 검색 등 기타 검색을 포함한 수치임
 자료: 코리아 클릭, KDB대우증권 리서치

그림 1. PC 및 모바일 검색 관련 지표



자료: 코리아 클릭, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. PC 및 모바일 페이지뷰 관련 지표



자료: 코리아 클릭, KDB대우증권 리서치센터

다음

지표와 실적 흐름의 상승세, 주가도 상승 전환 기대

표 4. 글로벌 인터넷 기업의 수익 예상과 Valuation (2012)

(각 국 통화,%,배)

기업명	시가총액	주가	매출액	영업이익	영업이익률	순이익	EPS	ROE	PER	PBR	
한국	NHN	12,898	268,000	2,389	703	29.4	550	11417.2	29.8	19.9	3.9
	다음	1,234	91,200	453	102	22.4	76	5655.9	15.7	16.1	2.8
	인터넷파크	484	7,960	12	1	8.9	7	121	2.1	55.4	1.2
	한국 평균					20.2			15.9	30.5	2.6
미국	Google	296,948	808	41,665	13,358	32.1	13,172	39.7	18.0	20.3	3.7
	Yahoo	26,909	22	4,456	660	14.8	1,803	1.2	14.9	18.0	1.7
	Amazon	130,134	258	62,074	479	0.8	889	1.9	3.9	134.2	15.3
	eBay	72,123	50	14,058	3,837	27.3	3,089	2.4	14.9	21.3	3.3
	Facebook	70,052	26	5,029	2,177	43.3	1,279	0.5	9.2	51.5	4.3
	LinkedIn	20,788	174	948	58	6.1	81	0.7	7.8	241.1	22.2
	Groupon	5,192	5	2,337	152	6.5	109	0.2	11.6	32.2	4.2
	미국 평균					18.7			11.5	74.1	7.8
일본	Yahoo Japan	29,090	43,100	303	166	54.8	98	1,686.4	23.0	25.6	5.5
	Rakuten	14,554	950	436	78	17.8	45	34.1	18.0	27.9	4.6
	일본 평균					36.3			20.5	26.7	5.0
중국	Baidu	33,060	85	3,538	1,817	51.4	1,689	4.8	49.8	17.6	7.1
	Sohu	1,974	47	1,061	219	20.7	91	2.4	7.9	19.8	1.6
	Sina	3,560	48	510	-16	-3.1	12	0.1	1.4	559.7	2.7
	Youku	3,086	17	280	-73	-26.0	-49	-0.3	-8.5	-	2.7
	RenRen	1,240	3	174	-93	-53.8	-72	-0.2	-6.1	-	1.0
	Alibaba	-	-	8,093	1,901	23.5	1,874	0.4	18.3	-	-
	중국평균					2.1			10.5	199.0	3.0
평균 글로벌 평균					15.4			12.9	84.0	5.2	

주: 한국 기업 중 NHN과 다음 K-IFRS 연결 기준. 인터넷파크 K-IFRS 개별 기준, 시가총액 단위 십억원, 주당 데이터 제외 한국/일본 십억, 그 외 국가 백만 단위, 중국 기업 중 Alibaba는 홍콩 상장이며 Youku, RenRen은 미국 나스닥 상장, 나머지는 미국 나스닥 상장

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 글로벌 인터넷 기업의 수익 예상과 Valuation (2013F)

(각 국 통화,%,배)

기업명	시가총액	주가	매출액	영업이익	영업이익률	순이익	EPS	ROE	PER	PBR
한국	NHN		2,893	885	30.6	642	13338.3	27.7	20.1	3.8
	다음		568	117	20.6	93	6885.1	18.1	13.3	2.5
	인터넷파크		13	3	19.9	9	145.2	2.5	54.8	1.4
	한국 평균					23.7		16.1	29.4	2.6
미국	Google		47,938	16,218	33.8	15,490	39.7	17.7	17.6	3.2
	Yahoo		4,671	857	18.4	1,291	1.2	8.7	18.9	1.6
	Amazon		75,726	1,606	2.1	1,450	1.9	10.1	77.7	12.0
	eBay		16,344	4,510	27.6	3,640	2.4	14.2	18.2	2.8
	Facebook		6,678	2,206	33.0	1,428	0.5	9.2	46.4	4.9
	LinkedIn		1,494	114	7.6	157	0.7	10.4	130.4	18.8
	Groupon		2,562	125	4.9	124	0.2	14.3	27.5	3.8
	미국 평균					18.2		12.1	48.1	6.7
일본	Yahoo Japan		335	184	54.8	112	1,932.2	21.5	22.3	4.5
	Rakuten		500	93	18.6	54	41.3	18.6	23.0	4.0
	일본 평균					36.7		20.1	22.7	4.2
중국	Baidu		4,888	2,036	41.7	1,907	5.4	37.0	15.8	4.9
	Sohu		1,300	269	20.7	108	2.9	8.9	16.3	1.4
	Sina		582	30	5.2	46	0.6	3.7	81.7	2.7
	Youku		481	-71	-14.7	-46	-0.3	-5.7	-	2.4
	RenRen		257	-96	-37.5	-62	-0.2	-5.1	-	1.0
	Alibaba		8,781	2,146	24.4	2,117	0.4	17.5	-	-
	중국평균					6.6		9.4	38.0	2.5
평균 글로벌 평균					17.3		12.7	38.9	4.4	

주: 한국 기업 중 NHN과 다음 K-IFRS 연결 기준. 인터넷파크 K-IFRS 개별 기준, 시가총액 단위 십억원, 주당 데이터 제외 한국/일본 십억, 그 외 국가 백만 단위, 중국 기업 중 Alibaba는 홍콩 상장이며 Youku, RenRen은 미국 나스닥 상장, 나머지는 미국 나스닥 상장

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

다음

지표와 실적 흐름의 상승세, 주가도 상승 전환 기대

다음 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	453	568	651	765
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	453	568	651	765
판매비와관리비	352	451	501	576
조정영업이익	102	117	150	189
영업이익	102	117	150	189
비영업손익	-1	12	13	13
순금융비용	-11	-12	-12	-13
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	101	129	162	203
계속사업법인세비용	20	31	39	49
계속사업이익	81	98	123	154
중단사업이익	-5	-5	-5	-5
당기순이익	77	94	118	149
지배주주	76	93	118	149
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	73	90	115	145
지배주주	73	90	114	145
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	138	164	196	239
FCF	75	85	103	124
EBITDA마진율 (%)	30.3	28.8	30.1	31.2
영업이익률 (%)	22.4	20.6	23.0	24.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.8	16.4	18.1	19.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	113	118	146	176
당기순이익	77	94	118	149
비현금수익비용가감	68	66	73	85
유형자산감가상각비	23	25	24	23
무형자산상각비	13	21	22	26
기타	-21	1	1	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4	-10	-7	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	13	-17	-12	-17
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	8	6	8
법인세납부	-28	-31	-39	-49
투자활동으로 인한 현금흐름	-41	-53	-62	-71
유형자산처분(취득)	-37	-20	-20	-20
무형자산감소(증가)	-6	-20	-30	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-25	-25	-25
기타투자활동	4	12	13	14
재무활동으로 인한 현금흐름	-32	-64	-77	-95
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	-3	-50	-50	-50
배당금의 지급	-22	-20	-43	-50
기타재무활동	-7	0	-1	-2
현금의증가	40	0	6	10
기초현금	81	120	120	126
기말현금	120	120	126	136

자료: 다음, KDB대우증권

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	348	392	438	493
현금 및 현금성자산	120	120	126	136
매출채권 및 기타채권	68	85	97	114
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	11	14	16	19
비유동자산	264	270	281	303
관계기업투자등	8	8	8	8
유형자산	101	96	92	89
무형자산	74	73	81	94
자산총계	612	662	719	796
유동부채	77	96	110	129
매입채무 및 기타채무	31	38	44	52
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	46	58	66	78
비유동부채	15	47	69	80
장기금융부채	0	26	42	48
기타비유동부채	13	19	24	29
부채총계	92	143	178	209
지배주주지분	515	515	536	581
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	182	182	182	182
이익잉여금	320	373	448	547
비지배주주지분	5	5	5	6
자본총계	520	519	541	587

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	16.1	13.3	10.5	8.3
P/CF (x)	11.0	8.8	7.5	6.2
P/B (x)	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA (x)	7.1	6.0	4.9	3.9
EPS (원)	5,656	6,885	8,718	10,994
CFPS (원)	8,310	10,318	12,138	14,651
BPS (원)	32,688	36,340	41,030	47,064
DPS (원)	1,110	1,500	1,700	2,000
배당성향 (%)	0.0	21.6	19.4	18.1
배당수익률 (%)	1.2	1.6	1.9	2.2
매출액증가율 (%)	7.6	25.3	14.5	17.7
EBITDA증가율 (%)	-4.3	18.9	19.8	22.0
영업이익증가율 (%)	-12.9	15.0	27.8	26.6
EPS증가율 (%)	-30.0	21.7	26.6	26.1
매출채권 회전율 (회)	7.0	8.7	8.4	8.5
재고자산 회전율 (회)				
매입채무 회전율 (회)	42.8	48.3	46.3	46.9
ROA (%)	13.1	14.7	17.1	19.7
ROE (%)	15.7	18.1	22.5	26.6
ROIC (%)	40.5	41.9	51.8	61.5
부채비율 (%)	17.7	27.5	33.0	35.6
유동비율 (%)	453.9	409.2	398.8	381.6
순차입금/자기자본 (%)				
영업이익/금융비용 (x)				

다음

지표와 실적 흐름의 상승세, 주가도 상승 전환 기대

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.
- 투자위험 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 동락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 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.

