

다음 (035720)

체력 회복을 위한 시간이 필요한 시점

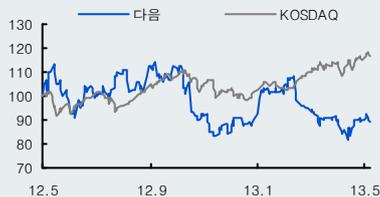
인터넷

Results Comment
2013. 5. 13

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	115,000
현재주가(13/05/10, 원)	90,000
상승여력	28%

영업이익(13F, 십억원)	102
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	112
EPS 성장률(13F, %)	8.0
MKT EPS 성장률(13F, %)	20.0
P/E(13F, x)	14.7
MKT P/E(13F, x)	9.3
KOSDAQ	569.70
시가총액(십억원)	1,220
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	82.1
외국인 보유비중(%)	48.2
베타(12M, 일간수익률)	0.49
52주 최저가(원)	81,800
52주 최고가(원)	115,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.7	4.7	-18.7
상대주가	3.2	2.5	-18.7



인터넷/게임/엔터테인먼트

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

2013년 다음의 전략은 경쟁력 회복, 수익성은 미래 이슈로

동사는 2013년 1월 자체 검색광고 영업과 네트워크 검색광고 영업(검색광고 판매를 대행하는 비즈니스)을 시작하는 등 경영 효율화를 추구하고 있다. 인력과 콘텐츠 보강 및 서비스 안정화로 모바일 경쟁력을 공고히 하는 한편, TV광고, 오프라인 행사 등 마케팅 활동 강화로 브랜드 인지도를 높이려 하고 있다.

1분기를 통해서 여러 긍정적인 지표들이 확인되었는데, 1) 모바일 검색 점유율이 상승하였다. 2012년 하반기 7~8% 수준까지 떨어졌던 모바일 검색 점유율(페이지뷰 기준)이 1분기에는 16% 수준까지 회복되었다.

2) 검색광고 영업이 정상화되고 있다. 등록 광고주가 19만명 이상(2012년 2분기에는 14만명 수준) 확보되었고, 검색광고 단가(PPC: Price Per Click)가 1분기에는 전분기 대비 40% 이상 상승하였다. 검색광고에서 성장 여력이 높은 모바일광고가 차지하는 비중은 전년 동기 대비 100% 증가하여 전체 광고의 10%에 육박하게 되었다.

3) 모바일 서비스 경쟁력이 높아 졌다. 모바일 메시징서비스(MMS) '마이피플'의 월평균 실제 이용자가 지난 4분기 200만명에서 1분기 300만명 수준으로 회복되었다. 모바일 다음 앱 다운로드 수도 급격히 증가하고 있다.

1분기 예상치 하회, 2분기 이후에도 비용 부담은 이어질 전망

1분기 매출액은 전년동기와 비교해 13.3% 증가하였고, 영업이익은 17.1% 감소하여 당사와 시장 컨센서스를 하회하였다. 1분기에는 경기 침체와 선거, 스포츠 이벤트 부재 영향으로 디스플레이광고 매출액이 전년동기와 비교해 1.3% 감소하며 예상보다 부진한 모습을 보였다. 검색광고 매출액은 전년보다 34.7% 늘어났지만 중간 에이전트에 대한 추가 수수료 지출과 대형 영업의 낮은 마진을 등이 수익성에 부정적인 영향을 미쳤다. 마케팅 비용 지출과 인력 증가로 인하여 2분기 매출액은 전년비 13.6% 증가하고 영업이익은 18.5% 줄어들 것으로 예상된다.

매수 투자 의견 유지, 목표주가는 기존 130,000원에서 115,000원으로 조정

발표된 1분기 실적과 보수적인 2013년 비용 지출 가이드스 등을 고려하여 2013년과 2014년 EPS 전망치를 각각 11.3%, 9.5% 하향 조정했다. 목표주가도 기존 130,000원에서 115,000원으로 변경하였다. 1위 네이버와 2위 다음의 양강 구도는 향후에도 지속될 전망이다. 광고, 전자상거래 등 모바일 관련 시장 규모는 지속적으로 성장하고 있다. 모바일 인터넷 트래픽이 동사 전체 수익성 개선으로 연결되는 시점은 분명히 있을 것이다. 2위 포털의 시장 지배력에 대해 Valuation 프리미엄을 줄 시점이 기대된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	350	421	453	528	611	715
영업이익 (십억원)	93	117	102	102	135	165
영업이익률 (%)	26.4	27.7	22.4	19.3	22.1	23.0
순이익 (십억원)	123	109	76	83	107	130
EPS (원)	9,290	8,080	5,656	6,110	7,894	9,576
ROE (%)	43.4	26.7	15.7	16.5	21.6	25.3
P/E (배)	8.3	14.9	16.1	14.7	11.4	9.4
P/B (배)	3.2	3.9	2.8	2.6	2.4	2.1

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

다음

체력 회복을 위한 시간이 필요한 시점

표 1. 2013년 1분기 잠정 영업실적

(십억원, %)

	1Q12	4Q12	1Q13F			증감률	
			잠정 실적	대우 예상치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	110	117	125	133	128	13.3	6.6
영업이익	27	22	23	26	26	-16.8	2.3
영업이익률	25	19	18	20	20	-6.6	-0.7
세전이익	28	18	24	25	28		
순이익	21	14	19	21	22		

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 분기 및 연간실적 추이

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F
매출액	110	117	109	117	125	132	131	140	421	453	528
검색	47	46	45	43	64	65	67	58	195	182	253
디스플레이	52	60	55	63	51	57	52	65	207	230	224
게임	9	8	8	9	8	9	11	13	7	34	42
거래형	2	2	2	2	2	2	2	3	9	8	8
기타자회사	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	2.8	0.5	0.6
매출비중											
검색	43.1	39.6	40.7	37.0	51.2	49.0	51.1	41.3	46.3	40.0	48.0
디스플레이	47.0	51.7	50.0	53.6	40.9	42.7	39.4	46.4	49.2	50.6	42.4
게임	8.1	7.1	7.0	7.6	6.6	7.0	8.2	9.6	1.6	7.5	7.9
거래형	1.8	1.4	2.1	1.6	1.2	1.2	1.2	2.5	2.2	1.8	1.5
기타자회사	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.7	0.1	0.1
영업이익	27	30	22	22	23	25	26	29	117	102	102
영업이익률	24.7	26.0	20.3	18.7	18.1	18.7	19.5	20.9	27.7	22.4	19.3
당기순이익	21	22	19	14	19	20	21	22	108	77	83
순이익률(%)	19.2	19.2	17.5	11.8	15.5	15.1	16.4	16.1	25.6	16.9	15.8
YoY 증가율											
매출액	13.3	12.7	6.2	-0.3	13.3	13.6	19.5	19.3	20.2	0.1	0.2
검색	-3.5	-5.7	-6.5	-12	34.7	40.5	49.7	33.3	8.6	-0.1	0.4
디스플레이	18.5	19.3	8	0.6	-1.3	-6.1	-5.7	3.2	38.7	0.1	0.0
게임	453.1	425.4	364.1	424.4	-7.1	11.5	40.4	50.5	0.0	4.2	0.2
거래형	-15.6	-23.4	-2.1	-20.9	-24.5	-8.8	-35.1	82.6	-42.0	-0.2	0.0
기타자회사	-82.5	-8	-82	-89.5	79.9	18.7	2.3	42.4	-44.6	-0.8	0.3
영업이익	-91.5	-89.3	-92.2	-92	-17.1	-18.5	14.6	32.9	21.6	-12.8	0.2
당기순이익	-91.8	-91	-94	-92.2	-8.7	-10.9	11.9	62.1	-18.1	-29.0	8.6
QoQ 증가율											
매출액	-6.2	5.8	-6.1	7.0	6.6	6.0	-1.2	6.9			
검색	-3.6	-2.7	-3.4	-2.8	47.5	1.6	2.9	-13.5			
디스플레이	-17.1	16.4	-9.2	14.8	-18.7	10.8	-8.8	25.7			
게임	420.4	-6.1	-7.8	16.4	-7.8	12.6	16.2	24.8			
거래형	-16.1	-17.2	40.6	-19.1	-19.9	0.0	0.0	127.9			
기타자회사	-95.8	51.5	16.1	43.4	-28.6	0.0	0.0	99.6			
영업이익	-90.1	11.3	-26.7	-1.4	2.9	9.5	3.2	14.3			
당기순이익	-88.1	5.6	-14.2	-27.8	39.5	3.1	7.7	4.6			

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 2013~2014년 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	568	651	528	611	-7.1	-6.1
영업이익	117	150	102	135	-12.8	-10.0
세전이익	129	162	116	148	-10.6	-9.0
순이익	93	118	83	107	-11.2	-9.3
EPS (원)	6,885	8,718	6,110	7,894	-11.3	-9.5
영업이익률	20.6	23.0	19.3	22.1	-1.3	-0.9
순이익률	16.4	18.1	15.7	17.5	-0.7	-0.6

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

다음

체력 회복을 위한 시간이 필요한 시점

다음 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	453	528	611	715
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	453	528	611	715
판매비와관리비	352	426	476	551
조정영업이익	102	102	135	165
영업이익	102	102	135	165
비영업손익	-1	14	13	13
순금융비용	-11	-12	-11	-11
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	101	116	148	178
계속사업법인세비용	20	28	36	43
계속사업이익	81	88	112	135
중단사업이익	-5	-5	-5	-5
당기순이익	77	83	107	130
지배주주	76	83	107	130
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	73	79	104	126
지배주주	73	79	103	126
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	138	148	181	214
FCF	75	77	92	106
EBITDA마진율 (%)	30.3	28.1	29.6	29.9
영업이익률 (%)	22.4	19.3	22.1	23.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.8	15.7	17.5	18.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	113	109	134	158
당기순이익	77	83	107	130
비현금수익비용가감	68	61	69	79
유형자산감가상각비	23	25	24	23
무형자산상각비	13	21	22	26
기타	-21	2	2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4	-7	-7	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	13	-11	-12	-16
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	5	6	7
법인세납부	-28	-28	-36	-43
투자활동으로 인한 현금흐름	-41	-53	-63	-72
유형자산처분(취득)	-37	-20	-20	-20
무형자산감소(증가)	-6	-20	-30	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-25	-25	-25
기타투자활동	4	12	12	13
재무활동으로 인한 현금흐름	-32	-80	-77	-95
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	-3	-50	-50	-50
배당금의 지급	-22	-35	-43	-50
기타재무활동	-7	0	-1	-2
현금의증가	40	-24	-6	-10
기초현금	81	120	97	90
기말현금	120	97	90	81

자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	348	362	395	428
현금 및 현금성자산	120	97	90	81
매출채권 및 기타채권	68	79	91	107
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	11	13	15	18
비유동자산	264	266	278	298
관계기업투자등	8	8	8	8
유형자산	101	96	92	89
무형자산	74	73	81	94
자산총계	612	628	672	726
유동부채	77	89	103	121
매입채무 및 기타채무	31	36	41	48
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	46	54	62	73
비유동부채	15	45	65	75
장기금융부채	0	26	42	48
기타비유동부채	13	17	20	24
부채총계	92	134	168	195
지배주주지분	515	489	499	526
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	182	182	182	182
이익잉여금	320	348	412	492
비지배주주지분	5	5	5	6
자본총계	520	494	505	531

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	16.1	14.7	11.4	9.4
P/CF (x)	11.0	9.4	8.0	6.8
P/B (x)	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	7.1	6.7	5.4	4.6
EPS (원)	5,656	6,110	7,894	9,576
CFPS (원)	8,310	9,539	11,309	13,228
BPS (원)	32,688	34,397	38,260	42,876
DPS (원)	1,110	1,500	1,700	2,000
배당성향 (%)	19.7	24.4	21.4	20.7
배당수익률 (%)	1.2	1.7	1.9	2.2
매출액증가율 (%)	7.6	16.4	15.7	17.2
EBITDA증가율 (%)	-4.3	7.9	21.9	18.3
영업이익증가율 (%)	-12.9	0.2	32.1	22.2
EPS증가율 (%)	-30.0	8.0	29.2	21.3
매출채권 회전을 (회)	7.0	8.4	8.4	8.4
재고자산 회전을 (회)				
매입채무 회전을 (회)	42.8	46.7	46.6	46.8
ROA (%)	13.1	13.4	16.5	18.6
ROE (%)	15.7	16.5	21.6	25.3
ROIC (%)	40.5	36.8	47.4	54.2
부채비율 (%)	17.7	27.1	33.3	36.8
유동비율 (%)	453.9	405.9	383.0	354.8
순차입금/자기자본 (%)				
영업이익/금융비용 (x)				

다음

체력 회복을 위한 시간이 필요한 시점

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 등락), ◆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.

