NAVER(035420)

4016 LINE Review: 빠르진 않지만 안정적인 성장

매수(유지)

목표주가: 1,050,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/25)		2,067		
주가(1/25)		763,000		
시기총액(십억원)		25,151		
발행주식수(백만)		33		
52주 최고/최저가(운	<u>l</u>)	900,000/556,000		
일평균거래대금(6개	월, 백만원)	70,467		
유동주식비율/외국인	[지분율(%)	76.8/60.7		
주요주주(%)	국민연금	10.6		
	BlackRock 13 인	Fund Advisors 외 5.0		

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.7)	7.5	13.4
상대주가(%p)	(2.2)	4.8	4.2

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4Q16 Review: 실적 악화의 주요 원인은 일회성 비용

LINE의 4분기 영업수익과 영업이익은 각각 381억엔(+17.6% YoY, +5.7% QoQ)과 16억엔(+105.3% YoY, -67.5% QoQ)을 기록했다. 광고 매출액은 메신저 광고와 퍼포먼스 광고의 안정적인 성장을 바탕으로 157억엔(+8.6% QoQ)으로 증가했다. 콘텐츠와 커뮤니케이션 매출액은 LINE과 앱스토어 간 결제액 차이에 따른 일시적인 영향으로 전분기 대비각각 0.1%, 3.9% 감소했다. 일회성 비용을 포함한 영업비용의 증가 또한 부진한 실적의원인이었다. 4분기 일회성 비용은 IPO 관련 세금 3.9억엔, LINE Friends 오프라인 스토어 및 오피스 이전 관련 비용 7억엔, 결제액 차이 관련 비용 4억엔, MVNO 초기 비용약4억엔을 포함한다. 마케팅 비용은 LINE Live와 게임 등에 대한 마케팅 확대로 전분기 대비 53% 증가한 43억엔을 기록했다. 인건비는 미래 사업 관련 인력의 증가로 전분기 대비 8% 증가했다.

일회성 요인 제거 시 양호한 기존 사업

결제액 차이 관련 일회성 요인을 제거할 시 기존 사업들의 성과는 양호했던 것으로 파악된다. 일회성 요인에 따른 커뮤니케이션과 콘텐츠 부문의 매출 감소분은 각각 4.7억엔과 2.1억엔이었다. 즉, 기존 매출 인식 방식 기준 매출액은 각각 7.4억엔과 11억엔으로 완만한 성장세를 시현했다. 커뮤니케이션 부문은 주요 4개 국가 MAU 증가에 따른 스티커 수요 확대와 팝업 스티커 등 신규 상품 출시로 현 매출 수준을 유지할 수 있을 것으로 예상한다. 콘텐츠 부문은 1) IP를 활용한 다양한 게임 출시, 2)신작 파이프라인, 3) 기존 게임 강화를 통한 성장이 기대된다. 다만 게임 관련 마케팅 비용 증가에도 불구하고 콘텐츠 부문의 성장이 제한적이었던 점은 아쉬운 부분이다.

빠르진 않지만 안정적인 광고 부문의 성장

광고 부문은 전분기에 이어 안정적인 성장세를 유지했다. 메신저 광고 매출액은 공식 계정수의 꾸준한 증가와 스폰서드 스티커 사업 호조로 전분기 대비 8.3% 증가했다. 향후 챗봇 등 AI를 활용한 신규 광고 상품 출시를 통한 성장이 기대된다. 신규 성장 동력인 퍼포먼스 광고 부문도 전분기 대비 12.4% 증가한 impression을 바탕으로 41억엔(+12.8% QoQ)으로 증가했다. 또한 1) LINE News 내 동영상 광고 비중 확대, 2) Targeting 고도화, 3) LINE 내 LINE News탭 추가를 통한 이용자 체류 시간 확대로 제한적인 CPM 상승에 대한 우려도 점차 해소될 것으로 예상한다. 대만 Timeline 광고 본격화에 따른 추가매출처 확보 및 견조한 이용자 기반을 확보한 LINE Live와 LINE TV를 통한 동영상 광고시장 진출 계획도 긍정적이다.

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	ev/ebitda	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2014A	2,758	758	454	15,277	(69.6)	902	46.6	23.9	8.7	27.8	0.1
2015A	3,251	762	519	17,619	15.3	918	37.3	21.1	6.8	26.5	0.2
2016F	4,010	1,113	797	27,397	55.5	1,276	28.3	16.7	5.0	26.0	0.2
2017F	4,627	1,464	984	34,148	24.6	1,629	22.3	12.3	4.2	21.9	0.2
2018F	5,161	1,730	1,175	40,802	19.5	1,900	18.7	10.2	3.5	21.2	0.3

주: 순이익, FPS 등은 지배주주지분 기준

〈표 1〉 LINE 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억엔)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016F	2017F
영업수익	34.1	38.2	36.1	38.1	40.4	41.0	42.3	44.1	120.9	146.6	167.8
매출액	33.5	33.8	35.9	37.5	39.7	40.3	41.6	43.4	120.4	140.7	165.1
스티커	7.7	7.4	7.3	7.0	7.2	7.3	7.2	7.4	28.7	29.3	29.1
게임	11.9	11.4	10.8	10.8	11.0	11.1	11.4	11.6	49.3	44.8	45.1
광고	11.9	12.6	14.5	15.7	17.2	17.3	18.1	19.2	36.4	54.7	71.9
LINE	9.3	10.2	11.9	13.0	14.5	14.9	15.6	16.5	26.5	44.4	61.5
포털	2.6	2.4	2.6	2.7	2.7	2.5	2.5	2.7	9.9	10.3	10.4
기타	2.0	2.5	3.4	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	6.0	11.9	19.0
매출비중											
스티커	23.0%	21.8%	20.2%	18.6%	18.2%	18.1%	17.3%	17.0%	23.9%	20.8%	17.7%
게임	35.5%	33.7%	30.0%	28.7%	27.6%	27.5%	27.4%	26.7%	40.9%	31.8%	27.3%
광고	35.5%	37.2%	40.4%	42.0%	43.3%	43.0%	43.6%	44.2%	30.2%	38.9%	43.5%
기타	6.1%	7.3%	9.5%	10.7%	10.8%	11.4%	11.8%	12.1%	5.0%	8.5%	11.5%
영업비용	28.9	30.2	31.2	36.5	33.5	34.4	36.0	38.4	118.9	126.7	142.3
지급수수료	7.8	7.4	7.3	7.3	7.6	7.8	8.0	8.3	28.7	29.8	31.8
인건비	9.4	9.7	9.8	10.6	9.8	10.4	10.9	11.5	35.6	39.4	42.6
광고선전비	2.3	2.4	2.8	4.3	3.5	3.6	4.0	4.9	16.6	11.8	16.0
통신비	1.8	2.0	1.9	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	7.7	7.8	8.9
Authentication	2.9	3.2	3.6	4.7	4.3	4.4	4.5	4.7	12.1	14.4	18.0
감가상각비	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	3.7	5.1	5.9
기타	3.7	4.2	4.4	6.1	4.6	4.7	4.8	5.0	14.4	18.4	19.1
영업이익	5.2	8.0	4.9	1.6	6.9	6.6	6.3	5.8	2.0	19.9	25.6
영업이익률%	15.6%	23.7%	13.7%	4.3%	17.4%	16.3%	15.2%	13.2%	1.6%	14.1%	15.5%
순이익	1.4	3.1	2.8	2.2	4.1	4.5	4.3	3.9	(0.4)	9.5	16.8
순이익률%	4.1%	8.1%	7.8%	5.8%	10.2%	10.9%	10.2%	8.9%	(0.3%)	6.5%	10.0%

자료: LINE, 한국투자증권

<표 2> LINE 광고 형태별 매출 추이

(단위: 십억엔)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016F	2017F
매출액	11.0	12.6	14.5	15.7	17.2	17.3	18.1	19.2	36.2	53.8	71.9
메신저	8.4	8.3	8.3	8.9	9.5	9.3	9.5	9.7	26.3	33.9	37.9
퍼포먼스	0.8	1.9	3.6	4.1	5.0	5.6	6.1	6.8		10.4	23.6
포털	2.6	2.4	2.5	2.6	2.7	2.5	2.5	2.7	9.9	10.1	10.4
매출비중%											
메신저	76.4%	65.9%	57.0%	56.9%	55.2%	53.6%	52.3%	50.3%	72.7%	63.0%	52.8%
퍼포먼스	7.3%	15.1%	25.0%	26.0%	29.3%	32.1%	33.7%	35.6%		19.3%	32.8%
포털	23.6%	19.0%	17.0%	16.7%	15.6%	14.3%	14.0%	14.1%	27.3%	18.8%	14.5%
YoY Growth%											
매출액	32.5%	59.5%	52.6%	49.8%	56.3%	37.6%	25.1%	22.2%	49.5%	48.7%	33.5%
메신저	50.0%	50.9%	14.8%	11.9%	12.9%	12.0%	14.7%	8.1%		29.0%	11.9%
퍼포먼스											126.1%
포털	-3.7%	0.0%	7.2%	5.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%		2.0%	3.0%
QoQ Growth%											
매출액	4.8%	14.5%	15.1%	8.5%	9.3%	0.8%	4.6%	6.0%			
메신저	5.0%	-1.2%	-0.4%	8.3%	6.0%	-2.0%	2.0%	2.0%			
퍼포먼스	166.7%	137.5%	90.8%	12.8%	23.0%	10.7%	9.7%	11.8%			
포털	4.0%	-7.7%	2.7%	6.8%	1.7%	-7.7%	2.7%	6.8%			

자료: LINE, 한국투자증권

<표 3> 앱스토어 결제액 차이 반영에 따른 매출 인식 기준 변경 영향

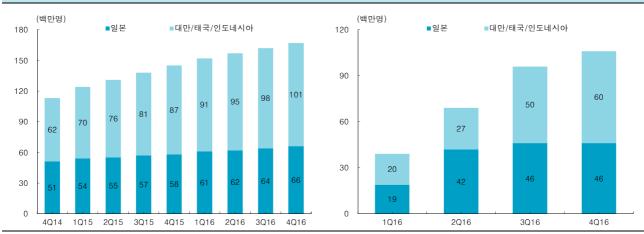
(단위: 십억엔)

구분	매출 감소분 및 비용 증가분	4Q16 매출	매출 인식 기준 변경 전
매출액	(0.678)	17.7	18.4
커뮤니케이션	(0.469)	7.0	7.4
콘텐츠	(0.209)	10.8	11.0
영업비용	0.4	-	-
영업이익	(1.078)	-	-

자료: LINE, 한국투자증권

[그림 1] LINE 주요 4개국 MAU 증가 추이

[그림 2] LINE NEWS 및 LINE Today MAU 증가 추이

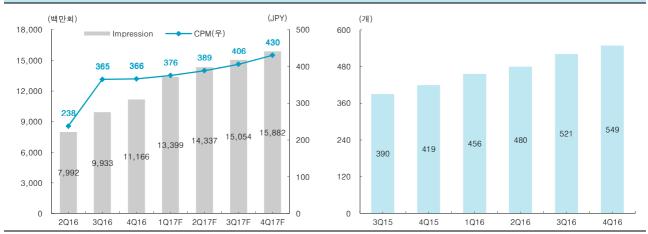


자료: LINE, 한국투자증권

자료: LINE, 한국투자증권

[그림 3] LINE 퍼포먼스 광고 Impression 및 CPM 추이

[그림 4] LINE 공식 계정 수 증가 추이



자료: LINE, 한국투자증권

자료: LINE, 한국투자증권

<표 4> LINE 게임 Key Performance Index

(단위:십억엔, 백민명)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
매출액	13.2	11.7	11.9	11.4	10.8	10.8
MAU	32.0	31.9	30.8	28.9	27.5	26.5
유료 이용자 비중%	4.4%	5.2%	5.2%	4.9%	5.1%	5.0%

자료: LINE, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

Naver는 일평균 약 1,800만명의 이용자가 방문하는 검색 점유율 1위의 국내 대표 인터넷 검색포털. 사업 부문은 광고(검색, 디스플레이), 콘텐츠, 기타로 분류되며 2015년 기준 70% 이상의 매출이 광고 부문에서 발생. 자회사 LINE은 일본을 포함한 4개국(대만, 태국, 인도네시아)의 주요 메신저로 2억명 이상의 MAU 보유. 게임, 광고, 이모티콘 등이 주요 매출원이며 최근에는 태국과 인도네시아 O2O 시장 진출 또한 활발히 이루어지고 있음.

- Impression : 광고가 노출되는 횟수
- 퍼포먼스 광고 : 사용자의 성향 및 기호 등을 파악해 광고주가 특정 이용자 층에게 알맞은 광고를 노출하는 방식. LINE은 Timeline과 News 광고 상품 보유

재무상태표 (단위: 십억원) **손익계산서** (단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,946	2,639	4,228	5,188	6,200
현금성자산	723	813	2,045	2,730	3,406
매출채권및기타채권	422	527	634	717	800
재고자산	17	16	19	22	25
비유동자산	1,449	1,747	1,931	2,122	2,290
투자자산	263	440	517	620	702
유형자산	901	864	879	894	910
무형자산	121	103	120	130	145
자산총계	3,394	4,386	6,159	7,310	8,489
유동부채	1,081	1,684	1,543	1,582	1,457
매입채무및기타채무	560	689	722	833	929
단기차입금및단기사채	209	413	3	3	3
유동성장기부채	5	105	5	5	5
비유동부채	516	433	471	520	563
사채	105	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	138	0	0	0	0
부채총계	1,597	2,116	2,014	2,102	2,020
지배주주지분	1,796	2,125	4,002	4,970	6,118
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	133	133	1,216	1,216	1,216
기타자본	(921)	(1,125)	(1,125)	(1,125)	(1,125)
이익잉여금	2,584	3,069	3,827	4,761	5,875
비지배주주지분	1	145	142	238	352
자본총계	1,797	2,270	4,145	5,208	6,470

근목계인시				(단구	1. 십억원)
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	2,758	3,251	4,010	4,627	5,161
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,758	3,251	4,010	4,627	5,161
판매관리비	2,000	2,489	2,897	3,163	3,431
영업이익	758	762	1,113	1,464	1,730
금융수익	78	67	74	90	106
이자수익	22	28	45	63	78
금융비용	141	53	42	34	37
이자비용	6	6	4	2	2
기타영업외손익	(35)	(66)	25	(21)	(21)
관계기업관련손익	(1)	(2)	(4)	(4)	(4)
세전계속사업이익	659	708	1,166	1,495	1,774
법인세비용	237	191	352	419	488
연결당기순이익	452	517	795	1,076	1,286
지배주주지분순이익	454	519	797	984	1,175
기타포괄이익	111	37	37	37	37
총포괄이익	563	554	832	1,113	1,323
지배주주지분포괄이익	565	556	834	1,018	1,209
EBITDA	902	918	1,276	1,629	1,900

현금흐름표 (단위: 십억원)

				(
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	837	856	1,178	1,277	1,350
당기순이익	452	517	795	1,076	1,286
유형자산감가상각비	132	143	148	150	153
무형자산상각비	12	13	14	16	17
자산부채변동	83	63	189	(108)	(262)
기타	158	120	32	143	156
투자활동현금흐름	(436)	(791)	(482)	(450)	(501)
유형자산투자	(271)	(121)	(165)	(168)	(170)
유형자산매각	11	2	2	2	2
투자자산순증	(163)	(660)	(44)	(73)	(52)
무형자산순증	(6)	(15)	(31)	(25)	(32)
기타	(7)	3	(244)	(186)	(249)
재무활동현금흐름	(112)	6	536	(142)	(173)
자본의증가	0	0	1,083	0	0
차입금의순증	158	187	(510)	0	0
배당금지급	(22)	(23)	(32)	(40)	(50)
기타	(248)	(158)	(5)	(102)	(123)
기타현금흐름	(1)	19	0	0	0
현금의증가	287	91	1,232	685	676

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

<u> </u>					
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	15,277	17,619	27,397	34,148	40,802
BPS	81,551	96,527	153,500	182,866	217,673
DPS	782	1,100	1,375	1,720	2,150
성장성(%, YoY)					
매출증가율	19.3	17.9	23.3	15.4	11.5
영업이익증가율	44.7	0.5	46.1	31.5	18.2
순이익증가율	(76.0)	14.1	53.7	23.4	19.5
EPS증가율	(69.6)	15.3	55.5	24.6	19.5
EBITDA증가율	37.6	1.8	38.9	27.7	16.6
수익성(%)					
영업이익률	27.5	23.4	27.8	31.6	33.5
순이익률	16.5	16.0	19.9	21.3	22.8
EBITDA Margin	32.7	28.2	31.8	35.2	36.8
ROA	14.8	13.3	15.1	16.0	16.3
ROE	27.8	26.5	26.0	21.9	21.2
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
배당성향	5.1	6.2	5.0	5.0	5.3
안정성					
순차입금(십억원)	(1,008)	(1,392)	(3,371)	(4,238)	(5,158)
차입금/자본총계비율(%)	25.4	29.4	3.8	3.0	2.4
Valuation(X)					
PER	46.6	37.3	28.3	22.3	18.7
PBR	8.7	6.8	5.0	4.2	3.5
EV/EBITDA	23.9	21.1	16.7	12.3	10.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
NAVER(035420)	2015.01.30	NR	_
	2016.06.03	매수	850,000 원
	2016.08.30	매수	1,050,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 26일 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.
- 당사는 NAVER 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 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.