

인터넷

이창영



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	980,000원 (M)
현재주가 (7/26)	751,000원
상승여력	30%

시가총액	247,550억원
총발행주식수	32,962,679주
60일 평균 거래대금	755억원
60일 평균 거래량	104,839주
52주 고	950,000원
52주 저	652,000원
외인지분율	59.91%
주요주주	국민연금 10.33%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.2	3.6	(9.0)
상대	4.9	12.0	(3.2)
절대(달러환산)	1.8	0.0	(8.8)

투자 지속, 성장 지속?

2분기 실적 Review : 매출액 1조3,636억원 YoY +20.7%, 영업비용 1조1,130억원 YoY +31.8%. 20%를 넘어서는 (매출) 성장률을 기록하였으나, 그 이상의 비용(투자)증가로, 영업이익은 2,506억원 YoY -12.1%. 시장기대치 하회. 소프트뱅크의 LINE MOBILE 투자로 인한 종속기업투자 처분이익 1,127억원 등이 발생, 순이익은 3,140억원 YoY +83.1%.

NAVER 플랫폼 8,777억원 YoY +20.2%, 영업이익 2,766억원, YoY +5.9%, 영업이익률 31.5%. LINE 및 기타 매출 4,859억원 YoY +21.6%, 260억원 영업적자(전환)

3분기 및 하반기 전망 : 2분기 매출 증가 이상 증가한 비용은 대부분 투자 성격의 비가역적인 인건비(NAVER YoY +25.7%, LINE YoY +45.4%) 증가와 폐이관련 마케팅비용 증가(NAVER YoY +45.9%)가 많은 부분을 차지하고 있어서, 비용증가에 따른 마진율하락은 하반기에도 지속될 것으로 예상됨

다만, 비용(투자)증가에도 네이버페이 거래 증가에 따른 IT플랫폼 매출 고성장 (857억원 YoY +62.4%), 신규상품 증가 및 타게팅 광고 도입(예정)에 따른 LINE 광고 고성장 (272억엔 YoY +42.0%)은 하반기에도 유지될 것으로 전망 되는 바, 당분간 비용 증가, 매출 증가 추세는 지속될 것으로 예상됨.

또한, 2분기 LINE Pay 거래액 1,950억엔 YoY +83.1%, JCB와 QUIC Pay 제휴로 72만 가맹점 확보, 연내 100만 가맹점 목표, 노무라 증권과 LINE 증권 설립, 테마투자전문 자산운용사 설립(예정), LINE 보험 설립(예정), LINE 대부업체 설립, 가상화폐거래소 설립 등 LINE 플랫폼을 활용한 FINTECH 사업을 본격 시작할 예정이어서, 이로 인한 성장이 기대됨(=벨류에이션 멀티플 증가)

투자의견 BUY, 목표주가 98만원 유지

현재 및 당분간은 매출 성장 이상의 비용증가로 이익(률) 감소가 예상되고 있고, 장기적으로 YouTube 사용시간 증가에 따른 NAVER 플랫폼 경쟁력 약화 우려가 큰 상황임. 그러나, 기존 광고매출 성장성이 견조하고, 폐이, 웹툰, 커머스 등 미래성장 사업이 고성장하고 있으며, YouTube 사용시간 확장이 실제 NAVER 실적에 미치는 영향은 크지 않아, Text 중심, 국내 중소커머스 사업자들에게 대체 불가능한 NAVER 플랫폼의 가치는 유지될 것으로 예상됨. 또한, 중국의 WeBank, 국내의 카카오뱅크와 같이 1위 메신저에 기반한 LINE FINTECH 모델이 하반기 가시적인 성과가 나타난다면, 추가적인 벨류에이션 상승도 기대해 볼 수 있다는 판단임. 투자의견 BUY, 목표주가 98만원을 유지함

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,636	20.7	4.2	13,508	0.9
영업이익	2,506	-12.1	-2.5	2,664	-5.9
세전계속사업이익	3,883	27.3	51.9	2,725	42.5
지배순이익	2,963	71.2	79.4	1,902	55.8
영업이익률 (%)	18.4	-6.8 %pt	-1.2 %pt	19.7	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	21.7	+6.4 %pt	+9.1 %pt	14.1	+7.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	40,226	46,785	55,961	63,702
영업이익	11,020	11,792	10,137	12,025
지배순이익	7,493	7,729	8,651	9,414
PER	32.0	34.7	28.6	26.3
PBR	6.7	5.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	17.0	17.4	22.1	18.9
ROE	26.2	18.5	16.8	15.7

자료: 유안타증권

NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, 백만엔)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익(억원)	10,822	11,296	12,007	12,659	13,091	13,636	14,185	15,050	46,784	55,962	63,702
광고	1,122	1,338	1,329	1,505	1,331	1,487	1,428	1,630	5,294	5,876	6,229
비즈니스플랫폼	5,105	5,218	5,498	5,756	5,927	6,116	6,293	6,521	21,577	24,857	27,342
IT 플랫폼	434	494	586	664	725	857	965	1,112	2,178	3,659	5,013
콘텐츠서비스	247	250	272	276	296	317	325	347	1,045	1,285	1,478
LINE 및기타플랫폼	3,914	3,996	4,322	4,458	4,812	4,859	5,174	5,439	16,690	20,284	23,639
영업비용	7,914	8,444	8,886	9,748	10,521	11,130	11,793	12,380	34,992	45,824	51,677
플랫폼개발/운영	1,481	1,513	1,596	1,466	1,832	1,902	2,032	2,103	6,056	7,868	9,429
대형/파트너	1,887	2,043	2,157	2,486	2,404	2,622	2,727	2,951	6,056	7,868	9,429
인프라	501	552	580	617	603	638	652	662	2,250	2,555	2,814
마케팅	472	582	700	670	710	849	916	1,009	2,424	3,484	4,148
LINE 및기타	3,574	3,755	3,852	4,509	4,972	5,119	5,467	5,655	15,690	21,213	22,782
영업이익	2,908	2,852	3,121	2,911	2,570	2,506	2,392	2,670	11,792	10,137	12,025
영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.4%	16.9%	17.7%	25.2%	18.1%	18.9%
LINE Corp. (백만엔)											
Revenues	40,652	41,579	44,342	47,890	48,736	50,625	53,388	56,258	174,463	209,007	241,773
Other Operating Income	329	10694	491	497	1473	9655	697.6	1063.5	12,011	12,889	6,225
Ads	18,254	19,145	22,036	23,712	25,190	27,180	30,214	31,868	83,147	114,451	139,954
Account Ads	10,543	10,148	11,509	12,619	13,486	14,010	15,369	16,623	44,819	59,487	69,333
Display Ads	5,033	5,680	7,833	8,476	9,128	9,177	10,590	11,050	27,022	39,945	57,458
Portal Ads	2,678	3,317	2,694	2,618	2,575	3,993	4,255	4,195	11,307	15,018	13,163
Communication	8,067	7,548	7,526	7,084	7,415	7,313	7,315	7,275	30,225	29,318	28,439
Content	10,441	10,080	9,879	9,744	9,243	9,349	9,417	9,727	40,144	37,735	36,603
Fintech/AI/Commerce/Mobile	574	1,777	1,179	2,201	2,668	1,958	2,154	2,369	5,731	9,149	16,468
Operating Expenses(계정별)	36,955	37,670	38,982	47,815	48,962	51,205	53,062	55,096	161,422	208,325	227,825
Payment processing and Licensing	7,684	7,340	7,296	7,296	7,306	7,837	7,786	7,879	29,616	30,808	31,116
Sales commission	1,872	1,934	1,978	2,428	3,011	3,939	4,062	4,247	8,212	15,258	15,386
Employee compensation	9,718	9,547	10,799	12,405	13,493	13,884	14,793	15,577	42,469	57,747	67,264
Marketing	4,026	3,832	2,538	5,081	3,931	4,655	4,571	5,218	15,477	18,375	20,284
Infrastructure and communication	2,142	2,243	2,225	2,477	2,601	2,482	2,669	2,704	9,087	10,456	11,429
Outsourcing expense	4,815	5,622	6,338	7,234	7,937	6,976	7,829	7,773	24,009	30,515	32,191
Depreciation and amortization	1,476	1,541	1,870	2,262	2,329	2,620	2,598	2,740	7,149	10,287	11,841
Other operating expenses	5,222	5,611	5,938	8,632	8,354	8,812	8,755	8,959	25,403	34,880	38,313
Operating Income	4,026	14,603	5,851	572	1,247	9,075	1,023	2,226	25,052	13,571	20,173
Operating Income(기타수익제외)	3,697	3,909	5,360	75	-226	-580	326	1,162	13,041	682	13,948
영업이익률	9.1%	9.4%	12.1%	0.2%	-0.5%	-1.1%	0.6%	2.1%	7.5%	0.3%	5.8%

자료: NAVER, LINE, 유안타증권 리서치센터

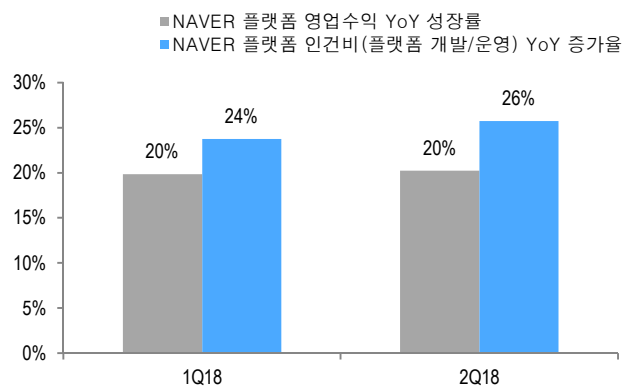
NAVER 플랫폼 및 라인 영업이익(률)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
NAVER 전체 영업수익	10,822	11,296	12,007	12,659	13,091	13,636	14,185	15,050	46,784	55,962	63,702
YoY	15%	14%	19%	17%	21%	17%	17%	19%	4%	20%	14%
NAVER 전체 영업이익	2,908	2,852	3,121	2,911	2,570	2,506	2,392	2,670	11,792	10,137	12,025
YoY	13%	5%	11%	0%	-12%	-12%	-23%	-8%	7%	-14%	19%
NAVER 전체 영업이익률	26.9%	25.2%	26.0%	23.0%	19.6%	18.4%	16.9%	17.7%	25.2%	18.1%	18.9%
NAVER 플랫폼 영업수익	6,908	7,300	7,685	8,201	8,279	8,777	9,011	9,611	30,094	35,677	40,062
YoY	18%	19%	25%	21%	20%	20%	17%	17%	21%	19%	12%
NAVER 플랫폼 영업이익	2,568	2,611	2,651	2,962	2,730	2,766	2,684	2,886	10,792	11,066	11,168
NAVER 플랫폼 영업이익률	37.2%	35.8%	34.5%	36.1%	33.0%	31.5%	29.8%	30.0%	35.9%	31.0%	27.9%
LINE 및 기타 플랫폼 매출	3,914	3,996	4,322	4,458	4,812	4,859	5,174	5,439	16,690	20,284	23,639
YoY	11%	7%	8%	9%	23%	22%	20%	22%	9%	22%	17%
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익	340	241	470	-51	-160	-260	-293	-216	1,000	-929	857
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익률	8.7%	6.0%	10.9%	-1.1%	-3.3%	-5.4%	-5.7%	-4.0%	6.0%	-4.6%	3.6%

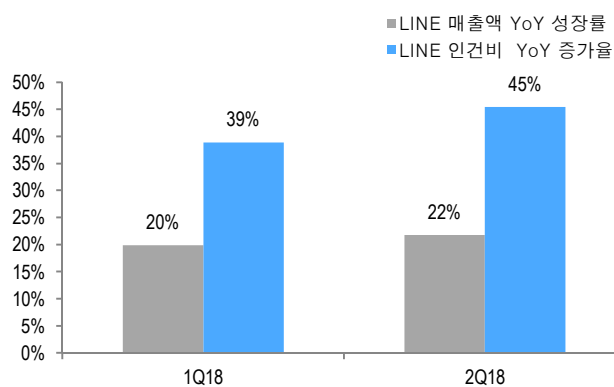
자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER 플랫폼 매출 성장률 vs 인건비 증가율



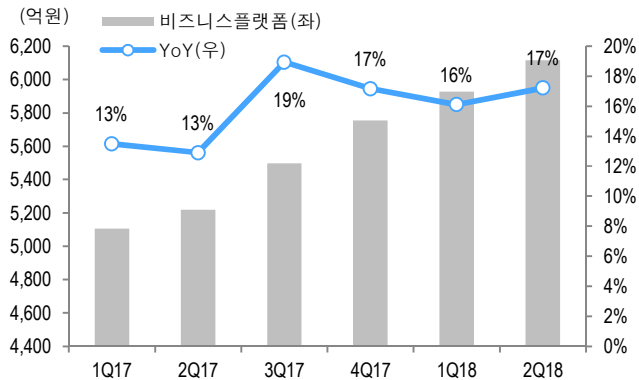
자료: NAVER

LINE 매출 성장률 vs 인건비 증가율



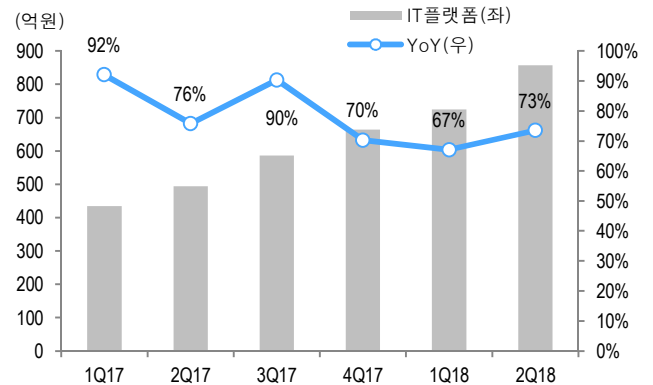
자료: NAVER

비즈니스플랫폼 매출액 및 성장률 추이



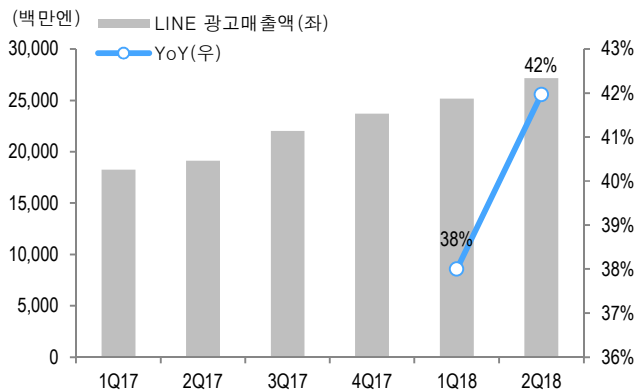
자료: NAVER

IT 플랫폼 매출액 및 성장률 추이



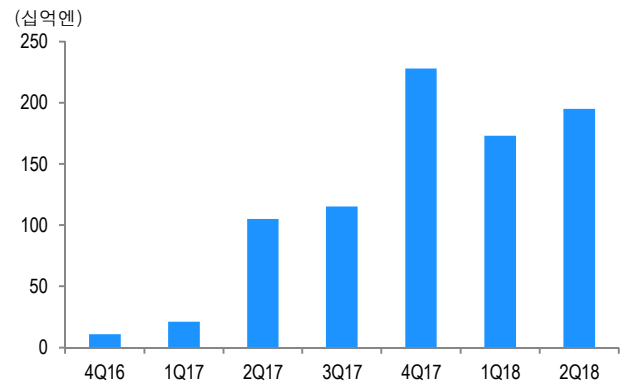
자료: NAVER

LINE 광고 매출액 및 성장률 추이



자료: LINE

LINE페이 거래액 추이



자료: LINE

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	40,226	46,785	55,961	63,702	70,690
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	40,226	46,785	55,961	63,702	70,690
판매비	29,206	34,993	45,824	51,677	56,734
영업이익	11,020	11,792	10,137	12,025	13,956
EBITDA	12,650	13,854	10,137	12,025	13,956
영업외손익	297	166	1,921	505	624
외환관련손익	9	-159	0	0	0
이자손익	295	361	306	428	453
관계기업관련손익	-94	-140	-118	-98	-49
기타	88	105	1,733	175	221
법인세비용차감전순이익	11,318	11,958	12,058	12,530	14,580
법인세비용	3,609	4,232	3,424	3,132	3,645
계속사업순이익	7,709	7,727	8,635	9,397	10,935
중단사업순이익	-118	-26	8	8	8
당기순이익	7,591	7,701	8,642	9,405	10,943
지배지분순이익	7,493	7,729	8,651	9,414	10,953
포괄손익	7,236	6,272	9,980	10,133	11,640
지배지분포괄이익	7,330	6,725	10,931	11,099	12,750

주: 영업이익 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	49,729	49,018	49,044
현금및현금성자산	17,262	19,076	20,908	19,934	19,723
매출채권 및 기타채권	7,193	10,250	12,131	12,340	12,528
재고자산	103	362	395	450	499
비유동자산	21,707	32,350	44,481	57,378	70,324
유형자산	8,633	11,500	12,320	13,464	14,608
관계기업 등 지분관련자산	1,822	2,810	14,603	26,356	38,158
기타투자자산	6,148	11,067	10,616	10,616	10,616
자산총계	63,706	80,193	94,210	106,396	119,368
유동부채	18,039	23,027	26,547	28,552	29,310
매입채무 및 기타채무	9,808	12,458	9,818	9,818	9,818
단기차입금	2,273	2,110	2,982	3,740	4,498
유동성장기부채	0	1,500	1,500	1,500	1,500
비유동부채	4,371	4,113	5,536	5,666	6,176
장기차입금	0	499	1,010	1,520	2,029
사채	1,500	0	0	0	0
부채총계	22,410	27,141	32,083	34,218	35,485
지배지분	35,947	47,623	55,578	64,570	75,041
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	12,172	15,079	15,134	15,134	15,134
이익잉여금	38,102	45,555	54,335	63,326	73,797
비지배지분	5,349	5,428	6,549	7,608	8,842
자본총계	41,296	53,052	62,127	72,178	83,883
순차입금	-30,170	-31,817	-30,015	-27,773	-26,295
총차입금	3,773	4,156	5,516	6,783	8,051

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	11,640	9,400	12,132	13,086	14,600
당기순이익	7,591	7,701	8,642	9,405	10,943
감가상각비	1,457	1,827	0	0	0
외환손익	-37	54	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	94	140	88	98	49
자산부채의 증감	883	-1,385	1,210	76	102
기타현금흐름	1,653	1,063	2,191	3,507	3,507
투자활동 현금흐름	-9,417	-13,103	-12,860	-14,432	-14,432
투자자산	-1,999	-7,787	-12,631	-11,851	-11,851
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,538	-4,722	-1,154	-1,154	-1,154
유형자산 감소	566	60	10	10	10
기타현금흐름	-6,446	-654	915	-1,437	-1,437
재무활동 현금흐름	6,978	6,362	779	2,025	1,965
단기차입금	-2,352	-9	758	758	758
사채 및 장기차입금	-1,055	490	510	510	510
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-321	-326	-425	-423	-482
기타현금흐름	10,707	6,207	-64	1,180	1,180
연결범위변동 등 기타	-73	-846	1,782	-1,653	-2,345
현금의 증감	9,128	1,813	1,832	-974	-211
기초 현금	8,134	17,262	19,076	20,908	19,934
기말 현금	17,262	19,076	20,908	19,934	19,723
NOPLAT	11,020	11,792	10,137	12,025	13,956
FCF	8,481	3,575	7,315	7,941	9,415

자료: 유안타증권

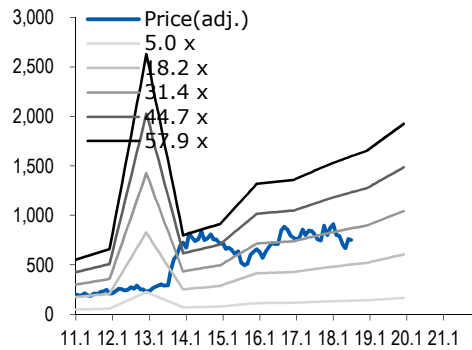
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	22,732	23,447	26,244	28,560	33,230
BPS	109,055	144,477	190,099	220,853	256,667
EBITDAPS	38,377	42,031	30,754	36,480	42,339
SPS	122,036	141,932	169,772	193,254	214,455
DPS	1,131	1,446	1,446	1,650	1,750
PER	32.0	34.7	28.6	26.3	22.6
PBR	6.7	5.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	17.0	17.4	22.1	18.9	16.5
PSR	6.0	5.7	4.4	3.9	3.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	23.6	16.3	19.6	13.8	11.0
영업이익 증가율 (%)	32.7	7.0	-14.0	18.6	16.1
지배지분 순이익 증가율 (%)	44.4	3.1	11.9	8.8	16.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	27.4	25.2	18.1	18.9	19.7
지배지분 이익률 (%)	18.6	16.5	15.5	14.8	15.5
EBITDA 마진 (%)	31.4	29.6	18.1	18.9	19.7
ROIC	256.6	162.2	94.9	112.2	118.7
ROA	13.9	10.7	9.9	9.4	9.7
ROE	26.2	18.5	16.8	15.7	15.7
부채비율 (%)	54.3	51.2	51.6	47.4	42.3
순차입금/자기자본 (%)	-83.9	-66.8	-54.0	-43.0	-35.0
영업이익/금융비용 (배)	181.5	2,073.9	2,038.8	1,965.0	1,920.4

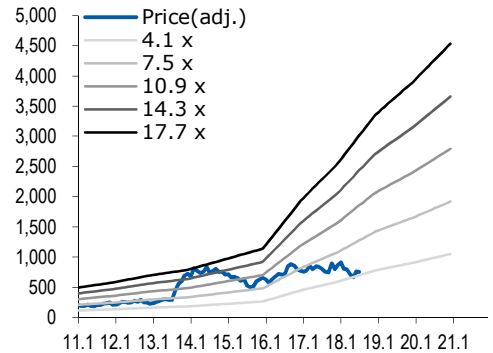
P/E band chart

(천원)

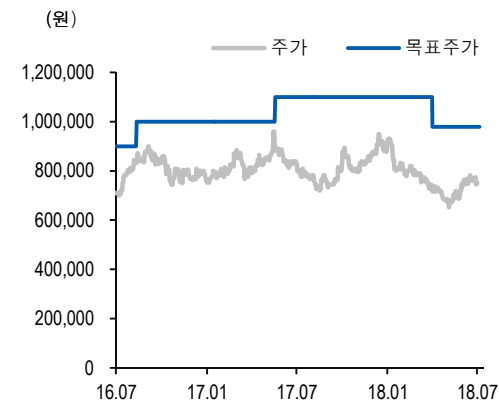


P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-27	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: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-24

※ 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.