한국투자증권

true friend

기업분석 Report / 인터넷

2013. 9. 26

NAVER(035420)

매수(유지)

목표주가: 640,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(9/25)		1,998
주가(9/25)		555,000
시가총액(십억원)		18,294
발행주식수(백만)		33
52주 최고/최저가(원)		555,000/216,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)		75,944
유동주식비율/외국인지분율(%)		76.8/55.4
주요주주(%)	이해진 외 9인	9.3
	국민연금공단	8.9

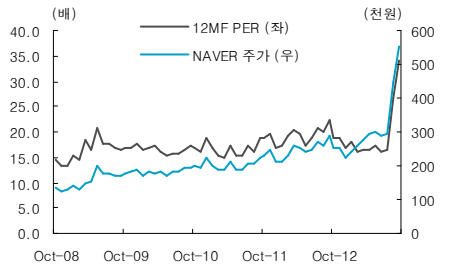
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2013F	–	10,678	–
2014F	–	19,316	–
2015F	–	23,967	–

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	86.3	98.8	92.2
상대주가(%p)	76.4	93.1	89.4

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

홍종길 3276-6168
jonggil@truefriend.com

LINE 글로벌 성공은 컨텐츠 현지화에 달렸다

글로벌 SNS 업체 대비 여전히 저평가

NAVER에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 64만원을 제시한다. 근거는 다음 세가지다. 1) LINE 가입자의 높은 증가세가 지속되고, 컨텐츠 현지화와 전자상거래, 음악 등의 신규 서비스로 수익 모델이 보강될 전망이다. 2) 모바일 광고 성과 확대와 밴드 등 인기 있는 신규 서비스로 국내 모바일 시장에서 확고한 주도권을 유지할 것이다. 3) 12개월 forward PER이 32.3배로 LINE의 높은 성장세와 글로벌 SNS 업체대비 저평가됐다. 목표주가 64만원은 2014년 EPS에 목표 PER 33.1배(2013~2015 NAVER 기준 순이익 CAGR 33.1%에 PEG 1.0배)를 적용해 구했다.

LINE의 가파른 성장세로 밸류에이션 부담 완화

NAVER의 주가 동인을 펀더멘털, 밸류에이션, 수급 등 세가지 측면에서 점검하면, 단기적으로 주가에 가장 큰 영향을 미쳤던 수급은 분할에 따른 거래 정지로 인해 외국인 지분율 변동이 컸으나 점차 안정화되면서 펀더멘털이 더 중요해질 전망이다. 가입자와 매출 증가 등 LINE의 높은 성장성이 유지되고 Facebook과 Twitter 등 글로벌 SNS 업체들의 가치가 상승하면서 밸류에이션 상승에 대한 부담은 완화될 것으로 예상된다.

LINE 컨텐츠 현지화로 글로벌 시장 공략 강화

LINE은 현재 일본, 태국, 대만 등 아시아 국가들에서 시장 선점과 현지화를 통해 확고한 1위를 기록하고 있다. LINE이 과연 미주와 유럽에서도 1위 모바일 메신저로 자리잡아 수익을 창출할 수 있을 지가 가장 큰 관심사다. 우리는 컨텐츠와 서비스 현지화가 성공 여부를 결정할 것으로 예상한다. 최근 LINE이 스페인에서 FC바르셀로나와 제휴해 만든 스탬프와 동영상이 인기를 얻고 있는 점은 긍정적이다.

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액(십억원)	2,121	2,389	2,392	3,039	3,525
영업이익(십억원)	660	702	545	789	975
세전이익(십억원)	632	732	546	768	953
지배주주순이익(십억원)	450	546	403	576	715
EBITDA(십억원)	749	809	669	921	1,119
순차입금(십억원)	(886)	(1,060)	(1,251)	(1,660)	(2,212)
영업이익률(%)	31.1	29.4	22.8	26.0	27.7
ROE(%)	31.0	31.4	20.3	24.5	24.1
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
EPS(원)	10,134	12,422	10,678	19,316	23,967
(EPS 증가율, %)	(4.0)	22.6	(14.0)	80.9	24.1
BPS(원)	49,703	58,637	94,741	111,412	132,129
DPS(원)	536	616	739	887	1,064
PER(x)	20.7	18.1	50.9	28.1	22.7
PBR(x)	4.2	3.8	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA(x)	11.3	11.1	23.3	16.5	13.1

주: 2011~2012년 실적은 분할 전 NHN 기준, 2013~2015년 실적은 게임 부문 (NHN 엔터테인먼트) 제외한 NAVER 기준

리포트 작성 목적

- NAVER 주가 상승 배경과 향후 투자 포인트 점검
- 투자포인트를 펀더멘털, 밸류에이션, 수급 3가지로 구분해 점검
- LINE의 컨텐츠 및 서비스 현지화에 대한 분석

I. 투자 포인트와 밸류에이션

1. 투자의견 '매수'와 목표주가 64만원 제시

투자포인트 세가지
1) LINE의 높은 성장성
2) 모바일 시장 주도권 유지
3) 글로벌 SNS 대비 저평가

NAVER에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 64만원을 제시한다. 근거는 다음 세가지다. 1) LINE 가입자의 높은 증가세가 지속되고, 게임과 스탬프 등의 매출이 호조이며, 광고, 전자상거래, 음악 등 신규 서비스 개시로 비즈니스 모델이 강화될 전망이다. 2) 국내 온라인 광고 시장의 성장세는 둔화되고 있으나, 모바일 광고 성과 확대와 밴드 등 인기 있는 신규 서비스로 모바일 시장에서도 확고한 주도권을 유지할 것으로 예상된다. 3) 12개월 forward PER이 32.3배로 LINE의 높은 성장세와 글로벌 SNS 업체대비 저평가됐다.

LINE 가치는 10조원으로 평가

목표주가 64만원은 2014년 EPS 19,316원에 목표 PER 33.1배(2013~2015 NAVER 기준 순이익 CAGR 33.1%에 PEG 1.0배)를 적용해 구했다. 목표주가 기준 시가총액은 21조원인데, 이 중 LINE 사업의 가치는 10조원(2014년 말 예상가입자 5억명에 가입자당 가치 2만원 적용)으로 평가된다.

<표 1> 주요 SNS 업체 가입자당 가치

업체	내용	시가총액(백만달러)	가입자수(백만명)	가입자당 가치(달러)	비고
Tumblr*	마이크로 블로그	1,100	117	9.4	비상장
KakaoTalk**	모바일 메신저	454	44	10.3	비상장
Twitter***	단문 SNS	10,000	500	20.0	비상장
Renren	단문 SNS	1,277	194	6.6	상장
GREE	소셜 모바일 게임	1,843	190	9.7	상장
Facebook	SNS	114,923	1,150	99.9	상장
LinkedIn	비즈니스 중심 SNS	28,290	256	110.5	상장
Groupon	소셜 커머스	7,943	42	190.5	상장

주: 2013년 9월 23일 종가 기준
*2013년 5월 Yahoo 인수 당시 시가총액과 가입자 수 기준
**2012년 4월 Tencent와 Wemade 지분투자 당시 시가총액과 가입자 수 기준
*** 2013년 1월 Blackrock 지분투자 당시 시가총액과 가입자 수 기준
자료: 회사, 언론, 한국투자증권

<표 2> 글로벌 비교 대상 업체들의 밸류에이션 (단위: 배)

구분	국가	기업	13F PER	14F PER	구분	국가	기업	13F PER	14F PER
인터넷 포털	한국	NAVER	32.8	24.5	SNS 업체	미국	Facebook	66.0	49.2
		Daum	15.4	12.6			LinkedIn	154.6	109.9
	미국	Google	20.4	17.3			Groupon	95.5	42.8
		Yahoo	20.8	18.2		일본	GREE	9.2	8.5
	일본	Yahoo Japan	23.9	21.7			DENA	6.9	6.8
	중국	Baidu	29.3	23.7		중국	Tencent	36.5	29.1
	러시아	Yandex	32.0	24.9			Sina	97.5	43.5
평균			24.9	20.4	평균			66.6	41.4

주: 2013년 9월 23일 종가 기준
자료: Bloomberg

2. 투자 판단의 세가지 요소 점검

NAVER 주가는 LINE 성장성이 유지되는 한 강세 유지 예상

NHN이 기업분할로 8월 29일 NAVER로 변경 상장된 이후 주가 상승이 가파르다. 우리는 펀더멘털(사업 전망과 실적), 밸류에이션, 수급 등 세가지 측면에서 NAVER 주가 상승의 이유와 향후 전망을 살펴보고자 한다. 결론부터 말하면, NAVER 주가는 외국인 매수 등 수급 여건에 따라 단기적인 조정이 있을 수 있으나 LINE의 성장성이 유지되는 한 강세가 지속될 것으로 전망한다.

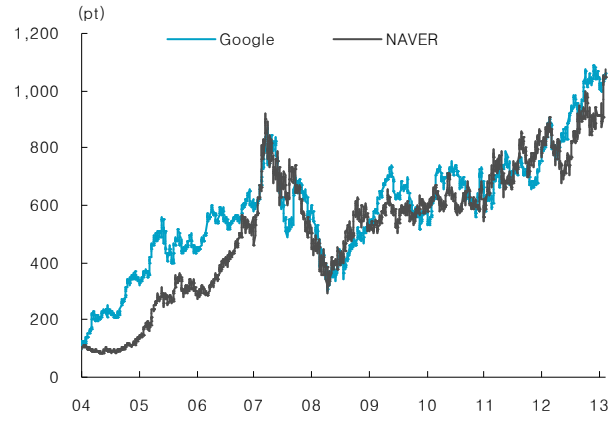
1) LINE 가입자 빠른 증가세 유지, 일본 수익모델 다각화, 일본외 지역 수익화로 전망 긍정적

1) 펀더멘털: 8월 21일 LINE 컨퍼런스에서 공개된 정보와 9월 13일 게임 누적 다운로드 2억건 돌파 뉴스로 가입자와 매출 증가, 신규 서비스 등 LINE의 성과 확대가 지속되고 있는 것을 확인했다. 다만, 하반기에 LINE 매출이 늘어나지만 온라인 광고 매출 성장 둔화와 LINE 가입자 유치를 위한 마케팅 비용 증가 등으로 하반기 영업이익률은 상반기 대비 2.9%p 하락한 21.5%로 전망한다. 내년 이후에는 일본에서의 수익 모델 다각화와 일본 이외 지역에서의 수익화(Monetization) 등으로 LINE 매출이 증가하고 마케팅 비용 부담이 축소되면서 2014년 영업이익률은 26.0%로 금년대비 3.2%p 상승할 전망이다.

2) 12MF PER 32.3배로 글로벌SNS 업체 대비 저평가

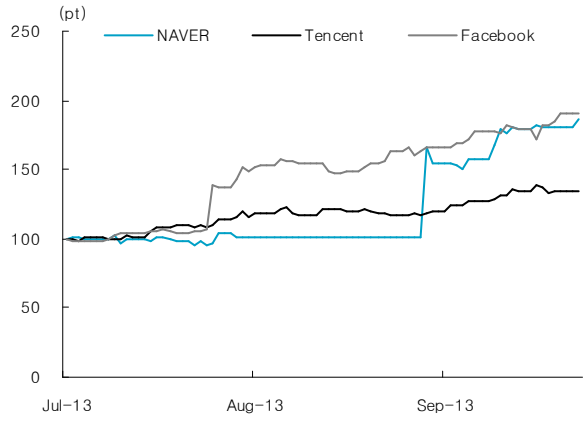
2) 밸류에이션: 12개월 forward PER 32.3배에서 거래되고 있다. 투자자들은 NAVER의 비교 대상 업체를 Google 등 검색 포털에서 Facebook(2013년 예상 PER 66배, 12개월 forward PER 54배)과 Tencent(Wechat), IPO 추진 중인 Twitter 등으로 변경했다. 그리고, 모바일 메신저(MIM: Mobile Instant Messanger) 시장이 성장 초기 국면이라고 인식해 밸류에이션보다 가입자 증가와 성장 잠재력에 주목하고 있다.

[그림 1] Google, NAVER 주가 추이



자료: Bloomberg

[그림 2] 최근 3개월 Facebook, Tencent, NAVER 주가 추이

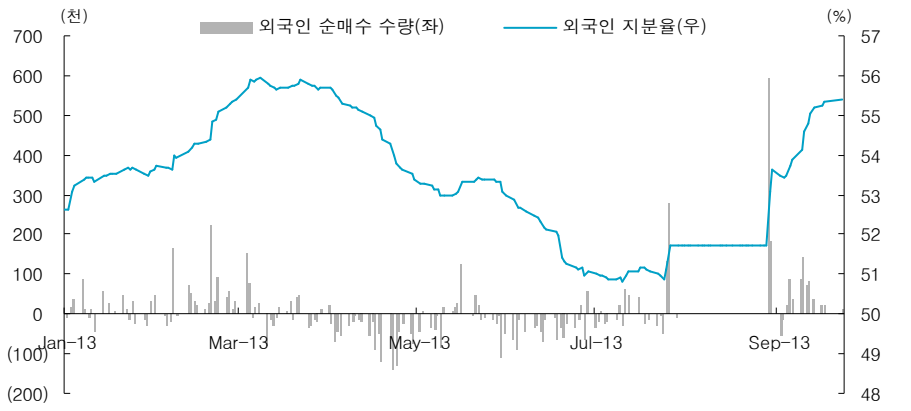


자료: Bloomberg

3) 변경상장 이후 외국인 지분율 55.4%로 상승

3) 수급: 기업분할 결정을 공시한 3월 8일 이후 거래정지된 7월 30일까지 외국인 지분율이 55.94%에서 51.72%로 4.22%p 하락했으나 8월 29일 변경상장 이후 9월 24일 55.40%로 3.68%p 상승했다. LINE 성과 호조라는 펀더멘털 요인 이외에 외국인의 한국 시장 순매수가 지속되며 주가 상승에 따른 시가총액 비중이 커지면서 한국 시장에 대한 트래킹 에러를 줄이기 위한 매수세도 유입되고 있는 것으로 추정된다.

[그림 3] NAVER 외국인 순매수 수량 및 외국인 지분율 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

II. LINE 성장세 가파르다

1) 8월 21일 LINE 컨퍼런스

2013 LINE 컨퍼런스에서 공개된 정보로 고성장 확인

8월 21일 일본에서 열린 LINE 컨퍼런스에서 NAVER는 LINE에 대한 의미 있는 지표들을 공개했다. LINE 가입자가 2억3천만명을 돌파했고, 시간당 신규 가입자가 63,000명으로 하루에 가입자가 150만명씩 늘어나고 있으며 7월 LINE 게임 매출이 26억엔, 스탬프 매출은 10억엔이며, 캐릭터 상품 판매도 8월 기준으로 환산하면 연간 40억엔에 달한다는 것이다.

현지화된 서비스 및 전자상거래, 음악 등 신규 서비스 확대할 전망

현재 17개국에서 현지 언어로 서비스 중이며, 향후 현지화된 서비스를 강화해 해당 시장에서 1위 모바일 메신저가 되겠다는 전략이다. 다양한 신규 게임 라인업을 공개했으며 전자상거래(LINE Mall), 음악(LINE Music) 등의 서비스를 새로 시작할 예정이다. 9월 12일에는 스티커 구입뿐만 아니라 선물할 수 있고, 신용카드 외에 전자화폐와 휴대폰 결제가 가능한 Line Web Store (http://store.line.me)를 오픈했다. 영상통화서비스도 9월 24일 시작했다.

금년말 LINE 가입자 3억 2천만명, 금년 LINE 매출 5,368억원 전망

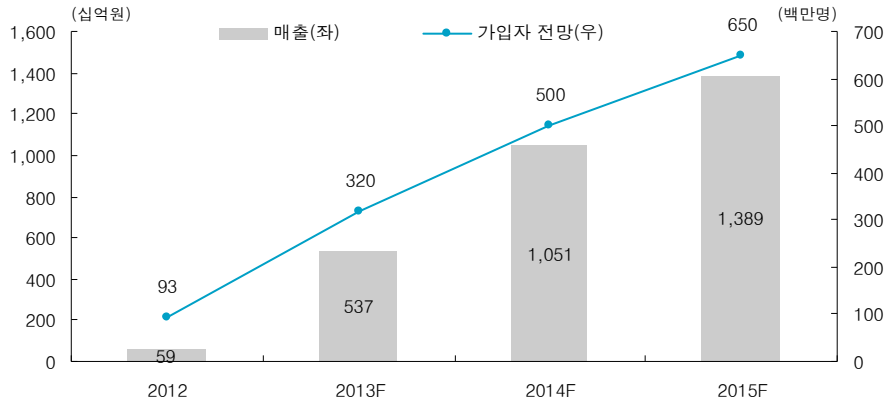
우리는 LINE의 성장 모멘텀이 가입자 증가와 충성도 강화, 컨텐츠 현지화와 신규 서비스 제공 등에 힘입어 더욱 강화될 것으로 예상한다. 우리는 높은 가입자 증가와 7월 매출 등을 감안해 금년 말 LINE 가입자 전망치를 기존 3억명에서 3억 2천만명으로 상향하고, 예상 매출도 4,839억원에서 5,368억원으로 10.9% 높인다.

<표 3> 하반기 LINE 게임 신규 라인업

게임	개발사	게임	개발사
LINE 피쉬아일랜드	NHN PlayArt	LINE 퍼즐버블	Taito
LINE 아이언슬램	Wemade	LINE 레인보우체이서	NHN Entertainment
LINE 렛츠골프	Gameloft	LINE 레브넌트게이트	NHN PlayArt
LINE 메이플스토리 빌리지	Nexon	LINE 쉐이크스피어스!	Alawar
LINE 모두의마블	CJ E&M	LINE 소닉대쉬	Sega
LINE 너틀링토너먼트	Bloomlagoon		

자료: NAVER

[그림 4] LINE 가입자 및 매출 추이와 전망



자료: NAVER, 한국투자증권

<표 4> LINE 신규 서비스 요약

서비스	내용	출시 시기	지역
LINE Web Store	신용카드 결제가 힘든 유저들을 위해 다양한 결제 옵션을 통해 웹에서 결제가 가능하게 한 서비스	2013 년 9 월 12 일	일본, 대만
LINE Mall	누구나 판매자와 구매자가 될 수 있는 쇼핑몰로 전자상거래 기능 확대	2013 년	일본, 대만
LINE Music	음악 서비스로 LINE 내부 기능화할 계획	2013 년	일본
LINE Video Call	영상통화 기능 확대	2013 년 9 월 24 일	글로벌 출시

자료: NAVER, 한국투자증권

2) LINE 글로벌 성공은 컨텐츠 현지화에 달렸다

신규 진출국에서 현지화된 컨텐츠 제공으로 점유율 높여갈 전망

LINE이 일본, 대만, 태국에서 확고한 1위 메신저로 자리 잡은 이유는 적기에 출시돼 효과적인 마케팅으로 시장을 선점했기 때문이다. 스페인 등에서 LINE 가입자가 많이 늘고 있지만, 선점한 WhatsApp이 여전히 1위다. 신규 진출한 국가에서 시장 지위를 높이기 위해서는 현지화된 컨텐츠를 제공하는 것이 필수다. 예를 들어 최근 LINE은 스페인에서 글로벌 축구 스타인 메시 등이 소속된 FC 바르셀로나와 제휴해 스탬프와 동영상을 만들어 마케팅을 시작했다. FC 바르셀로나 공식계정을 친구로 추가한 계정수가 9월 16일 기준 720만명이다. 이와 같은 일본을 제외한 현지마케팅은 라인플러스와 라인 미국 법인의 주도로 현지에 연락사무소를 두고 진행한다.

모바일 게임 라인업 강화와 현지어 서비스 개시

LINE이 일본과 대만, 태국 등 동남아시아를 넘어서 미주와 유럽 등에서 1위 메신저로 등극할 수 있을지는 아직 미지수이나 스페인에서와 같이 차근차근 현지화된 컨텐츠와 서비스를 출시한다면 가능성은 더욱 높아질 전망이다. 경쟁하고 있는 WhatsApp이 아직 게임을 서비스하지 않는 점을 감안할 때, 현지인들이 즐길 만한 소셜 그래프를 활용할 수 있는 모바일 게임을 선제적으로 출시하는 것도 젊은 이용자를 유인하고 충성도를 높이는데 기여할 전망이다. 그러한 면에서 8월 11일 공개한 게임 라인업에 글로벌 업체들의 인기 게임이 다수 포함되며 다양해진 것은 긍정적으로 평가된다. 영어와 일본어로만 서비스했던 게임들을 현지어로 제공하기 시작했다. 드래곤플라이트, 홈런배틀, 아이러브커피는 중국어로도 서비스되고 있다.

3) LINE의 NASDAQ IPO 추진이 긍정적인 세가지 이유

1) 투자 위한 자금 조달 가능
2) LINE 브랜드 강화
3) LINE 가치 가시적으로 확인

NAVER는 LINE의 주식시장 상장을 추진할 예정이라고 밝혔다. 아직 상장 가능성을 검토하는 단계로 현재 가입자와 매출이 가장 많은 일본 주식 시장과 미주에서의 성과 개선을 전제로 미국 NASDAQ도 고려하고 있다고 언급했다. 우리는 LINE의 IPO가 3가지 측면에서 긍정적으로 판단한다. 1) 확고한 시장 지위를 점하기 위해서는 가입자 유치 마케팅과 서비스 현지화가 필수적인데 이를 위한 자금을 조달할 수 있다. 2) NASDAQ 상장은 그 자체만으로 LINE의 브랜드를 높이는 홍보 효과가 있다. 글로벌 사업 확대를 위한 인재 영입에도 긍정적으로 작용할 전망이다. 3) LINE 가치를 주식시장에서 숫자로 확인할 수 있다.

III. 실적 전망

1) 2013년 매출액과 영업이익은 각각 32.7%, 10.1% 증가할 전망

NAVER, 분할된 게임사업 수익을 중단사업손익으로 구분

NHN은 2013년 반기 보고서와 분할 신고서를 제출하면서 8월 1일 기업분할된 게임사업(NHN엔터테인먼트) 관련 수익을 중단사업손익으로 구분해 손익계산서에 표시했다. 이 기준에 따른 NAVER 만의 상반기 매출액과 영업이익은 각각 1조 975억원, 2,671억원이다. 아직 2012년 연간 매출액과 영업이익은 공시하지 않아 정확히 알 수 없으나 우리는 각각 1조 8,031억원과 4,952억원으로 추정했다.

2014년에는 LINE 매출 확대와 마케팅 비용 증가세 둔화로 영업이익 증가율 높아질 전망

NAVER 금년 매출액과 영업이익은 각각 2조 3,921억원과 5,453억원으로 전년대비 각각 32.7%, 10.1% 증가할 것으로 예상한다. LINE 성과 확대로 매출액이 전년대비 32.7% 증가하지만, 영업이익 증가율이 10.1%로 낮은 것은 LINE 가입자 유치 등을 위한 마케팅 비용이 금년에 2,126억원 소요되어 영업이익률이 22.8%로 전년대비 4.7%p 낮아질 것으로 전망했기 때문이다. 2014년 이후에는 신규 가입자 유치 마케팅보다는 이용자들의 충성도를 높이기 위한 현지 서비스를 강화하는데 투자가 확대될 것으로 예상된다. 일본 이외 지역에서도 매출이 점차 늘어날 전망이다. 2014년 영업이익률은 26.0%로 전년대비 3.2%p 상승할 전망이다.

<표 5> NAVER 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	QoQ	YoY	4Q13F
매출액	**418.4**	**444.6**	**437.0**	**503.1**	**520.6**	**576.9**	**612.2**	***6.1%***	***40.1%***	**682.5**
검색광고	295.4	298.0	294.6	315.2	327.8	329.1	321.8	*(2.2%)*	*9.2%*	341.5
디스플레이광고	77.2	90.0	88.0	94.8	79.0	85.7	79.4	*(7.4%)*	*(9.8%)*	88.9
LINE	0.0	4.7	11.8	42.8	68.8	111.9	159.0	*42.1%*	*1252.5%*	198.1
기타	45.9	51.9	42.6	50.2	45.0	50.2	52.0	*3.6%*	*21.9%*	54.0
영업비용	**300.1**	**315.7**	**330.4**	**361.6**	**393.7**	**436.6**	**499.1**	***14.3%***	***51.0%***	**517.4**
인건비	109.2	106.1	106.5	99.8	118.7	120.8	123.0	*1.8%*	*15.4%*	119.6
지급수수료	86.2	106.4	105.4	137.8	145.5	174.7	196.6	*12.5%*	*86.5%*	221.4
광고선전비	21.0	15.5	26.0	30.0	33.3	41.8	72.2	*72.7%*	*177.7%*	65.3
감가상각비	21.4	22.8	23.3	28.9	27.3	28.7	29.1	*1.3%*	*25.0%*	29.5
통신비	20.9	23.8	23.1	24.0	26.6	28.4	30.2	*6.4%*	*30.5%*	32.0
복리후생비	17.5	16.4	16.8	15.2	17.4	17.2	18.1	*5.1%*	*7.7%*	17.0
기타	24.0	24.6	29.2	25.9	25.0	25.0	24.9	*(0.4%)*	*(15.0%)*	27.6
영업이익	**118.3**	**128.9**	**106.6**	**141.5**	**126.9**	**140.2**	**113.1**	***(19.4%)***	***6.1%***	**165.1**
영업이익률	28.3%	29.0%	24.4%	28.1%	24.4%	24.3%	18.5%	*(5.8%p)*	*(5.9%p)*	24.2%
세전이익	118.3	127.9	108.9	164.7	138.6	142.6	114.2	*(19.9%)*	*4.9%*	150.4
법인세	32.2	32.6	26.9	43.7	28.1	48.1	28.5	*(40.6%)*	*6.0%*	37.6
당기순이익	**86.2**	**95.3**	**81.9**	**121.0**	**110.5**	**94.5**	**85.6**	***(9.4%)***	***4.5%***	**112.8**

주: 2012년 1분기부터 2013년 2분기까지 분기 실적은 한국투자증권이 NAVER 공시와 IR 자료 등을 토대로 추정한 것으로 당기순이익은 계속영업반기순이익으로 게임부분의 중단영업반기순이익이 포함되지 않은 것임
자료: NAVER, 한국투자증권

<표 6> NAVER 연간 실적 추이와 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2012A	2013F	YoY	2014F	YoY	2015F	YoY
매출액	**1,803.1**	**2,392.1**	***32.7%***	**3,039.3**	***27.1%***	**3,525.4**	***16.0%***
검색광고	1,203.2	1,320.2	*9.7%*	1,414.9	*7.2%*	1,534.2	*8.4%*
디스플레이광고	350.0	333.0	*(4.9%)*	350.8	*5.4%*	367.6	*4.8%*
LINE	59.3	537.8	*807.6%*	1,050.7	*95.4%*	1,388.6	*32.2%*
기타	190.7	201.2	*5.5%*	223.0	*10.8%*	235.0	*5.4%*
영업비용	**1,307.8**	**1,846.8**	***41.2%***	**2,250.5**	***21.9%***	**2,550.1**	***13.3%***
인건비	421.7	482.1	*14.3%*	484.4	*0.5%*	495.1	*2.2%*
지급수수료	435.9	738.3	*69.4%*	1,079.1	*46.2%*	1,348.4	*25.0%*
광고선전비	92.5	212.6	*129.9%*	205.5	*(3.3%)*	175.9	*(14.4%)*
감가상각비	96.4	114.6	*18.9%*	123.0	*7.4%*	131.5	*6.9%*
통신비	91.9	117.2	*27.5%*	146.1	*24.7%*	174.9	*19.8%*
복리후생비	65.9	69.7	*5.8%*	75.6	*8.5%*	79.2	*4.8%*
기타	103.7	102.4	*(1.2%)*	116.7	*14.0%*	125.1	*7.1%*
영업이익	**495.2**	**545.3**	***10.1%***	**788.9**	***44.7%***	**975.3**	***23.6%***
영업이익률	27.5%	22.8%	*(4.7%p)*	26.0%	*3.2%p*	27.7%	*1.7%p*
세전이익	519.9	545.8	*5.0%*	768.0	*40.7%*	952.9	*24.1%*
법인세	135.5	142.4	*5.1%*	192.0	*34.9%*	238.2	*24.1%*
당기순이익	**384.4**	**403.5**	***5.0%***	**576.0**	***42.8%***	**714.6**	***24.1%***

자료: NAVER, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

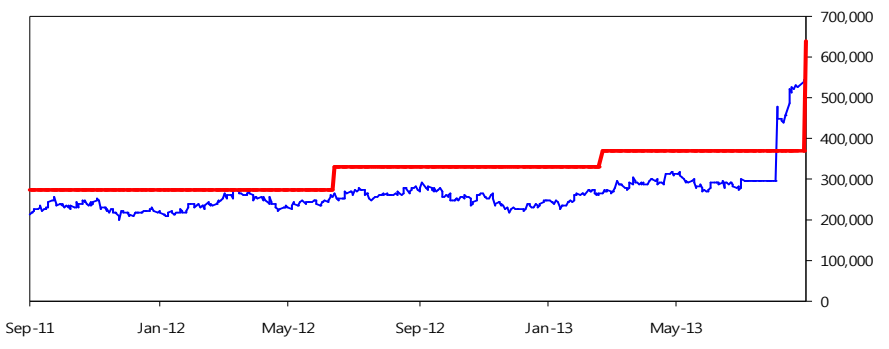
1999년 설립되어 인터넷 검색 포털과 게임 서비스를 제공했으나 게임 부문이 인적 분할돼 2013년 8월 NAVER와 NHN Entertainment(181710)로 분할 재상장됐다. NAVER는 국내 1위 인터넷 검색 포털로 현재 검색광고, 디스플레이광고, LINE 등을 주요 서비스로 제공하고 있다.

■ 용어해설

- 모바일 메신저: 무선 네트워크를 이용해 문자 채팅, 사진 공유, 음성 통화 등의 서비스를 제공하는 플랫폼으로 스마트폰 도입으로 서비스가 확대됨
- 스탬프: 모바일 메신저 상에서 문자 대신 간편하게 전송할 수 있는 이미지

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
NAVER(035420)	2012.01.17	매수	273,000 원
	2012.07.09	매수	330,000 원
	2013.03.18	매수	370,000 원
	2013.09.26	매수	640,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,431	1,739	1,867	2,377	3,003
현금성자산	466	395	502	912	1,463
매출채권및기타채권	243	274	275	349	405
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	942	1,188	1,143	1,292	1,421
투자자산	300	376	306	340	370
유형자산	384	566	596	646	696
무형자산	139	122	122	155	179
자산총계	2,373	2,927	3,010	3,669	4,424
유동부채	533	645	559	638	696
매입채무및기타채무	277	320	311	380	423
단기차입금및단기사채	25	3	3	3	3
유동성장기부채	48	133	49	49	49
비유동부채	262	378	364	394	409
사채	100	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	47	195	195	195	195
부채총계	795	1,024	923	1,032	1,105
지배주주지분	1,578	1,896	2,080	2,630	3,312
자본금	24	24	16	16	16
자본잉여금	195	196	133	133	133
자본조정	(841)	(953)	(1,070)	(1,070)	(1,070)
이익잉여금	2,171	2,668	3,049	3,599	4,282
비지배주주지분	0	7	7	7	7
자본총계	1,578	1,904	2,087	2,637	3,320

주: 2011~2012년은 분할 전 NHN 기준, 2013~2015년은 NHN 엔터테인먼트 제외한 NAVER 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,121	2,389	2,392	3,039	3,525
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,121	2,389	2,392	3,039	3,525
판매관리비	1,461	1,687	1,847	2,250	2,550
영업이익	660	702	545	789	975
금융수익	64	108	49	42	44
이자수익	33	40	46	51	65
금융비용	52	32	17	16	16
이자비용	12	9	10	9	9
기타영업외손익	(40)	(59)	(32)	(47)	(50)
관계기업관련손익	1	13	0	0	0
세전계속사업이익	632	732	546	768	953
법인세비용	180	187	142	192	238
연결당기순이익	452	544	403	576	715
지배주주지분순이익	450	546	403	576	715
기타포괄이익	(14)	(92)	(10)	0	0
총포괄이익	438	452	393	576	715
지배주주지분포괄이익	436	454	393	576	715
EBITDA	749	809	669	921	1,119

주: 2011~2012년은 분할 전 NHN 기준, 2013~2015년은 NHN 엔터테인먼트 제외한 NAVER 기준

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	418	596	493	686	831
당기순이익	452	544	403	576	715
유형자산감가상각비	70	89	107	112	121
무형자산상각비	18	18	16	20	23
자산부채변동	(169)	(95)	(19)	(51)	(42)
기타	47	40	(14)	29	14
투자활동현금흐름	(318)	(690)	(88)	(255)	(253)
유형자산투자	(122)	(280)	(137)	(162)	(171)
유형자산매각	1	3	0	0	0
투자자산순증	(168)	(354)	60	(34)	(30)
무형자산순증	(8)	(29)	(16)	(53)	(48)
기타	(21)	(30)	5	(6)	(4)
재무활동현금흐름	(189)	24	(299)	(22)	(26)
자본의증가	13	14	(71)	0	0
차입금의순증	(7)	151	(84)	0	0
배당금지급	0	(24)	(27)	(22)	(26)
기타	(195)	(117)	(117)	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(89)	(71)	107	409	551

주: 2011~2012년은 분할 전 NHN 기준, 2013~2015년은 NHN 엔터테인먼트 제외한 NAVER 기준

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	10,134	12,422	10,678	19,316	23,967
BPS	49,703	58,637	94,741	111,412	132,129
DPS	536	616	739	887	1,064
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.8	12.6	0.1	27.1	16.0
영업이익증가율	7.1	6.3	(22.3)	44.7	23.6
순이익증가율	(4.9)	21.4	(26.1)	42.8	24.1
EPS증가율	(4.0)	22.6	(14.0)	80.9	24.1
EBITDA증가율	5.5	8.1	(17.4)	37.7	21.6
수익성(%)					
영업이익률	31.1	29.4	22.8	26.0	27.7
순이익률	21.2	22.9	16.9	19.0	20.3
EBITDA Margin	35.3	33.9	27.9	30.3	31.7
ROA	20.8	20.5	13.6	17.2	17.7
ROE	31.0	31.4	20.3	24.5	24.1
배당수익률	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
안정성					
순차입금(십억원)	(886)	(1,060)	(1,251)	(1,660)	(2,212)
차입금/자본총계비율(%)	14.1	17.3	11.8	9.3	7.4
Valuation(X)					
PER	20.7	18.1	50.9	28.1	22.7
PBR	4.2	3.8	5.7	4.9	4.1
PSR	4.8	4.5	9.5	5.9	5.1
EV/EBITDA	11.3	11.1	23.3	16.5	13.1

주: 2011~2012년은 분할 전 NHN 기준, 2013~2015년은 NHN 엔터테인먼트 제외한 NAVER 기준

■ Compliance notice

- 당사는 2013년 9월 25일 현재 NAVER 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 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.