

2018/10/25

NAVER(035420)

인터넷/게임/미디어 김민정

(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

LINE: 열린 장밋빛

Buy(Maintain)

■ 3Q18 Review: 영업수익 +15% YoY, 영업이익 -161% YoY

라인의 3분기 영업수익과 영업이익은 각각 519억엔(+15.8% YoY, -13.8% QoQ), -36억엔(-161.1% YoY, -139.4% QoQ)으로 시장 예상치를 하회하는 실적을 기록했다. 광고 사업은 광고 효율성 증대 및 타겟팅 강화를 위한 신규 광고 플랫폼 적용으로 디스플레이광고 매출액이 전분기대비 4.1% 감소했으며, Account 광고 또한 상품을 개편하면서 매출액이 전분기대비 0.8% 감소했다. 주요 수익원이 광고 사업의 매출이 부진한 상황에서 라인 망가 등 콘텐츠 사업의 마케팅비 확대로 주요 사업의 영업이익률은 전년동기대비 13.7%p 하락한 13.4%를 기록했다. 라인페이 등의 핀테크, AI 사업 등이 포함된 전략 사업 매출액은 라인 프렌즈 상품 매출 증가로 전년비 70.4% 증가했지만 핀테크와 AI 등의 신기술 사업 부문의 성장성은 더딘 상황이다.

■ 신규 광고 플랫폼 도입 영향 4분기까지 이어질 전망

디스플레이광고는 신규 광고 플랫폼인 LAP(LINE Ad Platform)으로의 교체 작업을 진행 중이며, 내년 1분기에 이전 작업이 마무리될 예정이다. 이전 작업으로 인한 CPM(Cost Per Mille) 하락은 4분기에도 이어질 것으로 4분기 광고 매출액 성장률은 전년동기대비 5.9%에 그칠 것으로 추정한다. 다만 광고 노출 횟수는 꾸준히 증가세를 이어가고 있어 내년에는 CPM이 상승, 주요 사업 부문의 영업이익률이 회복할 것으로 전망한다. 3분기에 378엔을 기록했던 CPM은 내년에 500~600엔 수준까지 상승할 것으로 예상된다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 165,000원으로 하향 조정

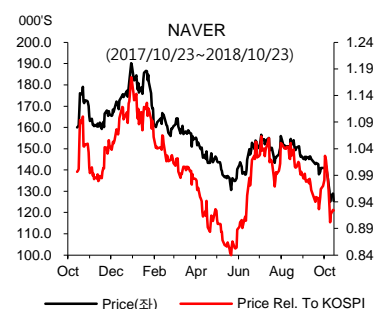
블록체인, 핀테크 등 신기술 인력 확보 및 라인 페이와 연관된 파이낸셜 서비스 출시 등으로 향후 3년간 전략 사업 부문의 비용은 지속적으로 증가할 것이다. 4분기에는 네이버 또한 모바일 첫 화면 개편으로 트래픽이 하락할 것으로 단기적으로 주가 반등 모멘텀은 부족하다고 판단한다. 매출 성장 둔화와 비용 증가에 따른 이익 추정치 하향과 액면분할로 목표주가를 기존 910,000원에서 165,000원으로 하향 조정한다. 다만 중장기적으로 라인의 핀테크사업이 투자적 성격에서 성장동력으로 전환될 가능성이 높아 라인의 기업가치 상승 기반의 네이버의 주가 상승이 기대되어 투자의견은 BUY를 유지한다.

목표주가(12M)	165,000원
종가(2018/10/24)	127,000원

Stock Indicator

자본금	16십억원
발행주식수	16,481만주
시가총액	20,931십억원
외국인지분율	60.1%
배당금(2017)	1,446원
EPS(2018E)	4,379원
BPS(2018E)	31,525원
ROE(2018E)	14.5%
52주 주가	125,000~190,270원
60일평균거래량	234,922주
60일평균거래대금	68.2십억원

Price Trend



〈표 1〉LINE 3분기 잠정실적

(단위: 십억엔)

	2017	2018E	2019E	3Q17	2Q18	3Q18P	컨센서스	차이(% , %p)
영업수익	174.2	205.2	237.6	44.3	50.6	51.8	53.1	-2.4
YoY(%)	23.8	16.1	12.3	24.1	15.3	15.7	19.7	-4.0
QoQ(%)				-14.2	20.1	-13.9	4.8	-18.7
영업이익	25.1	2.8	12.2	5.8	9.1	-3.6	2.5	-244.8
YoY(%)	27.2	-88.7	328.3	18.3	-37.9	적전	-57.1	-
QoQ(%)				-59.9	628.3	적전	-72.3	-
이익률(%)	13.4	1.3	5.0	13.0	15.1	-7.0	4.7	-11.8
당기순이익	8.2	-6.8	1.4	1.6	3.7	-9.6	-1.7	-
이익률(%)	4.4	-3.1	0.6	3.7	6.1	-18.5	-3.3	-15.2

자료: LINE, Bloomberg, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 2〉 LINE 연결 실적 추이

(단위: 십억엔)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
총영업수익	186.5	216.5	243.2	41.0	52.3	44.8	48.4	50.2	60.3	51.9	54.2
영업수익	174.2	205.2	237.6	40.6	41.6	44.3	47.7	48.7	50.6	51.8	54.1
Core Buisness	156.2	177.7	206.9	37.4	37.3	40.1	41.4	42.7	44.6	44.6	45.9
Ads	83.1	106.8	132.7	18.3	19.1	22.0	23.7	25.2	27.2	26.9	27.6
Account Ads	44.8	55.7	66.9	10.5	10.1	11.5	12.6	13.5	14.0	13.9	14.3
Display Ads	27.0	36.1	50.5	5.0	5.7	7.8	8.5	9.1	9.2	8.8	9.0
Portal Ads	11.3	15.1	15.4	2.7	3.3	2.7	2.6	2.6	4.0	4.2	4.3
Communication	30.2	28.7	29.5	8.1	7.5	7.5	7.1	7.4	7.3	6.9	7.0
Content	40.1	38.6	40.2	10.4	10.1	9.9	9.7	9.2	9.3	9.9	10.2
Others	2.7	3.6	4.5	0.7	0.5	0.7	0.9	0.9	0.8	0.9	1.1
Strategic Buisness	18.0	27.5	30.7	3.2	4.3	4.2	6.3	6.1	6.1	7.2	8.2
LINE FRIENDS	12.3	18.6	19.1	2.6	2.5	3.0	4.1	3.4	4.1	5.2	5.9
Fintech/AI/ Commerce/Mobile	5.7	8.9	11.6	0.6	1.8	1.2	2.2	2.7	2.0	2.0	2.2
기타 영업수익	12.2	11.3	5.6	0.3	10.7	0.5	0.7	1.4	9.6	0.1	0.1
영업이익	25.1	2.8	12.2	4.0	14.6	5.8	0.6	1.2	9.1	-3.6	-3.8
세전이익	18.1	-7.3	2.1	3.6	13.4	4.2	-3.1	-0.1	6.8	-6.9	-7.1
당기순이익	8.2	-6.8	1.4	1.6	8.9	1.6	-4.0	-1.8	3.7	-9.6	-5.6
성장률 (YoY %)											
총 영업수익	27.3	16.1	12.3	20.2	36.8	24.1	26.9	22.5	15.3	15.7	11.9
영업수익	23.8	17.8	15.8	21.3	22.6	23.4	27.4	19.9	21.8	16.8	13.3
Core Buisness	n/a	13.8	16.4	n/a	n/a	n/a	n/a	14.0	19.6	11.2	10.9
Ads	n/a	28.5	24.2	n/a	n/a	n/a	n/a	38.0	42.0	22.1	16.3
Account Ads	n/a	24.3	20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	27.9	38.1	20.8	13.5
Display Ads	n/a	33.5	40.0	n/a	n/a	n/a	n/a	81.4	61.6	12.3	5.9
Portal Ads	n/a	33.1	2.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-3.8	20.4	55.9	63.6
Communication	n/a	-5.2	3.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-8.3	-3.1	-8.3	-0.6
Content	n/a	-3.7	4.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-11.9	-7.3	0.2	4.6
Others	n/a	31.8	25.0	n/a	n/a	n/a	n/a	30.7	42.9	31.8	25.9
Strategic Buisness	n/a	52.6	11.7	n/a	n/a	n/a	n/a	88.5	41.7	70.4	29.7
LINE FRIENDS	n/a	51.4	3.0	n/a	n/a	n/a	n/a	28.5	64.2	69.6	44.9
Fintech/AI/Comm erce/Mobile	n/a	55.2	30.0	n/a	n/a	n/a	n/a	364.8	10.2	72.4	1.6
기타 영업수익	n/a	-8.0	-50.0	n/a	n/a	n/a	n/a	320.2	-10.0	-81.0	-86.5
영업이익	27.2	-88.7	328.3	-22.6	82.5	18.3	-62.0	-69.1	-37.9	적전	적전
세전이익	-11.5	적전	흑전	-13.9	104.7	-7.4	적전	적전	-49.4	적전	적지
당기순이익	-13.8	적전	흑전	16.8	187.8	-41.8	적전	적전	-58.8	적전	적지
이익률 (%)											
영업이익률	13.4	1.3	5.0	9.8	27.9	13.0	1.2	2.5	15.1	-7.0	-7.1
세전이익률	9.7	-3.4	0.8	8.7	25.6	9.5	-6.3	-0.3	11.2	-13.2	-13.0
당기순이익률	4.4	-3.1	0.6	4.0	17.1	3.7	-8.2	-3.5	6.1	-18.5	-10.4

자료: LINE, 하이투자증권

주: 연결기준

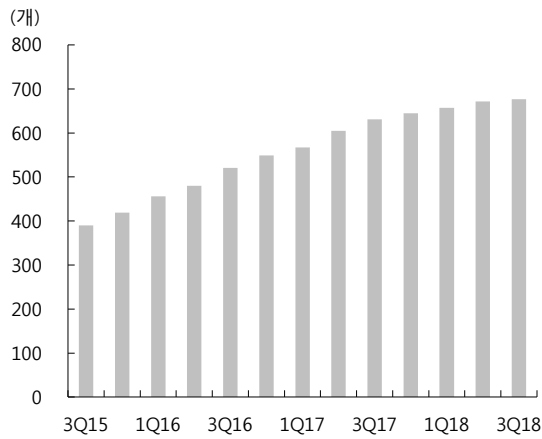
〈표 3〉 NAVER 의 목표주가 산정

(단위: 십억원)

구분	금액	비고
NAVER 포털 가치	16,657	
12MF 포털 순이익	825	
Target PER	20.2	Global Peer 의 평균 PER
LINE 가치	10,581	
LINE 적정 시가총액	13,169	
LINE 지분율 (%)	80	
MAU (백만명)	165	
MAU 당 가치	80	Facebook 의 MAU 당 가치 대비 40%
적정 기업가치	27,238	
발행주식수 (천주)	164,813	
목표주가 (원)	165,000	
현 주가 (원, 10/24 기준)	127,000	
상승 여력 (%)	29.9	

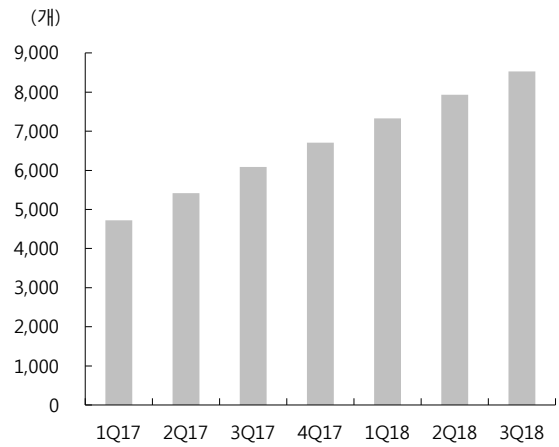
자료: 하이투자증권

<그림 1> LINE의 글로벌 공식 광고 계정수



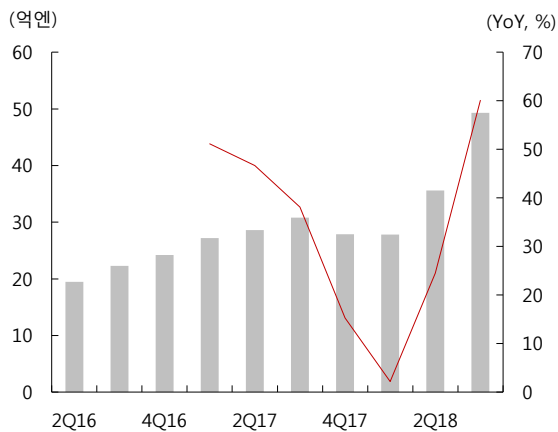
자료: LINE, 하이투자증권

<그림 2> LINE@ 계정수



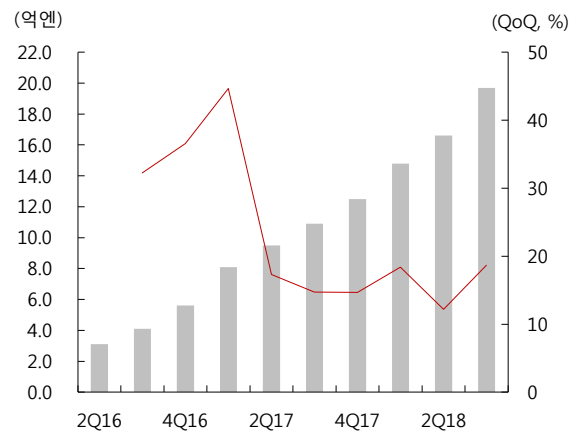
자료: LINE, 하이투자증권

<그림 3> LINE 망가의 분기별 총매출액 추이



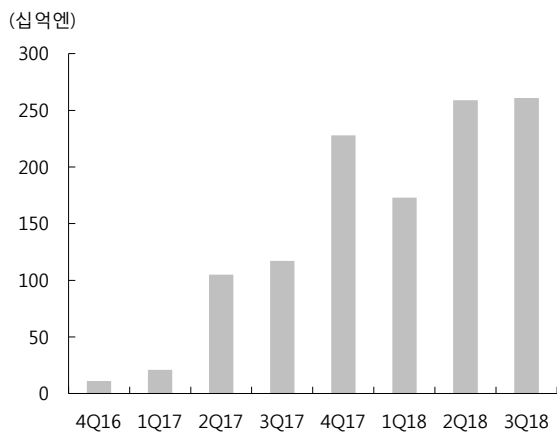
자료: LINE, 하이투자증권

<그림 4> LINE 뮤직의 분기별 총매출액 추이



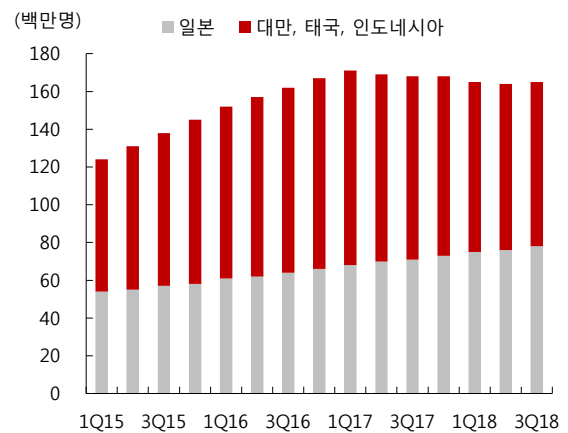
자료: LINE, 하이투자증권

<그림 5> LINE 페이의 분기별 거래액 추이



자료: LINE, 하이투자증권

<그림 6> LINE의 MAU 추이



자료: LINE, 하이투자증권

<Appendix1> LINE Global Peers Valuation 비교

	ALPHABET	FACEBOOK	ALIBABA GROUP	BAIDU	TENCENT	GREE
현재주가 (달러)	1,114.9	154.4	146.7	193.4	35.4	4.3
시가총액 (백만달러)	771,429	445,758	380,144	67,718	337,451	1,036
절대수익률 (%)						
1M	-5.5	-6.7	-10.1	-14.7	-15.9	-8.1
3M	-11.4	-28.1	-22.4	-24.6	-26.5	-22.9
6M	9.0	-3.3	-15.3	-16.4	-30.5	-21.8
1Y	12.8	-10.1	-15.6	-26.7	-20.6	-39.2
YTD	5.8	-12.5	-15.0	-17.4	-32.1	-31.3
초과수익률 (%p)						
1M	0.6	-0.5	-4.0	-8.5	-9.7	-2.0
3M	-8.6	-25.3	-19.6	-21.8	-23.7	-20.1
6M	5.0	-7.3	-19.3	-20.4	-34.5	-25.9
1Y	6.1	-16.8	-22.3	-33.4	-27.3	-45.9
YTD	3.3	-15.0	-17.5	-19.9	-34.6	-33.8
PER						
2017	31.2	28.7	47.1	37.3	44.5	19.0
2018E	21.8	18.7	27.2	19.5	29.0	15.2
2019E	19.6	16.7	20.4	17.1	22.7	13.5
PBR						
2017	4.8	6.9	6.7	4.6	12.5	2.1
2018E	4.4	4.8	5.7	3.3	7.0	0.9
2019E	3.6	3.9	4.6	2.8	5.5	0.9
ROE(%)						
2017	8.7	23.8	17.5	17.6	33.2	11.4
2018E	17.7	24.8	15.8	17.2	26.5	6.8
2019E	16.7	22.1	19.8	15.5	26.1	7.1
매출액성장률(%)						
2017	22.8	47.1	56.5	20.2	56.5	-6.5
2018E	-0.8	36.3	149.8	22.0	34.2	24.3
2019E	19.9	24.2	39.2	20.1	32.7	6.8
영업이익성장률(%)						
2017	10.2	62.6	65.1	56.1	59.9	-43.8
2018E	6.9	21.3	51.3	39.9	19.4	28.9
2019E	39.9	13.0	53.8	22.9	22.8	15.4
순이익성장률(%)						
2017	-35.0	56.3	-38.9	57.3	74.0	44.2
2018E	191.9	55.2	125.4	30.8	8.3	-37.8
2019E	12.9	11.4	33.8	13.8	31.2	10.8
영업이익률(%)						
2017	23.6	49.7	30.4	18.5	35.6	12.2
2018E	25.4	44.2	18.4	21.2	31.7	12.7
2019E	29.7	40.2	20.3	21.7	29.3	13.7
순이익률(%)						
2017	11.4	39.2	27.6	21.6	30.1	18.5
2018E	33.6	44.6	24.9	23.1	24.3	9.3
2019E	31.7	40.0	23.9	21.9	24.0	9.6

자료: Bloomberg, 하이투자증권 추정

주1: Bloomberg Consensus

주2: 10월 23일 종가 기준

〈Appendix 2〉 LINE 3Q18 실적발표 Q&A

Q1. Core Business 마진 하락의 주요인

- 콘텐츠 사업 관련 프로모션이 있었으나 프로모션으로 인한 비용 증가보다 디스플레이 광고 매출액 하락이 마진 하락에 더 큰 영향을 미쳤음
- 새로운 광고 플랫폼으로 통합이 끝나는 2019년에는 광고 매출 회복과 마진 회복 기대

Q2. 새로운 광고 시스템으로의 통합이 CPM에 미칠 영향

- 새로운 광고 시스템 도입 후 트래픽이 증가할 것으로 기대하며 이에 따라서 CPM 상승할 것으로 기대
- 또한 고객 데이터를 더 효율적으로 사용함에 따라서 CPM 향상에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대

Q3. 라인페이 거래액 성장 동력

- QR 결제에 대한 인센티브 제공에 따른 유저 증가로 거래액 성장에 긍정적인 영향을 미침
- 백화점, 편의점 등 라인페이 가맹점이 증가하면서 거래액 성장 견인

Q4. 스마트 채널의 본격적인 도입 후 기대되는 시너지와 디스플레이 광고 매출에 미칠 영향

- 스마트 채널의 잠재력은 유저들이 라인 앱에 머무는 시간을 늘려준다는 점에서 중요하며 사전 테스트 결과 스마트 채널 도입은 CPM 향상에 긍정적인 영향을 주는 것으로 분석됨
- 스마트 채널 도입으로 인벤토리가 증가함에 따라 디스플레이 광고는 더 좋은 퍼포먼스를 보여줄 수 있을 것으로 판단

Q5. 라인페이의 거래액 증가를 위한 투자 확대에 따른 영업손실은 언제까지 지속될 것인가?

- 향후 3년간 핀테크, AI, 라인페이 등 신사업 투자 확대할 계획
- 라인페이의 거래액 성장이 충분히 이루어진 이후에 영업이익이 흑자 전환할 것으로 기대하며, 향후 라인페이와 연관된 금융 상품 판매를 통해 수익을 증대시킬 수 있을 것으로 기대

Q6. 스마트채널 도입에 따른 DAU 감소 가능성

- 스마트채널은 유저에게 유용한 뉴스와 날씨 정보를 제공하기 때문에 유저들의 반응이 긍정적일 뿐만 아니라 스마트 채널 테스트 중임에도 불구하고 일본에서 MAU가 200만명이 증가했다는 점에서 긍정적인 반응을 확인

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,784	5,726	6,738	7,953
현금 및 현금성자산	1,908	2,658	3,425	4,272
단기금융자산	1,690	1,605	1,525	1,449
매출채권	1,025	1,212	1,394	1,606
재고자산	36	43	49	57
비유동자산	3,235	3,060	2,973	2,948
유형자산	1,150	899	722	598
무형자산	340	302	277	262
자산총계	8,019	8,787	9,711	10,900
유동부채	2,303	2,639	3,067	3,610
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	211	211	211	211
유동성장기부채	150	150	150	150
비유동부채	411	411	411	411
사채	-	-	-	-
장기차입금	50	50	50	50
부채총계	2,714	3,051	3,478	4,021
지배주주지분	4,762	5,196	5,696	6,346
자본금	16	82	82	82
자본잉여금	1,508	1,508	1,508	1,508
이익잉여금	4,556	5,066	5,709	6,502
기타자본항목	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200
비지배주주지분	543	540	537	534
자본총계	5,305	5,736	6,233	6,880

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,678	5,532	6,362	7,329
증가율(%)	16.3	18.3	15.0	15.2
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	4,678	5,532	6,362	7,329
판매비와관리비	3,499	4,508	5,137	5,889
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,179	1,024	1,224	1,440
증가율(%)	7.0	-13.1	19.5	17.6
영업이익률(%)	25.2	18.5	19.2	19.7
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-14	-13	-13	-13
기타영업외손익	-52	-11	-9	-10
세전계속사업이익	1,196	1,055	1,250	1,469
법인세비용	423	336	398	468
세전계속이익률(%)	25.6	19.1	19.6	20.0
당기순이익	770	719	852	1,001
순이익률(%)	16.5	13.0	13.4	13.7
지배주주귀속 순이익	773	722	855	1,004
기타포괄이익	-143	-143	-143	-143
총포괄이익	627	576	709	858
지배주주귀속총포괄이익	621	570	702	849

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	940	910	1,165	1,248
당기순이익	770	719	852	1,001
유형자산감가상각비	183	251	177	124
무형자산상각비	24	38	24	16
지분법관련손실(이익)	-14	-13	-13	-13
투자활동 현금흐름	-1,310	-232	-237	-241
유형자산의 처분(취득)	-472	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-31	-	-	-
금융상품의 증감	-22	84	80	76
재무활동 현금흐름	636	146	-89	-89
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	66	-	-
배당금지급	-33	-42	-211	-211
현금및현금성자산의증감	181	751	767	846
기초현금및현금성자산	1,726	1,908	2,658	3,425
기말현금및현금성자산	1,908	2,658	3,425	4,272

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	23,447	4,379	5,186	6,093
BPS	144,477	31,525	34,561	38,504
CFPS	29,704	6,133	6,406	6,942
DPS	1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)				
PER	37.1	29.0	24.5	20.8
PBR	6.0	4.0	3.7	3.3
PCR	29.3	20.5	19.6	18.1
EV/EBITDA	18.2	18.8	11.9	10.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.3	14.5	15.7	16.7
EBITDA 이익률	29.6	23.7	22.4	21.6
부채비율	51.2	53.2	55.8	58.4
순부채비율	-60.1	-67.2	-72.8	-77.2
매출채권회전율(x)	5.4	4.9	4.9	4.9
재고자산회전율(x)	201.0	140.0	138.2	138.4

자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(NAVER)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	1,050,000	6개월	-84.5%	-81.7%
2017-07-17	Buy	1,050,000	1년	-84.4%	-81.9%
2018-01-26	Buy	1,250,000	1년	-87.1%	-85.1%
2018-04-26	Buy	1,000,000	1년	-85.7%	-84.3%
2018-07-13	Buy	950,000	1년	-84.4%	-83.6%
2018-10-08	Buy	910,000	1년	-85.4%	-84.4%
2018-10-25	Buy	165,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김민정\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1 %	9.9 %	-