

NAVER(035420)

매수(유지)

목표주가: 1,050,000원(유지)

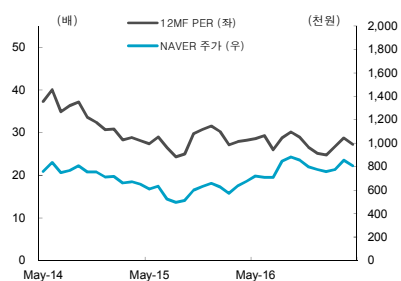
Stock Data

KOSPI(4/26)	2,208
주가(4/26)	807,000
시가총액(십억원)	26,601
발행주식수(백만)	33
52주 최고/최저가(원)	900,000/654,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	70,383
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.6/61.1
주요주주(%)	국민연금 10.8
	Aberdeen Asset Management Asia Limited 5.0
	외 3인

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.5)	(4.8)	23.4
상대주가(%p)	(9.2)	(14.5)	14.1

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q17 LINE Review: 기대치를 상회한 퍼포먼스 광고

컨센서스를 하회한 1분기 실적

LINE의 1분기 영업수익과 영업이익은 각각 392억엔(+15.0% YoY, +2.9% QoQ)과 40억엔(-24.6% YoY, +151.1% QoQ)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 광고 매출액은 퍼포먼스 광고의 성장(+21.4% QoQ)을 바탕으로 166억엔(+39.4% YoY, +5.2% QoQ)으로 증가했다. 다만 LINE Points의 부진으로 메신저 광고 매출액은 전분기 수준인 89억원에 그쳤다. 콘텐츠 부문 매출액은 '디즈니 츠무츠' 등의 기존 게임들의 선전에도 불구하고 '라인 레인저스' 매출 순위 하락으로 104억엔(-12.0% YoY, -3.0% QoQ)으로 감소했다. 한편 커뮤니케이션 매출은 이벤트 효과로 81억엔(+15.7% QoQ)으로 증가하며 분기 최대 매출을 기록했다. 인건비는 주식보상비용 제거 효과로 97억엔(-7.9% QoQ)으로 줄었으나 LINE Pay 등 신규 사업 관련 마케팅 강화로 광고 선전비 감소폭은 제한적이었다.

비용 증가에 따른 마진 악화 불가피

신규 사업 관련 비용 증가로 수익성 악화가 불가피할 전망이다. LINE Pay와 LINE Mobile(MVNO 서비스)에 대한 공격적인 투자가 예상됨에 따라 2017년 마케팅 비용이 172억엔(+45.3% YoY)으로 증가할 것이다. 인건비 또한 주식보상비용 제거에도 불구하고 AI 관련 인력 충원으로 전년 대비 6.1% 증가한 419억엔으로 증가할 전망이다. 이에 따라 퍼포먼스 광고 호조로 기반으로 한 광고 부문의 성장에도 불구하고 영업이익률은 10.4%에 그칠 것이다. 다만 공격적인 마케팅 효과로 1,000만명 이상으로 증가한 LINE Pay 가입자와 긍정적인 반응을 얻고 있는 MVNO 서비스가 향후 성장 동력으로 활용될 수 있다는 점은 고무적이다.

퍼포먼스 광고 성장세 이어질 전망

News 탭 추가 및 대만 타임라인 광고 사업 시작에 따른 Impression의 증가(123억회, +9.9% QoQ)와 성수기 효과 및 동영상 비중 확대에 의한 CPM 상승(405엔, +10.5%)으로 1분기 퍼포먼스 광고 매출액은 50억엔(+21.4% QoQ)을 기록했다. 2분기를 시작으로 News 탭 추가 효과가 온기 반영됨에 따라 Impression 증가가 지속될 전망이며 Timeline 광고 내 동영상 비중 확대를 바탕으로 CPM 상승세도 유지될 것으로 예상된다. 1분기 Timeline 광고 impression 중 동영상 비중은 40%로 전분기 대비 10%p 상승했다. 향후 News 탭에도 동영상 광고가 탑재될 시 CPM 상승이 가속화될 전망이다. 한편 데이터 분석 인력 활용을 통한 타겟팅 비중 확대에 광고 효율이 개선됨에 따라 Timeline에 대한 광고 수요도 증가할 수 있을 것으로 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	3,254	830	519	17,619	15.3	986	37.3	19.7	6.8	26.5	0.2
2016A	4,023	1,102	749	25,746	46.1	1,265	30.1	17.2	5.2	26.2	0.1
2017F	4,580	1,288	864	30,008	16.6	1,458	26.9	15.0	4.6	21.6	0.2
2018F	5,189	1,516	1,039	36,067	20.2	1,691	22.4	12.5	3.9	21.1	0.2
2019F	5,837	1,764	1,212	42,060	16.6	1,946	19.2	10.4	3.4	20.2	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

〈표 1〉LINE 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억엔)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
영업수익	34.1	38.2	36.1	38.1	39.2	40.2	41.6	43.7	120.9	146.6	164.7
매출액	33.5	33.8	35.9	37.5	38.9	39.8	41.2	43.4	120.4	140.7	163.4
스티커	7.7	7.4	7.3	7.0	8.1	7.6	7.4	7.2	28.7	29.3	30.3
게임	11.9	11.4	10.8	10.8	10.4	10.6	10.8	10.9	49.3	44.8	42.7
광고	11.9	12.6	14.5	15.7	16.6	17.5	18.7	20.4	36.4	54.7	73.2
LINE	9.3	10.2	11.9	13.0	13.9	15.1	16.1	17.8	26.5	44.4	62.9
포털	2.6	2.4	2.6	2.7	2.6	2.4	2.5	2.7	9.9	10.3	10.3
기타	2.0	2.5	3.4	4.0	3.9	4.1	4.4	4.8	6.0	11.9	17.2
매출비중											
스티커	23.0%	21.8%	20.2%	18.6%	20.7%	19.2%	17.9%	16.7%	23.9%	20.8%	18.5%
게임	35.5%	33.7%	30.0%	28.7%	26.8%	26.6%	26.1%	25.2%	40.9%	31.8%	26.2%
광고	35.5%	37.2%	40.4%	42.0%	42.5%	43.9%	45.3%	47.1%	30.2%	38.9%	44.8%
기타	6.1%	7.3%	9.5%	10.7%	9.9%	10.2%	10.7%	11.1%	5.0%	8.5%	10.5%
영업비용	28.9	30.2	31.2	36.5	35.2	36.1	37.4	39.0	118.9	126.7	147.6
지급수수료	7.8	7.4	7.3	7.3	7.7	7.7	7.7	7.8	28.7	29.8	30.9
인건비	9.4	9.7	9.8	10.6	9.7	10.1	10.7	11.4	35.6	39.4	41.9
광고선전비	2.3	2.4	2.8	4.3	4.0	4.2	4.4	4.5	16.6	11.8	17.2
통신비	1.8	2.0	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	7.7	7.8	8.6
Authentication	2.9	3.2	3.6	4.7	5.0	5.2	5.4	5.6	12.1	14.4	21.3
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	5.2	5.3	5.5	5.8	14.4	18.4	21.9
영업이익	5.2	8.0	4.9	1.6	4.0	4.1	4.2	4.7	2.0	19.9	17.1
영업이익률%	15.6%	23.7%	13.7%	4.3%	10.3%	10.3%	10.1%	10.9%	1.6%	14.1%	10.4%
순이익	1.4	3.1	2.8	1.4	1.6	2.7	2.7	3.1	(0.4)	8.7	10.1
순이익률%	4.1%	8.1%	7.8%	3.7%	4.2%	6.7%	6.5%	7.1%	-0.3%	6.0%	6.1%

자료: LINE, 한국투자증권

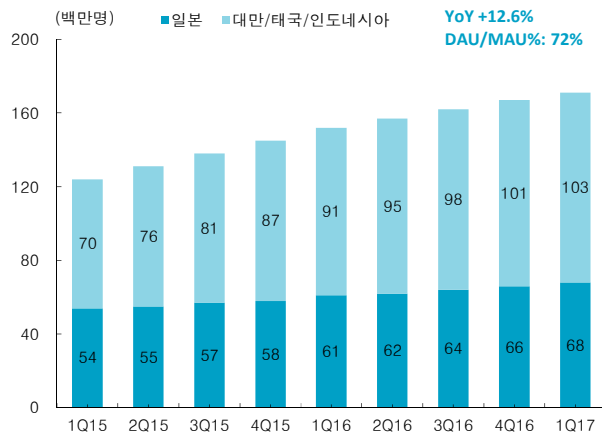
〈표 2〉LINE 광고 형태별 매출 추이

(단위: 십억엔)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	11.9	12.6	14.5	15.7	16.6	17.5	18.7	20.4	36.4	54.7	73.2
메신저	8.4	8.3	8.3	8.9	8.9	9.1	9.3	9.6	26.3	33.9	36.9
퍼포먼스	0.8	1.9	3.6	4.1	5.0	6.0	6.8	8.1	0.3	10.4	25.9
포털	2.6	2.4	2.6	2.7	2.6	2.4	2.5	2.7	9.9	10.3	10.3
매출비중%											
메신저	70.7%	65.9%	57.0%	56.9%	54.0%	51.9%	49.8%	47.1%	72.2%	62.0%	50.5%
퍼포먼스	6.7%	15.1%	25.0%	26.0%	30.0%	34.2%	36.7%	39.8%	0.8%	19.0%	35.4%
포털	21.7%	19.0%	18.0%	17.1%	16.0%	14.0%	13.5%	13.1%	27.3%	18.8%	14.1%
YoY Growth%											
매출액	42.4%	59.9%	52.2%	47.5%	39.5%	38.9%	28.7%	30.0%		50.2%	33.7%
메신저	50.0%	50.9%	14.8%	11.9%	6.4%	9.3%	12.5%	7.6%		29.0%	8.9%
퍼포먼스											148.9%
포털	-6.4%	-0.6%	11.9%	10.7%						3.5%	0.2%
QoQ Growth%											
매출액	11.3%	6.1%	15.1%	8.5%	5.3%	5.7%	6.6%	9.6%			
메신저	5.0%	-1.2%	-0.4%	8.3%	-0.1%	1.5%	2.5%	3.5%			
퍼포먼스	166.7%	137.5%	90.8%	12.8%	21.4%	20.4%	14.5%	18.8%			
포털	5.8%	-6.7%	8.8%	3.1%	-1.6%	-7.6%	2.7%	6.8%			

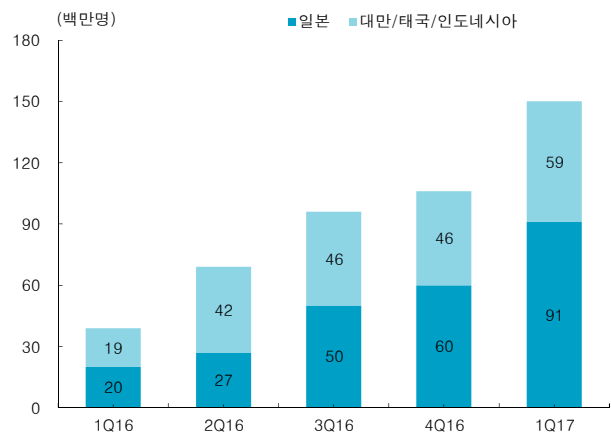
자료: LINE, 한국투자증권

[그림 1] LINE 주요 4개국 MAU 증가 추이



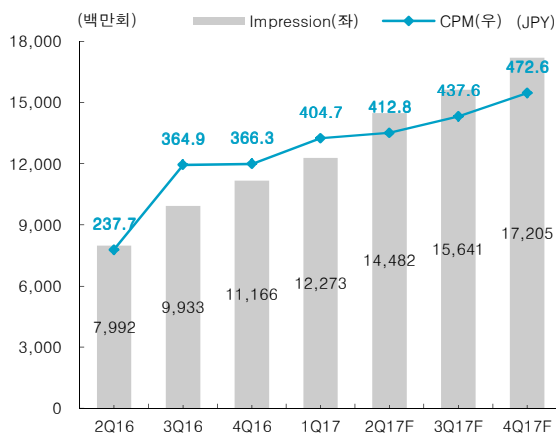
자료: LINE, 한국투자증권

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



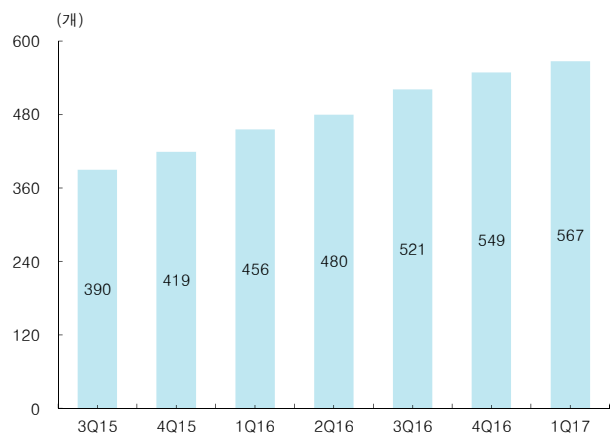
자료: LINE, 한국투자증권

[그림 3] LINE 퍼포먼스 광고 Impression 및 CPM 추이



자료: LINE, 한국투자증권

[그림 4] LINE 공식 계정 수 증가 추이



자료: LINE, 한국투자증권

<표 3> LINE 게임 Key Performance Index

(단위: 십억엔, 백만명)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
매출액	13.2	11.7	11.9	11.4	10.8	10.8	10.4
MAU	32.0	31.9	30.8	28.9	27.5	26.5	26.3
유료 이용자 비중%	4.4%	5.2%	5.2%	4.9%	5.1%	5.0%	5.2%

자료: 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 매출 원이며 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,639	4,200	5,145	6,052	7,177
현금성자산	813	1,726	2,368	2,906	3,607
매출채권및기타채권	527	719	779	882	992
재고자산	16	10	12	13	15
비유동자산	1,747	2,171	2,281	2,537	2,771
투자자산	440	797	831	994	1,118
유형자산	864	863	881	899	917
무형자산	103	112	128	145	175
자산총계	4,386	6,371	7,426	8,589	9,948
유동부채	1,684	1,804	1,977	2,090	2,204
매입채무및기타채무	689	981	1,099	1,167	1,226
단기차입금및단기사채	413	227	227	227	227
유동성장기부채	105	0	0	0	0
비유동부채	433	437	459	474	515
사채	150	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,116	2,241	2,436	2,564	2,719
지배주주지분	2,125	3,595	4,418	5,408	6,561
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	133	1,217	1,217	1,217	1,217
기타자본	(1,125)	(1,424)	(1,424)	(1,424)	(1,424)
이익잉여금	3,069	3,810	4,634	5,624	6,777
비지배주주지분	145	535	572	616	668
자본총계	2,270	4,130	4,990	6,025	7,229

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	851	1,164	1,205	1,272	1,483
당기순이익	517	759	901	1,083	1,263
유형자산감가상각비	143	146	149	151	154
무형자산상각비	13	17	21	23	28
자산부채변동	63	88	67	(54)	(65)
기타	115	154	67	69	103
투자활동현금흐름	(786)	(942)	(485)	(640)	(670)
유형자산투자	(121)	(154)	(223)	(226)	(228)
유형자산매각	2	57	57	57	57
투자자산순증	(654)	(731)	(47)	(175)	(139)
무형자산순증	(15)	(21)	(37)	(40)	(58)
기타	2	(93)	(235)	(256)	(302)
재무활동현금흐름	6	698	(78)	(93)	(111)
자본의증가	0	1,374	0	0	0
차입금의순증	187	(341)	0	0	0
배당금지급	(23)	(32)	(33)	(41)	(49)
기타	(158)	(303)	(45)	(52)	(62)
기타현금흐름	19	(7)	0	0	0
현금의증가	91	913	642	538	702

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

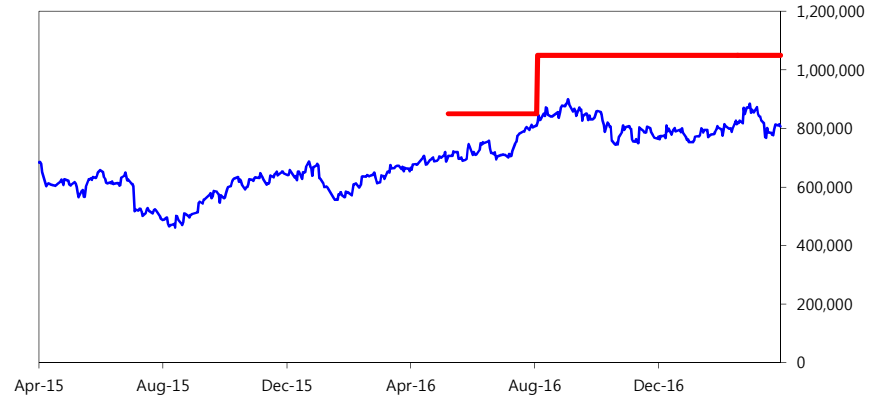
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,254	4,023	4,580	5,189	5,837
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,254	4,023	4,580	5,189	5,837
판매관리비	2,424	2,921	3,292	3,672	4,073
영업이익	830	1,102	1,288	1,516	1,764
금융수익	67	67	79	91	102
이자수익	28	36	50	61	73
금융비용	53	38	28	32	32
이자비용	6	6	4	4	4
기타영업외손익	(20)	10	(74)	(57)	(64)
관계기업관련손익	(2)	(9)	(12)	(13)	(15)
세전계속사업이익	823	1,132	1,252	1,505	1,755
법인세비용	229	361	351	421	491
연결당기순이익	517	759	901	1,083	1,263
지배주주지분순이익	519	749	864	1,039	1,212
기타포괄이익	37	(35)	0	0	0
총포괄이익	554	724	901	1,083	1,263
지배주주지분포괄이익	556	733	864	1,039	1,212
EBITDA	986	1,265	1,458	1,691	1,946

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	17,619	25,746	30,008	36,067	42,060
BPS	96,527	150,192	175,176	205,211	240,186
DPS	1,100	1,131	1,420	1,700	2,040
성장성(% , YoY)					
매출증가율	18.0	23.6	13.9	13.3	12.5
영업이익증가율	9.5	32.7	16.9	17.7	16.3
순이익증가율	14.1	44.4	15.4	20.2	16.6
EPS증가율	15.3	46.1	16.6	20.2	16.6
EBITDA증가율	9.3	28.3	15.2	16.0	15.1
수익성(%)					
영업이익률	25.5	27.4	28.1	29.2	30.2
순이익률	15.9	18.6	18.9	20.0	20.8
EBITDA Margin	30.3	31.4	31.8	32.6	33.3
ROA	13.3	14.1	13.1	13.5	13.6
ROE	26.5	26.2	21.6	21.1	20.2
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
배당성향	6.2	4.3	4.7	4.7	4.9
안정성					
순차입금(십억원)	(1,392)	(3,017)	(3,891)	(4,682)	(5,682)
차입금/자본총계비율(%)	29.4	9.1	7.6	6.3	5.2
Valuation(X)					
PER	37.3	30.1	26.9	22.4	19.2
PBR	6.8	5.2	4.6	3.9	3.4
EV/EBITDA	19.7	17.2	15.0	12.5	10.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.