



하나금융그룹

2019년 2월 1일 | Equity Research

NAVER (035420)

매출과 비용의 명암

4분기 매출은 예상을 상회, 비용증가도 예상을 상회

네이버는 18년 4분기에도 국내외 광고의 견조한 성장을 바탕으로 시장예상치를 상회하는 매출을 기록했다. 매출은 1조 5,165억원으로 QoQ 8.5%, YoY 19.8% 증가했다. 비즈니스플랫폼(검색광고) 매출이 QoQ 7.4%, YoY 14.4% 증가했고 디스플레이광고 매출도 예상보다 적었지만 QoQ 14.0%, YoY 3.1% 증가하며 성장을 견인했다. 3분기 다소둔화된 모습이었던 라인 및 기타플랫폼 매출도 분기성장을 회복하며 연결매출 증기에 기여했다. 매출이 예상을 상회했던 것 이상으로 비용증가폭은 커졌다. 4분기 영업비용은 QoQ 10.8%, YoY 33.7% 증가하며 견조한 매출증기가 빛을 바랬다. 인건비는 전분기 수준을 유지했으나 마케팅비용과 라인 및 기타플랫폼 비용이 증가하며 영업이익을 끌어내렸다. 특히 우려했던 라인관련 비용(6,607억원)은 4분기에도 QoQ 14.2% 증가했으며 관련매출(5,355억원)을 넘어서며 손익악화의 주원인이 되었다.

2019년 비용증가 우려는 여전하나, 매출성장이 이를 덮을 것

네이버에 대한 시장의 우려는 비용증가가 지속되며 2019년 감익 가능성성이 있을 수도 있다는 점이다. 그러나 견조한 매출성장이 예상되어 18년 감소했던 영업이익은 19년 증가세를 회복할 전망이다. 다만, 증가에도 불구하고 19년 영업이익은 17년 수준에 못 미칠 것으로 예상된다. 컨퍼런스콜을 통해 네이버 플랫폼(국내) 관련 인건비 효율성제고를 언급했으나 라인 및 기타플랫폼 비용이 전체 비용의 50%를 상회하는데다 마케팅비용도 네이버페이 증기에 따른 포인트 확대로 변동비적 성향이 강해져 전체 비용증가를 둔화시키기엔 역부족일 것이기 때문이다. 라인관련비용은 공격적 신규비즈니스 확대가지속되며 2019년에도 25% 이상 증가할 것으로 추정하고 있다. 다만 라인의 성과형 광고에 새로운 광고플랫폼 적용이 끝나고, 어카운트 광고의 새로운 가격체계, 중장기적으로 스마트채널 광고도입 등 매출 추가성장 가능성이 큰 점에서 2019년 연결영업이익 증기의 변수가 될 것이다.

이익개선과 Valuation 부담감소

이익개선과 Valuation 부담완화라는 측면에서 투자의견 BUY를 유지한다. 네이버페이 거래액증기를 중심으로 하는 커머스 성장은 광고매출 기여도를 확대할 것으로 예상되고, 일본라인 역시 단기 매출성장세 회복에 중장기 신규 비즈니스에 대한 기대가 우호적인 점도 고려되어야 할 것이다. 2019년에도 여전히 매출증가율 대비 비용증가율이 클 것으로 예상되나 차이(0.5%p)는 2018년(13.3%) 대비 축소될 것으로 예상된다. 주가조정이 지속되며 Valuation(PER 20x)도 부담 없는 수준이라 판단되는 만큼 투자의견 BUY를 유지한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 182,000원 | CP(1월 31일): 136,000원

Key Data	Consensus Data		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,204.85			
52주 최고/최저(원)	184,600/ 106,500		5,543.4	6,294.5
시가총액(십억원)	22,414.6		962.6	984.5
시가총액비중(%)	1.86		668.5	678.2
발행주식수(천주)	164,813.4		EPS(원)	4,190 4,290
60일 평균 거래량(천주)	467.9		BPS(원)	36,171 39,969
60일 평균 거래대금(십억원)	57.8			
18년 배당금(예상,원)	289			
18년 배당수익률(예상,%)	0.24			
외국인지분율(%)	59.77			
주요주주 지분율(%)				
국민연금	9.48			
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	11.5 (5.0) (25.3)			
상대	3.2 (1.1) (13.0)			

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	4,022.6	4,678.5	5,586.9	6,693.6	7,635.9
영업이익	십억원	1,102.0	1,179.2	942.5	1,106.5	1,310.9
세전이익	십억원	1,131.8	1,195.8	1,124.8	1,106.5	1,310.9
순이익	십억원	749.3	772.9	714.2	1,120.9	1,328.0
EPS	원	4,546	4,689	4,334	6,801	8,057
증감률	%	44.5	3.1	(7.6)	56.9	18.5
PER	배	34.09	37.10	28.15	20.00	16.88
PBR	배	5.16	4.83	3.03	2.90	2.49
EV/EBITDA	배	18.23	18.79	18.36	16.87	13.29
ROE	%	26.20	18.50	14.13	19.03	18.78
BPS	원	30,038	36,008	40,328	46,873	54,674
DPS	원	226	289	289	289	289



Analyst 황승현

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-7519

ws.jung@hanafn.com

 **하나금융투자**

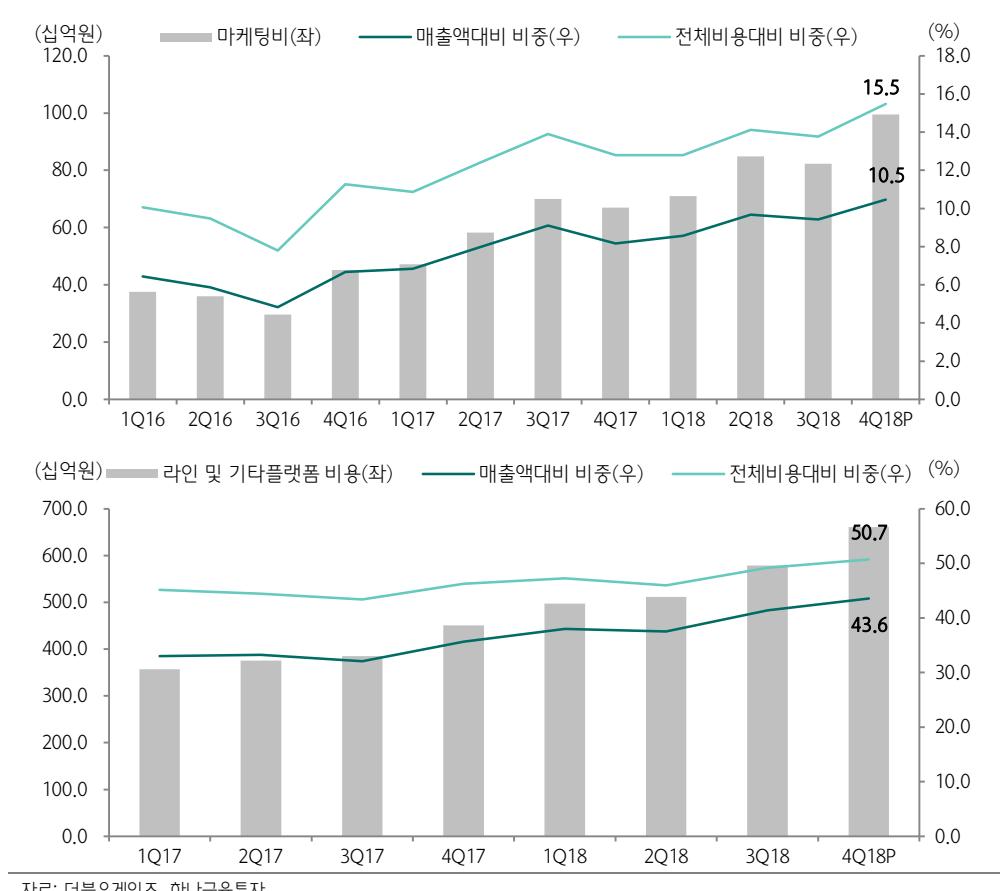
표 1. NAVER의 4분기 실적

(단위: 십억원)

	4Q17	3Q18	4Q18P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	1,265.9	1,440.2	1,542.9	21.9	7.1	1,484.2	4.0
광고플랫폼	150.5	152.8	173.1	15.0	13.2	165.6	4.5
비즈니스플랫폼	575.6	621.3	661.9	15.0	6.5	650.4	1.8
IT플랫폼	66.4	85.3	98.1	47.8	15.0	92.9	5.6
컨텐츠서비스	27.6	35.5	40.0	44.9	12.5	38.8	3.1
라인 및 기타플랫폼	445.8	545.2	569.7	27.8	4.5	536.5	6.2
영업비용	974.8	1,118.8	1,165.0	19.5	4.1	1,113.0	4.7
플랫폼개발/운영	146.6	195.5	199.4	36.0	2.0	197.9	0.7
대행/파트너	248.5	268.2	291.7	17.4	8.7	279.5	4.3
인프라	61.7	62.7	64.0	3.7	2.0	68.6	(6.8)
마케팅	67.0	71.5	77.8	16.1	8.7	90.3	(13.9)
라인 및 기타플랫폼	451.0	520.8	532.1	18.0	2.2	582.1	(8.6)
영업이익	291.1	321.4	377.8	29.8	17.6	265.7	42.2
이익률(%)	23.0	22.3	24.5			26.9	
계속사업이익	262.9	309.3	371.1	41.2	20.0	265.7	39.7
이익률(%)	20.8	21.5	24.1			28.1	
순이익	172.0	204.1	244.9	42.4	20.0	186.0	31.7
이익률(%)	13.6	14.2	15.9			12.5	

자료: NAVER, 하나금융투자

그림 1. 지속적인 증가를 기록하고 있는 마케팅비용과 라인관련 비용



자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

표 2. NAVER의 실적현황 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018P	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
총매출액	4,678.5	5,586.9	6,693.6	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,560.3	1,644.1	1,684.5	1,804.7
성장률(%)	16.3	19.4	19.8	3.4	4.2	2.5	8.5	2.9	5.4	2.5	7.1
광고	529.4	573.0	613.1	133.1	148.7	136.1	155.1	139.8	156.1	149.7	167.5
비즈니스플랫폼	2,157.7	2,475.8	2,791.3	592.7	611.6	613.0	658.5	671.7	689.3	692.7	737.6
IT플랫폼	217.8	352.3	535.2	72.5	85.7	88.5	105.6	116.2	128.0	138.9	152.2
컨텐츠서비스	104.5	129.4	139.7	29.6	31.7	36.1	32.0	33.3	34.5	35.4	36.4
라인 및 기타	1,669.1	2,056.4	2,614.4	481.2	485.9	524.0	565.3	599.3	636.2	667.9	710.9
영업비용	3,499.3	4,644.4	5,587.2	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,303.3	1,335.9	1,378.6	1,407.1	1,465.6
성장률(%)	19.8	32.7	20.3	7.9	5.8	5.7	10.8	2.5	3.2	2.1	4.2
플랫폼개발/운영	605.6	758.5	837.0	183.2	190.2	193.1	192.0	205.6	205.6	211.8	213.9
대행/파트너	857.2	1,035.5	1,200.7	240.4	262.2	254.7	278.2	283.1	297.5	298.7	321.4
인프라	225.0	264.3	306.5	60.3	63.8	67.3	72.9	74.4	75.8	77.4	78.9
마케팅	242.4	337.7	389.8	71.0	84.9	82.3	99.5	91.9	96.3	97.2	104.5
라인 및 기타	1,569.1	2,248.4	2,853.1	497.2	511.9	578.6	660.7	680.9	703.3	722.0	746.9
영업이익	1,179.2	942.5	1,106.5	257.0	250.6	221.7	213.3	224.4	265.5	277.5	339.1
성장률(%)	7.0	(20.1)	17.4	(11.7)	(2.5)	(11.5)	(3.8)	5.2	18.3	4.5	22.2
이익률(%)	25.2	16.9	16.5	19.6	18.4	15.9	14.1	14.4	16.1	16.5	18.8
계속사업이익	1,195.8	1,124.8	1,106.5	255.7	388.4	186.8	294.0	224.4	265.5	277.5	339.1
성장률(%)	5.7	(5.9)	(1.6)	(2.7)	51.9	(51.9)	57.4	(23.7)	18.3	4.5	22.2
순이익	770.1	632.1	775.4	153.8	281.8	68.4	132.5	157.1	185.9	194.2	237.4
성장률(%)	1.5	(17.9)	22.7	(10.6)	83.3	(75.7)	93.8	18.5	18.3	4.5	22.2

자료: NAVER, 하나금융투자

NAVER Conference Call 내용**-사업현황***** 시장 환경**

- 빠르게 변하고 있음. 커머스 시장은 온라인과 오프라인의 경계를 넘어 성장 중이며, 컨텐츠 생태계는 온라인 동영상을 중심으로 개편되고 있어 경쟁은 심화되고 있음. AI, 자율 주행, 5G의 신기술은 새로운 기회와 위협이 되고 있음.
- 국내에서 선점하고 있는 커머스 대응 강화 또한 동영상 컨텐츠 소비 강화하기 위해 다양한 개선 중. 더 나아가 글로벌 시장, 신규사업의 의미 있는 성과 만들어가며 선제적 투자 지속할 계획.

*** 네이버 현황 및 계획**

- 처음 참가한 CES에서 기술 투자 성과 거둔. ‘앰비덱스’ 등 4개의 제품이 CES 이노베이션 어워드를 수상. 글로벌 브랜드 인지도 높이고 파트너쉽 기회를 여는 성과, 인재확보, 새로운 사업분야 확장 기회를 얻음.

*** 커머스**

- 커머스 중심으로 국내 사업 강화 중. 스마트스토어 수는 2018년 12월 기준 24만개 기록, YoY +34%성장. 성장 배경은 사용자의 상품 속성, 판매 옵션을 쉽게 등록할 수 있도록 지원하여 양질의 상품 DB를 확보, 이용자에게 편리한 탐색 옵션을 제공하여 결제까지 이어질 수 있는 선순환 구조를 만들기 위해 노력함.
- 올해는 네이버페이 포인트 확대를 통해 구매자 저변 확대, AI기술 적용 강화할 것. 1월에 페이포인트 플러스프로 그램은 구매빈도가 높은 사용자에게 더 높은 적립률을 제공. 네이버를 통해 이뤄지는 모든 결제를 대상으로 이뤄지는 혜택으로 네이버 쇼핑과 페이에 대한 구매자의 충성도 높일 것으로 기대.
- AI상품 추천기술 AiTEMS, 작년 12월 일평균 클릭수와 거래액 전년동기대비 3배, 2배 이상 성장. 유저만족지수가 지속적으로 높아지고 있음. 이러한 결과를 AI를 쇼핑 전반에 확대 적용 및 고도화하여 개인별로 최적화 결과 제공할 것. 2019년 베타로 시작된 For You검색은 이용자의 쇼핑 이력을 기반으로 선호하는 쇼핑몰 추천, 브랜드, 스타일등에 추천 대상 확대할 것.
- AI기술은 상품 추천 외에도 커머스 전반의 경쟁력을 높이고 있음. 다른 정보를 가진 동일한 상품을 분류 등 상품이 속한 카테고리 지정. 배송일 예측, 어뷰징 탐지 등을 자동화하여 속도, 정확도를 크게 기여
- 판매데이터통계분석 툴 ‘비즈어드바이저’, 맞춤형 고객관리 툴 자동응대 챗봇, OCI 기반 상품 등록 툴 등 중소사업자 위한 도구 확대. 비즈어드바이저는 사업자 매출 확대 기회 제공, 마케팅, 고객 분석등을 제공

*** 동영상**

- 동영상 컨텐츠 소비 흐름 개선. 2019년에는 네이버의 모든 서비스에서 동영상을 쉽게 생산, 편집, 업로드 할 수 있도록 공통 인프라 제공, 메인과 검색등 주요 사용자 접점에서 동영상에 최적화된 상태로 전면 개편할 것. 음성 인터페이스 확대로 인한 오디오 컨텐츠 수요 증가 관련 컨텐츠 확보 노력. 오디온 인수로 국내 최대 규모 오디오 북 데이터를 확보, 컨텐츠 확보를 지속할 것. 생산이 활성화 될 수 있는 생태계 조성에도 집중할 것.
- 새로운 모바일 페이스 베타테스트의 다양한 의견 수렴 중. 네이버 기존 및 새로운 버전이 하나의 앱에 같이 있는 듀얼앱 보여 줄 것. 2월 iOS에 공개, 상반기 안드로이드 보여 줄 것.

* 글로벌 및 신규사업

- 네이버 웹툰은 한국/일본/미국/동남아에서 MAU 기준 1위를 달성. 9월 출시된 국내 시리즈 앱의 유료 컨텐츠 추천 모델은 출시 후 매출이 상승 중. 향후 독점적 콘텐츠와 추천 기능 강화로 수익모델 정교화로 열티 높일 것. 국내 검증 모델은 미국, 동남아에서 시험 중이며, 1분기부터 본격 적용할 계획.
- 네이버 웹툰은 국내 수익모델 가속 및 글로벌에 적용으로 본격적 성장곡선을 그릴 것으로 기대하며, 국가간 컨텐츠 교류 활성화로 네이버 웹툰 컨텐츠 경쟁력 높이고 있음. 이미 해외에서 고수익 올리는 작가가 있으며, BTS웹툰 전세계에 수익을 내는 중. 기 인기 웹툰은 2차 컨텐츠 영화화 등 계획함. 스튜디오 N은 20개 인기 웹툰 영상화를 계획 중.
- V는 MAU2900만 40% 성장했으며 성장 지속 기대. DAU도 꾸준히 증가 12월에 역대 최고치 갱신. 1분기에는 팬멤버십 제도 도입하여, 온라인 수익 모델이 오프라인으로 상품 및 혜택 제공으로 이어질 수 있도록 할 것. 연말까지 팬 멤버십을 30개 이상에게 확대해 나갈 계획.

* B2B 영역

- 라인웍스는 2만개 이상의 고객을 확보 2배 이상 성장. 도쿄해상화재보험, 코넥시오, 토쿄 백화점에서 라인웍스 사용 중. 고객층 금융, 건설 등 현장 중심 기업을 중심으로 넓히는 중. 90% 서비스 이탈 없이 이용 중. 새로운 고객 확보를 통해 매출을 계단식으로 안정적 수익 창출 구조 기대. 3,500만 스마트폰 노동인구 사용자가 1차 목표 대상. 11월 무료 서비스 출시했음.
- 클라우드는 2018년 고객수와 매출모두 2배 이상 성장했음. 펄어비스, 펍지, SKT 등 IT, 게임 기업들이 주 고객. 국내 시장은 초기 단계로 공공, 금융시장이 점진적으로 열리는 중 따라서 지속적 성장이 예상됨. 이미 금융 분야에서 한국은행, 삼성카드, 미래에셋대우증권 등을 고객으로 유치함. 최근 코스콤과의 공동사업 체결을 통해 금융부문 경쟁력 올릴 것. 선제적 시장 진입으로 점유율 확대할 것.
- B2B 서비스는 현재 규모는 상대적으로 작지만, 성장이 높고 매출이 누적적으로 쌓을 수 있어 성장 잠재력이 높음.

* CIC

- 지난 4분기부터 CIC체계 가동. CIC(Company in Company) 조직은 자체 목표와 리소스 계획을 갖고 각 대표의 주도 하에 사업 추진.
- 쇼핑, 페이, 예약, 개인 UGC, 그룹 UGC, 엔터테인먼트, 검색기반 기술 등 7개 사업영역을 염선. 잠재력이 큰 사업에 선택과 집중으로 투자성과 높일 수 있음.
- 2019년부터 채용은 좀더 효율적으로 하고자 하며, 최고 인재 및 이탈 인력 충원 중심으로 할 계획.

■ 실적 요약(연결)

* 연결영업수익 1조 5165억원(YoY +19.8%, QoQ +8.5%)

(광고10%, 비즈니스플랫폼43%, IT플랫폼7%, 콘텐츠서비스 3%, Line 및 기타 37%)

1) 광고 CPM 상품 1551억원(YoY +3.1%, QoQ +14%)

- 네이버 포털 광고는 높은 한 자릿수 회복세를 보였으나, 밴드 광고부진으로 전체 성장은 소폭 증가에 그침
- 모바일 개편에 대응하여 상품성 강화에 집중

2) 비즈니스플랫폼 CPC/CPS상품 6585억원(YoY +14.4%, QoQ +7.4%)

- 검색형 상품 호조 및 쇼핑 거래액 증가에 힘입어 두 자릿수 성장 지속
- 데이터 커머스 기반의 경쟁력 확보와 쇼핑 생태계 강화로 다양한 비즈니스 기회 모색

3) IT플랫폼(네이버페이, 클라우드, 웍스, IT서비스 등) 1056억원(YoY +59%, QoQ +15.5%)

- 페이는 쇼핑 거래액 증가 및 가맹점 확대에 힘입어 견조한 성장 지속
- 클라우드는 SKT, 펩지 등을 고객으로 확보하며 전년대비 매출 2배 증가
- 라인웍스 과금 ID, 고객 수 전년 대비 2배 이상 성장

4) 콘텐츠 서비스(웹툰, 뮤직 V라이브) 320억원(YoY +15.8% / QoQ -3.7)

- 웹툰 한국/미국/일본/동남아 MAU 1위 기록
- V라이브의 컨텐츠 출시가 일부 지연됐었음 QoQ 감소
- V라이브 누적 다운로드 6,400만 기록 글로벌엔터테인먼트 플랫폼으로 성장해 나갈 것

* 연결영업비용 1조 3033억원(YoY +33.7%, QoQ +10.8%)

(인건비15%, 대행/파트너21%, 인프라5%, 마케팅 8%, 기타플랫폼51%)

네이버 주요 사업부문 영업이익률 : 32.5%

LINE 및 기타 사업부문 영업이익률 : 손실(-16.9%)

당기순이익 1,325억원(YoY -22.9%, QoQ +93.8%)

당기순이익 4Q 배경은 라인게임즈 외부투자 유치에 따른 종속기업 투자 처분이익 1,255억원의 일회적 인식과 금융자산평가 이익 513억 등 영업외 수익 증가로 인함.

*** 비용**

플랫폼개발/운영: 1,920억원(YoY +30.9, QoQ -0.6%)

대행/파트너: 매출에 연동되어 2,782억원(YoY+11.9%, QoQ +9.2%)

인프라: 작년부터 지속된 Capex 영향으로 729억원(YoY +18.2%, QoQ +8.3%)

마케팅: 페이 결제액에 비례하는 포인트의 증가로 995억원(YoY +48.4%, QoQ +20.1%)

*** 포텐셜 세어 프로그램 & 주주환원**

- 매년 행사 가격 기준 1,000만원 상당 스톡옵션 제공. 행사가격에 다르겠지만 연간 20만주~25만주로 상장 주식의 0.15%.
- 연결 잉여현금흐름의 30% 수준을 주주환원하고 있음. 하지만, 금융자산 처분 이익 등 일회성 수익을 주주 환원 재원으로 추가 확보. 1,000억원 규모 자사주 매입 계획. 전년도와 마찬가지로 전년도 별도 당기 순이익의 5% 정도를 현금배당 3월 주주총회를 거쳐 배당할 계획

■ NAVER Q&A

1. 2019년 가이던스 사업부문별 매출 전망. 인력 충원 선별적일 것이라 했는데 마진관련 가이던스/ 인터넷전문은행 참여 안하는데 배경 및 앞으로 핀테크 전략

- 2019년 연결 기준 네이버 플랫폼 영업이익률 10% 중반 정도 예상. 광고와 비즈니스플랫폼 매출 합산은 10% 초반 예상 성장. 라인및기타 제외 네이버는 작년까지의 투자 등으로 영업이익률은 2018년보다 낮아질 것임. 30% 목표로 진행.
- 인터넷은행 진출 기존 금융사업자들이 선진적 금융을 제공 중이고, 카카오뱅크와 케이뱅크가 선전하고 있어서 차별화된 서비스 제공 어렵다고 판단. 다만 일본과 동남아는 (우리나라보다 못하다) 국내와 다르기 때문에 라인을 통해 다양한 핀테크 가능하다고 판단. 따라서 금융기관과 국가를 통해 핀테크를 해나갈 것.
- 인터넷은행을 안하지만 핀테크 서비스는 중요. 네이버 강점을 이용할 것. 쇼핑사업자와 소비자에게 편리한 금융서비스를 제공할 것. 일환으로 판매자의 판매실적을 기반으로 하는 에스크로 6월부터 시작할 것. 운용자금 필요한 경우 판매사 금융사 연계정보로 추가 대출 등 여러가지 검토 중. 네이버 데이터를 위해 이용자 향으로도 새로운 금융과 가치를 제공하도록 노력할 것임.

2. 네이버 모바일 개편 관련해서 베타서비스 지금까지 반응. 정식개편 후 예상되는 영향 / IT플랫폼 매출 성장률이 높은데 재분류 영향 제외 거래대금, 오프라인 포함 네이버페이 전략

- 모바일 개편관련해서는 베타 버전 피드백은 아직까진 사용성 평가하기 이름. 피드백을 수렴해서 편의성을 개선해 나갈 것. 신규 네이버 앱은 IOS 베타테스트가 만 명이 한정이어서 유저 베이스 확대를 위해 신규 메인 화면 선택할 수 있는 버전 2월에 IOS 추가할 것. 상반기 중에 안드로이드 추가할 것. 무리하기 보단 유저가 편하게 사용할 수 있게 한 뒤 공식화할 예정.
- 페이 거래액 : 4분기 결제액은 쇼핑 등으로 분기별 견조한 성장을 나아감. 쇼핑 제외 여행, 서비스 업종으로 확장해 나가고 있음.(에어부산, pooq 등). 페이는 올해 작년에 이어 교육, 여행 확대 집중. 올해는 공과금, 교통요금등 생활 밀착형 확대에 주력할 것. 오프라인은 고민하고 있음. 외국파트너와의 제휴 등 확대해나갈 것. 해외나가서 결제, 해외사업자 결제도 네이버페이에 연동을 확대할 계획.
- IT플랫폼에서 컨텐츠 서비스가 재분류가 됐음, 컨텐츠 서비스에 잡히던 일부 매출이 IT플랫폼 매출로 이전, 3분기 기준 30억원이며 4분기는 미만 따라서 IT플랫폼 매출 성장에서 재분류의 영향은 제한적

3. 동영상 업로드, 유통 부문 활성화. 저번과 다르게 UGC 부문인지. 원하는 만큼의 성과가 나왔는지 / CIC 체계로 가면서 네이버가 100%로 자본을 충당하는지 외부자본이 들어갈 수 있는지.

- 네이버TV Vlive 동영상 내에 UGC 부문이 약했음. 작년에는 네이버TV 개편 블로그 등을 개선. 올해는 더 나아가 다양한 서비스에서 생성되는 멀티미디어 컨텐츠를 하나로 볼 수 있도록 최적화할 계획. 경쟁력을 가지고 있는 Vlive 등 리드를 확보하고 노출되도록 노력할 것.
- CIC 7개 사업영역 : CIC하고 있음 향후 더 늘어날 수 있지만, CIC는 내부적인 단위기 때문에 외부자금 독립적 유치는 어렵다. 웹툰이나 SNOW처럼 개별 분할 후에는 외부 자본 유치 가능할 것.

4. 라인 작년 지분투자 많이했는데 70% 이상인데, 라인 지분 투자 많이 한 이유가 있는지, 기존 자회사 투자가 지속되는지 외부 쪽 투자가 있을지. / 네이버 쇼핑, 네이버 페이가 마진 구성이 어떻게 되는지. 어느정도 상승 여력이 있는지, 어느쪽에서 상승할지 여부

- 라인이 하고 있는 글로벌 사업(핀테크, ai)는 네이버화 함께하고 있는 파트너 공동투자 개념이었음. 2019년에도 계열회사에 대한 투자가 있겠지만, 어제 웹툰 증자 결정 외에는 작년과 같은 큰 규모 투자는 예상하고 있지 않음.
- 현재 계획된 투자는 없지만 환경에 따라 필요한 투자가 이뤄질 수는 있음. ‘스노우 차이나’는 외부투자를 유치하기도 했음. 이런 부분은 전략적 방향, 사업내용에 따라 결정됨
- 네이버 쇼핑과 페이는 광고를 수익모델로 보고 있음, 네이버 페이와 쇼핑은 데이터베이스를 통해 사람들의 흥미로워하는 컨텐츠를 만들려하는 것. 광고 성장이 10%면 그 부분의 상당부분이 쇼핑부문이 기여하고 있음. 페이와 관련한 마진율은 매출이 상당 발생하지만 결제 수수료 제외시 대부분 이용자 포인트로 페이백하기 때문에 수익이 발생하지 않음.

5. 네이버페이 쇼핑 거래액이 상당한데 올해 관련 광고 성장이 잘 나올 수 있는지. 둔화될지

- 페이매출은 IT플랫폼, 네이버 쇼핑은 비즈니스플랫폼이다. 정보가치가 높은 다양한 광고 소재를 이용자에게 맞춤 제공하는 것을 기본 방향으로 하고 있음. 온라인 쇼핑의 성장은 당분간 이어질 것으로 예상. 따라서 검색 결과 및 검색 광고 등 품질 개선이 중요하다고 생각하고 있음. 오프라인 커머스 등을 장기적으로 고려하고 있음. 국내 검색 광고 시장이 포화되었고 모바일 성장도 둔화되어 높은 성장은 어렵지만 2~3년동안 두자리 성장을 하도록 노력할 것.

LINE Conference Call 내용

- 2018 Highlights

* 2018 KPI 성과

- 매출 2천억엔 초과
- 글로벌 라인페이 거래량 1조엔 초과
- 라인페이 사용가능처 100만 곳 이상
- 다양한 펍테크 서비스 출시

* Engagement/ 연간실적

- MAU는 2017년대비 하락한 1.64억명, DAU/MAU는 2017년대비 상승한 77%
- 2018년 매출은 2,072억엔(YoY +18.7%) 세부적으로 Strategic 288억엔, Core 비즈니스(커뮤니케이션, 컨텐츠, 기타) 702억엔, Core 비즈니스(광고) 1,082억엔
- 코어 사업 매출은 총 1,784억엔으로 YoY+14.1%(OPM 14.9%)
- Strategic 사업 매출 288억엔 YoY +60%, 영업이익은 -349억엔
- 손실은 페이, 펍테크의 공격적 투자에 기인

[Core/Ads]

- 높은 성장을 보이는 가운데, 2019년을 위한 준비 및 새로운 광고 시스템이 도입되었고, 새로운 상품이 개발됨
- **매출액:** 2018년 1082억엔 YoY +29.9%(디스플레이 광고 362억엔, Account 광고 567억엔, 기타 153억엔)
- Account Ads: 페이 애즈 유 고 가격체계 출시. 공시 어카운트 129개 증가, Line@ 어카운트 YoY +36.5%, 라인세일즈 프로모션 상품 제공
- 디스플레이 Ads: 새로운 광고 플랫폼으로의 이전 완료, Timeline/News 서비스 안정적 증가. 광고 impression 45.5% 연간 증가, 스마트 채널 테스트 중

[Core/커뮤니케이션, 컨텐츠, 기타]

- 게임과 스티커 비즈니스 매출이 안정화되는 가운데 망가와 뮤직 거래규모가 증가
- 매출 702억엔 YoY -4.1%(커뮤니케이션 285억엔, 컨텐츠 382억엔, 기타 34억엔)
- 라인망가 거래규모 166억엔(YoY +44.4%), 라인 뮤직 거래규모 74억엔(YoY +80.8%)

[Strategic/LINE Pay]

- 133만곳이 라인페이를 수용.
- 하반기 일본의 라인 활동 급증으로 라인페이 글로벌 거래규모 1조엔 초과(1조687억엔 YoY +126%)
- 라인페이가 대만 1위 사업자

- 라인 스마트 인베스트와 라인 인슈어런스를 2018년에 출시.
- 기타 핀테크 서비스는 2019 및 향후 출시 준비 중
- 대만 일본 등에서 금융 사업 진출 준비중

[Strategic/커머스, AI]

- 커머스서비스인 라인 쇼핑과 라인 멜리마 거래규모 지속적(GMV) 증가(각각 거래규모 YoY +69.2%, +118.7%),
라인 Travel 출시
- 클로바 플래폼, AI에서 기능 추가. 토요타 등과 협업을 통해 클로바 사용처 확대

* 사업전략

- 코어를 통해 수익을 극대화하고 Strategic을 통해 공격적을 통해 미래사업을 모색. 2019년에도 이러한 기조는 지속될 것.
- 라인페이의 누적된 데이터는 다른 사업에도 사용될 수 있음. 매우 중요한 기반이 될 것. 라인페이 중심으로 공격적 투자를 지속할 것

[광고 사업 전략]

- 다양한 광고 와 프로모션 요구에 맞춘 광고 라인업 준비
- Line Ads Platform(Display Ads)
 1. 비디오 광고 포맷 확장
 2. 스마트채널, 광고 네트워크, 셀프 서비스 등 광고 인벤토리 증가
 3. 자동 비딩으로 성과 향상
- Line Sales Promotion
 1. 비콘 사용, 캠페인을 위한 상품 개발
 2. CRM 툴 제공, Open API 제공으로 외부 툴 출시
- Line Account Connect
 1. ‘Redisgn’: Pay-as-you go pricing plan, 타겟팅 강화 및 피드백으로 기능 강화
 2. UI/UX 개선

› CPM 상승, IMP 상승, 고객 증가로 광고 매출 증가 가속화 할 것

[라인페이전략]

- 2019년 목표. 사용자 활성화, SME 상품군 확장
 - 마케팅 극대화, 보상 프로그램 도입/ 일본, 대만, 태국간의 협업과 위챗페이와 네이버페이와의 협업
 - 202년 수익화 목표
- › 목표 Core Margin은 현재 18년 수준 유지. Strategic 사업부문은 19년 600억엔 적자 예상

■ 실적요약

매출액: 728.5억엔(YoY +50.5%, QoQ +40.2%)

영업이익: 93.7억엔(일회성 수익 제외시 -73억엔) > 룽고 엔터테인먼트의 라인 게임즈 지분 취득

영업비용:

- Payment Processing and Licensing: 라인 컨텐츠 획득에 기인
- 영업수수료: 라인프렌즈 등의 매출 증가에 기인
- 감가상각: 서버 증가로 인한 비용에 기인
- 기타비용: 라인프렌즈, 코인 프로모션, 세금등
- Employee compensation: 전략사업 인원 채용으로 증가
- 마케팅: 라인페이 마케팅 증가에 기인, 대만의 페이 쇼핑 등으로

■ LINE Q&A

1. 2019년 전망에서 광고 사업을 가속화한다고 했는데 YoY 전망을 말해줄 수 있는지, 광고 시스템 이동의 성과는 어땠는지.

A: 광고 사업 성장률을 새로운 광고 시스템으로 옮겨서 성장세가 잠시 멈췄었다. 우리는 다시 가속하겠다는 것. 스마트 채널의 테스트는 잘 되고 있으며, 우리의 성장 동력이 될 것으로 기대하고 있다. 새로운 시스템이 더 좋다는 의견을 받고 있으며, 더 많은 계정이 생기고 있다. 좋은 시작을 하고 있다.

2. 저번에 새로운 시스템 CPM 600엔이라고 했는데 계획대로 되고 있는지

A: cpm은 늘어나고 있으나, 타겟에 도달하지 못함. 500엔 대에 있음. 새로운 시스템은 개선을 하기 편하고 데이터를 누적할 수 있게 때문에 플랫폼의 효율을 높일 수 있을 것이다.

3. 전략사업에 관해 올해 600억엔 손실을 예상했는데, 3년 후에 전략사업의 수익을 플러스로 올릴 것이라고 했는데, 계획을 자세히 알려달라.

A: AI는 장기적 투자이므로 AI는 장기적으로 손실을 볼 것. 우리는 라인페이 서비스 커머스 쇼핑을 통해 수익을 낼 것. 핀테크는 많은 서비스가 출시되고 출시될 것이다. 전체 투자는 올해 가장 큰 투자를 할 것. 이를 통해 개선할 것. 600억엔에 우리는 핀테크 특히 라인페이에 가장 큰 투자를 할 것. AI투자가 가장 크지 않을 것. 어떤 투자는 일회성이며, 증가하는 투자가 아닐 것.

4. 커머스는 새로운 집중하는 분야인거 같은데 어떻게 집중할 것인가

A: 1년전에 AI 핀테크를 Strategic 사업으로 정했고 그 후, 커머스를 추가했다. 글로벌 커머스도 집중 할 것. 핀테크와 AI에 비해서 투자는 작다. 커머스를 전략을 한 이유는 1. 자체 수익 가능 2. 수집하지 못했던 데이터 3. 라인페이를 사용할 수 있는 공간이 됨.

5. 라인페이앱에 관해 비자를 보였는데, 라인은 이태까지 은행계좌에 연동됐는데 비자와의 연합으로 기대되는 이익은?

A: 비자와의 연합은 라인페이를 사람들을 유치하기 위해선 진입장벽을 낮춰야 했다. 비자를 통해 낮출 수 있었다.

6. 라인페이 일본만의 KPI(사용자,GMV) 다른 목표 KPI 있는지 마케팅에 많이 돈을 썼는데,

A: 저번 KPI는 라인페이 지역을 높이는 것. 이번 KPI는 천만명의 Global 라인페이 유저를 유치하는 것. 현재 MAU는 500만명보다 낮다. 2배더 늘리려 하는 것.

7. 일본 외 전략에 대해서. 대만에서는 1위 사업자인데 대만에서의 광고 매출 성장 기대나 어떠한 다른 데이터를 수집하고 있는지

A: 단기적으로 일본이 가장 큰 곳이다. 단기적으로는 ASP등을 고려 시 일본이 성장 동력이다. 중기적으로는 대만이나 해외 잠재력이 있다고 생각한다. 대만에는 많은 라인 사용자가 있고 광고 사업을 하려고 노력하고 있다. 동영상 광고를 했고, 이것이 수익 증가에 도움이 되길 기대한다.

8. 2019년을 봤을 때 라인게임을 제외한 영업이익과 순이익에 대해

A: 라인게임즈는 11월 기준 380명을 직원이 있었고, 20억엔 매출, 영업손실 30억엔을 기록 중이었다. 12월에 deconsolidation을 통해 이러한 숫자들이 연결에서 제거 될 것이다. 하지만, 이러한 영업손실은 지분법으로 인식할 것.

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	4,022.6	4,678.5	5,586.9	6,693.6	7,635.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,022.6	4,678.5	5,586.9	6,693.6	7,635.9
판관비	2,920.6	3,499.3	4,644.4	5,587.2	6,325.0
영업이익	1,102.0	1,179.2	942.5	1,106.5	1,310.9
금융순익	28.9	82.6	62.2	0.0	0.0
종속/관계기업순익	(9.4)	(14.0)	(30.5)	0.0	(0.0)
기타영업외순익	10.3	(51.9)	150.6	0.0	0.0
세전이익	1,131.8	1,195.8	1,124.8	1,106.5	1,310.9
법인세	360.9	423.2	493.4	331.9	393.3
계속사업이익	770.9	772.7	631.4	774.5	917.6
중단사업이익	(11.8)	(2.6)	0.9	0.0	0.0
당기순이익	759.1	770.1	632.3	774.5	917.6
비지배주주지분 순이익	9.8	(2.8)	(81.9)	(346.4)	(410.4)
지배주주순이익	749.3	772.9	714.2	1,120.9	1,328.0
지배주주지분포괄이익	733.0	672.5	(2,145.2)	(16,164.9)	(19,151.0)
NOPAT	750.7	761.9	529.1	774.5	917.6
EBITDA	1,265.0	1,385.4	942.5	1,106.5	1,310.9
성장성(%)					
매출액증가율	23.6	16.3	19.4	19.8	14.1
NOPAT증가율	25.3	1.5	(30.6)	46.4	18.5
EBITDA증가율	28.3	9.5	(32.0)	17.4	18.5
영업이익증가율	32.7	7.0	(20.1)	17.4	18.5
(지배주주)순이익증가율	44.5	3.1	(7.6)	56.9	18.5
EPS증가율	44.5	3.1	(7.6)	56.9	18.5
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	31.4	29.6	16.9	16.5	17.2
영업이익률	27.4	25.2	16.9	16.5	17.2
계속사업이익률	19.2	16.5	11.3	11.6	12.0

투자지표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,546	4,689	4,334	6,801	8,057
BPS	30,038	36,008	40,328	46,873	54,674
CFPS	8,393	8,698	7,665	6,714	7,807
EBITDAPS	7,675	8,406	5,719	6,714	7,954
SPS	24,407	28,386	33,898	40,613	46,330
DPS	226	289	289	289	289
주가지표(배)					
PER	34.1	37.1	28.2	20.0	16.9
PBR	5.2	4.8	3.0	2.9	2.5
PCFR	18.5	20.0	15.9	20.3	17.4
EV/EBITDA	18.2	18.8	18.4	16.9	13.3
PSR	6.4	6.1	3.6	3.3	2.9
재무비율(%)					
ROE	26.2	18.5	14.1	19.0	18.8
ROA	13.9	10.7	7.9	10.5	11.2
ROIC	115.0	86.7	43.4	62.9	79.2
부채비율	54.3	51.2	68.5	67.8	62.2
순부채비율	(73.1)	(60.0)	(57.6)	(60.2)	(64.2)
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

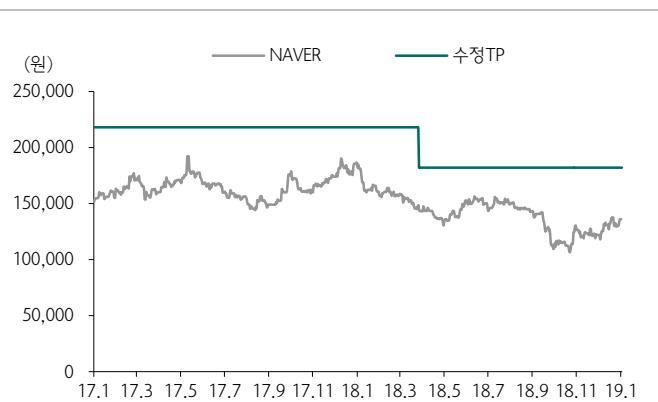
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산	4,199.9	4,784.2	6,371.1	7,241.1	8,166.2
금융자산	3,394.3	3,597.3	4,944.0	5,544.0	6,371.6
현금성자산	1,726.2	1,907.6	2,919.9	3,135.2	3,823.6
매출채권 등	719.3	1,025.0	1,228.0	1,461.4	1,545.7
재고자산	10.3	36.2	43.4	51.6	54.6
기타유동자산	76.0	125.7	155.7	184.1	194.3
비유동자산	2,170.7	3,235.0	3,747.0	4,063.0	4,177.3
투자자산	796.9	1,387.7	1,662.5	1,978.4	2,092.7
금융자산	614.8	1,106.7	1,325.8	1,577.8	1,668.9
유형자산	863.3	1,150.0	1,344.4	1,344.4	1,344.4
무형자산	112.1	339.5	348.0	348.0	348.0
기타비유동자산	398.4	357.8	392.1	392.2	392.2
자산총계	6,370.6	8,019.3	10,118.1	11,304.1	12,343.5
유동부채	1,803.9	2,302.7	2,896.2	3,268.7	3,403.4
금융부채	227.3	361.0	696.1	696.1	696.1
매입채무 등	980.8	1,245.8	1,492.4	1,776.0	1,878.6
기타유동부채	595.8	695.9	707.7	796.6	828.7
비유동부채	437.1	411.3	1,217.5	1,298.8	1,328.2
금융부채	150.0	54.5	790.1	790.1	790.1
기타비유동부채	287.1	356.8	427.4	508.7	538.1
부채총계	2,241.0	2,714.1	4,113.7	4,567.5	4,731.5
지배주주지분	3,594.7	4,762.4	5,350.0	6,428.5	7,714.3
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,217.2	1,507.9	1,557.7	1,557.7	1,557.7
자본조정	(1,423.7)	(1,200.3)	(1,331.1)	(1,331.1)	(1,331.1)
기타포괄이익누계액	(25.4)	(117.2)	(175.8)	(175.8)	(175.8)
이익잉여금	3,810.2	4,555.5	5,282.6	6,361.3	7,647.0
비지배주주지분	534.9	542.8	654.4	308.1	(102.3)
자본총계	4,129.6	5,305.2	6,004.4	6,736.6	7,612.0
순금융부채	(3,017.0)	(3,181.7)	(3,457.8)	(4,057.8)	(4,885.4)

현금흐름표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,164.0	940.0	795.9	958.3	959.8
당기순이익	759.1	770.1	632.3	774.5	917.6
조정	316.6	308.4	109.0	0.1	(24.2)
감가상각비	163.0	206.3	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(3.7)	5.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(9.8)	13.2	0.0	0.0	0.0
기타	167.1	83.5	109.0	0.1	(24.2)
영업활동 자산부채 변동	88.3	(138.5)	54.6	183.7	66.4
투자활동 현금흐름	(941.7)	(1,310.3)	(847.3)	(700.7)	(227.5)
투자자산감소(증가)	(347.9)	(576.8)	(244.2)	(316.0)	(114.2)
유형자산감소(증가)	(97.2)	(466.2)	(343.9)	0.0	0.0
기타	(496.6)	(267.3)	(259.2)	(384.7)	(113.3)
재무활동 현금흐름	697.8	636.2	1,094.7	(42.3)	(43.9)
금융부채증가(감소)	(290.4)	38.3	1,070.6	0.0	0.0
자본증가(감소)	1,084.1	290.7	49.8	0.0	0.0
기타재무활동	(63.8)	339.8	16.8	0.0	(1.6)
배당지급	(32.1)	(32.6)	(42.5)	(42.3)	(42.3)
현금의 증감	912.8	181.3	1,012.3	215.3	688.4
Unlevered CFO	1,383.3	1,433.5	1,263.3	1,106.5	1,286.6
Free Cash Flow	1,010.2	467.8	447.5	958.3	959.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

NAVER



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.25	BUY	182,000		
18.4.26	BUY	182,000	-20.59%	-14.07%
17.2.5	BUY	218,000	-24.84%	-11.93%
16.10.2	BUY	176,000	-9.15%	-0.91%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 02월 01일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.