



NAVER (035420)

인터넷



02)3770-5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	980,000원 (M)
현재주가 (6/18)	694,000원
상승여력	41%

시가총액	228,761억원
총발행주식수	32,962,679주
60일 평균 거래대금	707억원
60일 평균 거래량	97,429주
52주 고	950,000원
52주 저	652,000원
외인지분율	58.91%
주요주주	국민연금 10.83%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	(13.4)	(22.2)
상대	4.5	(9.1)	(22.7)
절대(달려환산)	(1.6)	(16.4)	(20.1)

실적 및 밸류에이션 점검

주가 하락의 원인

2/1부터 6/18까지 NAVER 주가는 24.8%하락. KOSPI 대비 17.3%pt Underperform. 이 기간 동안 NAVER 2018년 영업이익 컨센서스는 14.3%하락. 나머지 하락부분은 밸류에이션 하락

실적 전망

실적 하락의 주 원인은 (1) LINE의 Strategy 사업(FinTech, AI, Commerce 등) 손실 증가(1Q18 영업적자 71억엔) (2) SNOW, NAVER랩스 등 자회사 손실 증가(1Q18 영업적자 345억원) (3) 매출액 대비 인건비 비중 증가 (1Q18 Y-Y LINE +3.8%pt, 국내 NAVER +0.7%pt). 미래 성장을 위한 투자로 투자회수기간이 불확실하고, 고정비용 인건비 위주여서 최소 2~3년간 ROI 증가를 기대하기는 어려울 것으로 전망

YouTube의 모바일 사용시간 급증하고 있지만 (1) 동영상광고가 전체 디지털 광고시장에서 차지하는 비중이 높지 않고(10%) (2) NAVER와 YouTube는 성격이 다른 플랫폼으로, NAVER 쇼핑검색 광고주 수가 YoY +92% 증가, NAVER가 국내 중소기업자들에게는 대체 불가능한 생계형 마케팅 플랫폼 (2분기 광고성수기, 월드컵 특수 기대)이라는 점과 (3) LINE 트래픽(Q)증가, 단가 높은 동영상 광고(P) 비중이 증가함에 따라 광고를 중심으로 하는 매출 성장률은 지속될 것으로 예상됨(NAVER 전체 매출성장률 17년 +16.3%, 18년 +17.1%, 19년 +14.6%)

밸류에이션 (미래성장사업) 점검

AI : NAVER '스마트홈' 연동기기 45종. Amazon Alexa의 12,000개와 큰 격차. Amazon Alexa는 동일 명령어에도 사용자별 식별이 가능하며, Google 스마트 비서는 단순 반응 수준이 아닌 능동적으로 대화가 가능한 수준까지 진전. NAVER 및 국내 AI는 답러닝을 위한 데이터의 언어적 한계, 연동 기기의 제한으로 국내 시장에 국한될 가능성이 높음

FinTech : NAVER Pay 가맹점수 20만개 1년전 대비 46% 증가. 1Q 18 LINE Pay 거래액 1,730억 엔 YoY 724% 증가. 일본 전자상거래 비중 5.8%(한국 20.7%), 신용카드보급률 20%로 성장잠재력 높고 정부지원도 적극적인 상황. LINE 메신저플랫폼 기반한 인터넷 증권, 자산운용, 보험, 대부업, 가상화폐 거래소 사업 진출은 WeChat 기반한 WeBank의 성공, 카카오톡 기반한 카카오뱅크의 성공에 비교될 수 있음

결론적으로 현재가(현재 밸류에이션) 수준에서는 추가하락은 제한적. 2분기 실적 개선, 하반기 일본 Fintech 사업 진전이 주가 회복에 Trigger가 될 것으로 기대

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,444	19.0	2.7	13,509	-0.5
영업이익	2,754	-3.4	7.2	2,813	-2.1
세전계속사업이익	2,850	-6.6	11.5	2,829	0.8
지배순이익	1,750	1.0	5.9	2,009	-12.9
영업이익률 (%)	20.5	-4.7 %pt	+0.9 %pt	20.8	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	13.0	-2.3 %pt	+0.4 %pt	14.9	-1.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		40,226	46,785	54,780	62,769
영업이익		11,020	11,792	11,618	14,159
지배순이익		7,493	7,729	7,534	9,065
PER		32.0	34.7	30.4	25.2
PBR		5.8	5.0	3.7	3.2
EV/EBITDA		17.0	17.4	14.6	11.9
ROE		26.2	18.5	14.7	15.4

자료: 유안타증권

I. 실적

1. LINE, SNOW 등 자회사 실적

와이즈에프앤 기준 NAVER 2018년 연간 연결영업이익 전망치는 2018년 1분기 실적발표 전 1조 3,600억원에서 6월18일 현재 1조 1,650억원으로 14.3% 감소하였다. (당리서치팀 추정치 1조 1,618억원)

NAVER 실적의 하향조정은 자회사 LINE Corp.의 1분기 실적 쇼크에서 비롯되었다. 18년 1분기 동사 전체 연결 영업이익의 평균 예상치는 2,951억원이었는데 반해, 실제 실적은 이보다 13% 하회한 2,570억원이었고, 실적하회의 가장 큰 원인은 LINE Corp.의 기타 수익을 제외한 영업이익이 -2.3억엔 적자전환을 했기 때문이다.

	1Q17	4Q17	1Q 18	QoQ	YoY
매출액(Revenues)	40,651	47,891	48,736	2%	20%
기타 수익(Other operating income)	330	496	1,473	197%	346%
영업비용(Operating expenses)	36,956	47,788	48,963	2%	32%
영업이익(Operating Income)	4,025	599	1,246	108%	-69%
기타 수익 제외한 영업이익 (Operating Income except other operating Income)	3,695	103	-227	적전	적전
Core(광고, 스티커, 게임) 매출액	37,424	41,399	42,713	3%	14%
Core(광고, 스티커, 게임) 영업이익	7,289	8,241	8,038	-2%	10%
Strategic(Fintech, AI, Commerce 등) 매출액	3216	6293	6063	-4%	89%
Strategic(Fintech, AI, Commerce, LINE Mobile 등) 영업이익	-2,676	-6,885	-7,141	적지	적지

자료: 유안타증권 리서치센터

LINE 영업 적자의 주요 원인은 기존 주요 사업 외에 핀테크, AI, 커머스, LINE Mobile(MVNO)의 적자확대에 기인한다. (1분기 약 700억원 규모)

LINE이 새로이 LINE 메신저 플랫폼에 기반하여 진출하고자 하는 핀테크(일본 Nomura와 JV 인터넷 증권 설립, 인터넷 보험대리점 설립, 자산운용 사업 진출, 대부업 진출, 가상화폐 거래소 설립 등), AI(Clova AI 스피커를 활용한 IoT 연결 확대 등) 사업 등은 인허가 획득에 필요한 기간을 포함해서 실제 수익(이익)이 발생하기까지는 3~5년의 장기적인 관점에서 바라보아야 하는 사업이어서, 당분간 LINE 영업이익이 의미 있게 회복되기까지는 일정 수준 이상의 시간이 필요할 것으로 판단된다.

또한, NAVER(별도)와 LINE 이외에 SNOW(지분율 59.3%, 2017년 연간 순이익 -727억원) 네이버 랩스(100%, -334억원), 네이버 웹툰(100%, -365억원) 신사업 부문에서의 적자도 당분간 적자감소 또는 BEP 달성 가능성이 높지 않아 전체적인 실적둔화 추세는 지속될 것으로 전망된다. (AI와 핀테크 부분은 10~16페이지 참고)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
NAVER 연결 영업이익 (A)	2,908	2,852	3,121	2,911	2,570
NAVER 별도 영업이익 (B)	2,713	2,883	3,007	3,179	2,938
LINE 영업이익 (C)	375	397	548	10	-23
차이 (A - B - C)	-181	-428	-434	-278	-345
: SNOW 등 LINE 외 자회사 손실액					

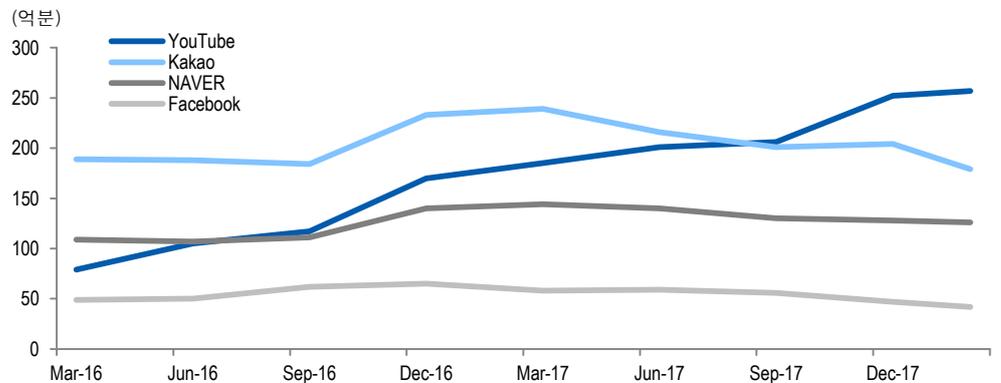
자료: NAVER, LINE, DART, 유안타증권 리서치센터

2. 광고

광고는 LINE을 포함하여 NAVER 전체 매출액 중 75%(18년 1분기 기준)를 차지하는 동사 실적에 가장 중요한 부분이다.

최근 YouTube를 통한 지식, 콘텐츠 소비의 증가로 YouTube의 모바일 사용시간이 아래 차트와 같이 급증하여 국내 최대 사용시간 App이 되었다. 이는 NAVER 등 다른 모바일 App 사용시간의 잠식을 의미하며, 사용시간(노출회수, 클릭회수)에 비례하는 NAVER 광고 특성상 광고 매출 감소로 이어질 수 있다는 판단이다.

모바일 App 사용시간 추이 (2016.03 ~ 2018.02)



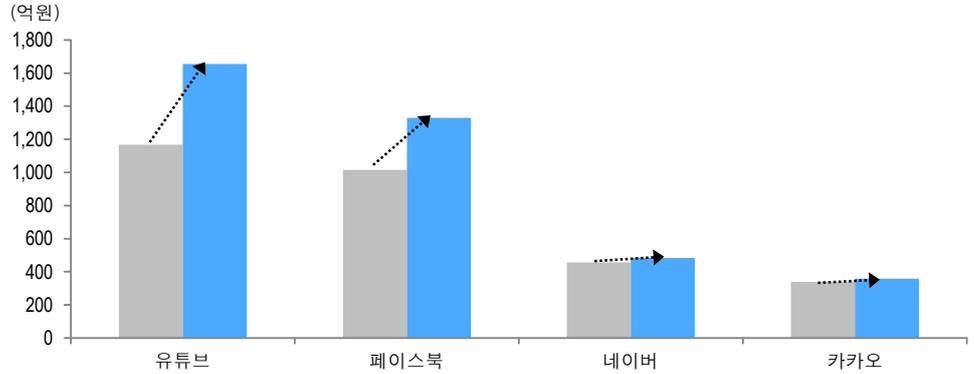
자료: 와이즈앱, 언론기사 인용

다만, (1) 동영상광고가 전체 디지털 광고시장에서 차지하는 비중(10% 전후 추정)이 아직 높지 않고

(2) 텍스트 위주의 NAVER 플랫폼과 동영상 위주의 YouTube 플랫폼의 성격이 상이하여 NAVER 플랫폼이 가지는 경쟁력 (① 짧은 시간에 많은 정보를 찾을 수 있다 ② 익숙한 User Interface ③ 동영상 콘텐츠를 포함한 정제되고 관리된 콘텐츠 증가) 은 여전할 것으로 판단된다.

(3) 특히 국내 중소기업자들에게 NAVER는 대체 불가능한 생계형 마케팅 플랫폼이란 면에서 NAVER의 성장세는 당분간 쉽게 꺾이긴 어려울 것이란 전망이다. 실제로 NAVER 쇼핑검색 광고주 수는 2018년 1분기 기준으로 약 23,000명으로 1년전 대비 92%나 증가하였다.

매체별 동영상 광고 매출 규모 & 성장률 (2016 vs 2017)



자료: 메조미디어

NAVER 검색결과로 나오는 YouTube 와 같은 ‘How to’ 동영상

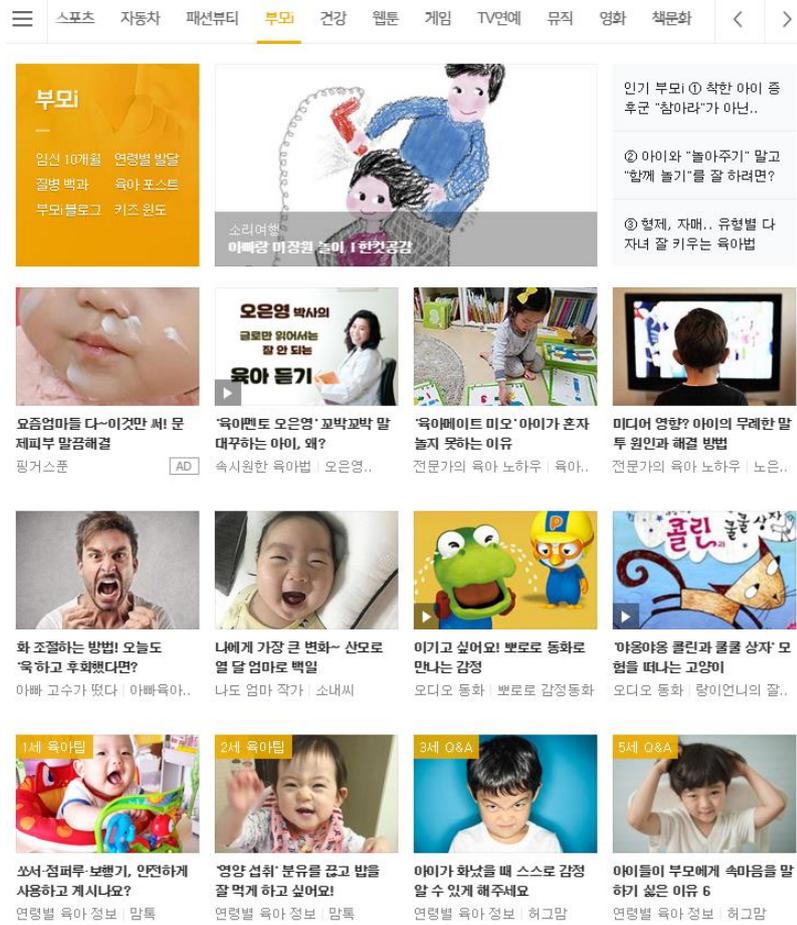
골프 레슨 정보



자료: Naver

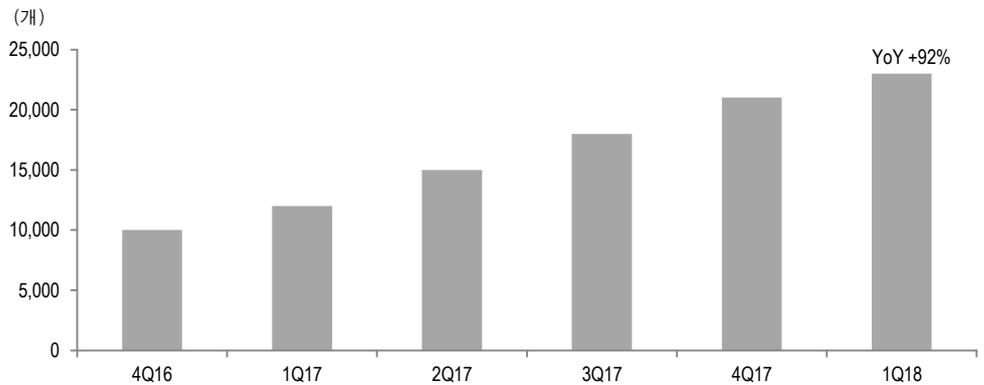
[더보기 >](#)

다양한 카테고리, 전문가에 의한 콘텐츠가 증가하고 있는 Naver 초기화면



자료: Naver

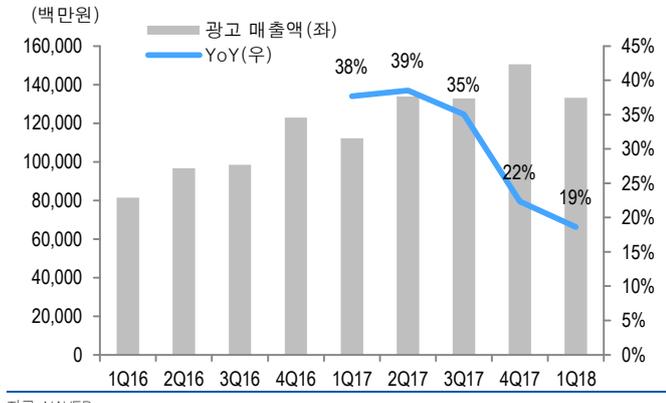
NAVER 쇼핑검색 광고주 수



자료: 유안타증권 리서치센터

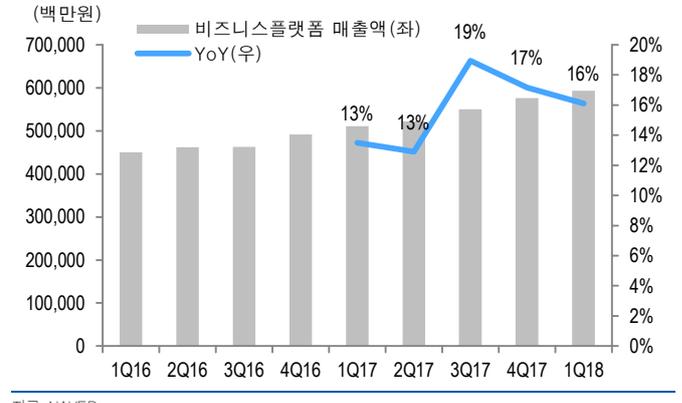
또한, 2018년은 지방선거, 월드컵 등 광고시장 특수가 많은 시기여서, 광고매출의 성장세는 지속될 것으로 예상된다.

국내 NAVER (디스플레이)광고 매출액&성장률



자료: NAVER

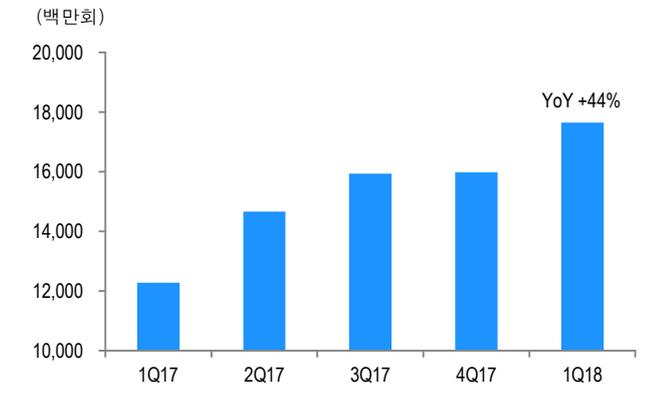
국내 비즈니스 플랫폼(검색광고) 매출액 & 성장률



자료: NAVER

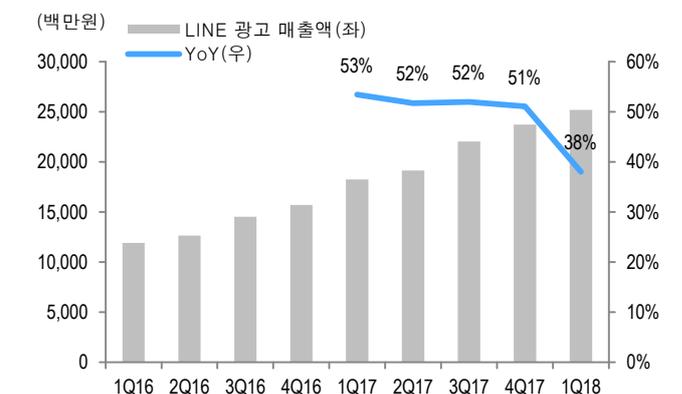
2017년 연간 52% 성장한 LINE 광고 역시 고성장을 지속할 것으로 예상된다. 광고매출의 근간이 되는 임프레션이 꾸준히 증가하고 있을 뿐 아니라, 트래픽이 많은 라인뉴스에 광고단가가 높은 동영상광고가 4월부터 개제되기 시작하여, 2018년에도 P(광고단가,CPM), Q(임프레션) 성장이 지속될 것으로 전망된다.

LINE 광고 분기별 노출회수(Impressions) 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

LINE 광고 매출액 & 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

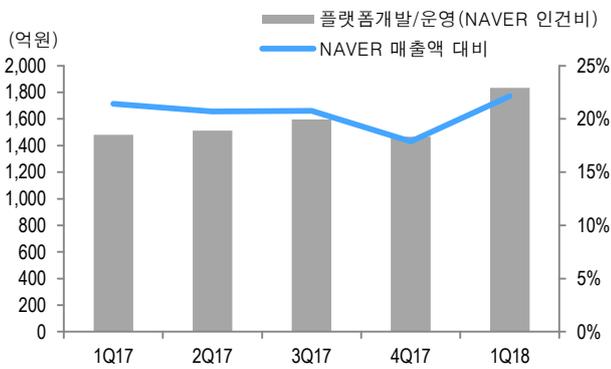
3. 결론 : 실적 전망

광고 등 TopLine 성장은 NAVER 및 LINE 모두 지속될 것으로 예상되지만, AI 등 신사업, 새로운 서비스 개선을 위한 인력 증가로 매출액 대비 인건비가 NAVER 및 LINE 모두 증가하고 있고, 이러한 추세는 향후 2~3년 간은 지속될 것으로 판단된다.

또한, SNOW 등 자회사 적자지속, LINE Strategy 사업 부문의 적자 또한 당분간 지속 될 것으로 예상되는 바, 매출 증가에 따른 영업마진율 개선은 제한적일 것으로 예상된다.

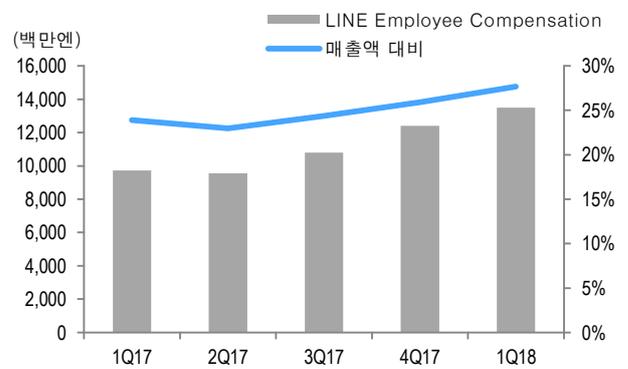
결론적으로 외형성장은 당분간 유지(2018년 +17.1%, 2019년 +14.6%) 되는 가운데 영업마진율의 2017년 수준(25%)으로의 회복은 향후 2~3년간은 어려울 것으로 예상된다.

NAVER 인건비 및 매출액 대비 비율 추이



자료: NAVER

LINE 인건비 및 매출액 대비 비율



자료: LINE

NAVER 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,082	1,130	1,201	1,266	1,309	1,344	1,373	1,451	4,677	5,478	6,277
YoY	15.5%	14.4%	18.5%	16.7%	21.0%	19.0%	14.4%	14.6%	16.3%	17.1%	14.6%
광고	112	134	133	151	133	157	149	169	529	608	661
비즈니스플랫폼	511	522	550	576	593	608	617	638	2,158	2,456	2,714
IT 플랫폼	43	49	59	66	73	78	81	91	218	322	423
콘텐츠서비스	25	25	27	27	30	32	30	33	103	125	145
LINE 및 기타플랫폼	391	400	432	446	481	469	497	521	1,669	1,968	2,334
LINE Corp	413	422	454	471	493	497	527	553	1,759	2,070	2,469
LINE Corp(역엔)	41	42	44	48	49	49	52	55	174	206	245
LINE 광고	18	19	22	24	25	25	27	29	83	106	131
Communication	8	8	8	7	7	7	7	7	30	29	28
콘텐츠	10	10	10	10	9	9	10	9	40	37	39
Others	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4	5
주요4개국 MAU(백만명)	171	169	168	168	165	168	171	171	170	168	175
일본 MAU(백만명)	68	70	71	73	75	77	79	80	71	78	85
기타플랫폼	-21	-23	-21	-25	-25	-28	-30	-32	-90	-115	-134
영업비용	791	844	889	975	1,052	1,069	1,082	1,113	3,499	4,316	4,861
플랫폼개발/운영	148	151	160	147	183	180	184	188	606	735	849
대행/ 파트너	189	204	216	249	240	254	255	273	857	1,022	1,153
인프라	50	55	58	62	60	61	63	63	225	247	274
마케팅	47	58	70	67	71	74	76	78	242	298	311
LINE 및 기타플랫폼	357	376	385	451	497	501	505	511	1,569	2,014	2,275
라인비용	375	383	399	470	495	511	514	517	1,626	2,036	2,211
LINE Operating Expense(역엔)	37	38	39	48	49	51	51	52	153	202	219
Payment processing and Licensing	8	7	7	7	7	7	8	8	30	30	29
Sales commission	2	2	2	2	3	3	3	3	-	13	13
Employee compensation	10	10	11	12	13	14	15	15	42	57	63
Marketing	4	4	3	5	4	5	4	4	15	17	18
Infrastructure and Outsourcing expense	2	2	2	2	3	2	3	3	9	10	10
Outsourcing expense	5	6	6	7	8	8	8	8	24	32	35
Depreciation and amortization	1	2	2	2	2	2	2	2	7	9	11
Other operating expenses	5	6	6	9	8	8	8	8	25	34	40
라인영업이익(역엔)	4	4	5	0	-0	-1	1	4	21	3	26
영업이익	291	285	312	291	257	275	291	338	1,179	1,162	1,416
YoY	13.2%	4.6%	10.6%	0.3%	-11.6%	-3.4%	-6.7%	16.2%	7.0%	-1.5%	21.9%
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	20.5%	21.2%	23.3%	25.2%	21.2%	22.6%

II. VALUATION

상기에서 언급한 것처럼 LINE 실적은 Strategy 사업부문의 적자로, 당분간 PER에 의한 밸류에이션은 어려운 상황이다.

따라서, NAVER를 NAVER 국내와 LINE으로 분리한 뒤, NAVER 국내는 PER 밸류에이션을 적용하고, LINE의 경우 PSR과 같은 PER 이외의 밸류에이션을 적용해야하는 상황이다.

이렇게 적용할 경우 2018년 2월1일부터 최근까지 NAVER 전체 기업가치가 25%하락한 것은 과도한 하락인 것으로 판단된다.

왜냐하면, 실제 NAVER 전체 이익 추정치는 14.3% 감소하였으나, 주가는 25%나 하락하였을 뿐만 아니라, LINE의 현재 시가총액 지분만큼을 제외한 국내 NAVER만의 PER은 18.8배 수준이기 때문이다.

구분	가치
NAVER 전체 시가총액	233,046
LINE 시가총액	101,059
LINE 지분율	73.28%
LINE 지분가치	74,056
NAVER 국내 기업가치	158,990
NAVER 국내 2018년 예상 영업이익(1-25%)	8,458
NAVER 국내 PER	18.8

자료: 유안타증권 리서치센터

이는 실제 시장에서 느끼는 NAVER 전체 PER인 28배와 많은 괴리가 있으며, 항상 비교 대상이 되었던 Alphabet PER 보다 낮은 밸류에이션 수준이 된다.

글로벌 인터넷 밸류에이션 비교

(단위: 배, %)

	PER		EPS Growth		PSR		ROE		PBR		EV/EBITDA	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Alphabet	22	20.1	35.1	8	7.3	6.1	18.1	17.1	4.3	3.5	13.7	11.6
Yahoo Japan	16.7	18.7	-8.8	-9.8	2.4	2.3	13.4	11.6	2.2	2	5.6	5.8
Facebook	22.2	18.3	22.2	19.7	9.8	7.7	24.8	24.4	6	4.5	14.8	11.9
Twitter	58.6	48.9	-22.1	45.9	10.7	9.5	9.7	13.7	5.5	4.7	26.9	22.5
Weibo	37.3	25.6	64.1	49.5	12.8	9.2	41	40.7	13	8.7	30.9	20.3
Naver	28.1	23.1	-1.2	22.2	4.3	3.7	16.1	16.9	4	3.4	14.2	11.9
카카오	63.9	43.8	-18.1	46.5	3.6	3.2	3.1	4.3	1.9	1.8	25.2	18.8
라인	121.7	51.7	-55.5	135.6	4.9	4.2	3.3	7	5	4.6	32.3	20.9
Amazon	81.4	59.1	162.8	61.2	3.5	2.8	16.3	19.4	21.1	15.1	28.9	21.9
Ebay	17.7	15.3	36.7	18.4	3.7	3.4	28.2	31.9	5.6	5	12.1	11.3
Tencent	38.5	29.1	39.1	28.1	9.6	7.1	28	28	9.6	7.5	26.2	20.6

자료: Bloomberg

그렇다면, 실적 하락 외에 추가적으로 하락한 밸류에이션에 대한 점검이 필요한데, 이하에서는 NAVER 밸류에이션의 두 가지 큰 축인 미래성장사업 AI와 FinTech 부문에 대한 점검을 해보도록 하겠다.

1. AI

AI는 NAVER의 미래 전략 사업이어서, 본사 및 자회사를 통해 신규 인력 등 투자가 지속되고 있는 부문이다. AI는 동사뿐만 아니라 해외 우수 IT 기업들도 오래 전부터 연구개발 및 투자를 진행해왔던 부문이다.

NAVER가 현재 진행하고 있는 AI 기술은 CF(Collaborative Filter) 기술을 활용한 음악, 뉴스, 쇼핑 상품 등을 개인 특성에 맞게 추천해주는 기술과 음성인식/명령 기능과 IoT 기술을 접목한 ‘스마트홈’ 또는 ‘스마트비서’ 서비스이다.

이 중 NAVER ‘스마트홈’의 연동 가능한 기기는 총 45종으로 Amazon Alexa의 12,000개와 차이가 아직 많이 난다.

Amazon Alexa는 최근 동일한 명령어에도 사용자 별로 달리 인식할 수 있는 음성인식/명령 기술까지 발전된 상황이며, 향후에는 이용자의 목소리 음을 분석하여 기분이나 감정 상태까지 파악할 예정이라고 전해지고 있다.

Google의 경우 사람을 대신하여 레스토랑이나 미용실에 전화를 걸어 예약 요청을 할 수 있는 수준의 AI 비서가 공개된 상황이며, 기존 챗봇의 단순 반응 수준의 AI가 아닌, 능동적으로 상황 변화에 대응하는 AI 수준까지 이른 것으로 알려지고 있다.

업체별 AI 발전 수준

구분	내용
NAVER	<p>Clova - IoT 연동 : 가정내 조명, 에어컨 컨트롤하는 '스마트홈' 기능</p> <p>클로바와 연동 가능한 스마트홈 기기 협력사는 LG 전자, 필립스(Hue), 코웨이, Brunt 등 총 8곳, 연동 가능한 기기는 45종 (6/11 보도자료 기준)</p> <p>VIBE : 사용자 개인취향 고려한 뮤직 추천 , 'Collaborative Filter' 활용</p> <p>AIRSPACE : 'CF'를 활용 이용자의 현재 위치 기반으로 성, 연령에 따라 맛집, 쇼핑, 배달/예약, 공연 등 맞춤형 플레이스 추천</p> <p>"AiTEMS : 네이버 플랫폼 내의 서비스 이력을 기반으로 고객 관심사를 분석해 취향에 맞는 상품 추천</p> <p>"AiRS : 'CF' 와 인공지능경망기술(Recurrent Neural Network)을 활용한 뉴스 추천</p>
Amazon	<p>Alexa 에 이용자 목소리 인식 기반 개인화 기능 추가(5/17), 예를 들어 "Alexa, 음악들어줘"라고 말하면 이용자를 인식해 이용자가 선호하는 음악을 Amazon Music 을 통해 재생해 주고, 쇼핑 시에도 이용자 목소리를 인식해 4자리 확인번호 없이도 결제를 완료할수 있도록 지원</p> <p>Alexa 의 기억 기능을 활용해 이용자들이 특정 장소에 놓은 물건을 Alexa 에게 물어 바로 찾을 수 있도록 지원</p> <p>향후 Alexa 가 이용자들의 기분이나 감정 상태를 인식하여 이용자 목소리의 음을 분석할 예정</p> <p>Alexa 제어 가능한 스마트홈 단말 수는 12,000개</p>
Google	<p>Google Duplex 가 사람을 대신해서 미용실에 전화를 걸어 헤어컷 서비스를 예약하거나 레스토랑에 전화를 걸어 예약을 문의하는 데모 공개(5/10)</p> <p>사용자가 Google Assistant 를 통해 헤어컷 또는 저녁식사 예약을 요청하면, Google Duplex 가 해당 매장에 전화를 걸어 매장의 응대자와 대화를 하며 예약 요청을 전달하고 해당 내용을 Google Assistant 가 사용자에게 다시 전달함</p> <p>단순히 예약을 요청하고 확인하는 대화 외에 응대자가 기다리라는 말에 '으흠(Mmm-hmm)'이라고 반응하거나, 예약이 불가하다는 말에 얼마나 기다려야하냐는 적절한 추가 질문을 하는 등 기존 챗봇의 단순 반응형 AI 가 아닌, 보다 진보된 능동형의 AI 형태로, 전화를 받은 응대자는 통화 상대가 로봇이라는 사실을 눈치채지 못함</p> <p>Google Duplex 는 상황에 따라 억양을 컨트롤하는 자동음성인식(Automatic Speech Recognition, ASR)과 음성변화(Text To Speech, TTS) 등 음성처리 기술과 순환신경망(RNN) 기술을 구현하는 Google 의 머신 러닝 플랫폼인 TFX(TensorFlow Extended)를 이용하고 있음</p> <p>Google Duplex 가 자동차에 적용될 경우, 에어백이 터지는 등 자동차 사고가 난 상황을 파악하고 자동으로 구급차에 전화를 걸어 구급차를 부르거나 응급 서비스에 자동 전화를 연결하여 도움을 요청할 수 있을 것임</p> <p>Google Assistant 로 제어 가능한 스마트홈 단말 수가 5000개로 확대. 제어 가능한 단말은 카메라, 도어벨, 드라이어, 전등, 플러그, 온도계, 보안 시스템, 시계, 청소기, 센서, 히터, 자물쇠, 공기청정기, 냉장고, 오븐 등 다양</p>

자료: 유안타증권 리서치센터

정보통신기술진흥센터에 따르면 한국의 AI 기술수준은 2017년 기준으로 미국보다 2.3년, 유럽보다 1.3년, 일본보다 0.3년, 중국보다 0.4년 정도 뒤쳐진 것으로 알려져 있다.

최근의 인공지능 기술은 많은 데이터를 활용한 딥러닝(Deep Learning) 기술이 핵심인데, 한국의 경우 시작도 늦었을 뿐만 아니라, 데이터의 언어적 한계(비영어)로 기술진화 및 확장에 있어서 많은 한계가 존재하는 것으로 판단된다.

예를 들어, 삼성 및 LG전자 수출용 가전제품에 AI를 통한 IoT 제어장치를 장착한다고 했을 때, 국내 AI 플랫폼 보다는 영어 기반의 AI 플랫폼이 보다 경쟁력이 높을 것이란 판단이다.

국가별 인공지능 기술 수준(미국 = 100) 및 인공지능 기술 격차

국가	인공지능 기술수준	인공지능 기술 격차		
	2017년 기준	2015년	2016년	2017년
미국	100	-	-	-
유럽	92.8	1.3년	1.1년	1.0년
일본	82.9	1.6년	1.5년	2.0년
중국	83.7	2.8년	2.3년	1.9년
한국	81.3	2.4년	2.2년	2.3년

자료: 정보통신기술진흥센터

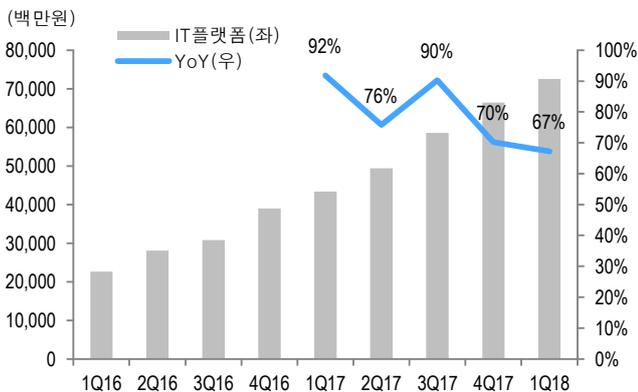
따라서, 국내 AI 및 NAVER가 추구하고 있는 AI는 국내 시장 기반으로 형성될 가능성이 높을 뿐만 아니라, 데이터 양의 한계 및 적용 대상의 한계로 기술적 진화도 타 국가와의 격차를 쉽게 좁히기는 어려울 것이란 판단이다.

2. FinTech

NAVER와 LINE 양사 모두 적극적으로 추진하고 있는 신사업 영역은 FinTech 사업부문이다. FinTech 의 다양한 영역 중에서 결제부문에서 양사 모두 가장 높은 성과를 구가하고 있다.

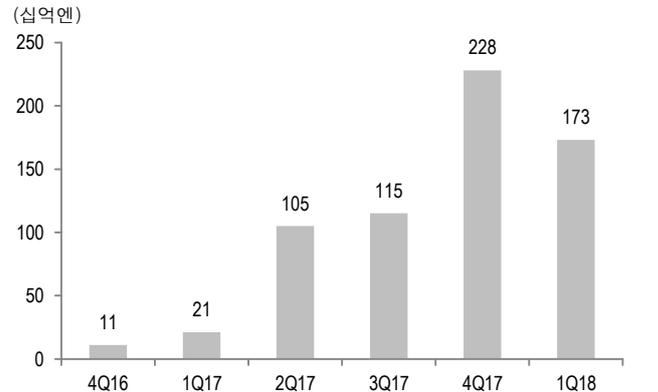
Naver Pay의 경우 18년 1분기 기준 가맹점수가 약 20만개로 1년전 보다 46%가 증가한 상황이다. 온라인 쇼핑 사업자가 가장 필요하지만 중소기업자로서 쉽게 구축하기 어려운 결제시스템을 제공해 줌으로서, 국내 인터넷 쇼핑 성장 속도만큼이나 빠르게 Naver Pay가 성장하고 있다.

IT 플랫폼(Naver Pay 등) 매출액&성장률



자료: NAVER

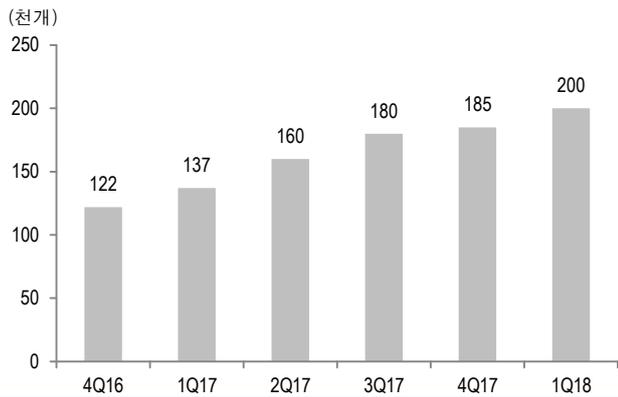
LINE Pay 거래액 추이



자료: LINE

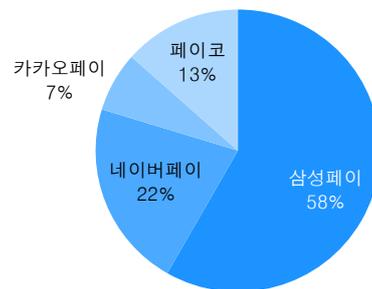
LINE의 경우 아직 신용카드 보급률(일본 20%) 및 인터넷 상거래 비율이 높지 않은 일본과 대만에서 가파르게 성장하고 있다.

NAVER Pay 가맹점수 추이



자료: NAVER

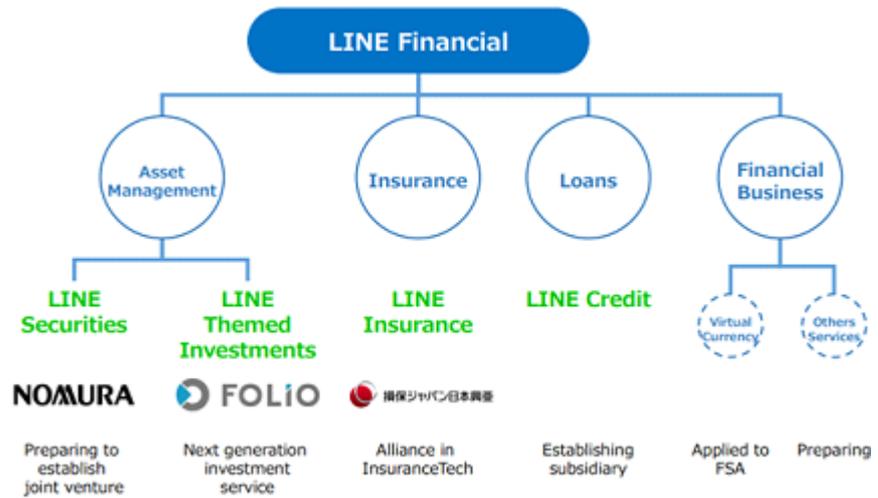
2017년 1월~8월 결제액 기준 간편결제 시장점유율



자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

FinTech 사업은 일본 및 대만의 국민 메신저 LINE 플랫폼을 기반으로 일본에서 보다 공격적으로 추진하고 있다.

LINE Financial Business Plan



자료: LINE

WeBank 주요 내용

구분	내용
타겟 고객	수신 : 온라인 메신저 QQ 가입자 8억명, 모바일 메신저 위챗 가입자 6억명 여신 : 기존 중국 공공 은행이 커버하지 못하는 중/저신용 개인 고객 및 SMB 기업 고객 대상
빅데이터 활용	QQ, Wechat, Tenpay 내 소셜 데이터를 이용한 신용 등급 산정 - Tencent 제공 서비스별 고객 로그인 시간, 가상 계좌 내 자산, 게임 활동 내역, 온라인 구매활동, 송금 내역 등을 기반으로 신용등급 산정
자사 플랫폼 연계	고객 자금 흐름 상의 수직적 통합 도모 - 온라인 커머셜 사이트(JD.com) + 신용등급 산정 + 결제 (Tenpay/QQ Wallet) + 자금 예치/대출 (Webank)
신기술 활용	얼굴 인식을 통한 보안/인증 시스템 도입

자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

NAVER 및 LINE의 성공모델은 중국 텐센트의 자회사(지분율 30%) WeBank이다. 위뱅크는 2017년 매출액과 순이익이 전년대비 각각 176%, 261% 증가한 67.5억 위안(1조1400억원), 14.5억위안(2500억원)으로 불과 3년전인 2015년 5.8억위안 적자에서 빠르게 이익이 증가하고 있다.

	2015	2016	2017
자산	96.211	519.95	817.04
매출	2.26	24.49	67.48
순이익	-5.84	4.01	14.48
NIM	3.14%	6.07%	7.02%
자본충족율	36.50%	20.21%	16.74%
대손충당금 적립율	2379.61%	934.11%	912.74%
부실대출비율	0.12%	0.32%	0.64%

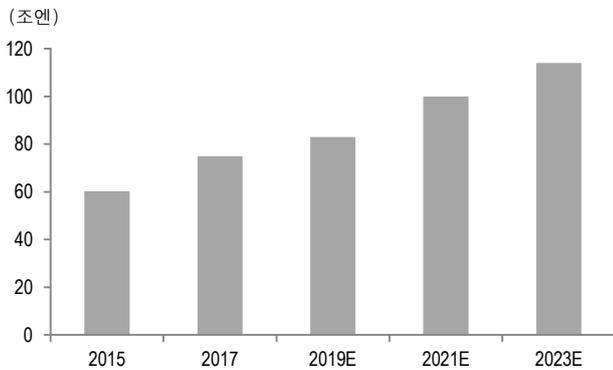
자료: WeBank, 유안타증권 리서치센터

LINE의 FinTech 사업 역시 WeBank 성장의 근간이 되었던 WeChat처럼 LINE 메신저를 기반으로 인터넷 상에서 금융사업을 확대하려는 것으로 추정된다.

일본 인터넷 금융은 라쿠텐을 중심으로 은행, 증권, 보험, 결제시장이 활발히 성장하고 있으며, 전통적인 현금거래와 인터넷 거래 비중을 낮추고자 정부가 적극적으로 지원, 가상화폐거래소까지 활발히 설립되고 있는 실정이다.

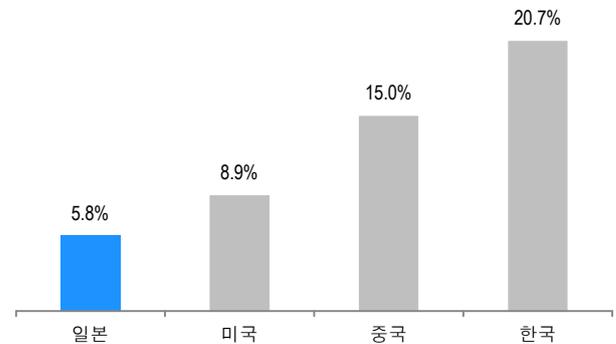
노무라종합연구소에 따르면 일본 핀테크 시장은 스마트결제 기준으로 2015년 60조 2000억엔에서 2023년 114조엔으로 성장할 것으로 전망되고 있다.

일본 FinTech 시장규모



자료: IT 네비게이터 2018년, 노무라종합연구소

주요국 전자상거래 비중(EC 화율) 비교



자료: 각 국 통계청, 유안타증권 리서치센터

일본 LINE의 FinTech 사업은 증권, 자산운용, 보험, 대부업, 가상화폐 등 금융의 다양한 영역에 진출을 시도하고 있다. 일본은 아직 EC화율(소매판매액 중 전자상거래 거래액 비중)이 낮고 (5.8% vs 한국 20.7%), 신용카드 보급률이 20% 미만이어서 일본 최대 모바일 플랫폼 LINE에 기반한 FinTech 사업의 확장잠재력이 높다는 판단이다.

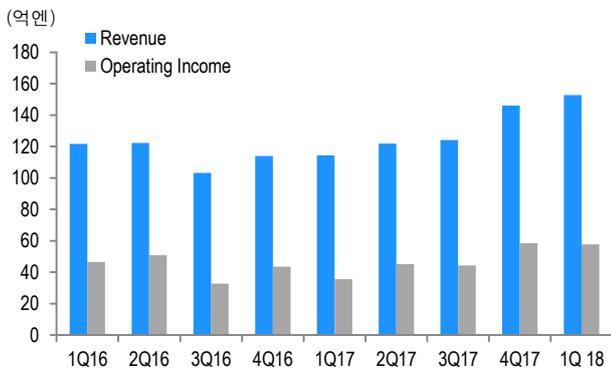
LINE Financial 사업계획

사업영역	사업부문	주요 내용
Asset Management	LINE 증권	인터넷 증권사. 일본 최대 증권사인 Nomura 와 51:49로 JV 7/2 설립. 설립자본금 100억엔, 주로 주식 브로커리지 수수료 수익모델이 주가 될 전망
	LINE Themed Investments	인터넷에 익숙하지만 투자비용이 낮은 20~30대 대상으로 가볍게 투자할수있는 테마형 투자상품 개발, 연내 런칭 예정. 일본 스타트업 투자사 'FOLIO'와 제휴. 지분율은 미공개
Insurance	LINE Insurance	LINE 플랫폼을 통해 보험상품을 판매하는 보험 대리점 영업. 일본 내 2위 보험사인 'InsuranceTech'와 제휴. 지분관계는 없음. 연내 런칭 계획
Loans	LINE Credit	인터넷 소액대출사업. LINE Corp 자회사로 설립 진행중
Financial Business	Virtual Currency	가상화폐 거래소 모델 설립 준비중. 정부에 승인 신청 대기 중
	Others Services	블록체인 등

자료: LINE, 유안타증권 리서치센터

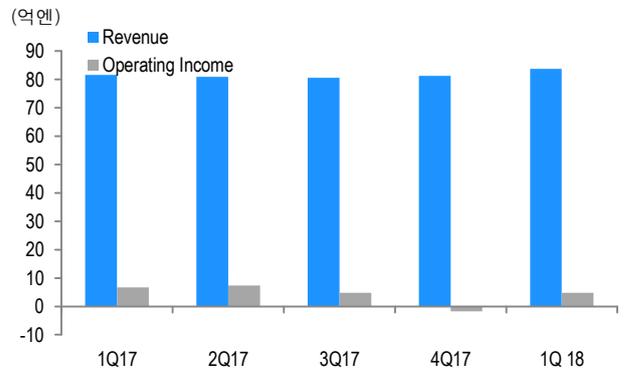
일본의 인터넷 금융의 선두업체 라쿠텐의 증권 및 보험 사업부문도 꾸준히 성장과 수익성을 유지하고 있는 상황이다.

라쿠텐 증권 매출액 & 영업이익 추이



자료: Rakuten

라쿠텐 보험 매출액 & 영업이익 추이



자료: Rakuten

3. 결론

미래성장을 위한 투자로 인해 최근 실적추정치가 감소 하였으나, 이는 이미 주가에 반영되었다는 판단이다. 반면 국내 NAVER 및 LINE 광고 등 매출 성장률은 견조할 것으로 예상되며, AI , 특히 국내 NAVER Pay 및 LINE Pay와 일본 FinTech 신규 사업 부문에서의 성장 잠재력이 높아, 2분기 실적 개선과 하반기 일본 FinTech 사업 진전이 주가회복의 Trigger가 될 것으로 전망이다.

NAVER 목표주가 산정내역		(단위: 억원, 배)
구분		가치
검색+커머스 플랫폼 가치 (A)		190,822
2018년 예상 별도 영업이익 (1-25%)		8,458
Target PER		22.6
글로벌 peer 평균 PER		22.6
LINE 지분 가치 (B)		84,279
LINE 2018년 예상 매출액		20,697.04
Target PSR		5.6
글로벌 Peer Facebook, Twitter, Weibo (모바일광고/SNS) 2018년 평균 PSR 50% discount 적용		5.6
LINE 가치		114,869
LINE 주당가치 (₩) (원/엔 환율 10.0 적용)		5,235
LINE 발행 주식수		219,407,000
LINE 현재가 (₩)		4,315
자산가치 (C)		45,859
자사주 (3,726,061주)		25,859
순현금(별도재무제표 기준)		20,000
NAVER 총 가치 (A + B + C)		320,960
발행주식수		32,962,679
NAVER 총 가치 주당가치		973,707

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	40,226	46,785	54,780	62,769	69,628
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	40,226	46,785	54,780	62,769	69,628
판매비	29,206	34,993	43,162	48,610	52,702
영업이익	11,020	11,792	11,618	14,159	16,926
EBITDA	12,650	13,854	13,867	16,315	18,498
영업외손익	297	166	229	317	448
외환관련손익	9	-159	-80	-80	-80
이자손익	295	361	544	716	855
관계기업관련손익	-94	-140	-98	-98	-98
기타	88	105	-137	-222	-229
법인세비용차감전순이익	11,318	11,958	11,847	14,476	17,374
법인세비용	3,609	4,232	4,546	5,501	6,602
계속사업순이익	7,709	7,727	7,301	8,975	10,772
중단사업순이익	-118	-26	0	0	0
당기순이익	7,591	7,701	7,301	8,975	10,772
지배지분순이익	7,493	7,729	7,534	9,065	10,880
포괄순이익	7,236	6,272	8,696	10,212	11,883
지배지분포괄이익	7,330	6,725	10,632	12,486	14,529

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	41,999	47,842	54,098	62,417	72,670
현금및현금성자산	17,262	19,076	21,205	29,917	39,691
매출채권 및 기타채권	7,193	10,250	12,563	9,264	9,693
재고자산	103	362	411	471	522
비유동자산	21,707	32,350	40,165	43,728	47,235
유형자산	8,633	11,500	9,676	8,066	6,859
관계기업 등 지분관련자산	1,822	2,810	5,452	8,094	10,736
기타투자자산	6,148	11,067	13,656	15,135	16,035
자산총계	63,706	80,193	94,262	106,145	119,905
유동부채	18,039	23,027	25,955	26,561	26,561
매입채무 및 기타채무	9,808	12,458	14,760	15,819	15,819
단기차입금	2,273	2,110	2,090	2,090	2,090
유동성장기부채	0	1,500	1,500	1,500	1,500
비유동부채	4,371	4,113	7,010	8,603	10,647
장기차입금	0	499	2,460	4,421	6,382
사채	1,500	0	0	0	0
부채총계	22,410	27,141	32,965	35,164	37,208
지배지분	35,947	47,623	54,708	63,350	73,807
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	12,172	15,079	15,120	15,120	15,120
이익잉여금	38,102	45,555	52,665	61,307	71,764
비지배지분	5,349	5,428	6,590	7,630	8,890
자본총계	41,296	53,052	61,298	70,981	82,697
순차입금	-30,170	-31,817	-33,328	-42,910	-50,723
총차입금	3,773	4,156	6,097	8,058	10,019

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	11,640	9,400	11,790	15,387	12,910
당기순이익	7,591	7,701	7,301	8,975	10,772
감가상각비	1,457	1,827	1,824	1,610	1,208
외환손익	-37	54	80	80	80
종속, 관계기업 관련손익	94	140	98	98	98
자산부채의 증감	883	-1,385	1,297	3,290	-429
기타현금흐름	1,653	1,063	1,190	1,335	1,181
투자활동 현금흐름	-9,417	-13,103	-8,324	-9,432	-6,301
투자자산	-1,999	-7,787	-3,640	-3,640	-3,640
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,538	-4,722	0	0	0
유형자산 감소	566	60	0	0	0
기타현금흐름	-6,446	-654	-4,684	-5,792	-2,661
재무활동 현금흐름	6,978	6,362	3,219	3,199	3,199
단기차입금	-2,352	-9	-20	0	0
사채 및 장기차입금	-1,055	490	1,961	1,961	1,961
자본	0	0	41	0	0
현금배당	-321	-326	-425	-423	-423
기타현금흐름	10,707	6,207	1,661	1,661	1,661
연결범위변동 등 기타	-73	-846	-4,556	-442	-34
현금의 증감	9,128	1,813	2,129	8,713	9,774
기초 현금	8,134	17,262	19,076	21,205	29,917
기말 현금	17,262	19,076	21,205	29,917	39,691
NOPLAT	11,020	11,792	11,618	14,159	16,926
FCF	8,481	3,575	10,706	14,225	11,636

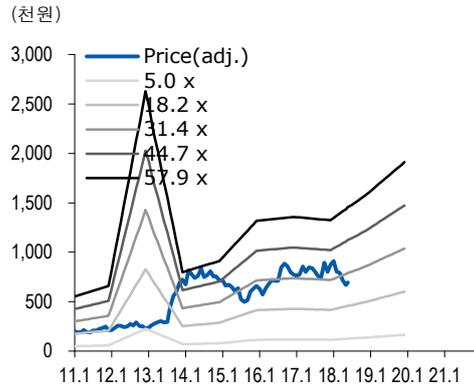
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

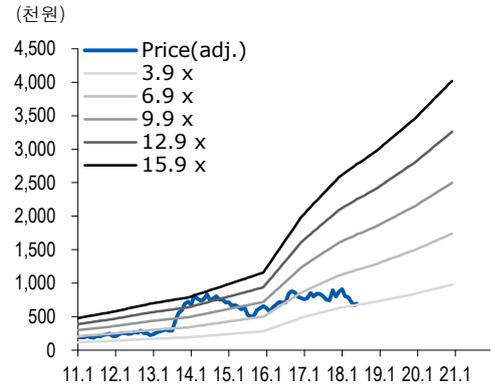
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	22,732	23,447	22,857	27,500	33,006
BPS	124,786	162,147	187,122	216,681	252,448
EBITDAPS	38,377	42,031	42,069	49,496	56,117
SPS	122,036	141,932	166,188	190,425	211,232
DPS	1,131	1,446	1,446	1,446	1,446
PER	32.0	34.7	30.4	25.2	21.0
PBR	5.8	5.0	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	17.0	17.4	14.6	11.9	10.1
PSR	6.0	5.7	4.2	3.6	3.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	23.6	16.3	17.1	14.6	10.9
영업이익 증가율 (%)	32.7	7.0	-1.5	21.9	19.5
지배순이익 증가율 (%)	44.4	3.1	-2.5	20.3	20.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	27.4	25.2	21.2	22.6	24.3
지배순이익률 (%)	18.6	16.5	13.8	14.4	15.6
EBITDA 마진 (%)	31.4	29.6	25.3	26.0	26.6
ROIC	256.6	162.2	110.1	312.2	-1,817.8
ROA	13.9	10.7	8.6	9.0	9.6
ROE	26.2	18.5	14.7	15.4	15.9
부채비율 (%)	54.3	51.2	53.8	49.5	45.0
순차입금/자기자본 (%)	-83.9	-66.8	-60.9	-67.7	-68.7
영업이익/금융비용 (배)	181.5	2,073.9	1,315.5	1,210.8	1,162.8

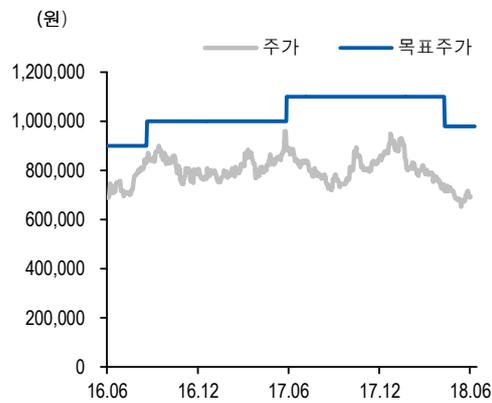
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과이익	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-06-19	BUY	980,000	1년		
2018-04-27	BUY	980,000	1년		
2017-06-13	BUY	1,100,000	1년	-25.77	-13.64
2016-09-05	BUY	1,000,000	1년	-18.38	-4.00
2016-04-28	BUY	900,000	1년	-18.99	-6.11

자료: 유안타증권

주: 과이익 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	85.6
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-06-16

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.