

## 콜럼버스의 달걀

### BUY(Maintain)

목표주가	1,050,000 원
현재주가	725,000 원
목표수익률	44.8%
<b>Key Data</b>	<b>2018년 4월 26일</b>
산업분류	서비스
시가총액 (억원)	238,979
발행주식수 (백만주)	32,963
외국인 지분율 (%)	59.7
52 주 고가 (원)	960,000
저가 (원)	720,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	81.8
주요주주	(%)
NAVER자사주	11.3
국민연금공단	10.8
KOSPI	2,475.64
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-8.1 -13.7 4.3
상대주가	-9.5 -13.5 -19.9

### Relative Performance



### LEADING RESEARCH

Analyst

서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

### 투자의견 및 목표주가 : BUY & 1,050,000원

동사에 대한 투자의견 '매수' 및 목표주가 1,050,000원 유지. '18년 예상실적은 영업수익 5조4,585억원(YoY+16.7%), 영업이익 1조2,312억원(YoY+4.4%) 전망. 모바일 환경에 최적화된 플랫폼과 AI 기반 서비스의 확장으로 성장 지속할 전망.

### '18년 1분기 실적 Review

'18년 1분기 연결실적은 영업수익 1조3,091억원(YoY+21.0%, QoQ+3.4%), 영업이익 2,570억원(YoY-11.6%, QoQ-11.7%) 기록. 영업이익률 19.6% 달성. 사업별 영업수익 실적은 광고부문 1,331억원(YoY+18.6%, QoQ-11.5%), 비즈니스플랫폼 5,927억원(YoY+16.1%, QoQ+3.0%), IT플랫폼 725억원(YoY+66.9%, QoQ+9.1%), 콘텐츠서비스 296억원(YoY+19.8%, QoQ+7.1%), LINE 및 기타플랫폼(YoY+22.9%, QoQ+7.9%)을 달성.

영업비용은 플랫폼 개발/운영 1,832억원(YoY+23.7%, QoQ+24.9%), 대형/파트너 2,404억원(YoY+27.4%, QoQ-3.3%) 등으로 1조 521억원(YoY+32.9%, QoQ+7.9%) 발생. 플랫폼 관련 비용이 R&D인력 확대에 인하여 증가했고, 인프라비용도 CAPEX 확대 영향으로 상승.

외형성장 대비 수익성 개선 효과는 제한적. 새로운 성장동력 확충을 위한 투자확대가 비용증가로 반영되었기 때문.

부문별 주요 이슈는 ① 광고는 모바일 상품 개선과 평창올림픽 효과로 전년대비 성장. ② 비즈니스 플랫폼은 모바일 맞춤형 검색 UI개선과 정보성 강화에 따른 클릭 수 증가, 쇼핑검색 광고 호조로 성장세 유지. ③ IT 플랫폼은 네이버페이 이용자 및 가맹점 수 증가로 안정적 성장 흐름 지속. ④ 콘텐츠 서비스는 웹툰 글로벌 모바일 MAU 4,600만명(국내 2,200만, 해외 2,400만) 기록. V LIVE 누적 다운로드 4,600만건 달성.

### Valuation Forecast

구분	단위	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	억원	32,539	40,226	46,785	54,585	59,107
영업이익	억원	8,302	11,020	11,792	12,312	13,697
세전이익	억원	8,232	11,318	11,958	13,190	14,804
순이익	억원	5,170	7,591	7,701	8,548	9,771
지배순이익	억원	5,187	7,493	7,729	8,462	9,673
PER	배	41.81	34.09	37.10	28.24	24.71
PBR	배	10.21	7.11	6.02	4.32	3.73
EV/EBITDA	배	21.85	19.77	20.31	15.26	13.50

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

## 1. 주요 이슈

### ① 미래 성장동력/기술 투자 본격화

동사의 가치판단의 중요 포인트는 '미래 성장동력/기술 투자'로 압축된다. PC 및 모바일 환경에 최적화된 플랫폼의 가치를 뛰어 넘는 미래기술 확보가 필요한 환경이 되었기 때문이다. 새로운 미래 먹거리 구축을 위한 성장동력 투자가 일시적 수익성 훼손을 가져올 수 있기 때문이다. 매출액 대비 연구개발비 비중이 25%를 상회하고, 연간 연구개발비는 15~20% 내외 증가를 가이드선으로 제시하고 있다.

투자는 AI, 블록체인 등 새로운 기술환경 기반으로 확장될 것이다. 다양한 파트너사와 협업을 기존 플랫폼을 강화하고, 생태계는 확대할 것으로 기대된다. 궁극적으로 Google, Amazon 등 글로벌 주요 기업 대비 경쟁력을 확보하기 위한 시도일 것이다.

수익모델은 아직 모호하지만, 서비스 영토를 확장하고 있다. 현재 클로바는 웨어러블 기기, 스마트 기기, 냉장고 등 다양한 제품군으로 확대될 예정이고, 음악감상, 간편주문 등 다양한 서비스와 접점을 늘려 동사의 콘텐츠 사용가치를 향상시킬 것이다. 현재 '배달의민족'과 제휴를 통해 '클로바' 플랫폼으로 음식배달 주문이 가능해 졌다. LG 전자와 협업을 통해 인공지능 비서를 탑재한 가전제품군을 확대할 예정이다.

뉴스와 서비스 콘텐츠 추천기술은 딥러닝 기반으로 구매패턴을 분석하여 기술의 고도화가 진행 중이다. 추천기술 도입 이후 Aitems 상품 노출은 증가하고 있다.

현재 주가는 투자 확대에 따른 비용상승으로 인한 수익성 훼손 우려감을 반영하고 있다. 다만 오랜 기간 반영될 것으로 판단하지 않는다. 이는 투자 계획이 지난 '16 연말 '클로바 프로젝트' 이후 지속되고 있고, 이미 예고된 계획이다. 또한 광고와 핀테크, 콘텐츠의 경쟁력을 바탕으로 기존 비즈니스의 성장이 지속되고 있기 때문이다.

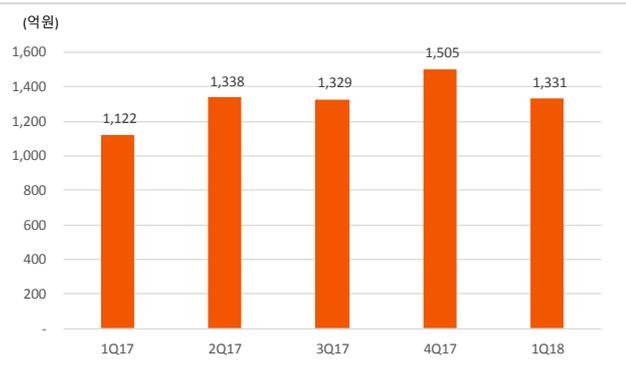
### ② 댓글 이슈

사회적 이슈화된 '댓글'은 변화가 예상된다. 1 차 조정 안은 발표하였다. 공감과 비공감의 참여를 50 개로 제한하고, 연속 댓글 제한, 연속 비공감 클릭 간격을 조정하며, 동일기사에 대한 댓글 참여도 3 회로 제한하겠다는 내용이었다. 아직 명확하지 않지만, '아웃링크'의 전환도 검토 중으로 알려지고 있다.

동사의 뉴스 서비스는 언론사와 '검색', '뉴스스탠드', '콘텐츠 제공(CP)' 등의 제휴 형태로 제공된다. 이중 CP 계약을 체결한 언론사의 기사를 NAVER 뉴스 서비스에 제공한다. 언론사 485 개사와 검색 제휴를 체결하였고, 콘텐츠 제공 제휴는 124 개 언론사와 체결하였다.

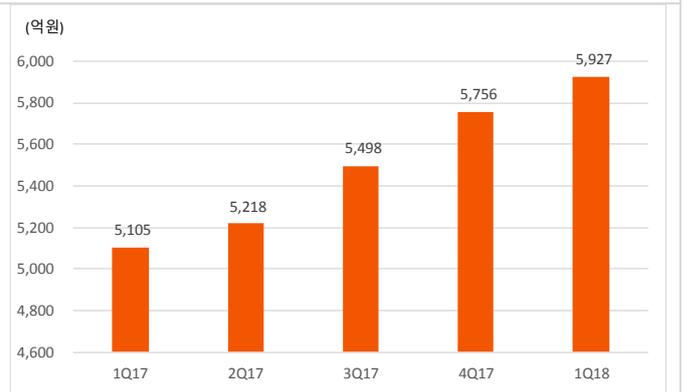
검색 제휴나 뉴스 스탠드 제휴는 언론사와 계약에 따라 '인링크'와 '아웃링크'가 시행 중이다. 현재 이슈의 중심은 CP 제휴를 체결한 언론사의 기사들이다. 향후 실적에 미치는 영향은 재확인할 계획이다.

**Exhibit 1. 분기별 광고 영업수익 추이**



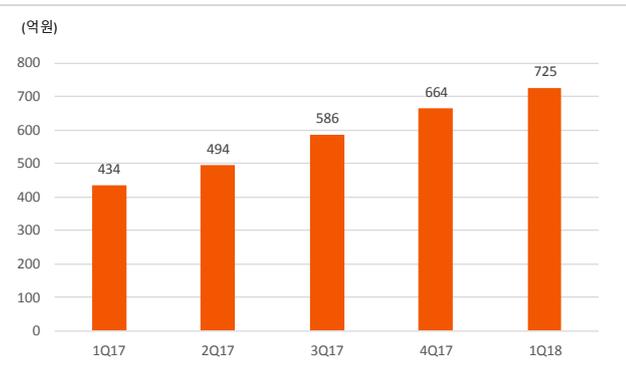
Source: Company Data, Leading Research Center

**Exhibit 2. 분기별 비즈니스 플랫폼 영업수익 추이**



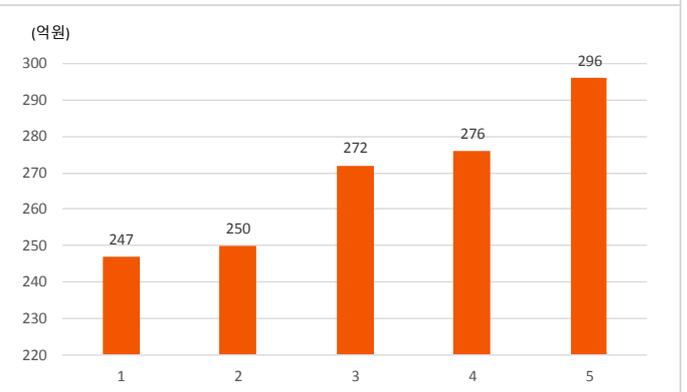
Source: Company Data, Leading Research Center

**Exhibit 3. 분기별 IT 플랫폼 영업수익 추이**



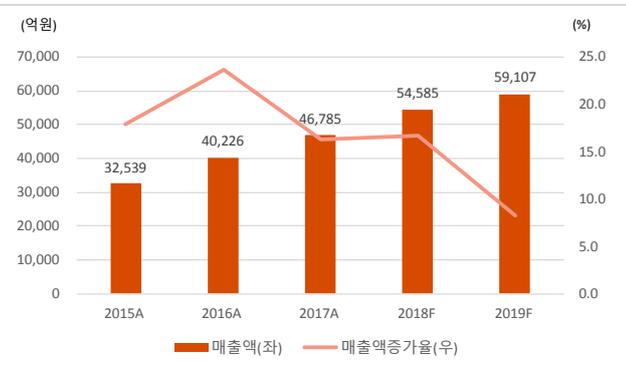
Source: Company Data, Leading Research Center

**Exhibit 4. 분기별 콘텐츠서비스 영업수익 추이**



Source: Company Data, Leading Research Center

**Exhibit 5. 연간 영업수익 전망**



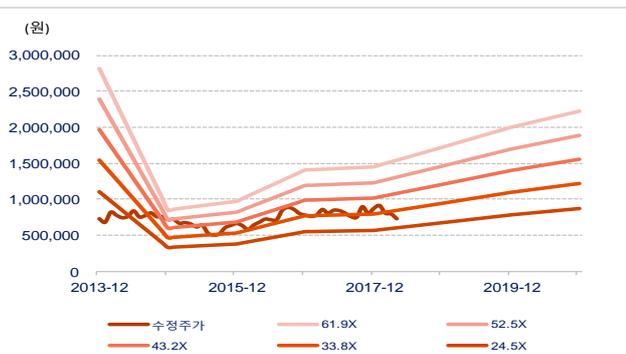
Source: Company Data, Leading Research Center

**Exhibit 6. 연간 영업이익 전망**



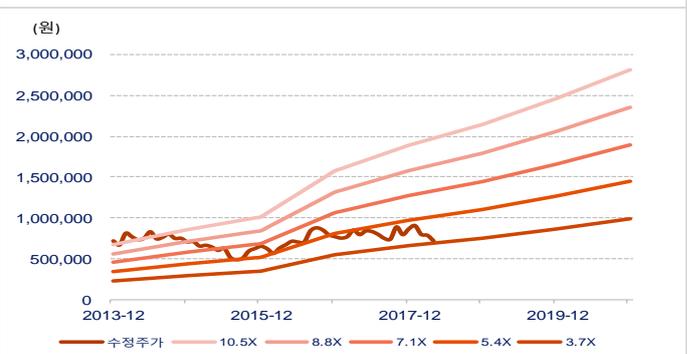
Source: Company Data, Leading Research Center

**Exhibit 7. PER band**



Source: Company Data, Leading Research Center

**Exhibit 8. PBR band**



Source: Company Data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
<b>자산총계</b>	43,859	63,706	80,193	95,050	112,661
유동자산	26,394	41,999	47,842	56,512	66,983
현금및현금성자산	8,134	17,262	19,076	22,610	26,799
단기금융자산	12,464	16,681	16,897	20,341	24,109
매출채권및기타채권	5,266	7,193	10,250	11,691	13,857
재고자산	155	103	362	380	451
비유동자산	17,465	21,707	32,350	38,538	45,678
장기금융자산	3,747	6,148	11,067	13,118	15,548
관계기업등투자자산	649	1,822	2,810	3,331	3,948
유형자산	8,638	8,633	11,500	13,631	16,156
무형자산	1,033	1,121	3,395	4,024	4,770
<b>부채총계</b>	21,163	22,410	27,141	31,584	39,519
유동부채	16,837	18,039	23,027	27,294	32,351
단기차입부채	5,177	2,273	3,610	4,279	5,072
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	6,890	9,808	12,458	14,766	17,502
비유동부채	4,327	4,371	4,113	4,375	5,179
장기차입부채	1,500	1,500	499	592	702
기타장기금융부채	0	0	46	55	65
<b>자본총계*</b>	22,696	41,296	53,052	63,467	73,142
지배주주지분*	21,245	35,947	47,623	55,257	64,019
비지배주주지분	1,451	5,349	5,428	8,210	9,123

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
<b>매출액</b>	32,539	40,226	46,785	54,585	59,107
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	32,539	40,226	46,785	54,585	59,107
판매비와관리비	24,237	29,206	34,993	42,273	45,410
<b>영업이익</b>	8,302	11,020	11,792	12,312	13,697
EBITDA	9,862	12,650	13,854	15,122	17,027
비영업손익	-70	297	166	879	1,108
이자수익	282	356	367	544	589
이자비용	57	61	6	12	13
배당수익	117	78	110	259	118
외환손익	-86	9	-159	-175	-118
관계기업등관련손익	-17	-94	-140	-94	-59
기타비영업손익	-309	10	-6	356	591
<b>세전계속사업이익</b>	8,232	11,318	11,958	13,190	14,804
법인세비용	2,290	3,609	4,232	4,642	5,034
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	-772	-118	-26	0	0
<b>당기순이익*</b>	5,170	7,591	7,701	8,548	9,771
지배주주순이익*	5,187	7,493	7,729	8,462	9,673
비지배주주순이익	-18	98	-28	85	98
기타포괄손익	370	-355	-1,429	-404	-488
<b>총포괄손익</b>	5,540	7,236	6,272	8,144	9,283

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	8,514	11,640	9,400	12,577	14,774
당기순이익	5,170	7,591	7,701	8,548	9,771
현금유입(유출)이없는수익(비용)	5,075	6,242	6,634	6,930	7,848
자산상각비	1,560	1,630	2,063	2,810	3,331
영업자산부채변동	634	883	-1,385	1,210	1,613
매출채권및기타채권감소(증가)	-669	-564	-1,762	-1,441	-2,166
재고자산감소(증가)	0	0	0	-18	-70
매입채무및기타채무증가(감소)	532	790	866	2,308	2,736
<b>투자활동현금흐름</b>	-7,859	-9,417	-13,103	-11,679	-13,477
투자활동현금유입액	1,127	959	4,196	0	0
유형자산	23	566	60	0	0
무형자산	5	2	31	0	0
투자활동현금유출액	8,986	10,376	17,299	11,679	13,477
유형자산	1,208	1,538	4,722	4,520	5,357
무형자산	158	208	311	1,050	1,244
<b>재무활동현금흐름</b>	59	6,978	6,362	2,896	935
재무활동현금유입액	3,469	16,080	7,998	3,305	1,671
단기차입부채	1,956	2,329	1,225	669	793
장기차입부채	1,500	0	490	93	110
재무활동현금유출액	3,180	8,780	1,310	243	431
단기차입부채	1,540	4,681	1,235	0	0
장기차입부채	46	1,055	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	-175	-118
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	195	-73	-846	0	0
<b>현금변동</b>	909	9,128	1,813	3,620	2,114
기초현금	7,225	8,134	17,262	19,076	22,610
<b>기말현금</b>	8,134	17,262	19,076	22,696	24,724

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
<b>주당지표 및 추가배수</b>					
EPS*	15,737	22,732	23,447	25,673	29,346
BPS*	64,452	109,055	144,477	167,635	194,218
CFPS	25,828	35,313	28,517	38,155	44,821
SPS	98,716	122,036	141,932	165,596	179,315
EBITDAPS	29,919	38,377	42,031	45,876	51,657
DPS (보통,현금)	1,100	1,131	1,446	1,283	1,283
배당수익률 (보통,현금)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
배당성향 (보통,현금)	6.2	4.4	5.5	5.0	4.4
PER*	41.8	34.1	37.1	28.2	24.7
PBR*	10.2	7.1	6.0	4.3	3.7
PCFR	25.5	21.9	30.5	19.0	16.2
PSR	6.7	6.4	6.1	4.4	4.0
EV/EBITDA	21.8	19.8	20.3	15.3	13.5
<b>재무비율</b>					
매출액증가율	18.0	23.6	16.3	16.7	8.3
영업이익증가율	9.5	32.7	7.0	4.4	11.2
지배주주순이익증가율*	14.4	46.8	1.5	11.0	14.3
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	25.5	27.4	25.2	22.6	23.2
EBITDA이익률	30.3	31.4	29.6	27.7	28.8
지배주주순이익률*	15.9	18.9	16.5	15.7	16.5
ROA	21.3	20.5	16.4	14.1	13.2
ROE	26.5	26.2	18.5	16.5	16.2
ROIC	124.2	199.2	144.9	96.9	90.9
부채비율	93.2	54.3	51.2	49.8	54.0
차입금비율	29.4	9.1	7.7	7.7	7.9
순차입금비율	-47.5	-62.8	-53.4	-53.3	-54.8

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

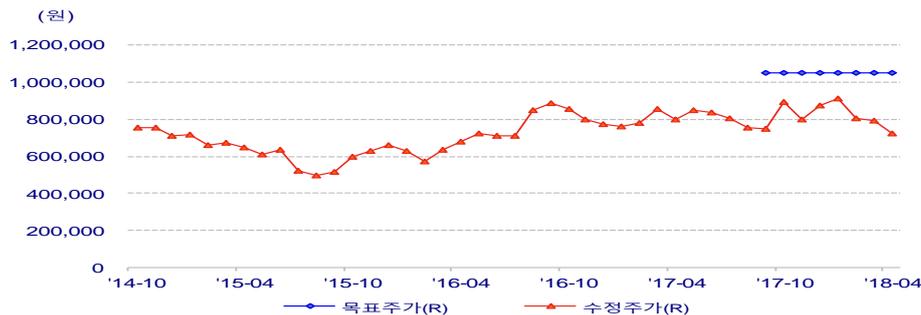
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

NAVER(035420)

일자	2017-9-4	2017-10-27	2018-4-27
투자의견	BUY(신규)	BUY(유지)	BUY(유지)
목표주가	1,050,000 원	1,050,000 원	1,050,000 원
과리율(%)			
평균주가대비			
최고(최저)주가대비			

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%