2013. 09. 16

Analyst
최 훈 02) 3777-8075
hchoi@kbsec.co.kr

NAVER (035420)

목표주가 상향

투자의견 (유지)	BUY
목표주가 (상향)	670,000 (원)

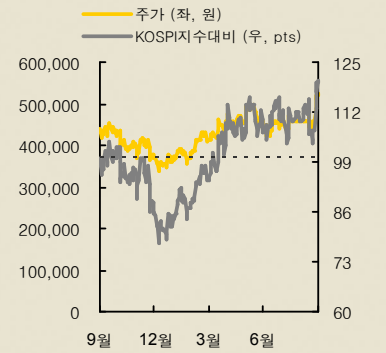
Upside / Downside (%)	28.6
현재가 (09/13, 원)	521,000
Consensus target price (원)	382,000
Difference from consensus (%)	75.4

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	2,389	2,593	3,030	3,470
영업이익 (십억원)	702	677	875	1,060
순이익 (십억원)	557	544	665	805
EPS (원)	11,566	16,506	20,189	24,423
증감률 (%)	23.7	42.7	22.3	21.0
PER (X)	20.0	31.6	25.8	21.3
EV/EBITDA (X)	12.2	20.0	15.3	12.5
PBR (X)	6.2	7.3	5.7	4.6
ROE (%)	32.0	24.9	23.6	22.6

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.3	18.9	25.7	20.0
KOSPI대비 상대수익률	9.0	13.0	25.9	17.8



Trading Data

시가총액 (십억원)		17,174
유통주식수 (백만주)		27
Free Float (%)		82.8
52주 최고/최저 (원)		525,000 / 339,319
거래대금 (3M, 십억원)		80
외국인 소유지분율 (%)		55.2
주요주주 지분율 (%)	이해진 외 6인	9.4

자료: Fnguide, KB투자증권

합리적 거품 구간, Bubble Valuation 점검

모바일메신저 라인을 필두로 한 네이버의 성장 잠재력이 개방된 가운데 합리적 버블 형성을 감안한 Bubble valuation 접근이 필요한 시점이다. 아시아에서 북미유럽으로 가입자 확대를 모색하는 과정에서 라인의 가치는 2014년까지 수익가치보다는 외형성장에 초점을 맞추어야 한다. 2009~2010년 페이스북 가입자당 가치와 IPO를 앞두고 있는 트위터의 PSR, 내수에서 해외로의 실적 비중 확대에 따른 오리온의 valuation re-rating을 종합적으로 고려하여 네이버 목표주가를 67만원으로 산출하고 투자의견 BUY를 유지한다.

2009~2010년 페이스북 사례 적용 시 라인 가치 12조원

2013~2014년 라인의 예상 누적가입자 수는 3.3억명과 4.9억명으로 이는 3Q09~2Q10 페이스북의 가입자 수와 유사하다. 2014년 페이스북의 가입자당 가치는 82.5달러이나 11억명 이상의 페이스북 가입자 수와 매출액 97억달러 및 영업이익률 36%를 감안할 때, 현재의 페이스북을 라인과 직접 비교하기에는 무리가 있다. 따라서 3Q09~2Q10 페이스북 가치 132억 달러 (매출액 13억달러에 PSR 10X 적용) 기준 가입자당 가치 27.4달러를 적용한 2014년 라인의 가치는 12조원 (주당 361,00원), 네이버 전체 가치는 19조원 (주당 586,000원)이다.

트위터 IPO는 라인 가치 재부각 요인

트위터는 가입자 수 5억명 (MAU 2억명)을 기반으로 2012년 5.8억 달러의 광고수익을 발생시키면서 IPO에 따른 기업가치는 최소 100억 달러로 예상되고 있다. 라인 역시 일본 또는 미국 주식시장 IPO를 계획하고 있으며, 트위터 대비 수익원이 다변화되어 있어 트위터 IPO는 페이스북 주가와 더불어 라인 가치가 재조명될 수 있는 요인이다. 2014년 라인 예상 매출액 9,529억원에 트위터에 적용된 PSR 17.2X (페이스북 IPO 당시 PSR은 18.2X) 적용 시 라인의 가치는 16조원 (주당 496,000원), 네이버 전체 가치는 24조원 (주당 720,000원)이다.

내수주 한계 탈피. 오리온의 valuation re-rating 접목

모바일 메신저 라인은 그 자체의 성장 모멘텀 뿐만 아니라 내수주 한계를 벗어나 글로벌 실적 비중 확대로 연결된다는 점에서 새로운 valuation re-rating 과정이 진행 중이다. 과거 오리온의 경우 중국 시장을 중심으로 한 해외 실적 비중 화대 및 수익성 개선이 본격화되면서 2009년 이후 PER multiple이 15X에서 35X까지 상승하였다. 네이버 내 라인 매출액 비중은 2012년 2.5%에서 2014년 이후 30%를 상회할 전망이다. 오리온에게 적용된 최대 PER 35X를 2014년 예상 EPS에 적용 시 라인을 포함한 네이버 전체 가치는 24조원 (주당 720,000원)이다.

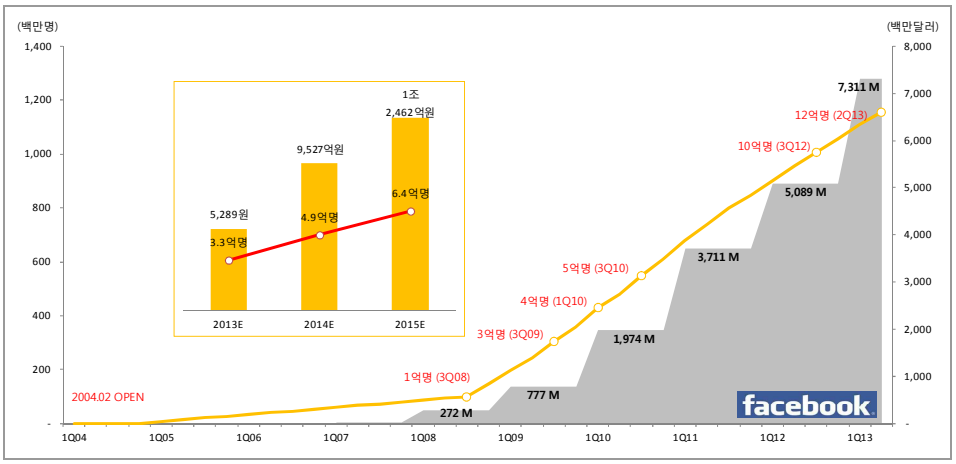
목표주가 670,000원, 투자의견 BUY 유지

페이스북 가입자당 가치와 트위터 PSR, 오리온의 역사적 PER을 평균하여 네이버 목표주가를 67만원으로 제시하고 투자의견 BUY를 유지한다. 목표주가 67만원은 2014년 예상 EPS 대비 PER 32.9X를 적용한 것으로 해당 주가배수는 분할 전 NHN이 2005~2007년 연간 매출액 1조원을 돌파하면서 고성장을 나타냈던 시기의 평균 PER 35.5X (오리온 PER 최고점)와 유사한 수준이다. 분할 이후 네이버 주가 상승으로 적정 주가에 대한 고민이 커지고 있으나 성장 초입단계에 진입한 Global SNS valuation과 내수주 탈피에 따른 valuation re-rating 사례를 종합해볼 때, 지금은 단기 버블 구간을 향유할 시점으로 판단된다.

I. 2009~2010년 페이스북과의 비교

네이버의 모바일메신저 라인의 가입자 수는 2013년 3.3억명, 2014년 4.9억명, 2015년 6.4억명을 추정된다. 라인의 연간 가입자 수 전망치는 2009년~2010년 페이스북의 가입자 추세와 비교할 수 있다. 2013~2014년 페이스북의 가입자당 가치는 84.3달러와 82.5달러를 나타내고 있다. 2013년 페이스북 매출액과 영업이익 컨센서스는 각각 7.3억달러와 2.6억달러이다. 따라서 현재 페이스북의 가입자당 가치를 네이버 라인에 직접 적용하기 어렵고, 가입자 증가추세가 유사한 2009~2010년 (가입자당가치 $ 21.6~ $ 30.3)과 비교하는 것이 바람직하다. 2009년~2010년 페이스북 매출액은 원화 기준 8,900억원과 2조 2,700억원이다.

그림 1. 2009~2010년 페이스북 성장 구간에 진입한 라인



자료: Facebook, KB투자증권

표 1. 페이스북 가입자당 가치 반영 시 네이버 라인 가치 산정

Facebook	2009	3Q09~2Q10	2010
MAU(백만명)	360	482	608
매출액(백만달러)	777	1,320	1,974
PSR 10X	7,770	13,199	19,740
net debt (백만달러)	0	0	(1,312)
Facebook 가입자당 가치	21.6	27.4	30.3
LINE	**2013E**	**2014E**	**2015E**
가입자 수(백만명)	326	489	643
MAU (백만명)	261	391	515
Mau 비율	80%	80%	80%
Facebook 가입자당 가치	21.6	27.4	30.3
LINE 가치(십억원) 가입자 기준	6,265	11,921	17,345
PSR 10X	5,289	10,203	12,462
평균	5,777	11,062	14,903

자료: KB투자증권

표 2. 미일 주요 SNS 투자지표

(백만달러, 백만명, X, 달러)		Facebook	Yelp	GREE	DeNA	Mixi	US	JP	Total
Num. of MAU		1,155	86	16	23	13	1,241	52	1,293
Mkt Cap		107,251	4,038	1,823	3,138	185	111,289	5,147	116,436
Stock Price		44.04	61.91	7.71	20.75	11.91			
Net Debt	2013E	(9,886)	(104)	(881)	(1,196)	(167)	(9,991)	(2,244)	(12,234)
	2014E	(11,970)	(145)	(1,141)	(1,521)	(176)	(12,116)	(2,838)	(14,954)
	2015E	(15,728)	(202)	(1,078)	(1,699)	(189)	(15,930)	(2,966)	(18,896)
Revenue	2013E	7,331	225	1,863	2,712	147	7,556	4,575	12,278
	2014E	9,648	330	1,923	2,868	170	9,978	4,962	14,439
	2015E	12,257	454	2,006	2,940	184	12,711	5,131	17,203
Opt Income	2013E	2,559	1	427	892	15	2,560	1,334	3,894
	2014E	3,449	28	449	912	26	3,477	1,387	4,864
	2015E	4,722	64	423	884	31	4,786	1,338	6,124
EPS	2013E	0.71	0.20	1.07	3.81	0.51	0.9	5.4	6.3
	2014E	0.95	0.52	1.17	3.91	0.93	1.5	6.0	7.5
	2015E	1.26	0.85	1.13	3.79	1.16	2.1	6.1	8.2
PER	2013E	61.7	314.3	7.2	5.4	23.3	70.8	6.7	68.0
	2014E	46.4	118.6	6.6	5.3	12.8	49.0	6.0	47.1
	2015E	34.9	73.1	6.8	5.5	10.3	36.3	6.1	34.9
PSR	2013E	14.6	17.9	1.0	1.2	1.3	14.7	1.1	14.1
	2014E	11.1	12.2	0.9	1.1	1.1	11.2	1.0	10.7
	2015E	8.8	8.9	0.9	1.1	1.0	8.8	1.0	8.4
Value per MAU	2013E	84.3	45.5	59.2	83.8	1.5	81.6	56.2	80.6
	2014E	82.5	45.1	42.8	69.8	0.7	79.9	44.7	78.5
	2015E	79.2	44.4	46.8	62.1	-0.3	76.8	42.2	75.4
Rev per MAU	2013E	6.3	2.6	117.0	117.1	11.7	6.1	88.5	9.5
	2014E	8.4	3.8	120.7	123.8	13.5	8.0	96.0	11.2
	2015E	10.6	5.3	125.9	126.9	14.6	10.2	99.2	13.3
Opt per MAU	2013E	2.2	0.0	26.8	38.5	1.2	2.1	25.8	3.0
	2014E	3.0	0.3	28.2	39.4	2.0	2.8	26.8	3.8
	2015E	4.1	0.7	26.5	38.2	2.5	3.9	25.9	4.7

자료: Bloomberg, KB투자증권

II. 내수주 한계 탈피, 오리온 사례 점검

전통적인 내수주였던 오리온의 경우 2009년부터 중국을 중심으로 한 해외 실적 비중 확대와 수익성 개선이 나타나면서 PER valuation re-rating을 나타냈다. 네이버 역시 검색서비스 특성상 국내시장점유율 70% 이상을 확보하면서 전형적인 내수주 특성을 나타냈었다. 그러나 모바일 메신저 라인을 통해 해외 매출 비중이 본격적으로 확대될 전망이며, 전체 매출액에서 라인이 차지하는 비중 역시 2012년 2.5%에서 2013년 21.7%, 2014년부터는 30%를 상회할 전망이다. 내수 중심의 안정적인 사업기반의 해외시장 확대라는 측면에서 오리온과 네이버 사이에 유사성이 존재하며, 오리온의 valuation re-rating이 네이버 주가에도 적용 가능하다는 판단이다.

표 3. 오리온 연도별 해외 매출액 비중

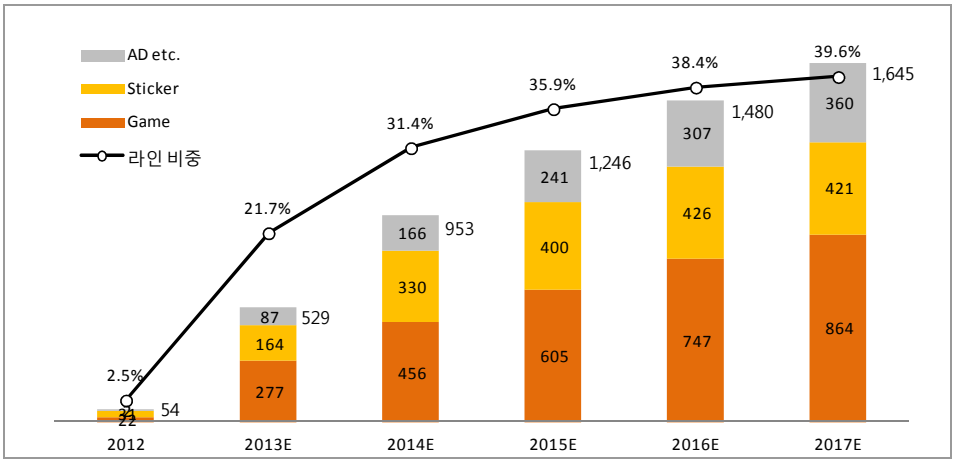
(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
매출액	742.8	889.8	1,053.9	1,254.9	1,474.4	1,382.2	1,422.7	1,361.4	1,542.0	1,595.5	1,912.6	2,368.0
(%YoY)	18.5%	19.8%	18.4%	19.1%	17.5%	-6.3%	2.9%	-4.3%	13.3%	3.5%	19.9%	23.8%
해외	27.3	37.0	51.0	62.8	98.1	140.2	240.2	379.9	554.5	680.6	877.1	1,201.5
(%YoY)	75.2%	35.8%	37.9%	23.1%	56.3%	42.9%	71.3%	58.2%	45.9%	22.7%	28.9%	37.0%
(해외비중)	3.7%	4.2%	4.8%	5.0%	6.7%	10.1%	16.9%	27.9%	36.0%	42.7%	45.9%	50.7%
영업이익	47.3	56.4	37.0	45.7	128.5	167.6	152.2	96.5	142.8	168.2	215.1	263.7
(%YoY)	32.3%	19.3%	-34.4%	23.6%	181.3%	30.4%	-9.2%	-36.6%	47.9%	17.8%	27.9%	22.6%
(영업이익률)	6.4%	6.3%	3.5%	3.6%	8.7%	12.1%	10.7%	7.1%	9.3%	10.5%	11.2%	11.1%

자료: FnGuide, KB투자증권

그림 2. 오리온 PER multiple 상승 추이

자료: Facebook, KB투자증권

그림 3. 라인 실적 전망 및 매출액 비중 추이



자료: KB투자증권

표 4. 네이버 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013E	2014E	2015E
매출액	520.6	576.9	631.2	710.9	713.4	740.6	762.7	813.2	2,439.6	3,029.9	3,470.1
검색광고	327.7	329.0	329.9	364.8	361.8	363.6	359.0	378.4	1,351.5	1,462.7	1,567.7
배너광고	78.1	84.7	94.6	105.9	91.6	98.3	107.4	119.2	363.3	416.4	458.3
라인	68.5	111.9	157.3	191.2	210.2	229.4	247.0	266.1	528.9	952.7	1,246.2
게임	37.7	59.3	84.3	96.2	103.7	109.2	117.0	126.4	277.5	456.3	605.0
스티커	21.9	33.6	45.6	63.1	70.8	81.2	86.8	91.6	164.2	330.5	400.4
광고 등	8.9	19.0	27.4	32.0	35.7	39.0	43.2	48.1	87.2	165.9	240.7
기타	46.3	51.3	49.3	49.0	49.8	49.4	49.4	49.5	195.9	198.1	197.8
영업비용	393.7	436.6	473.9	522.8	514.9	524.4	543.3	572.0	1,827.0	2,154.6	2,410.2
인건비	123.1	119.5	124.5	129.7	135.9	131.0	136.3	141.8	496.8	544.9	588.0
복리후생비	15.3	14.4	14.7	14.9	15.2	15.4	15.6	15.9	59.3	62.0	65.0
지급수수료	149.2	178.4	190.4	215.8	220.1	229.7	238.8	255.4	733.8	944.0	1,119.4
광고선전비	34.8	40.4	56.8	71.1	49.9	51.8	53.4	56.9	203.1	212.1	208.2
감가상각비	27.7	28.1	28.7	29.3	29.9	30.4	31.1	31.7	113.8	123.0	133.2
통신비	22.7	24.9	27.4	30.2	31.7	33.3	34.9	36.7	105.2	136.6	158.0
기타	21.0	30.9	31.3	31.8	32.3	32.8	33.3	33.7	115.0	132.0	138.4
영업이익	126.9	140.2	157.3	188.2	198.5	216.2	219.4	241.2	612.6	875.3	1,059.9
세전이익	138.6	142.6	163.8	192.5	204.5	222.1	225.3	247.4	637.6	899.3	1,087.9
순이익	157.0	123.0	121.2	142.4	151.3	164.4	166.7	183.1	543.6	665.5	805.1

자료: KB투자증권
주: 1Q13부터 게임사업부 분할을 가정한 요약 재무제표

III. 목표주가 67만원, 투자의견 BUY

표 5. 네이버 목표주가 산출

Facebook 가입자당 가치 기준		
라인 가입자 수(백만명)	489	2014년 연말 기준
MAU (mil)	391	
Mau ratio	80%	
가입자당 가치(달러)	27.4	3Q09~2Q10 Facebook 가입자당 가치 반영
라인 가치(십억원)	11,921	라인 MAU 가입자 수 * $ 27.4
라인 주당가치(원)	361,662	
포털 주당가치	224,040	포털 주당가치는 라인 제외 후 DCF 적용. PER 15.3X 적용
네이버 주당가치	① 585,702	PER(14) = 28.6X
Twitter IPO		
2012년 매출액 (백만달러)	580	
기업가치 (백만달러)	10,000	현지 주식시장 추정치
PSR	17.2	Facebook IPO 공모가는 PSR(12) 기준 18.2X
라인 가치(십억원)	16,347	Twittter PSR 17.2X 적용
라인 주당가치(원)	495,917	
포털 주당가치	224,040	
네이버 주당가치	② 719,957	PER(14) = 35.1X
오리온 기준		
PER	35X	
네이버 주당가치	③ 717,337	
네이버 주당가치 평균	674,332	평균(①~③), PER914) 32.9X

자료: KB투자증권
주: 환율 1,112원/달러

Appendix – Peers comparison

표 1. 국내 동종 업체 비교 (인터넷/게임)

	네이버	다음	엔씨소프트	네오위즈게임즈	위메이드	평균
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	
목표주가 (원)	670,000	114,000	180,000	17,000	77,000	
현재주가 (09/15,원)	521,000	91,200	170,000	16,050	51,000	
상승여력 (%)	28.6	25.0	5.9	5.9	51.0	
시가총액 (십억원)	17,174	1,237	3,726	352	857	
절대수익률 (%)						
1M	13.3	5.1	(7.4)	(5.6)	(9.3)	(0.8)
3M	18.9	11.2	7.9	(2.7)	(17.3)	3.6
6M	25.7	1.2	15.6	(15.5)	5.2	6.4
12M	20.0	(15.9)	(36.0)	(38.2)	(6.4)	(15.3)
초과수익률 (%)						
1M	9.0	0.8	(11.6)	(9.8)	(13.5)	(5.0)
3M	13.0	5.3	2.0	(8.7)	(23.3)	(2.3)
6M	25.9	1.5	15.9	(15.3)	5.4	6.7
12M	17.8	(18.2)	(38.2)	(40.4)	(8.7)	(17.5)
PER (X)						
2012A	20.0	16.1	26.1	73.1	n/a	33.8
2013C	31.6	15.3	21.9	4.4	41.7	23.0
2014C	25.8	10.9	11.1	8.3	22.7	15.8
PBR (X)						
2012A	6.2	2.8	4.1	2.5	4.4	4.0
2013C	7.3	2.4	3.3	1.3	4.2	3.7
2014C	5.7	2.0	2.6	1.2	3.7	3.0
매출액성장률 (%)						
2012A	12.6	7.6	23.8	1.0	3.5	9.7
2013C	8.5	20.0	(0.8)	(37.5)	129.0	23.8
2014C	16.9	12.6	38.5	(35.5)	21.6	10.8
영업이익성장률 (%)						
2012A	6.3	(12.8)	11.4	(17.8)	적전	(3.2)
2013C	(3.6)	(4.8)	35.9	(24.4)	흑전	0.8
2014C	29.3	36.4	91.9	(34.8)	63.1	37.2
순이익성장률 (%)						
2012A	23.1	(29.0)	30.6	(92.0)	적전	(16.8)
2013C	(2.3)	4.9	10.6	1281.0	흑전	323.6
2014C	22.3	40.0	98.1	(41.0)	49.4	33.8
영업이익률 (%)						
2012A	29.4	22.4	20.1	16.3	(1.6)	17.3
2013C	26.1	17.8	27.5	19.7	14.6	21.2
2014C	28.9	21.6	38.1	19.9	19.6	25.6
순이익률 (%)						
2012A	23.3	16.9	20.4	0.9	(6.6)	11.0
2013C	21.0	14.8	22.8	18.9	12.9	18.1
2014C	22.0	18.4	32.5	17.3	15.9	21.2
ROE (%)						
2012A	32.0	15.8	16.6	2.3	(2.9)	12.8
2013C	24.9	14.8	15.8	25.9	12.1	18.7
2014C	23.6	18.2	25.6	12.5	16.2	

자료: Fnguide, KB투자증권

표 2. 해외 동종 업체 비교 (인터넷)

	GOOGLE	YAHOO (US)	AMAZON	EBAY	YAHOO (JP)	SOHU	BAIDU	SINA	평균
현재주가 (09/15, 달러)	889.1	29.3	297.9	53.8	531.5	64.8	142.6	83.0	
시가총액 (백만달러)	296,255	29,855	136,115	69,672	30,569	2,479	49,892	5,534	
절대수익률 (%)									
1M	0.9	3.2	1.3	(0.6)	7.3	5.6	0.8	0.2	2.3
3M	1.4	11.0	8.0	4.5	14.4	1.5	43.1	45.9	16.2
6M	7.7	31.0	8.3	5.6	26.5	42.6	62.7	71.3	32.0
1Y	25.9	87.6	14.5	10.1	80.5	50.4	29.9	24.1	40.4
초과수익률 (%)									
1M	1.0	3.4	1.5	(0.4)	7.4	5.7	0.9	0.3	2.5
3M	(2.3)	7.3	4.3	0.8	10.7	(2.2)	39.4	42.2	12.5
6M	(2.0)	21.2	(1.4)	(4.2)	16.8	32.9	53.0	61.6	22.2
1Y	7.7	69.4	(3.7)	(8.1)	62.3	32.2	11.7	5.9	22.2
PER (X)									
2012A	21.1	21.6	179.0	26.6	14.0	22.8	21.0	456.5	95.3
2013C	20.4	20.1	114.3	19.8	22.9	27.3	28.0	101.4	44.3
2014C	17.3	17.6	58.7	16.9	20.9	19.9	22.7	45.2	27.4
PBR (X)									
2012A	3.3	1.5	13.9	3.2	2.9	1.6	8.4	2.9	4.7
2013C	3.4	2.2	14.6	3.0	4.6	1.9	8.2	4.0	5.2
2014C	2.9	2.0	11.9	2.5	3.9	1.7	6.0	3.5	4.3
ROE (%)									
2012A	16.5	29.1	(0.5)	13.5	22.8	7.9	50.6	2.9	17.8
2013C	17.3	10.6	8.0	14.5	21.8	7.3	33.6	2.9	14.5
2014C	17.4	10.7	16.4	15.0	20.5	9.0	30.6	9.1	16.1
매출액성장률 (%)									
2012A	32.4	0.0	27.1	20.8	8.4	25.2	57.6	9.6	22.6
2013C	(6.6)	(10.0)	21.8	14.9	(4.7)	30.1	43.4	21.4	13.8
2014C	17.1	2.8	21.6	16.3	8.9	18.4	32.5	26.0	17.9
영업이익성장률 (%)									
2012A	8.7	(2.7)	(21.6)	21.7	7.9	(19.7)	49.4	적전	6.2
2013C	23.8	12.2	70.9	47.0	(5.4)	12.5	8.5	흑전	24.2
2014C	22.4	7.5	110.5	17.0	10.3	22.8	23.1	1,004.5	152.3
순이익성장률 (%)									
2012A	10.3	276.2	적전	(19.2)	9.3	(46.4)	61.3	흑전	48.6
2013C	16.8	(64.2)	흑전	10.6	(5.1)	(2.8)	4.4	(40.4)	(11.5)
2014C	18.4	12.1	250.8	19.6	10.0	39.2	24.5	461.6	104.5
영업이익률 (%)									
2012A	25.4	16.1	1.1	20.5	54.3	21.2	49.5	(1.6)	23.3
2013C	33.7	20.0	1.6	26.3	53.9	18.3	37.5	1.5	24.1
2014C	35.2	21.0	2.7	26.4	54.7	19.0	34.8	12.9	25.8
순이익률 (%)									
2012A	21.4	79.1	(0.1)	18.5	33.5	8.2	46.9	6.0	26.7
2013C	26.8	31.4	0.5	17.8	33.4	6.1	34.1	2.9	19.1
2014C	27.1	34.3	1.5	18.4	33.7	7.2	32.1	13.1	20.9

자료: Bloomberg, KB투자증권
주: 초과수익률 비교지수 – S&P 500

표 3. 해외 동종 업체 비교 [게임]

	Shanda games	Tencent	PW	Giant	Changyou	Netease	EA	Blizzard	평균
현재주가 (09/15, 달러)	3.9	53.0	20.7	8.5	31.1	72.3	26.7	17.0	
시가총액 (백만달러)	1,063	98,457	1,006	2,039	1,651	9,448	8,177	18,997	
절대수익률 (%)									
1M	(1.8)	11.0	2.2	4.9	3.1	18.7	0.5	(2.8)	4.5
3M	(1.0)	37.9	28.3	12.1	(0.9)	17.9	24.1	17.0	16.9
6M	31.9	48.1	102.8	40.0	11.0	35.4	40.8	14.8	40.6
1Y	4.8	65.6	94.6	71.7	20.0	45.7	87.3	43.3	54.1
초과수익률 (%)									
1M	(1.6)	11.2	2.3	5.1	3.3	18.9	0.6	(2.7)	4.6
3M	(4.7)	34.2	24.6	8.4	(4.6)	14.2	20.4	13.3	13.2
6M	22.1	38.4	93.1	30.3	1.3	25.6	31.1	5.1	30.9
1Y	(13.4)	47.4	76.3	53.5	1.8	27.5	69.1	25.1	35.9
PER (X)									
2012A	4.7	28.8	5.7	7.1	4.9	9.4	35.6	10.5	13.3
2013C	5.0	36.7	13.0	9.1	5.5	12.7	21.6	19.2	15.3
2014C	4.5	29.2	10.4	8.5	5.0	11.5	17.7	13.8	12.6
PBR (X)									
2012A	1.2	9.0	4.0	2.5	2.3	2.2	1.9	1.0	3.0
2013C	1.2	10.7	1.4	3.2	1.8	2.9	4.0	2.3	3.4
2014C	0.9	8.0	1.3	2.5	1.3	2.4	3.5	1.9	2.7
ROE (%)									
2012A	29.3	36.5	13.6	34.9	47.9	25.4	4.1	10.5	25.3
2013C	26.4	32.5	11.3	39.7	38.9	24.9	15.6	13.4	25.3
2014C	23.3	30.3	13.0	33.0	30.4	22.4	14.2	14.1	22.6
매출액성장률 (%)									
2012A	(9.2)	57.8	(4.9)	21.3	28.7	13.6	(8.4)	2.1	12.6
2013C	(2.3)	40.5	10.9	12.2	18.1	18.8	5.7	(11.5)	11.6
2014C	7.5	30.3	17.4	12.8	11.9	13.6	6.7	7.8	13.5
영업이익성장률 (%)									
2012A	(4.2)	34.1	(44.7)	22.2	23.1	12.8	35.5	7.2	10.8
2013C	6.0	31.5	(20.3)	11.5	5.3	23.9	525.4	(10.8)	71.6
2014C	19.4	25.7	31.3	13.1	6.7	14.0	19.9	18.4	18.6
순이익성장률 (%)									
2012A	(9.8)	27.8	(43.7)	14.1	15.1	13.6	28.9	5.9	6.5
2013C	16.7	29.3	(15.5)	40.8	6.7	23.3	적전	(25.7)	10.8
2014C	8.3	23.9	24.4	5.6	8.3	12.1	적지	(1.0)	11.7
영업이익률 (%)									
2012A	29.4	34.1	19.9	60.7	56.3	45.3	2.2	29.9	34.7
2013C	31.9	31.9	14.3	60.3	50.2	47.2	13.1	30.1	34.9
2014C	35.4	30.8	16.0	60.4	47.8	47.3	14.7	33.1	35.7
순이익률 (%)									
2012A	23.8	29.0	19.5	46.2	45.3	44.4	2.6	23.7	29.3
2013C	28.4	26.7	14.9	58.0	40.9	46.0	(6.9)	19.9	28.5
2014C	28.6	25.4	15.7	54.2	39.6	45.4	(1.2)	18.2	28.3

자료: Bloomberg, KB투자증권
주: 초과수익률 비교지수 – S&P 500

손익계산서 (십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,121	2,389	2,593	3,030	3,470
증감률 (YoY %)	19.7	12.6	8.5	16.9	14.5
매출원가	0	0	0	0	0
판매 및 일반관리비	1,461	1,687	1,916	2,155	2,410
기타	0	0	(0)	0	0
영업이익	660	702	677	875	1,060
증감률 (YoY %)	5.7	6.3	(3.6)	29.3	21.1
EBITDA	749	809	812	1,028	1,228
증감률 (YoY %)	4.9	8.1	0.4	26.6	19.5
이자수익	35	42	39	52	60
이자비용	12	9	8	8	8
지분법손익	1	13	4	1	1
기타	(52)	(4)	(15)	(22)	(26)
세전계속사업손익	632	744	697	899	1,088
증감률 (YoY %)	(1.8)	17.7	(6.4)	29.1	21.0
법인세비용	180	187	181	234	283
당기순이익	452	557	544	665	805
증감률 (YoY %)	(8.6)	23.1	(2.3)	22.3	21.0
순손익의 귀속					
지배주주	450	546	550	676	817
비지배주주	2	(2)	(6)	(10)	(12)
이익률 (%)					
영업이익률	31.1	29.4	26.1	28.9	30.5
EBITDA마진	35.3	33.9	31.3	33.9	35.4
세전이익률	29.8	31.1	26.9	29.7	31.4
순이익률	21.3	23.3	21.0	22.0	23.2

대차대조표 (십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,373	2,927	3,507	4,363	5,210
유동자산	1,431	1,739	2,220	2,787	3,368
현금성자산	767	1,390	1,271	1,727	2,187
매출채권	229	264	348	398	453
재고자산	0	0	0	0	0
기타	435	85	601	661	727
비유동자산	942	1,188	1,287	1,576	1,843
투자자산	419	501	543	763	927
유형자산	384	566	628	668	724
무형자산	139	122	116	146	192
부채총계	795	1,024	1,023	1,192	1,256
유동부채	533	645	840	986	1,025
매입채무	130	150	217	248	283
유동성이자부채	75	136	311	311	311
기타	328	359	313	428	432
비유동부채	262	378	183	205	231
비유동이자부채	147	195	0	0	0
기타	115	184	183	205	231
자본총계	1,578	1,904	2,484	3,171	3,954
자본금	24	24	16	16	16
자본잉여금	195	196	196	196	196
이익잉여금	2,171	2,668	3,187	3,825	4,603
자본조정	(813)	(991)	(921)	(872)	(867)
지배주주지분	1,578	1,896	2,478	3,165	3,948
순차입금	(545)	(1,060)	(960)	(1,417)	(1,876)
이자지급성부채	222	330	311	311	311

현금흐름표 (십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	600	614	872	876	916
당기순이익	452	544	544	665	805
자산상각비	88	107	135	153	168
기타비현금성손익	(6)	181	2,289	22	25
운전자본증감	13	(76)	(2,096)	36	(83)
매출채권감소 (증가)	(28)	(56)	(129)	(50)	(55)
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	0	0	103	31	34
기타	40	(21)	(2,071)	55	(62)
투자현금	(499)	(709)	(597)	(576)	(598)
단기투자자산감소 (증가)	(272)	(335)	(108)	(135)	(164)
장기투자증권감소 (증가)	(65)	(42)	(317)	(189)	(128)
설비투자	(122)	(280)	(198)	(175)	(200)
유무형자산감소 (증가)	(7)	(25)	(27)	(48)	(70)
재무현금	(189)	24	(26)	22	(22)
차입금증가 (감소)	(7)	151	1	0	0
자본증가 (감소)	0	(24)	(26)	22	(22)
배당금지급	0	24	24	27	27
현금 증감	(89)	(71)	249	322	295
총현금흐름 (Gross CF)	738	833	2,968	840	998
(-) 운전자본증가 (감소)	66	(367)	581	(36)	83
(-) 설비투자	122	280	198	175	200
(+) 자산매각	(7)	(25)	(27)	(48)	(70)
Free Cash Flow	543	894	2,163	653	645
(-) 기타투자	65	42	317	189	128
잉여현금	477	851	1,846	464	517

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	22.6	20.0	31.6	25.8	21.3
PBR	7.1	6.2	7.3	5.7	4.6
PSR	4.8	4.6	6.6	5.7	4.9
EV/ EBITDA	12.8	12.2	20.0	15.3	12.5
배당수익률	0.3	n/a	0.1	0.2	0.2
EPS	9,350	11,566	16,506	20,189	24,423
BPS	29,894	36,877	71,657	91,604	113,940
SPS	44,077	49,646	78,651	91,920	105,273
DPS	536	n/a	710	820	830
수익성지표 (%)					
ROA	20.8	21.0	16.9	16.9	16.8
ROE	30.7	32.0	24.9	23.6	22.6
ROIC	66.1	81.9	61.0	57.1	62.7
안정성지표 (%, X)					
부채비율	50.4	53.8	41.2	37.6	31.8
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	268.6	269.4	264.2	282.5	328.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
매출채권회전율	10.8	9.7	8.5	8.1	8.1
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산/자본구조 (%)					
투하자본	38.9	21.8	38.0	31.7	30.2
차입금	12.3	14.8	11.1	8.9	7.3

주: EPS는 완전희석 EPS

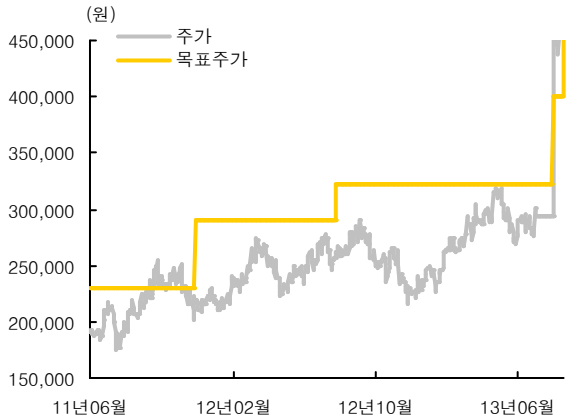
Compliance Notice

2013년 09월 16일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.
본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고
NHN	2013/04/01	BUY	323,000	
	2013/04/17	BUY	323,000	
	2013/04/25	BUY	323,000	
	2013/05/10	BUY	323,000	
	2013/06/17	BUY	323,000	
	2013/07/03	BUY	323,000	
	2013/08/01	BUY	323,000	
	2013/08/09	BUY	323,000	
		<분할 후 재상장>		
네이버	2013/08/26	BUY	400,000	
	2013/09/16	BUY	670,000	

네이버 주가 및 KB투자증권 목표주가



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.