

SECTOR REPORT

인터넷/게임



비중확대 (유지)

[Analyst]

공영규 ☎ 02-3772-1527
책임연구원 ✉ jxlove1983@shinhan.com

손승우 ☎ 02-3772-1565
연구원 ✉ swson85@shinhan.com

인터넷 랠리를 기대하자!

글로벌 인터넷 기업, 나스닥 지수와 주가 동조화

페이스북의 모바일 광고 성장이 본격화된 2013년 2분기 이후 모바일 콘텐츠 시장의 성장 잠재력이 글로벌 테마를 형성하고 있다. 페이스북, 바이두 등 대형 인터넷 주식이 집중되어 있는 나스닥 지수도 인터넷 업종과 동조화된 흐름을 보이고 있다.

나스닥 지수는 4~5월 고평가 논란으로 조정을 받았지만 최근 저점 대비 10% 이상 반등에 성공했다. 주가 상승 흐름은 지속될 가능성이 높다. 1) 인터넷 기업들의 실적 개선이 지속되고 있고 2) 나스닥 지수의 밸류에이션 부담도 높지 않다(2015년 PER 18배).

하반기 알리바바의 상장에 주목해야 하는 이유

중국 최대 전자상거래 업체인 알리바바의 8월 미국 증시 상장이 유력하다. 알리바바의 2013년 거래 대금은 약 250조원으로 아마존(140조원)을 상회한다. 2013년에는 매출액 490억위안(8조원, +31% YoY), 영업이익 240억위안(4조원, +107% YoY)을 기록했다.

시가 총액 200조원(예상 공모가)을 가정할 경우 2013년 실적 기준 PSR은 24배, PER은 57배이다. 매분기 실적 고성장이 지속되고 있기 때문에 상장 이후 시가 총액은 공모가보다 상승할 가능성이 높다. 모바일 상거래 시장은 광고 시장 보다 성장 잠재력이 크다. 알리바바의 상장으로 글로벌 인터넷 업종의 동반 랠리가 기대된다.

하반기 인터넷 랠리 기대, 업종 최선호주는 NAVER

5년만에 실업률이 최저치를 경신할 정도로 미국의 경기 상황이 좋다. 나스닥 지수의 2015년 PER은 18배에 불과하다. 인터넷 업종은 꾸준한 실적 개선과 두개의 대형 상장 이벤트(알리바바, 라인)가 예정되어 있다. 하반기 기술주 랠리를 주도할 가능성이 높다. 글로벌 가입자 4억명을 상회하는 라인 메신저를 보유한 NAVER(035420)를 업종 최선호주로 추천한다.

Top Picks

종목명	투자의견	현재주가 (6월 10일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
NAVER (035420)	매수	783,000	1,100,000	40.5
다음 (035720)	매수	92,800	120,000	29.3

Coverage Valuation 및 목표주가

기업명	투자의견 /목표주가		매출액 (십억원)	증감률 (%)	영업이익 (십억원)	증감률 (%)	영업이익률 (%)	당기순이익 (십억원)	증감률 (%)	PER (배)	PSR (배)	ROE (%)
NAVER (035420)	매수 1,100,000원	2013	2,153.5	19.7	459.2	(11.9)	21.3	325.8	(18.7)	15.9	12.0	22.1
		2014F	2,798.3	29.9	836.2	82.1	29.9	641.5	96.9	40.4	9.2	35.2
		2015F	3,494.4	24.9	1,286.0	53.8	36.8	990.8	54.5	26.1	7.4	37.5
		2016F	4,239.8	21.3	1,771.4	37.7	41.8	1,371.1	38.3	18.9	6.1	36.2
다음 카카오 (035720)	매수 120,000원	2013	741.6	17.1	147.6	35.8	17.6	130.5	59.3	40.2	7.0	17.3
		2014F	876.4	9.9	202.5	37.2	17.8	155.9	19.5	33.7	6.0	17.7
		2015F	1,078.8	14.5	309.9	53.0	23.0	247.8	58.9	21.2	4.9	23.0
		2016F	1,218.4	6.8	391.7	26.4	25.8	314.3	26.8	16.7	4.3	23.7

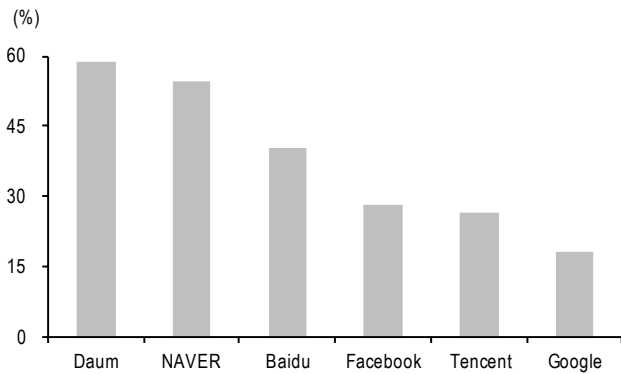
자료: 각 사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 인터넷 업체 주가 수익률

(%)	1D	1W	1M	3M	6M	YTD
Facebook	0.6	(0.3)	9.9	(12.7)	25.1	15.1
Tencent	2.5	1.2	18.4	(8.0)	21.6	14.6
다음	0.1	(1.4)	27.3	33.7	6.7	10.5
NAVER	2.0	0.8	13.3	(8.2)	10.4	8.1
Google	0.8	1.1	8.4	(5.9)	5.1	1.8
Baidu	(0.4)	2.6	12.3	(4.4)	(4.6)	(3.5)
Twitter	3.4	8.6	7.6	(36.0)	(33.7)	(45.8)

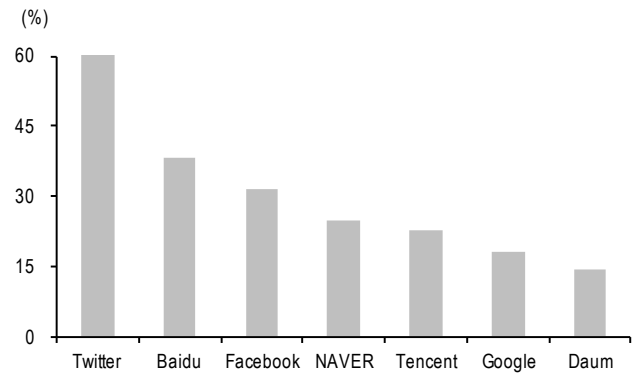
자료: Bloomberg, 신한금융투자

2015년 EPS 성장률 비교



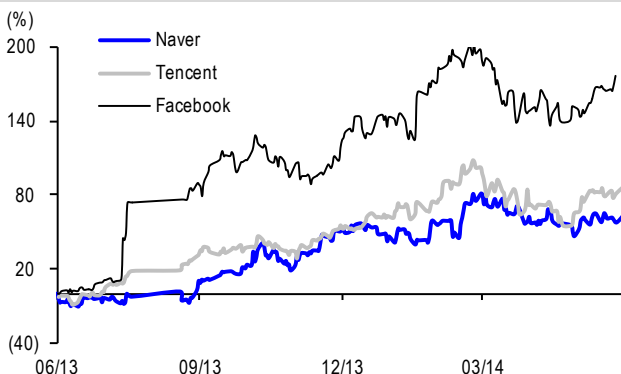
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

2015년 매출 성장률 비교



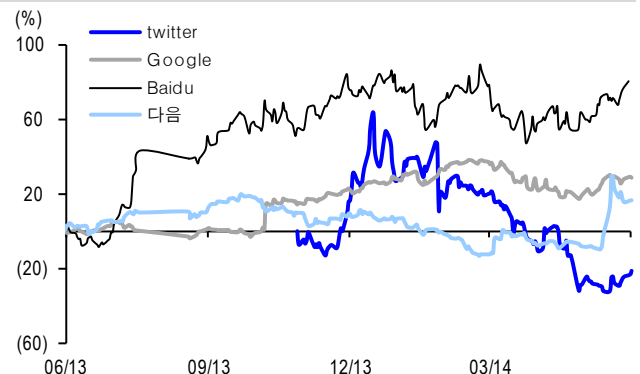
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

글로벌 인터넷 업종 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

글로벌 인터넷 업종 상대 주가 추이

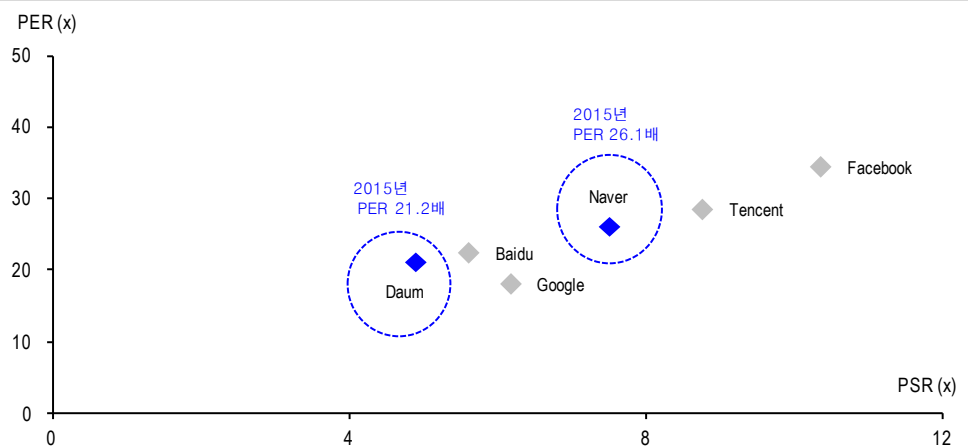


자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

인터넷 업체 Global Peers							
Ticker		035420 KS	035720 KS	GOOG US	FB US	700 HK	TWTR US
회사명		NAVER	다음	Google	Facebook	Tencent	Twitter
시가총액 (십억원)		25,809.8	1,258.4	388,282.6	164,002.3	138,410.2	20,752.0
Sales	2013	2,312.0	530.9	65,496.7	8,618.3	10,762.3	727.9
(십억원)	2014F	2,809.6	575.9	53,331.1	12,137.1	12,891.7	1,299.1
	2015F	3,440.7	649.3	63,071.7	15,967.8	15,826.4	2,100.3
OP	2013	524.1	81.8	15,290.0	3,069.8	3,076.3	(696.1)
(십억원)	2014F	811.6	76.8	19,064.1	6,236.8	4,361.6	33.4
	2015F	1,161.5	97.2	23,175.6	8,289.2	5,593.4	189.1
OP margin	2013	22.7	15.4	23.3	35.6	28.6	(95.6)
(%)	2014F	28.9	13.3	35.7	51.4	33.8	2.6
	2015F	33.8	15.0	36.7	51.9	35.3	9.0
NP	2013	1,897.5	65.9	14,144.9	1,632.4	2,760.5	(706.5)
(십억원)	2014F	598.2	63.0	18,769.0	3,868.3	3,736.4	28.3
	2015F	856.9	82.1	22,377.4	5,150.9	4,816.3	179.2
NP margin	2013	82.1	12.4	21.6	18.9	25.6	(97.1)
(%)	2014F	21.3	10.9	35.2	31.9	29.0	2.2
	2015F	24.9	12.6	35.5	32.3	30.4	8.5
EPS Growth	2013	176.9	(13.6)	15.0	2,912.8	21.2	2,173.5
(% YoY)	2014F	T/B	T/B	28.3	115.2	36.4	T/B
	2015F	42.2	21.8	18.1	28.0	26.6	536.7
P/E	2013	84.0	16.4	30.8	91.1	45.6	N/A
(x)	2014F	42.4	20.1	21.3	44.1	36.1	861.8
	2015F	29.8	16.5	18.1	34.4	28.5	136.8
P/B	2013	14.7	2.1	4.3	9.0	12.4	12.3
(x)	2014F	11.9	2.2	3.2	8.9	11.0	7.7
	2015F	8.7	2.0	3.0	7.1	8.3	7.9
EV/EBITDA	2013	31.9	7.3	17.9	33.6	33.3	N/A
(x)	2014F	26.2	8.7	12.5	20.4	25.8	89.6
	2015F	19.2	7.3	10.5	15.5	20.4	40.6
ROE	2013	112.7	12.5	16.2	11.0	31.2	N/A
(%)	2014F	32.7	10.8	17.8	19.4	33.1	(6.1)
	2015F	33.9	12.9	18.1	21.0	32.2	(1.2)

자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

글로벌 인터넷 업종 Valuation 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

I. 글로벌 인터넷 기업, 나스닥 지수와 주가 동조화

- 1) 나스닥 지수 밸류에이션 낮음(15년 PER 18배)
- 2) 인터넷 기업 실적 개선 → 주가 랠리 기대

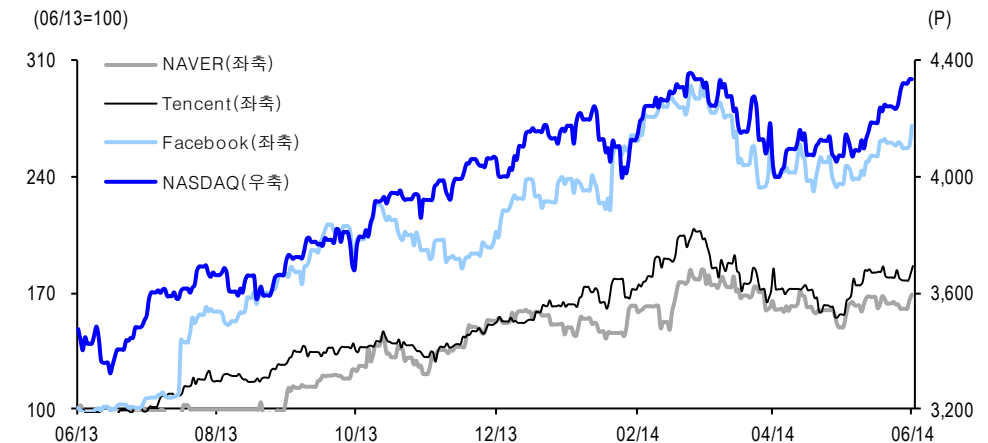
글로벌 인터넷 기업들의 주가 동조화가 지속되고 있다. 페이스북의 모바일 광고 성장이 본격화된 2013년 2분기를 시작으로 모바일 콘텐츠(게임, 광고, 상거래) 시장의 성장성이 글로벌 테마를 형성하고 있다. 페이스북, 바이두 등 대형 인터넷 주식이 집중되어 있는 나스닥 지수도 인터넷 업종과 동조화된 모습을 보이고 있다.

4~5월에는 바이오, IT주에 대한 고평가 논란으로 나스닥 지수가 조정을 받았다. 대장주인 페이스북이 조정을 받아 실적 호조에도 불구하고 글로벌 인터넷 기업들의 주가도 동반 하락했다.

최근 글로벌 인터넷 기업들이 주가 반등에 성공했다. 나스닥 지수도 저점 대비 10% 이상 상승했다. 주가의 상승 흐름은 지속될 가능성이 높다. 1) 인터넷 기업들의 실적이 개선이 지속되고 있고 2) 나스닥 지수의 밸류에이션 부담도 높지 않다(2015년 PER 18배).

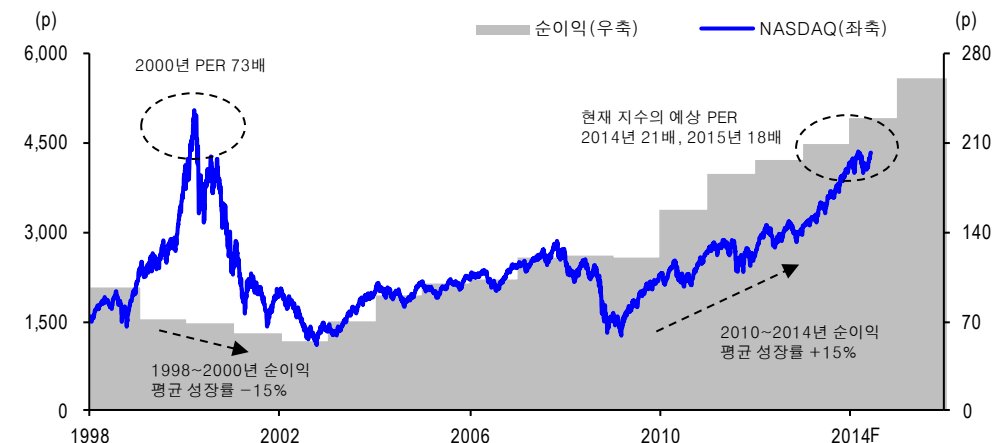
과거 닷컴 버블(1998~2000년) 시기 인터넷 기업들의 주가는 부진한 실적에도 불구하고 PER 100배 이상으로 랠리가 이어졌다. 최근 모바일 헤게모니를 확보한 인터넷 기업들은 꾸준한 실적 개선이 이어지고 있다. 평균 PER은 2015년 실적 기준 20~30배에 불과하다. 하반기에는 중국 최대 전자상거래 업체인 알리바바의 미국 증시 상장도 예정되어 있다. 나스닥 지수의 상승과 인터넷 기업들의 주가 랠리가 기대된다.

나스닥 지수 vs. 글로벌 SNS 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

나스닥 vs. 순이익 지수 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

II. LTE 보급 → 모바일 게임, 광고, 상거래 시장 수혜

1. 2012년 국내 LTE 보급 → 모바일 게임주 랠리

국내 LTE 확산 초기 단계인
2012년 컴투스 300%,
게임빌 100% 주가 상승

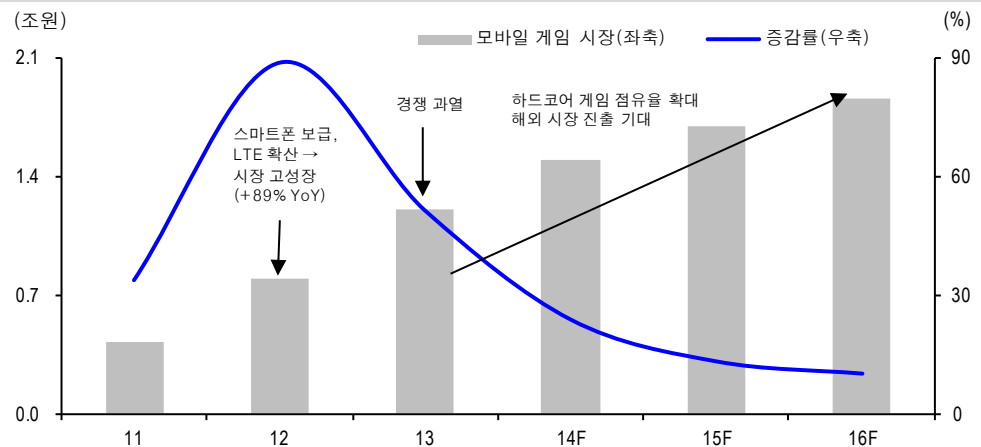
PC인터넷이 보급된 이후 1) 게임, 2) 광고, 3) 전자상거래 순서로 온라인 콘텐츠 시장이 형성됐다. 모바일 콘텐츠 시장도 비슷한 흐름이 지속되고 있다.

2012년 LTE가 국내에 보급된 이후 모바일 게임 시장이 가장 먼저 수혜를 받았다. 2012년 국내 모바일 게임 시장은 8천억원(+89% YoY)으로 성장했다. 주요 모바일 게임 업체인 컴투스, 게임빌의 실적도 큰 폭으로 개선됐다.

2013년에는 다수의 게임 개발 업체가 진입함에 따라 시장의 경쟁이 과열됐다. 대부분 기업들의 실적이 부진했지만 시장은 전년 대비 50% 이상의 고성장을 이어갔다. 2014년부터는 고 ARPU(사용자당평균매출)인 RPG(역할수행게임) 장르가 확산되면서 성장을 지속하고 있다.

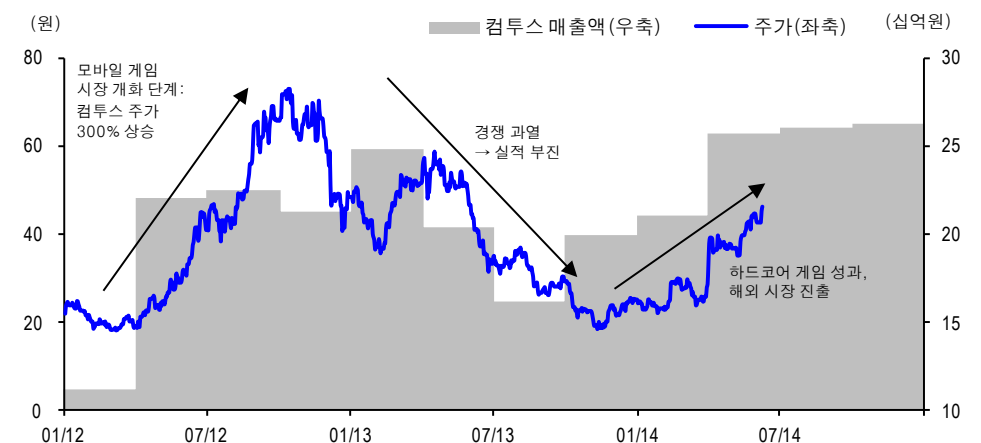
LTE 확산 초기 단계인 2012년 모바일 게임주들은 주가 랠리를 경험했다. 2012년 컴투스는 300%, 게임빌은 100%에 달하는 놀라운 주가 상승을 보여줬다. 국내 LTE 침투율은 현재 60%를 상회한다. 과거와 같은 시장의 고성장을 기대하기는 어렵다. 반면 글로벌 침투율은 현저히 낮다. 특히 중국은 2014년부터 LTE 스마트폰의 본격적인 보급이 시작됐다. 중국 모바일 게임 시장은 2016년까지 연평균 100%를 상회하는 고성장이 예상된다.

국내 모바일 게임 시장 추이 및 전망



자료: 게임백서, 신한금융투자 추정

컴투스 매출액 vs. 주가 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

페이스북 2분기 모바일 광고 서프라이즈 이후 글로벌 SNS 기업 주가 동반 랠리 시작

2. 2013년 미국 LTE 확산 → 페이스북 모바일 광고 매출 고성장

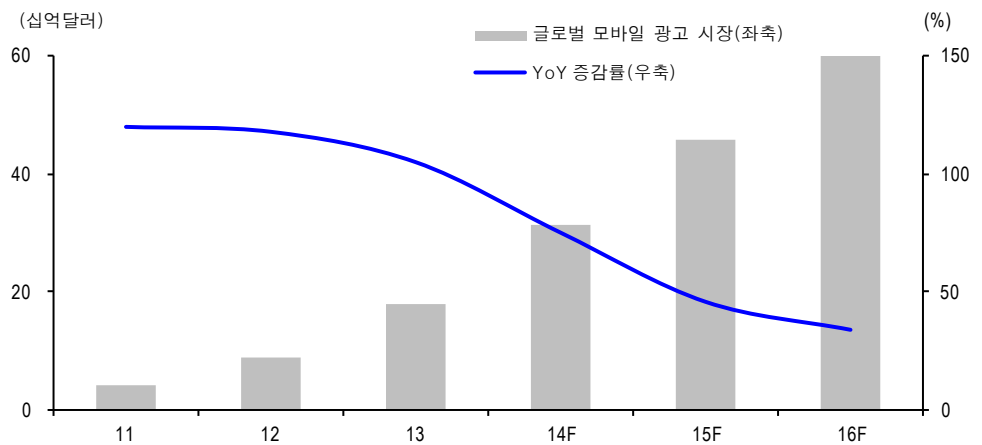
과거 PC 광고의 성장을 검색 광고가 주도했다면 모바일 광고는 SNS 중심으로 확장되고 있다. 미국 내 LTE가 보급된 2013년부터 북미를 중심으로 모바일 광고가 빠른 속도로 성장하고 있다. emarketer에 따르면 2013년 글로벌 모바일 광고 시장은 180억달러(+105% YoY)를 기록했다. 2014년에는 315억 달러(+77% YoY)로 전망된다.

페이스북은 2분기 어닝 서프라이즈 이후 주가 랠리를 시작했다. 모바일 광고 매출이 큰 폭으로 확대되며 실적 개선을 이끌었다. 모바일 광고 시장의 성장 잠재력이 부각되면서 텐센트, 네이버 등 글로벌 SNS 기업들의 주가도 동반 상승했다.

Facebook의 1분기 모바일 광고 매출액은 13.4억달러(+258% YoY)를 기록했다. 전체 광고 매출에서 모바일 광고 비중은 59%(+6%p QoQ)로 확대됐다. 영업이익은 10.8억달러(+188.2% YoY), 순이익은 6.4억달러(+195.9% YoY)를 기록했다.

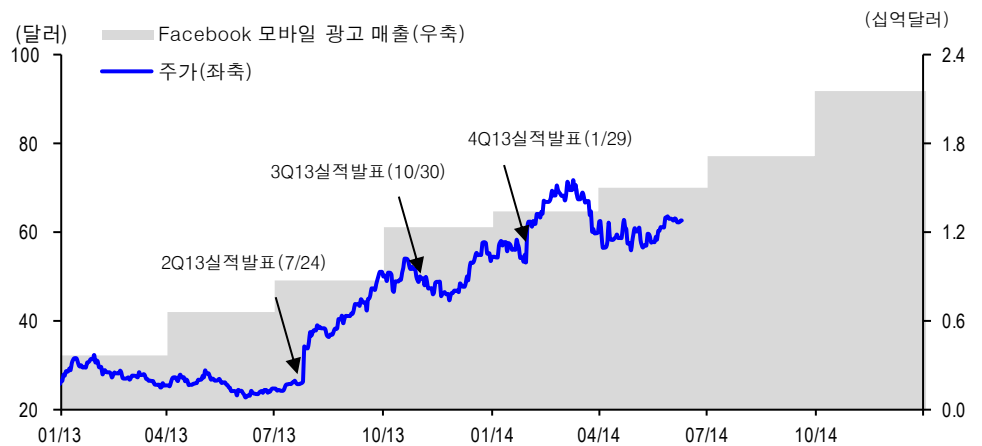
미국의 LTE 침투율은 현재 25%에 불과하다. 모바일 광고 시장은 여전히 초기 단계이다. 모바일 광고의 성장은 2014년에는 일본을 중심으로 아시아 지역으로 확산될 전망이다. 시장의 고성장으로 글로벌 인터넷 기업들의 수혜가 예상된다.

글로벌 모바일 광고 시장 추이 및 전망



자료: emarketer, 신한금융투자 추정

페이스북 모바일 광고 매출 vs. 페이스북 주가 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

중국 모바일 쇼핑 시장 2011년
2조원에서 2013년 28조원으로
2년만에 14배 성장

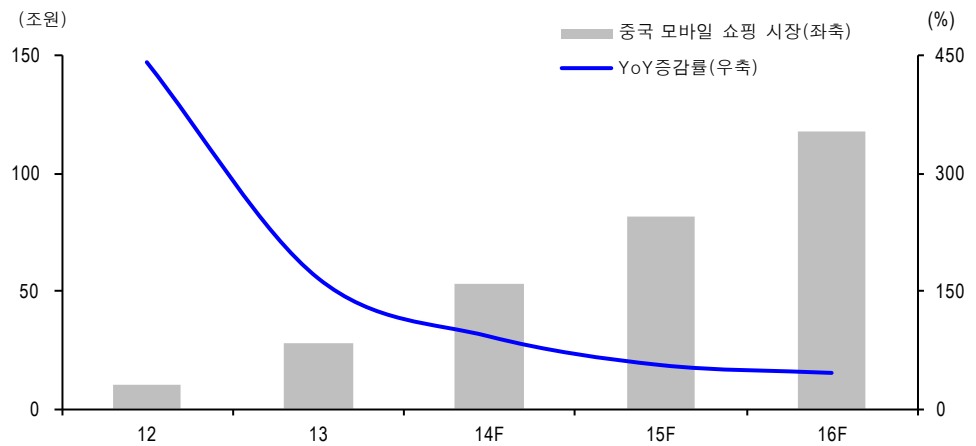
3. 모바일 상거래 시장 개화 단계, 하반기 알리바바 상장 예상!

한국 온라인쇼핑협회에 따르면 국내 모바일 쇼핑 시장은 2010년 3천억원에서 2013년 4.8조원 (+179% YoY)을 기록하며 3년만에 16배 이상 성장했다. 전체 온라인 쇼핑 시장 내 비중은 2013년 기준 9% 수준이다. 고성장에도 불구하고 시장은 아직 개화 단계에 있다. 국내 모바일 쇼핑 시장은 2016년 27조원 규모로 성장할 전망이다.

중국 모바일 쇼핑 시장의 성장 속도도 놀랍다. 2011년 117억위안(2조원)에서 2013년 1,676억위안(28조원)으로 2년만에 14배 이상 커졌다. 2013년 중국 온라인 쇼핑 시장 규모는 1.8조위안(300조원, +40% YoY)이다. 모바일 쇼핑의 비중은 9%에 불과하다. 중국의 유선 인터넷 보급률은 50%에 불과하다. LTE는 이제 시작하는 단계이다. 2016년 중국 온라인 쇼핑 시장은 3.8조위안(630조원), 모바일 쇼핑 시장은 7,200억위안(120조원) 규모로 성장할 전망이다.

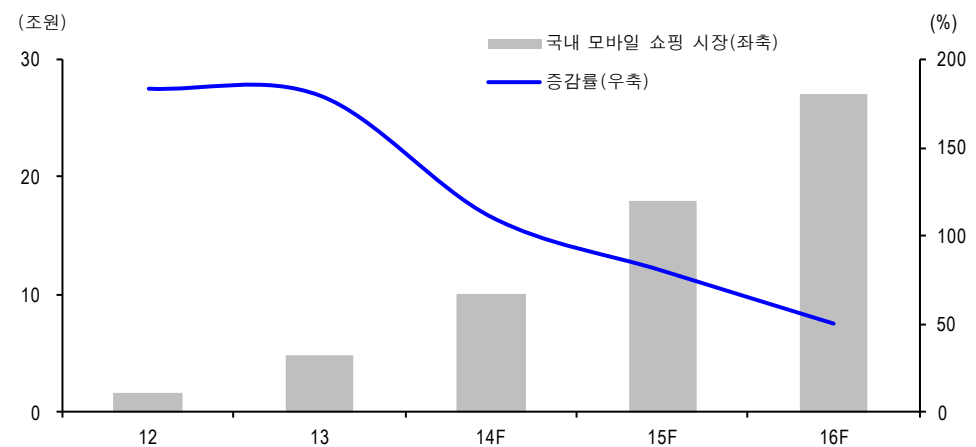
중국 최대 전자상거래 업체인 알리바바가 지난 5월 미국 증권거래소에 상장 심사를 요청했다. 8월 미국 증시 상장이 예상된다. 상거래 시장은 광고 시장 보다 성장 잠재력이 크다. 예상 공모가는 원화 기준 150~200조원이다. 증시 역사상 최대 규모의 IPO가 될 가능성이 높다.

중국 모바일 쇼핑 시장 추이 및 전망



자료: iresearch, 신한금융투자

국내 모바일 쇼핑 시장 추이 및 전망



자료: 한국온라인쇼핑협회, 신한금융투자 추정

III. 알리바바 상장에 주목해야 하는 이유

알리바바 미국 증권거래소 상장 심사 청구, 8월 상장 유력!

알리바바의 2013년 거래액은 250조원으로 아마존(140조원) 상회, 영업이익은 240억위안(4조원, +107% YoY) 기록

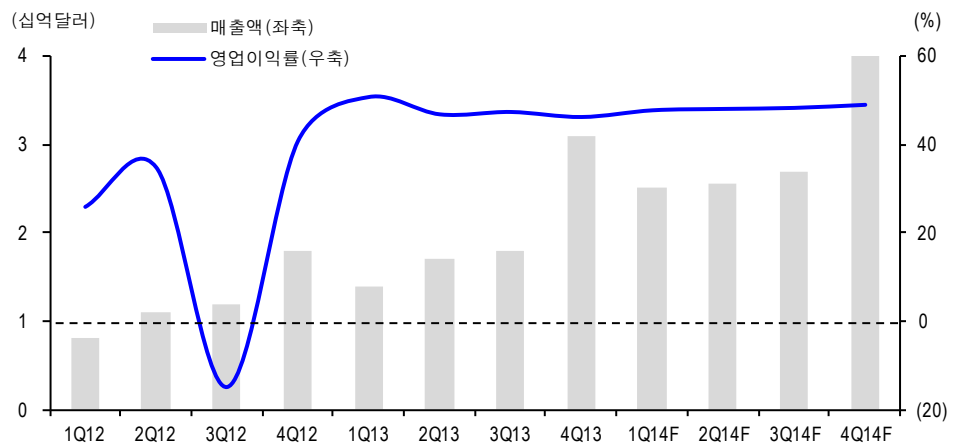
알리바바는 C2C(Customer to Customer) 쇼핑몰 타오바오, B2B(Business to Business) 도매 시장 알리바바, B2C(Business to Customer) 쇼핑몰 티몰을 보유하고 있다. 타오바오의 중국 시장 점유율은 80%를 상회한다. B2B와 B2C 쇼핑몰 점유율은 약 50%를 유지하고 있다.

2013년 거래 대금은 약 250조원으로 아마존(140조원)을 상회한다. 모바일 거래 비중은 20%를 차지한다. 2013년 매출액은 전년 대비 31% 증가한 490억위안(약 8.2조원), 영업이익은 240억위안(4조원, + 107% YoY)을 기록했다. 시장의 고성장으로 100%를 상회하는 영업이익 성장은 지속될 전망이다.

예상 공모가로 시가 총액 200조원을 가정할 경우 2013년 실적 기준 PSR은 24배, PER은 57배이다. 매분기 실적 고성장을 달성하고 있기 때문에 상장 이후 시가 총액은 공모가 대비 상승할 가능성이 높다. 알리바바는 뉴욕 증권 거래소나 나스닥에 8월 상장이 유력하다.

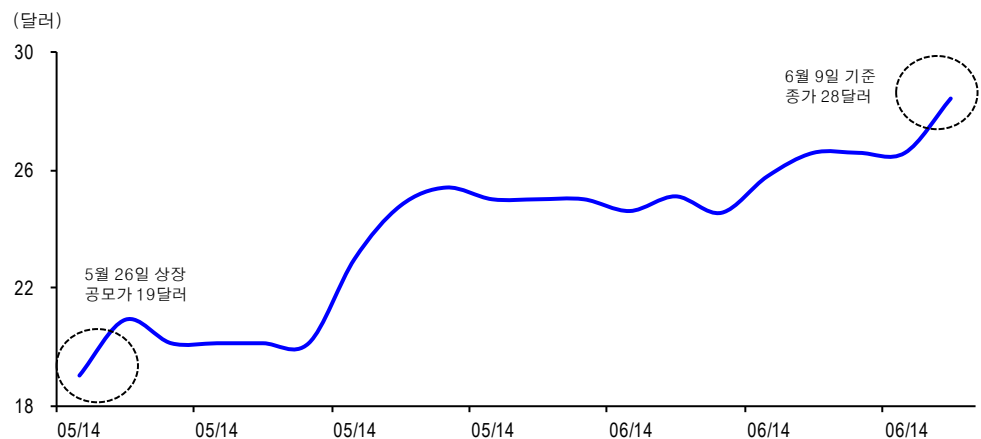
중국 2위의 B2C 쇼핑몰 징둥상청(JD.COM)이 5월 21일 나스닥에 상장했다. 아직 적자임에도 불구하고 상장 3주일만에 공모가 19달러를 50% 이상 상회했다. 6월 9일 주가는 28달러를 돌파했다. 알리바바의 상장이 더욱 기대되는 이유이다.

알리바바의 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: iresearch, 신한금융투자 추정

나스닥 상장 이후 JD.com의 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

IV. 글로벌 인터넷 업종 랠리를 기대하자!

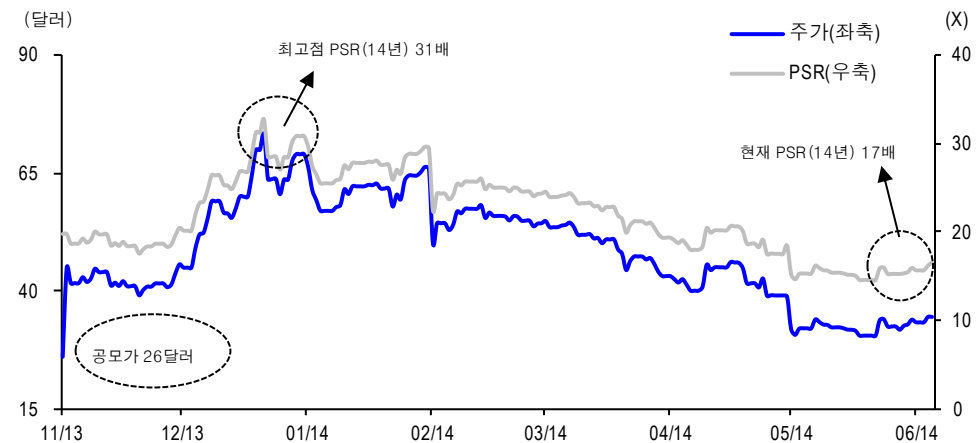
알리바바와 라인 상장으로
이어지는 인터넷 랠리 기대,
NAVER를 업종 최선호주로
추천

과거 닷컴 버블 때는 기대감 반영이 컸지만 현재 인터넷 기업들은 꾸준한 실적 개선이 뒷받침되고 있다. 페이스북의 주가는 모바일 광고 고성장이 확인된 2013년 2분기 이후 250% 이상 상승했다. 트위터의 주가도 상장 이후 공모가 대비 3배 가까이 급등하기도 했다. 주도주의 상승은 매년 글로벌 인터넷 주식들의 동반 랠리로 이어졌다.

모바일 상거래 시장은 광고 시장 보다 성장성이 크다. 미국 증시 역사상 최대 규모가 될 수 있는 알리바바의 상장이 인터넷 업종 전반에 미치는 영향은 트위터보다 클 수 밖에 없다. 라인도 빠르면 2014년 상장이 유력하다. 상장 시 적정 가치는 약 25조원(15년 PSR 20배)으로 추정한다. 트위터는 상장 이후 PSR 30배까지 주가 랠리가 이어졌다. 알리바바와 라인의 시가총액도 상장 이후 더욱 커질 전망이다.

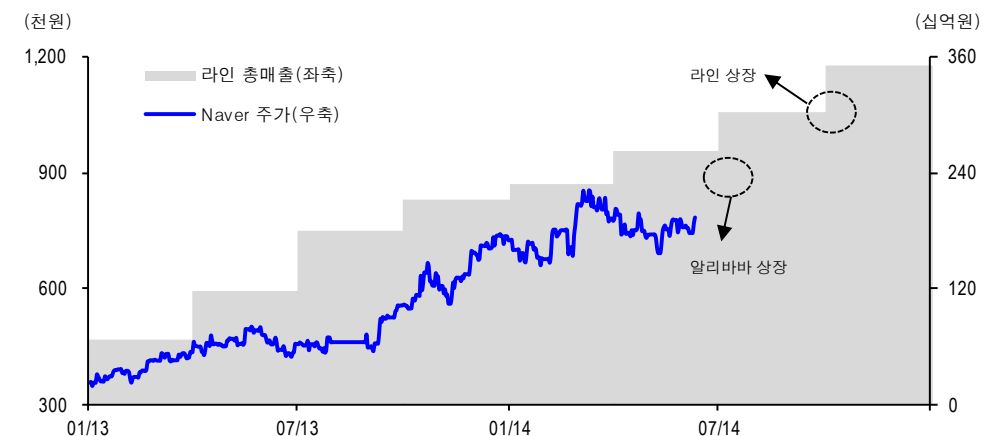
5년만에 실업률이 최저치를 경신할 정도로 미국 경기 상황이 좋다. 나스닥 지수의 2015년 PER은 18배에 불과하다. 인터넷 업종은 꾸준한 실적 개선과 두개의 대형 IPO 이벤트가 예정되어 있다. 하반기 기술주 랠리를 주도할 가능성이 높다. 글로벌 가입자 4억명을 상회하는 라인 메신저를 보유한 NAVER(035420)를 업종 최선호주로 추천한다. 카카오와 합병으로 국내 시장에서 모바일 헤게모니를 확보한 다음(035720)의 수혜도 예상된다.

트위터의 주가 VS. PSR 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

라인 매출 vs. NAVER 주가 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

NAVER (035420)

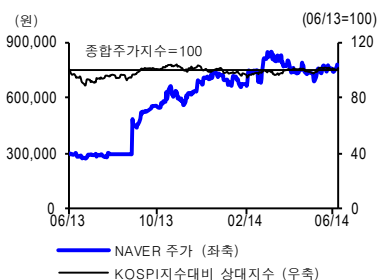
매수 (유지)

현재주가 (6월 10일) **783,000 원**
 목표주가 **1,100,000 원 (상향)**
 상승여력 **40.5%**

공영규 (02) 3772-1527 jxlove1983@shinhan.com
 손승우 (02) 3772-1565 swson85@shinhan.com

KOSPI	2,011.80p
KOSDAQ	532.64p
시가총액	25,809.8 십억원
액면가	500 원
발행주식수	33.0 백만주
유동주식수	26.8 백만주(81.3%)
52 주 최고가/최저가	853,000 원/267,664 원
일평균 거래량 (60 일)	159,235 주
일평균 거래액 (60 일)	121,515 백만원
외국인 지분율	55.44%
주요주주	이해진 외 10 인 9.09%
	국민연금공단 8.03%
절대수익률	3 개월 -8.2%
	6 개월 10.4%
	12 개월 167.2%
KOSPI 대비	3 개월 -10.8%
상대수익률	6 개월 9.4%
	12 개월 156.7%

주가차트



글로벌 인터넷 랠리의 주도주!

라인, 초기 단계 시장의 성장 잠재력 확보

모바일 메신저의 가장 큰 매력은 트래픽이 장기간 집중된다는 점이다. 확보한 트래픽을 이용하여 게임, 광고, 전자상거래 등으로 비즈니스 상용화를 확대할 수 있다. 라인은 2013년 게임 센터를 오픈하며 폭발적인 매출 성장을 보여줬다. 2014년 1분기에는 광고 매출이 전분기 대비 60% 이상 증가했다. 모바일 광고 시장의 성장이 본격화 됐다. 하반기에는 신규 콘텐츠(라인몰, 라인콜)의 가시적인 성과도 기대된다.

라인의 가입자는 최근 일평균 백만명씩 순증하고 있다. 최근에는 동남아 가입자의 급격한 증가에 힘입어 4억 5천만을 돌파했다. 연간 가이던스(5억명)를 상회할 가능성이 매우 높다. 라인의 비즈니스(게임, 광고, 전자상거래 등)는 일본 시장에서 여전히 초기 단계에 있다. 글로벌 가입자 기반으로 콘텐츠 상용화는 확대될 전망이다. 매분기 매출 성장을 예상한다. 라인 매출은 순매출 기준으로 2014년 7,542조원(+66.1% YoY), 2015년 1.3조원(+67.5% YoY)으로 전망한다.

라인의 적정 가치는 25조원, 상장 시점에는 트위터 이상의 흥행을 기대!

라인의 가치는 매출 성장이 지속되는 한 시장의 성장 잠재력을 반영해야 한다. 적정 가치는 2015년 PSR 20배를 적용한 25조원으로 추정한다. PSR 20배는 트위터가 상장 초기 단계에 적용 받았던 밸류에이션이다. 트위터는 광고 비즈니스의 한계와 적자 지속에도 불구하고 PSR 30배까지 주가 랠리에 성공했다. 라인은 비즈니스 모델이 다양하고 영업레버리지도 본격화되고 있다. 상장이 현실화 되면 트위터 이상의 흥행도 기대해 볼만 하다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 1,100,000원으로 상향

투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 100만 원에서 110만 원으로 상향한다. 목표주가는 라인 가치 25.5조원(15년 PSR 20배 적용)과 포털 가치 10.6조원(15년 PER 20배 적용)을 합산하여 계산했다. 미국 경기 호조로 하반기 나스닥 지수의 상승이 예상된다. 실적과 성장성을 겸비한 인터넷 업종이 주도주가 될 전망이다. 전세계 3대 메신저 중 하나인 라인을 보유한 NAVER는 업종 대표주이다. 알리바바와 라인 상장으로 이어지는 인터넷 랠리를 기대해 보자.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2012	1,798.7	521.2	548.5	546.1	11,346	21.4	39,403	19.9	15.7	5.7	31.4	(55.7)
2013	2,153.5	459.2	397.7	1,897.5	45,425	300.4	44,636	15.9	39.3	16.2	112.7	(42.4)
2014F	2,798.3	836.2	855.0	639.3	19,395	(57.3)	65,432	40.4	24.8	12.0	35.2	(52.9)
2015F	3,494.4	1,286.0	1,321.1	988.4	29,986	54.6	94,333	26.1	16.2	8.3	37.5	(65.0)
2016F	4,239.8	1,771.4	1,828.2	1,367.8	41,495	38.4	134,743	18.9	11.5	5.8	36.2	(72.2)

주: K-IFRS 연결 기준

NAVER의 수익 추정 변경

(십억원)	2014F			2015F		
	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)
매출액	2,836.0	2,798.3	(1.3)	3,565.2	3,494.4	(2.0)
영업이익	840.2	836.2	(0.5)	1,348.3	1,286.0	(4.6)
순이익	652.8	641.5	(1.7)	1,039.3	990.8	(4.7)

자료: 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 연결 기준

NAVER의 사업부별 매출 추정

(십억원)	13	14F	15F	16F
라인(총매출)	577.6	1,133.0	1,748.9	2,396.8
검색 광고	1,351.9	1,506.6	1,658.3	1,818.4
디스플레이 광고	325.5	320.4	338.7	355.6
증감률 (% YoY)	28.5	21.0	24.9	21.3
라인(총매출)	904.3	96.2	54.4	37.0
검색 광고	12.4	11.4	10.1	9.7
디스플레이 광고	(6.8)	(1.6)	5.7	5.0

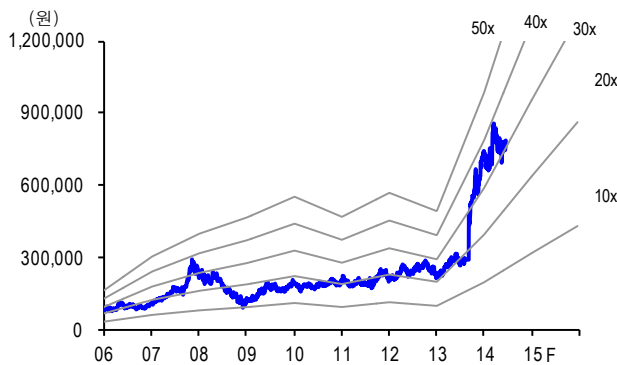
자료: 신한금융투자 추정

NAVER의 목표주가 계산

(십억원, 원)	금액	비고
포털 가치	10,620.1	2015년 PER 20배 적용
라인 가치	25,522.9	2015년 PSR 20배 적용
합계	36,143.1	포털 + 라인 가치
Target PSR	10.3	합산 가치 / 2015년 매출액
주식수 (백만주)	33.0	총발행주식수
목표 주가 (원)	1,100,000	합산 가치 / 주식수

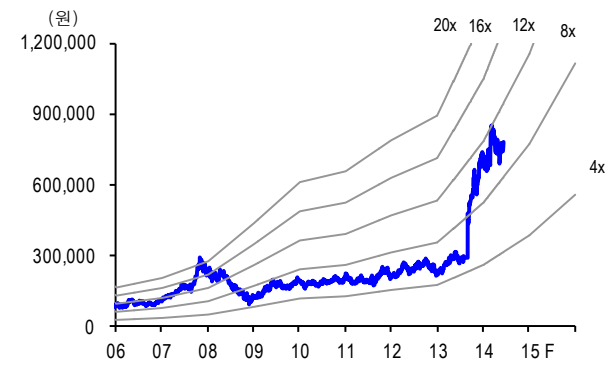
자료: 신한금융투자 추정

NAVER의 12개월 Forward PER Band



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

NAVER의 12개월 Forward PBR Band



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

라인 Corp(일본)의 영업실적 추정

(십억원)	13	14F	15F	16F	17F	18F
매출액(수익)	504.7	720.2	1,104.7	1,474.6	1,875.8	2,366.6
증감률 (%)		42.7	53.4	33.5	27.2	26.2
라인 (총매출)	446.5	811.2	1,231.7	1,620.6	2,132.5	2,658.8
일본 가입자(백만명)	55.8	67.9	73.5	78.0	81.1	83.5
라인 (순매출)	344.2	551.7	927.8	1,288.8	1,680.7	2,161.8
게임	166.4	173.0	202.6	221.2	243.3	267.6
스티커	88.0	89.3	106.3	113.3	124.7	137.1
광고	61.2	205.8	456.8	721.4	1,009.9	1,363.4
기타 콘텐츠	28.6	83.5	162.1	233.0	302.8	393.7
기타	160.5	168.5	177.0	185.8	195.1	204.8
영업이익	105.0	294.9	568.8	812.9	1,079.7	1,407.1
영업이익률 (%)	20.8	40.9	51.5	55.1	57.6	59.5
증감률 (% YoY)		180.9	92.9	42.9	32.8	30.3
당기순이익	81.9	221.2	443.7	650.4	885.4	1,196.1
순이익률 (%)	16.2	30.7	40.2	44.1	47.2	50.5
증감률 (% YoY)		170.0	100.6	46.6	36.1	35.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

라인 플러스(글로벌)의 영업실적 추정

(십억원)	13	14F	15F	16F	17F	18F
매출액(수익)	127.9	229.4	365.3	556.4	790.4	1,027.9
증감률 (%)		79.4	59.2	52.3	42.1	30.0
라인 (총매출)	135.6	321.9	517.2	776.2	1,129.5	1,419.6
글로벌 가입자(백만명)	277.2	435.4	637.0	817.4	940.1	1,034.1
라인 (순매출)	110.0	202.6	335.7	523.9	754.7	988.6
게임	36.7	77.1	121.0	168.2	201.8	232.1
스티커	46.7	70.2	100.8	140.1	168.2	193.4
광고	0.0	15.8	57.1	122.6	245.1	367.7
기타 콘텐츠	26.6	39.4	56.8	93.1	139.6	195.5
기타	17.9	26.8	29.5	32.5	35.7	39.3
영업이익	(170.0)	(103.0)	20.7	161.7	338.6	518.7
영업이익률 (%)	(132.9)	-44.9	5.7	29.1	42.8	50.5
증감률 (% YoY)			흑전	681.1	109.4	53.2
당기순이익	(149.4)	(77.2)	16.1	129.3	277.6	440.9
순이익률 (%)		-33.7	4.4	23.2	35.1	42.9
증감률 (% YoY)			흑전	701.2	114.7	58.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

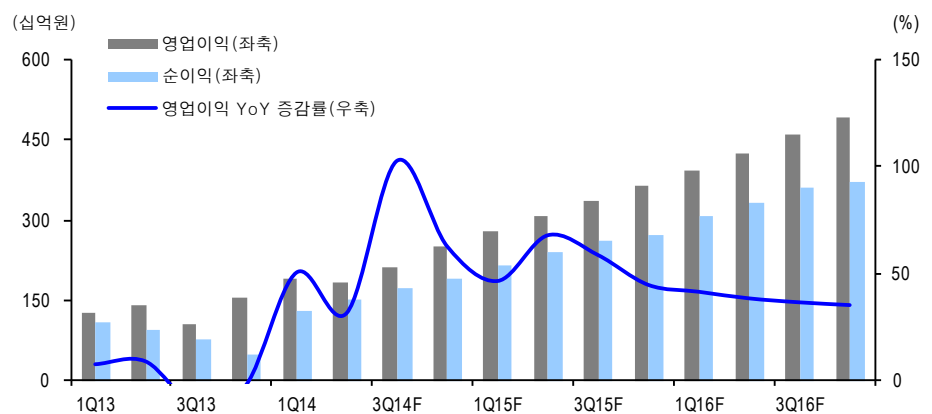
NAVER의 분기별 영업 실적 추정

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	13	14F	15F
매출액	515.1	570.4	585.3	641.1	638.0	669.5	716.0	774.8	808.4	851.4	895.9	938.7	2,312.0	2,798.3	3,494.4
증감률 (% YoY)	24.6	29.8	31.9	27.7	23.9	17.4	22.3	20.9	26.7	27.2	25.1	21.1	28.5	21.0	24.9
광고주 (천명)	284	296	308	320	332	344	356	368	380	392	404	416	320	368	416
라인(순매출)	67.3	117.3	132.7	136.9	145.2	170.1	200.1	238.9	271.7	300.4	330.4	361.0	454.2	754.2	1,263.5
게임(라인)	39.5	56.0	56.0	51.7	53.6	60.0	64.9	71.7	74.7	78.8	82.8	87.2	203.1	250.2	323.6
스티커(라인)	19.0	33.6	39.5	42.6	34.4	39.4	41.4	44.4	47.8	50.1	52.9	56.3	134.7	159.6	207.1
광고(라인)	6.8	10.8	17.9	25.6	38.3	46.1	58.3	79.0	101.4	120.5	138.0	154.0	61.2	221.7	513.9
기타(라인)	2.0	16.9	19.3	17.1	18.9	24.6	35.4	43.9	47.8	51.0	56.7	63.5	55.2	122.9	218.9
검색 광고	327.8	329.0	332.5	362.7	367.1	366.7	379.4	393.4	401.2	409.9	418.8	428.4	1,351.9	1,506.6	1,658.3
디스플레이 광고	77.9	84.6	74.0	88.9	71.7	79.8	82.5	86.4	78.5	83.4	87.7	89.0	325.5	320.4	338.7
기타	42.1	39.5	46.2	52.6	54.0	52.9	54.0	56.1	(271.7)	(300.4)	(330.4)	(361.0)	180.4	217.0	234.0
증감률 (% YoY)															
라인	2,599.0	4,473.7	1,081.4	232.2	115.6	45.0	50.8	74.5	87.1	76.7	65.2	51.1	689.7	66.1	67.5
검색광고	11.0	9.2	12.9	16.2	12.0	11.5	14.1	8.5	9.3	11.8	10.4	8.9	12.4	11.4	10.1
디스플레이광고	0.9	(2.4)	(15.9)	(8.5)	(8.0)	(5.7)	11.5	(2.8)	9.5	4.6	6.2	3.1	(6.8)	(1.6)	5.7
기타	10.2	(19.2)	(7.7)	1.7	28.4	33.9	17.0	6.5	(602.7)	(668.0)	(711.9)	(744.0)	(4.5)	20.3	7.8
영업비용	389.0	431.2	480.8	486.8	448.2	486.2	503.9	523.7	530.1	543.6	559.4	575.3	1,787.8	1,962.1	2,208.4
비용률 (%)	75.5	75.6	82.1	75.9	70.2	72.6	70.4	67.6	65.6	63.8	62.4	61.3	77.3	70.1	63.2
인건비	133.4	135.5	132.5	147.8	151.6	148.9	152.5	157.7	160.3	162.6	166.2	169.8	549.2	610.6	658.8
판매비	31.5	39.5	94.4	81.8	41.7	70.0	70.0	70.0	65.0	65.0	65.0	65.0	247.2	251.7	260.0
일반관리비	203.4	236.0	227.8	235.2	228.6	243.1	256.3	271.1	279.2	290.5	302.4	314.5	902.3	999.2	1,186.7
기타	20.7	20.3	26.1	22.0	26.4	24.2	25.2	24.9	25.7	25.5	25.8	26.0	89.1	100.6	102.9
영업이익	126.1	139.2	104.5	154.3	189.8	183.2	212.1	251.1	278.3	307.8	336.5	363.4	524.1	836.2	1,286.0
영업이익률 (%)	24.5	24.4	17.9	24.1	29.8	27.4	29.6	32.4	34.4	36.2	37.6	38.7	22.7	29.9	36.8
증감률 (% YoY)	7.6	8.9	(11.8)	(2.1)	50.5	31.6	102.9	62.7	46.6	68.0	58.7	44.7	0.6	59.5	53.8
세전이익	137.9	141.6	131.3	46.2	189.4	194.7	224.2	246.8	288.9	320.0	350.3	361.9	456.9	855.0	1,321.1
법인세비용	28.1	48.1	55.0	(0.2)	60.4	44.8	51.6	56.8	72.2	80.0	87.6	90.5	131.1	213.5	330.3
법인세율 (%)	20.4	34.0	41.9	(0.3)	31.9	23.0	23.0	23.0	25.0	25.0	25.0	25.0	28.7	25.0	25.0
당기순이익	109.7	93.5	76.2	46.4	128.9	149.9	172.6	190.0	216.6	240.0	262.7	271.4	325.8	641.5	990.8
순이익률 (%)	21.3	16.4	13.0	7.2	20.2	22.4	24.1	24.5	26.8	28.2	29.3	28.9	14.1	22.9	28.4
증감률 (% YoY)	23.3	(6.9)	(19.5)	(60.2)	17.5	60.3	126.5	309.9	68.0	60.1	52.2	42.8	(18.7)	96.9	54.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 연결 기준, 2013년 중단 사업 손익 제외

NAVER의 영업이익, 순이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
자산총계	2,927.3	2,697.7	3,840.4	5,127.0	6,849.1
유동자산	1,738.9	1,336.1	2,041.0	2,996.6	4,351.4
현금및현금성자산	395.4	435.3	636.2	1,341.9	2,343.8
매출채권	242.2	231.3	300.5	375.3	455.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,188.4	1,361.7	1,799.4	2,130.5	2,497.7
유형자산	565.6	791.6	997.5	1,233.3	1,495.4
무형자산	121.6	134.0	149.9	163.8	149.8
투자자산	376.0	261.4	477.3	558.7	677.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,023.7	1,222.4	1,677.5	2,009.0	2,395.7
유동부채	645.4	832.4	1,203.6	1,444.6	1,734.4
단기차입금	2.7	85.9	85.9	85.9	85.9
매입채무	0.0	0.0	350.0	400.0	485.3
유동성장기부채	132.7	155.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	378.4	390.1	473.9	564.4	661.3
사채	0.0	110.1	110.1	110.1	110.1
장기차입금(장기금융부채 포함)	194.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,903.6	1,475.3	2,163.0	3,118.1	4,453.4
자본금	24.1	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	195.8	132.9	132.9	132.9	132.9
기타자본	(953.1)	(3,114.8)	(3,114.8)	(3,114.8)	(3,114.8)
기타포괄이익누계액	(38.2)	(119.4)	(46.4)	(46.4)	(46.4)
이익잉여금	2,667.8	4,556.2	5,168.7	6,121.3	7,453.3
지배주주지분	1,896.4	1,471.3	2,156.8	3,109.5	4,441.4
비지배주주지분	7.2	4.0	6.2	8.6	12.0
*총차입금	330.2	351.7	196.0	196.0	196.0
*순차입금(순현금)	(1,059.9)	(625.5)	(1,144.5)	(2,025.3)	(3,214.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	595.5	628.0	1,063.7	1,419.0	1,794.4
당기순이익	544.4	1,895.3	641.5	990.8	1,371.1
유형자산상각비	88.8	115.6	144.0	164.3	187.9
무형자산상각비	18.2	16.1	14.1	16.1	14.1
외화환산손실(이익)	(34.8)	(33.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(13.3)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(95.4)	71.0	264.1	247.8	221.3
(법인세납부)	(172.0)	(201.1)	(213.5)	(330.3)	(457.0)
기타	259.7	(1,233.9)	213.5	330.3	457.0
투자활동으로인한현금흐름	(690.0)	(423.4)	(685.1)	(686.6)	(756.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(280.4)	(379.6)	(350.0)	(400.0)	(450.0)
유형자산의감소	3.3	18.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(28.7)	(39.9)	(30.0)	(30.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	(28.1)	(15.8)	(142.9)	(81.4)	(119.2)
기타	(356.1)	(6.5)	(162.2)	(175.2)	(187.6)
FCF	237.9	195.8	620.3	910.7	1,204.5
재무활동으로인한현금흐름	23.9	(162.1)	(177.5)	(26.8)	(35.8)
차입금의증가(감소)	150.8	71.2	(155.7)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	117.3	10.2	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.6)	(26.8)	(21.9)	(26.8)	(35.8)
기타	(220.6)	(216.7)	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(70.8)	39.8	201.1	705.5	1,001.9
기초현금	466.3	395.4	435.3	636.3	1,341.9
기말현금	395.4	435.3	636.3	1,341.9	2,343.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,798.7	2,312.0	2,798.3	3,494.4	4,239.8
증가율 (%)	(15.2)	28.5	29.9	24.9	21.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,798.7	2,312.0	2,798.3	3,494.4	4,239.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	1,277.5	1,787.8	1,962.1	2,208.4	2,468.4
영업이익	521.2	524.1	836.2	1,286.0	1,771.4
증가율 (%)	(21.1)	0.6	82.1	53.8	37.7
영업이익률 (%)	29.0	22.7	29.9	36.8	41.8
영업외손익	27.4	(67.2)	18.9	35.1	56.7
금융손익	63.2	64.3	35.7	56.2	77.9
기타영업외손익	(36.0)	(129.3)	(19.4)	(25.1)	(25.1)
중속 및 관계기업관련손익	0.1	(2.2)	2.6	4.0	4.0
세전계속사업이익	548.5	456.9	855.0	1,321.1	1,828.2
법인세비용	187.3	131.1	213.5	330.3	457.0
계속사업이익	400.7	325.8	641.5	990.8	1,371.1
중단사업이익	183.1	1,569.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	544.4	1,895.3	641.5	990.8	1,371.1
증가율 (%)	20.4	248.1	(66.2)	54.5	38.4
순이익률 (%)	30.3	82.0	22.9	28.4	32.3
(지배주주)당기순이익	546.1	1,897.5	639.3	988.4	1,367.8
(비지배주주)당기순이익	(1.6)	(2.2)	2.2	2.4	3.3
총포괄이익	452.3	1,831.8	714.5	990.8	1,371.1
(지배주주)총포괄이익	454.0	1,834.0	715.4	992.0	1,372.8
(비지배주주)총포괄이익	(1.6)	(2.2)	(0.8)	(1.2)	(1.6)
EBITDA	628.3	655.8	994.3	1,466.4	1,973.4
증가율 (%)	(16.1)	4.4	68.3	47.5	34.6
EBITDA 이익률 (%)	34.9	28.4	35.5	42.0	46.5

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS (당기순이익, 원)	11,312	45,373	19,462	30,059	41,596
EPS (지배순이익, 원)	11,346	45,425	19,395	29,986	41,495
BPS (자본총계, 원)	39,552	44,757	65,620	94,594	135,106
BPS (지배지분, 원)	39,403	44,636	65,432	94,333	134,743
DPS (원)	616	734	900	1,200	1,200
PER (당기순이익, 배)	19.9	16.0	40.2	26.0	18.8
PER (지배순이익, 배)	19.9	15.9	40.4	26.1	18.9
PBR (자본총계, 배)	5.7	16.2	11.9	8.3	5.8
PBR (지배지분, 배)	5.7	16.2	12.0	8.3	5.8
EV/EBITDA (배)	15.7	35.4	24.8	16.2	11.5
EV/EBIT (배)	18.9	44.3	29.5	18.5	12.8
배당수익률 (%)	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	34.9	28.4	35.5	42.0	46.5
영업이익률 (%)	29.0	22.7	29.9	36.8	41.8
순이익률 (%)	30.3	82.0	22.9	28.4	32.3
ROA (%)	20.5	67.4	19.6	22.1	22.9
ROE (지배순이익, %)	31.4	112.7	35.2	37.5	36.2
ROIC (%)	79.5	50.3	88.0	124.7	151.4
안정성					
부채비율 (%)	53.8	82.9	77.6	64.4	53.8
순차입금비율 (%)	(55.7)	(42.4)	(52.9)	(65.0)	(72.2)
현금비율 (%)	61.3	52.3	52.9	92.9	135.1
이자보상배율 (배)	79.9	77.5	175.1	312.5	430.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(12.4)	(11.8)	(8.7)	(7.0)	(6.6)
재고자산회수기간 (일)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권회수기간 (일)	47.2	37.4	34.7	35.3	35.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 연결 기준

다음 (035720)

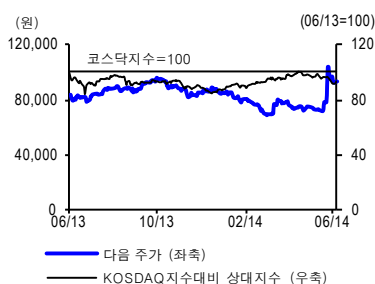
매수 (유지)

현재주가 (6월 10일) **92,800 원**
 목표주가 **120,000 원 (상향)**
 상승여력 **29.3%**

공영규 (02) 3772-1527 jxlove1983@shinhan.com
 손승우 (02) 3772-1565 swson85@shinhan.com

KOSPI	2,011.80p
KOSDAQ	532.64p
시가총액	1,258.4 십억원
액면가	500 원
발행주식수	13.6 백만주
유동주식수	11.3 백만주(83.5%)
52 주 최고가/최저가	103,200 원/68,700 원
일평균 거래량 (60 일)	238,645 주
일평균 거래액 (60 일)	21,959 백만원
외국인 지분율	38.79%
주요주주	이재웅 외 1인 14.16%
Templeton Investment Counsel LLC 외 12인	8.41%
절대수익률	3개월 33.7%
	6개월 6.7%
	12개월 15.0%
KOSDAQ 대비	3개월 36.1%
상대수익률	6개월 -0.3%
	12개월 18.1%

주가차트



모바일 인터넷, 국내 대표 선수

다음 카카오 다양한 시너지 효과 기대

다음 카카오는 10월 1일 기준으로 합병되며 10월 14일 신주가 상장된다. 총 발행 주식수는 5,657만주로 증가하며 다음의 주가에 따라서 합병 법인의 시가 총액이 결정된다. 현재 주가 기준 시가총액은 약 5.2조원으로 평가된다.

다음은 다양한 콘텐츠와 노하우를 보유하고 있다. NAVER 대비 30% 도 안되는 트래픽이 늘 문제였다. 카카오는 전국민이 사용하는 모바일 플랫폼이다. 더 이상 트래픽 확보를 위해 소모적인 마케팅 투자를 지속할 필요가 없다. 20만이 넘는 다음 광고주들에게 카카오 결합한 광고 상품은 매력적일 수 밖에 없다. 2015년 다음 카카오의 매출액은 1.1조원(+14.5% YoY), 영업이익은 3,099억원(+53.0% YoY)으로 전망한다.

글로벌 Peers 대비 저평가된 가치주

현재 주가로 평가되는 다음 카카오의 가치 5.2조원 중 약 4조원은 카카오 가치이다. PSR 기준 10~13배로 평가 받고 있다. 라인의 가치가 PSR 20배로 평가받는 것과 비교해 보면 할인된 수치이다. 카카오는 게임에 집중된 비즈니스 모델이 그동안 리스크로 지적되어 왔다. 향후 모바일 시너지 효과가 확인되면 밸류에이션 디스카운트는 축소될 수 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 120,000원으로 상향

투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 115,000원에서 120,000원으로 상향한다. 목표주는 카카오 가치 5.3조원(15년 PSR 13배 적용)과 포털 가치 1.5조원(15년 PER 18배 적용)을 합산하여 계산했다. 다음과 카카오의 합병은 양사 모두에게 최고의 선택이다. 다음은 이번 합병으로 국내 모바일 대표주가 됐다. 더이상 소외 될 이유가 없다. 향후 글로벌 인터넷 Peers와 동조화된 주가 흐름을 예상한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2012	453.4	101.8	100.9	76.3	5,656	(30.0)	38,158	16.1	7.0	2.4	15.7	(51.6)
2013	530.9	81.8	84.1	65.9	4,862	(14.0)	39,739	17.3	7.2	2.1	12.5	(49.5)
2014F	583.4	77.6	72.0	59.3	4,370	(10.1)	43,133	21.2	8.3	2.2	10.5	(47.4)
2015F	667.9	101.0	99.2	82.0	6,048	38.4	48,204	15.3	6.6	1.9	13.2	(51.8)
2016F	713.2	116.2	118.8	98.2	7,245	19.8	54,473	12.8	5.5	1.7	14.1	(61.0)

주: K-IFRS 연결 기준

다음의 수익 추정 변경

(십억원)	2014F			2015F		
	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)
매출액	593.2	583.4	(1.7)	681.5	667.9	(2.0)
영업이익	77.5	77.6	0.1	102.9	101.0	(1.8)
순이익	59.1	59.3	0.3	83.6	82.0	(1.9)

자료: 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 연결 기준

다음 - 카카오 합병 법인의 실적 추정

(십억원)	12	13	14F	15F	16F
매출액	499.6	741.6	876.4	1,078.8	1,218.4
증감률 (%)	7.6	17.1	9.9	14.5	6.8
검색광고	181.6	260.6	272.0	294.7	312.5
디스플레이 광고	229.6	230.5	246.4	277.0	297.1
게임	33.8	33.7	57.6	84.1	88.0
기타	8.4	6.0	7.5	12.1	15.6
카카오 매출	46.2	210.8	293.0	410.9	505.1
광고	1.4	10.5	12.6	88.5	150.5
게임 및 기타	44.8	200.2	280.3	322.4	354.6
영업이익	108.7	147.6	202.5	309.9	391.7
영업이익률 (%)	21.8	19.9	23.1	28.7	32.1
증감률 (%)		35.8	37.2	53.0	26.4
순이익	81.9	130.5	155.9	247.8	314.3
순이익률 (%)	16.4	17.6	17.8	23.0	25.8
증감률 (%)		59.3	19.5	58.9	26.8

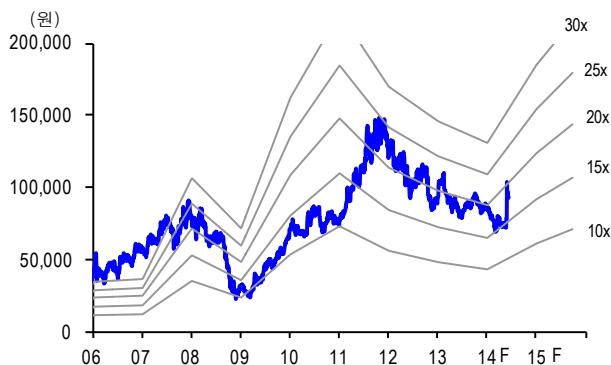
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

다음 - 카카오의 목표주가 계산

(십억원, 원)	금액	비고
포털 가치	1,507.2	15년 PER 18배 적용
카카오 가치	5,259.6	15년 PSR 13배 적용
합계	6,766.8	포털 + 카카오 가치
Target PSR	6.3	합산 가치 / 2015년 매출액
주식수 (백만주)	56.6	총발행 주식수
목표 주가 (원)	120,000	합병 가치 / 주식수

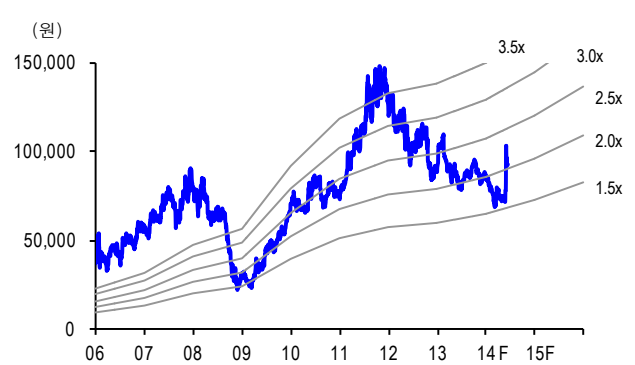
자료: 신한금융투자 추정

다음의 12개월 선행 PER Band



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

다음의 12개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

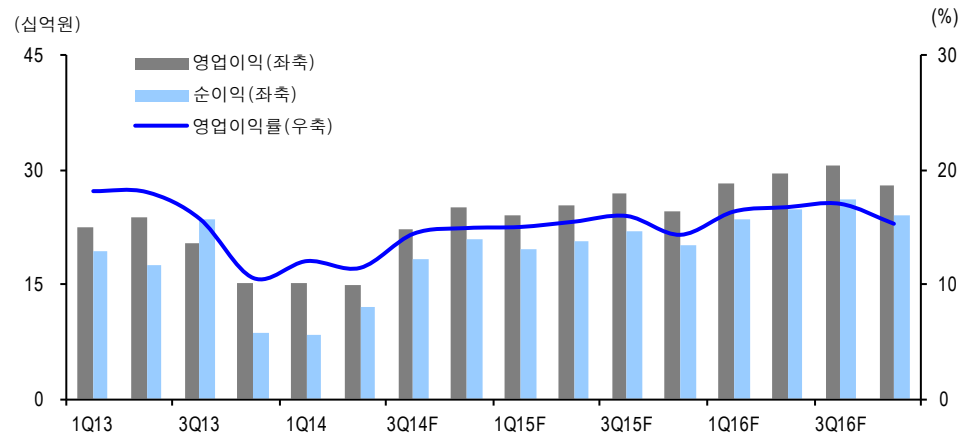
다음의 분기별 영업실적 추정(합병 전 기준)

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	13	14F	15F
매출액	124.9	132.5	129.7	143.7	127.1	132.3	154.9	169.1	161.2	165.3	169.0	172.4	530.9	583.4	667.9
증감률 (% YoY)	13.3	13.7	18.5	22.6	1.8	(0.2)	19.4	17.7	26.8	25.0	9.1	1.9	17.1	9.9	14.5
검색광고	63.9	65.6	64.1	67.0	64.7	67.0	69.4	70.9	72.3	73.1	74.1	75.2	260.6	272.0	294.7
디스플레이 광고	51.1	57.0	55.5	67.0	52.6	55.2	64.2	74.4	65.7	68.5	70.3	72.5	230.5	246.4	277.0
게임	8.2	8.6	8.5	8.3	7.8	8.6	19.6	21.6	20.4	20.9	21.4	21.3	33.7	57.6	84.1
거래형 서비스	1.5	1.2	1.4	1.3	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	5.4	5.0	5.1
기타 자회사	0.1	0.2	0.2	0.1	0.8	0.4	0.4	1.0	1.5	1.5	2.0	2.0	0.7	2.5	7.0
증감률 (% YoY)															
검색광고	34.7	42.0	43.8	54.6	1.2	2.1	8.2	5.9	11.8	9.2	6.7	6.1	43.5	4.3	8.4
디스플레이 광고	(1.3)	(5.5)	1.4	6.6	2.9	(3.0)	15.8	11.0	25.0	23.9	9.4	(2.5)	0.4	6.9	12.4
게임	(7.1)	3.5	11.3	(7.3)	(5.2)	(0.6)	129.1	160.5	160.8	144.3	9.3	(1.2)	(0.3)	70.8	46.0
거래형 서비스	(24.5)	(30.9)	(41.7)	(31.2)	(17.6)	(0.8)	(5.5)	(2.4)	1.0	11.0	0.6	2.3	(32.5)	(7.2)	3.5
기타 자회사	79.7	81.9	77.9	(21.8)	507.9	93.2	93.4	635.3	99.0	306.6	376.7	100.0	42.1	280.6	175.3
영업비용	102.3	108.7	109.4	128.7	111.9	117.3	132.7	144.0	137.1	139.8	142.1	147.8	449.1	505.8	566.9
비용률 (%)	81.9	82.0	84.4	89.5	88.0	88.6	85.6	85.1	85.1	84.6	84.1	85.7	84.6	86.7	84.9
인건비	29.6	29.5	30.4	33.1	33.0	33.2	33.6	37.3	34.5	34.9	35.4	39.4	122.7	137.0	144.2
판매비	23.8	29.3	25.1	31.4	22.9	24.8	29.2	31.8	29.8	30.5	31.0	31.6	109.6	108.7	122.8
일반관리비	44.7	46.1	50.3	59.3	52.6	55.1	64.9	69.5	67.5	69.1	70.4	71.4	200.4	242.1	278.5
기타	4.2	3.7	3.6	4.9	3.4	4.2	4.9	5.4	5.2	5.3	5.4	5.5	16.4	18.0	21.4
영업이익	22.6	23.9	20.3	15.1	15.2	15.0	22.2	25.1	24.1	25.5	26.9	24.6	81.8	77.6	101.0
영업이익률 (%)	18.1	18.0	15.6	10.5	12.0	11.4	14.4	14.9	14.9	15.4	15.9	14.3	15.4	13.3	15.1
증감률 (% YoY)	(17.1)	(21.3)	(8.8)	(31.4)	(32.7)	(37.0)	9.5	66.9	58.5	69.4	20.9	(2.1)	(19.6)	(5.1)	30.2
세전이익	23.9	22.2	27.6	10.5	11.7	14.2	21.5	24.6	23.5	24.9	26.5	24.4	84.1	72.0	99.2
법인세 비용	4.5	4.6	3.9	1.9	3.4	2.1	3.2	3.7	4.0	4.2	4.5	4.1	14.9	12.4	16.9
법인세율 (%)	18.9	20.7	14.3	17.9	28.7	15.0	15.0	15.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.8	17.2	17.0
당기순이익	19.3	17.6	23.6	8.6	8.3	12.1	18.3	20.9	19.5	20.6	22.0	20.2	69.1	59.6	82.4
순이익률 (%)	15.5	13.3	18.2	6.0	6.6	9.1	11.8	12.3	12.1	12.5	13.0	11.7	13.0	10.2	12.3
증감률 (% YoY)	(8.7)	(21.4)	22.9	(38.0)	(56.9)	(31.2)	(22.6)	142.9	133.7	70.6	20.4	(3.2)	(9.8)	(13.8)	38.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 연결 기준

다음의 분기별 영업이익, 순이익 추이 및 전망(합병 전 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
자산총계	611.9	657.7	711.5	788.4	881.8
유동자산	347.5	349.7	397.2	468.6	590.5
현금및현금성자산	120.4	109.8	65.2	67.7	162.4
매출채권	58.0	49.6	85.0	90.0	96.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	264.3	308.0	314.4	319.7	291.2
유형자산	101.2	119.5	138.4	149.8	126.4
무형자산	73.9	86.2	70.5	59.2	51.2
투자자산	31.8	34.9	38.3	43.5	46.5
기타금융유형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	91.9	103.6	111.1	118.7	126.7
유동부채	76.6	87.0	92.8	97.9	104.5
단기차입금	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
매입채무	10.4	22.1	12.0	12.0	12.8
유동성장기부채	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.4	16.6	18.3	20.8	22.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
기타금융유형부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	519.9	554.1	600.5	669.6	755.0
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	181.6	187.6	187.6	187.6	187.6
기타자본	1.8	(28.5)	(28.5)	(28.5)	(28.5)
기타포괄이익누계액	4.9	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	320.2	371.1	417.1	485.9	570.9
지배주주지분	515.3	538.8	584.9	653.6	738.7
비지배주주지분	4.6	15.3	15.6	16.0	16.3
*총차입금	0.3	1.0	0.7	0.7	0.7
*순차입금(순현금)	(268.2)	(274.6)	(284.5)	(347.0)	(460.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	123.3	126.2	71.9	119.6	128.5
당기순이익	76.6	66.1	59.6	82.4	98.6
유형자산상각비	22.7	24.4	26.1	28.6	23.4
무형자산상각비	13.1	15.2	15.8	11.2	8.0
외화환산손실(이익)	2.7	0.5	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(5.3)	2.7	2.6	2.6
운전자본변동	(4.0)	11.5	(32.3)	(5.2)	(4.1)
(법인세납부)	(27.8)	(24.0)	(12.4)	(16.9)	(20.2)
기타	40.0	37.8	12.4	16.9	20.2
투자활동으로인한현금흐름	(51.3)	(97.9)	(105.1)	(107.7)	(24.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(36.8)	(43.2)	(45.0)	(40.0)	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.5)	(6.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(7.8)	(10.8)	(6.2)	(7.7)	(5.5)
기타	(2.2)	(37.0)	(53.9)	(60.0)	(19.0)
FCF	79.2	78.1	29.3	79.8	126.2
재무활동으로인한현금흐름	(32.2)	(38.9)	(15.3)	(13.2)	(13.2)
차입금의증가(감소)	(0.5)	0.5	(0.3)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	6.9	28.6	0.0	0.0	0.0
배당금	(21.6)	(15.0)	(15.0)	(13.2)	(13.2)
기타	(17.0)	(53.0)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	4.0	3.8	3.9
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	39.5	(10.6)	(44.5)	2.5	94.6
기초현금	81.0	120.4	109.8	65.3	67.7
기말현금	120.4	109.8	65.3	67.7	162.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	453.4	530.9	583.4	667.9	713.2
증가율 (%)	7.6	17.1	9.9	14.5	6.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	453.4	530.9	583.4	667.9	713.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	351.6	449.1	505.8	566.9	597.1
영업이익	101.8	81.8	77.6	101.0	116.2
증가율 (%)	(12.8)	(19.6)	(5.1)	30.2	15.0
영업이익률 (%)	22.4	15.4	13.3	15.1	16.3
영업외손익	(0.9)	2.3	(5.6)	(1.8)	2.6
금융손익	8.5	4.6	9.8	10.8	15.2
기타영업외손익	(7.7)	(0.5)	(12.7)	(10.0)	(10.0)
종속 및 관계기업관련손익	(1.7)	(1.8)	(2.7)	(2.6)	(2.6)
세전계속사업이익	100.9	84.1	72.0	99.2	118.8
법인세비용	18.3	14.0	12.4	16.9	20.2
계속사업이익	81.1	69.1	59.6	82.4	98.6
중단사업이익	(5.9)	(4.0)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	76.6	66.1	59.6	82.4	98.6
증가율 (%)	(29.0)	(13.7)	(9.8)	38.2	19.7
순이익률 (%)	16.9	12.5	10.2	12.3	13.8
(지배주주)당기순이익	76.3	65.9	59.3	82.0	98.2
(비지배주주)당기순이익	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
총포괄이익	72.9	63.0	59.6	82.4	98.6
(지배주주)총포괄이익	72.6	62.8	59.4	82.1	98.3
(비지배주주)총포괄이익	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
EBITDA	137.5	121.4	119.4	140.9	147.6
증가율 (%)	(4.3)	(11.7)	(1.6)	17.9	4.8
EBITDA 이익률 (%)	30.3	22.9	20.5	21.1	20.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

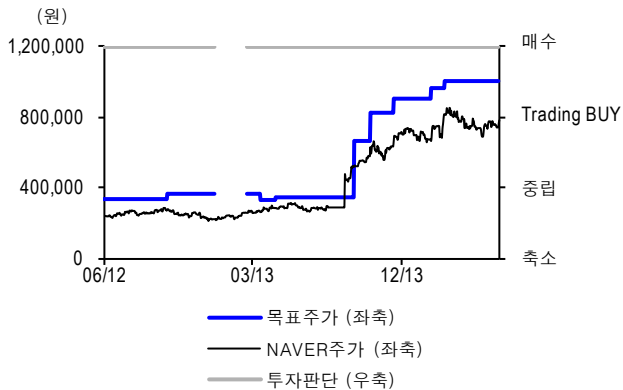
주요 투자지표

12월 결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS (당기순이익, 원)	5,682	4,878	4,395	6,074	7,271
EPS (지배순이익, 원)	5,656	4,862	4,370	6,048	7,245
BPS (자본총계, 원)	38,499	40,865	44,284	49,381	55,675
BPS (지배지분, 원)	38,158	39,739	43,133	48,204	54,473
DPS (원)	1,110	1,133	1,000	1,000	1,000
PER (당기순이익, 배)	16.0	17.2	21.1	15.3	12.8
PER (지배순이익, 배)	16.1	17.3	21.2	15.3	12.8
PBR (자본총계, 배)	2.4	2.1	2.1	1.9	1.7
PBR (지배지분, 배)	2.4	2.1	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA (배)	7.0	7.2	8.3	6.6	5.5
EV/EBIT (배)	9.5	10.8	12.8	9.2	7.0
배당수익률 (%)	1.2	1.3	1.1	1.1	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	30.3	22.9	20.5	21.1	20.7
영업이익률 (%)	22.4	15.4	13.3	15.1	16.3
순이익률 (%)	16.9	12.5	10.2	12.3	13.8
ROA (%)	13.1	10.4	8.7	11.0	11.8
ROE (지배순이익, %)	15.7	12.5	10.5	13.2	14.1
ROIC (%)	54.7	35.5	30.5	36.5	44.3
안정성					
부채비율 (%)	17.7	18.7	18.5	17.7	16.8
순차입금비율 (%)	(51.6)	(49.5)	(47.4)	(51.8)	(61.0)
현금비율 (%)	157.3	126.3	70.2	69.2	155.3
이자보상배율 (배)	7,858.9	439.3	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	250.7	(116.5)	141.6	30.4	28.9
재고자산회수기간 (일)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권회수기간 (일)	52.4	37.0	42.1	47.8	47.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 연결 기준

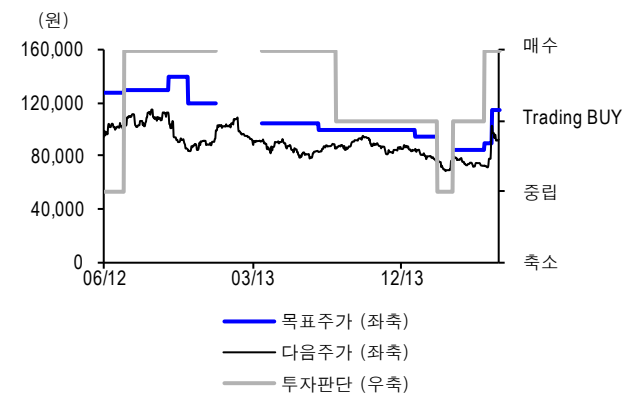
투자의견 및 목표주가 추이

NAVER(035420)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2012년 06월 11일	매수	330,000
2012년 10월 07일	매수	360,000
2013년 03월 28일	매수	325,000
2013년 04월 25일	매수	340,000
2013년 09월 17일	매수	660,000
2013년 10월 17일	매수	820,000
2013년 11월 29일	매수	900,000
2014년 02월 06일	매수	960,000
2014년 03월 03일	매수	1,000,000
2014년 04월 08일	매수	1,000,000
2014년 05월 09일	매수	1,000,000

다음 (035720)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2012년 06월 11일	중립	128,000
2012년 07월 17일	매수	130,000
2012년 10월 07일	매수	140,000
2012년 11월 12일	매수	120,000
2013년 03월 28일	매수	105,000
2013년 07월 11일	매수	100,000
2013년 08월 11일	Trading BUY	100,000
2014년 01월 05일	Trading BUY	95,000
2014년 02월 15일	중립	-
2014년 03월 16일	Trading BUY	85,000
2014년 05월 13일	매수	90,000
2014년 05월 27일	매수	115,000

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 공영규, 손승우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(NAVER)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(NAVER)를 기초자산으로 ELW가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

투자등급	비중확대	비중축소
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	◆ 비중축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우	
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%		
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하		

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 양동포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	의정부	031) 848-9100	판교	031) 898-0011
구월동	032) 464-0707	산본	031) 392-1141	야탑역	031) 622-1400	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010
동두천	031) 862-1851	수원	031) 246-0606	연수	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구동	053) 944-0707	시지	053) 793-8282	안동	054) 855-0606	포항	054) 252-0370
대구	053) 423-7700	대구서	053) 642-0606						
대전·충북지역									
대전둔산	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	정읍	063) 531-0606	수완	062) 956-0707
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262						
강원지역									
강릉	033) 642-1777			제주지역					
				서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서교	02) 335-6600	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서울파이낸스	02) 778-9600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200
대구	053) 252-3560	방배	02) 537-0885	서초	02) 532-6181	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
대전	042) 489-7904	분당	031) 717-0280	스타	02) 875-1851	일산	031) 906-3891	Privilege강남	02) 559-3399
도곡	02) 554-6556	분당중앙	031) 718-5015	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800	Privilege서울	02) 6050-8100
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445		