

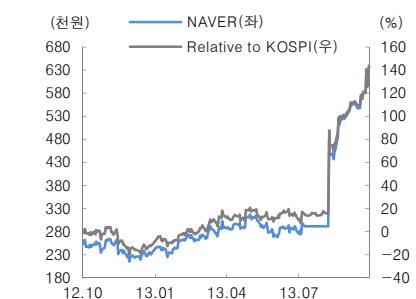
NAVER (035420)



김윤진	최지웅
769,3398	769,3530
yoonjin.kim@daishin.com	jwcho@daishin.com
투자의견	BUY
매수, 유지	
목표주가	840,000
상향	
현재주가 (13.10.18)	640,000
	인터넷업종

KOSPI	2052.4
시가총액	21,096십억원
시가총액비중	1.76%
자본금(보통주)	24십억원
52주 최고/최저	640,000원 / 215,025원
120일 평균거래대금	869억원
외국인자본율	56.81%
주요주주	이해진 외 9인 9.24% 국민연금공단 8.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.1	123.7	122.2	151.7
상대수익률	19.4	104.5	105.7	140.3



일본과 광고가 핵심

보고서 작성 배경

- LINE 글로벌 기업자 증가에 시장은 집중하고 있으나, 본 보고서는 이미 확실한 점유율을 확보한 국가에서만 잘해도 LINE 가치는 충분히 설명된다는 내용임
- 일본 태생인 LINE은 일본, 그리고 일본 영향을 많이 받은 대만, 태국에서 확실한 1위
- 광고, 게임시장 Bottom-up 분석을 통한 LINE 가치평가

2015 LINE 광고 매출액 5,200억원 (일본 광고시장 M/S 0.7%)

- LINE은 구글, 페이스북, NAVER와 같이 광고가 핵심 사업이 될 것으로 예상
- 일본, 대만, 태국의 주요 기업 LINE과 광고주 계약 본격적으로 진행 중
- 일본 지역광고 LINE@라인넷 2013년 1분기 출시, 지역 광고주 별씨 10,000명 돌파
- 2015년 LINE 영업이익 중 40%가 광고에서 발생할 것으로 추정

2015 LINE 게임 매출액 1.1조원

- 모바일 게임은 LINE의 두번째 중요한 수익원이 될 것으로 예상
- 건호 온라인은 모바일게임 1개 타이틀로 2조원 매출액 창출 전망
- 2015년 LINE 게임 매출액 1.1조원 추정. 플랫폼 사용료와 개발사 수익분배 등으로 수익성은 광보다 낮음. 2015년 LINE 영업이익 중 35% 게임에서 나올 것으로 추정

NAVER 적정가치 28조원 = 기존NAVER(10조원) + LINE(18조원)

- 기존 NAVER = 2015년 순이익 5,300억원 x PER 18 = 10조원
- LINE = 2015년 순이익 4,510억원 x PER 40 = 18조원
- NAVER 목표주가 = 2015년 EPS 30,000원 x PER 28 = 840,000원(upside 31%)
- 인도네시아 등 다른 국가에서 성공시 LINE 가치는 해당국가 GDP 비중만큼 추가 상승 가능

네이버 핵심가치 = 광고 + 일본



주: LINE은 NAVER가 100% 보유.
자료: 대신증권 리서치센터

Contents

1. Summary	3
2. 광고시장	5
3. 게임시장	17
4. 실적추정	21
5. 밸류에이션	23
6. 리스크 및 이슈 점검	25

I. SUMMARY

1. 키워드: 일본, 광고

글로벌 가입자 증가보다 확실한 1등 국가가 더 중요함

광고: 수익성 높은 핵심 사업될 전망

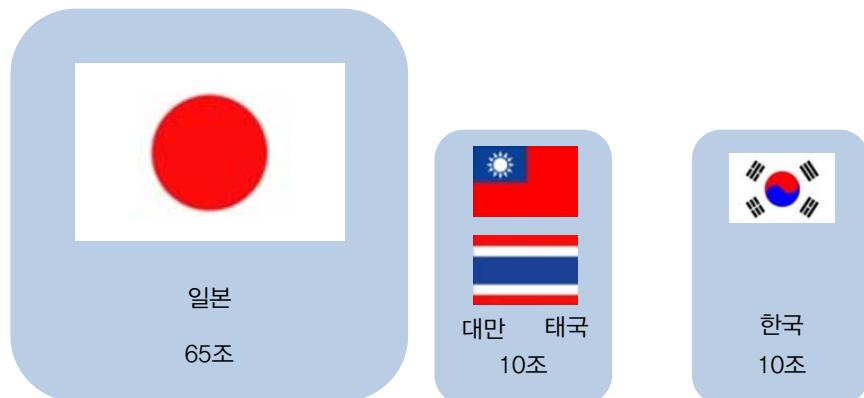
라인 글로벌 가입자 증가는 NAVER 가치를 더 높일 수 있는 잠재력이다. 그러나 현지 국가에서 확고한 1등 메신저가 아니면 플랫폼 사업자로서 의미있는 실적을 창출하기 어렵다. 따라서 본 보고서는 1등 메신저로 확고히 자리잡은 일본 시장 중심으로 분석해 보았다. 물론 새로운 국가에서 1등 메신저로 자리를 잡으면 라인의 가치는 계단식 상승이 가능하다.

라인은 일본, 대만, 태국에서 확고한 1등 메신저로 자리를 잡았다. 지금은 라인 매출액 중 게임 매출액이 가장 크지만 향후 라인의 핵심 사업은 광고가 될 것으로 예상한다. 게임은 남이 만든 컨텐츠를 이용해 소비자에게 돈을 버는 구조이기 때문에 수익성도 낮고 실적 변동성이 비교적 높을 것으로 예상된다. 그러나 광고는 매출액 분배가 없어 수익성이 압도적으로 높고 소비자가 아닌 기업에게 돈을 버는 구조이기 때문에 안정적이다. 라인에서 더 많은 소비자가 더 많은 시간을 보내게 될 것이기 때문에 광고주와 광고단가가 동시에 증가하는 최적의 구도가 나올 것으로 예상한다.

광고시장은 일본이 약 65조원이고 태국과 대만을 합친 광고시장이 우리나라와 비슷한 10조원으로 추정된다. 지난 9월 일본 1등 통신사업자인 도코모도 아이폰을 도입하기로 함에 따라 일본 스마트폰 보급률 증가는 탄력을 받을 것으로 예상된다. 더 많은 사람이 더 많은 시간을 라인에서 보낼 것으로 예상되기 때문에 라인은 2015년까지 일본 광고 시장 M/S 0.7%를 1차적으로 확보할 것으로 예상한다. 라인 광고 사업 모델은 주요 기업을 대상으로하는 ‘공식계정’에서 지역 사업자를 대상으로하는 ‘LINE@’으로 확대되고 있다. 배너광고 및 프리코인 등과 같은 새로운 광고 모델이 순차적으로 적용될 것으로 예상된다.

NAVER 목표주가는 2015년 EPS 30,000원에 PER 28배를 적용한 840,000원을 제시한다. NAVER는 당장 이익이 훼손되더라도 라인 가입자 확보에 주력하고 있기 때문에 라인 실적 정상화 첫해로 예상되는 2015년 EPS를 적용했다. PER 28배는 2015년부터 예상되는 3년 평균 EPS 성장률을 10% 할인한 멀티플이다.

그림 1. LINE 진출 광고시장



주: LINE의 광고시장은 일본, 대만, 태국으로 판단. 한국 등 기타 국가는 메신저 진출 성공시 추가 가능.
자료: Dentsu, 대신증권 리서치센터

2. LINE 주요지표 가정 및 실적추정

라인 주요가정

- 1) 일본, 태국, 대만
- 2) 일본 광고주
- 3) 게임 ARPU

LINE 실적 추정시 주요 가정은 1) 라인은 일본, 태국, 대만에서 메신저 1위를 유지하고, 2) 2015년까지 일본 공식계정 광고주는 190개, 지역광고주는 33,000개, 3) 2015년 일본 라인 게임 연간 ARPU를 14,000원으로 가정했다.

사업 초기 단계이기 때문에 주요 변수가 생각보다 빠르게 움직일 수 있고 반대로 순조롭게 진행되지 않을 수 있다. 주요 변수들을 지속적으로 체크하면서 업데이트해 나갈 예정이다. 만약 기존 가정과 달리 다른 국가에서 라인이 메신저 1위를 확보한다면 해당 국가의 GDP에 상응하는 광고와 게임 매출액이 추가적으로 발생 가능할 것으로 보인다. 일본 GDP를 기준으로 잡고 다른 국가에서 LINE이 성공한다면 해당국가 GDP비중만큼 실적 추정치 업그레이드가 가능하다. 공식계정 광고주와 지역광고주는 정기적으로 업데이트하면되고 스마트폰 확산에 따른 일본 가입자 증가도 관심있게 지켜봐야할 변수로 판단한다.

표 1. LINE 주요지표 가정 및 실적 추정

(십억원, %)

	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
LINE 가입자수(mn persons)	343	519	585	625	656	682	702	718
(yoy chg, %)	268.8	51.3	12.7	6.8	5.1	3.9	3.0	2.3
World Population %	5%	7%	8%	9%	9%	10%	10%	10%
Japan LINE 가입자수 (mn persons)	56	68	76	81	84	85	86	87
(yoy chg, %)	40.0	21.4	11.8	6.6	3.7	1.2	1.2	1.2
Japan Population %	44%	54%	60%	64%	66%	67%	68%	69%
 LINE REVENUE	548	1,330	2,130	2,977	3,596	4,166	4,649	5,141
(yoy chg, %)	849	143	60	40	21	16	12	11
LINE OP	-75	278	639	1,060	1,356	1,634	1,873	2,124
(yoy chg, %)	TTB	130	66	28	21	15	13	
LINE GAME	302	699	1,099	1,574	1,838	2,067	2,196	2,328
(yoy chg, %)	132	57	43	17	12	6	6	
GAME ARPU (th KRW)	8	11	14	16	18	20	21	22
LINE GAME Japan	186	608	931	1,290	1,506	1,694	1,800	1,908
Other Countries (15%)	19	91	168	284	331	373	396	420
 LINE AD	53	258	519	742	914	1,039	1,153	1,257
(yoy chg, %)	383	101	43	23	14	11	9	
LINE official account	29	120	232	339	424	479	528	571
# of advertisers(average)	90	150	190	218	238	251	261	268
Ad average Px	0.62	0.98	1.36	1.66	1.86	1.96	2.06	2.16
Line @	15	72	134	183	214	235	252	266
# of advertisers	13,000	25,000	33,000	38,600	42,520	45,264	47,185	48,529
Ad average Px	0.0086	0.0116	0.0148	0.0158	0.0168	0.0173	0.0178	0.0183
MAU %	20%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Other AD	7	32	74	87	99	111	121	130
LINE AD Japan	51	224	440	608	737	825	901	967
Other Countries (15%)	2	34	79	134	177	214	252	290

자료: 대신증권 리서치센터

II. 광고시장

1. 일본 광고시장 Top-down 분석

일본 광고시장 65조원

2012년 일본 광고시장은 약 65조원 규모로 TV광고시장이 20조원, 인터넷 광고시장이 10조원을 차지하였다. 일본 광고시장은 정체되었으나 인터넷 광고시장만 지속적으로 성장을 이어가고 있다. 1999년 0.4%에 불과했던 인터넷 광고 비중이 2012년에는 14.7%으로 확대되었다.

라인 2015년까지 1차
적으로 일본 광고시장

M/S 0.7% 점유 예상

2000년 초반 인터넷 광고가 막 상용화 되기 시작했을 때에도 인터넷 광고시장이 10조원에 이를 것이라고 예상하기란 쉽지 않았다. 하지만 초고속 인터넷 보급률의 상승과 야후재팬 등 대형 포털 사이트의 출현으로 일본 인터넷 광고시장은 현재 10조원 규모로 전체 광고시장의 15%를 차지하고 있다.

스마트폰 보급률이 증가하고 LINE과 같은 메신저 사용 시간이 증가하면서 새로운 광고 시장이 창출되고 있다. 인터넷 포털에서 검색, 디스플레이 광고 진화를 우려한 것과 같이 메신저 광고 모델에 대한 우려가 있으나 공식계정과 LINE@ 등과 같은 광고 TOOL이 개발되고 있다. 노무라연구소에 따르면 일본 O2O(online to offline, 온라인 검색 후 직접 매장에서 구매)시장은 2015년에 약 450조원으로 성장할 것으로 전망한다. 관련 광고 시장만 14조원 수준일 것으로 예상된다. 라인은 LINE@과 타임라인을 통해 O2O 광고시장을 공략에도 유리한 구조를 가지고 있다.

라인은 2015년에 일본에서 광고 매출액 4,400억원을 창출할 것으로 예상된다. 이는 일본 광고시장의 약 0.7%이다. 2000년 온라인 광고 시장에 대한 시선과 같이 모바일 메신저 광고 시장에 대한 의구심은 있다. 그러나 더 많은 사람들이 더 많은 시간을 라인에서 보내고 있기 때문에 LINE의 광고 M/S확대 잠재력을 높다고 판단된다.

표 2. 일본 매체별 광고시장 성장 추이

(십억엔, %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	(조원)
TV	1,912	2,079	2,068	1,935	1,948	2,044	2,041	2,016	1,998	1,909	1,714	1,732	1,724	1,776	19.5
성장률(%)	8.7	-0.5	-6.4	0.7	4.9	-0.1	-1.2	-0.9	-4.5	-10.2	1.1	-0.5	3.0		
뉴스신문	1,154	1,247	1,203	1,070	1,050	1,056	1,038	999	946	828	674	640	599	624	6.9
성장률(%)	8.1	-3.5	-11.1	-1.9	0.6	-1.7	-3.8	-5.3	-12.5	-18.6	-5.0	-6.4	4.2		
집지	418	437	418	405	404	397	484	478	459	408	303	273	254	255	2.8
성장률(%)	4.5	-4.3	-3.1	-0.2	-1.7	21.9	-1.2	-4.0	-11.1	-25.7	-9.9	-7.0	0.4		
라디오	204	207	200	184	181	180	178	174	167	155	137	130	125	125	1.4
성장률(%)	1.5	-3.4	-8.0	-1.6	-0.6	-1.1	-2.2	-4.0	-7.2	-11.6	-5.1	-3.8	0.0		
위성미디어	23	27	47	43	42	44	49	54	60	68	71	78	89	101	1.1
성장률(%)	17.4	74.1	-8.5	-2.3	4.8	11.4	10.2	11.1	13.3	4.4	9.9	14.1	13.5		
세일즈판촉	1,965	2,054	2,049	1,982	1,942	1,956	2,656	2,736	2,789	2,627	2,316	2,215	2,113	2,142	23.6
성장률(%)	4.5	-0.2	-3.3	-2.0	0.7	35.8	3.0	1.9	-5.8	-11.8	-4.4	-4.6	1.4		
인터넷	24	59	74	85	118	181	378	483	600	698	707	775	806	868	9.5
성장률(%)	145.8	25.4	14.9	38.8	53.4	108.8	27.8	24.2	16.3	1.3	9.6	4.0	7.7		
합계	5,700	6,155	6,121	5,664	5,678	5,867	6,890	6,945	7,018	6,665	5,848	5,829	5,702	5,913	65.0
성장률(%)	8.0	-0.5	-7.5	0.2	3.3	17.4	0.8	1.1	-5.0	-12.3	-0.3	-2.2	3.7		

주: 2012년 광고시장 원화 표시는 원/엔 환율 1,100원 가정

자료: 2012 Dentsu Annual Report, 대신증권 리서치센터

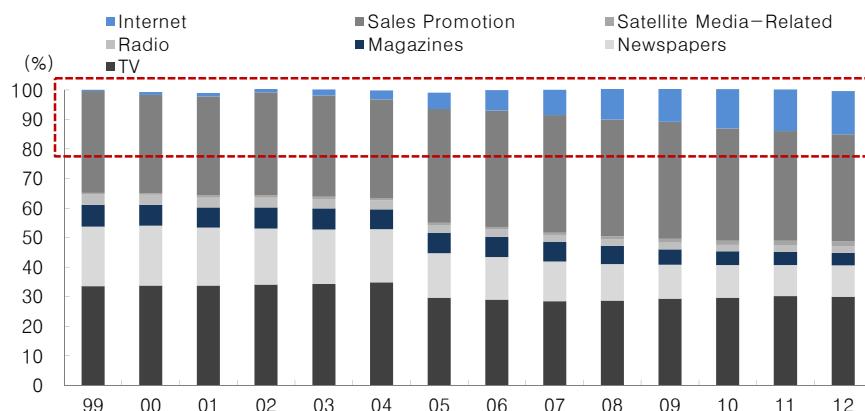
표 3. 매체별 광고시장 비중

(%)

	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
TV	34	34	34	34	34	35	30	29	28	29	29	30	30	30
뉴스신문	20	20	20	19	18	18	15	14	13	12	12	11	11	11
잡지	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	5	5	4	4
라디오	4	3	3	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2
위성미디어	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2
세일즈판촉	34	33	33	35	34	33	39	39	40	39	40	38	37	36
인터넷	0	1	1	2	2	3	5	7	9	10	12	13	14	15
합계	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

자료: 2012 Dentsu Annual Report, 대신증권 리서치센터

그림 2. 일본 온라인 광고 시장 비중 성장 (1999년 0% → 2012년 15%)

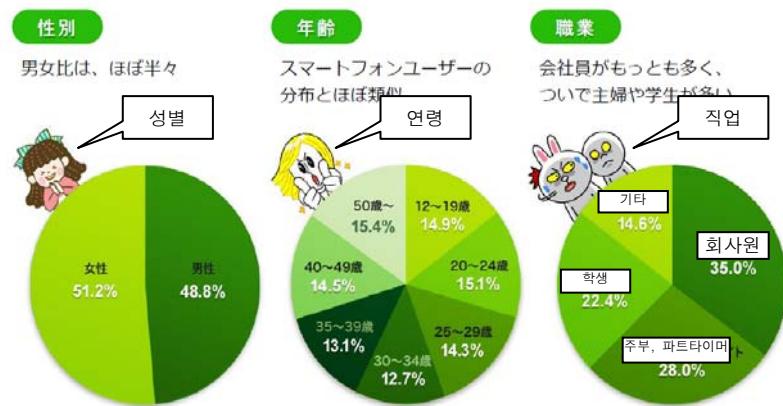


자료: 2012 Dentsu Annual Report, 대신증권 리서치센터

더 많은 사람이 더 많은 시간을 보내야 라인 광고 가치 상승

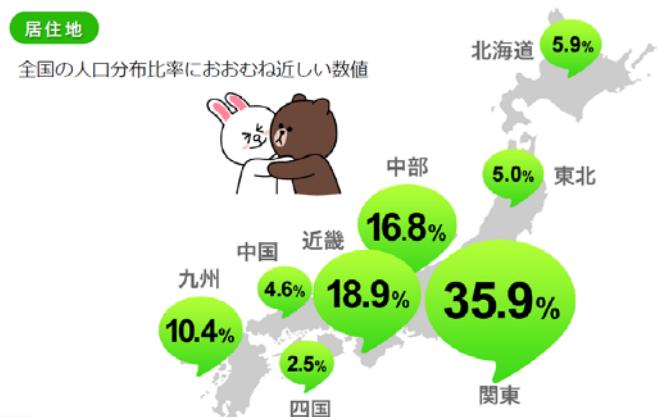
라인은 2015년까지 1차적으로 일본 광고시장 M/S 0.7%를 차지할 것으로 예상된다. 메신저 광고시장에서 의미있는 점유율을 확보하기 위해서는 더 많은 가입자가 더 많은 시간을 보내도록 해야한다. 그러기 위해서는 기본인 무료 메신저, 무료 통화 기능을 지속적으로 업그레이드해야하고 오래 머물수 있는 컨텐츠가 다양해야 한다. 이는 게임, 망가, 음악, 뉴스, 날씨, 운세, 동영상, 검색 등 다양하게 열려있다. 새로운 컨텐츠가 라인에 지속적으로 탑재되고 있다. 관련 기업과 파트너십을 맺고 인수 합병도 있을 것으로 예상된다. 현재 일본 라인 가입자 성별은 여성이 51%로 남성보다 조금 많고, 연령은 스마트폰 사용자 분포와 비슷하다. 직업은 회사원이 가장많고 그 다음은 주부, 학생 순이다. 지역별 가입자 분포 또한 지역 인구와 유사한 모습을 보이고 있다. 사용 빈도는 젊은층과 여성층이 더 적극적으로 사용하는 것으로 나타났다.

그림 3. 일본 라인 사용자: 성별, 연령별, 직업별 분류



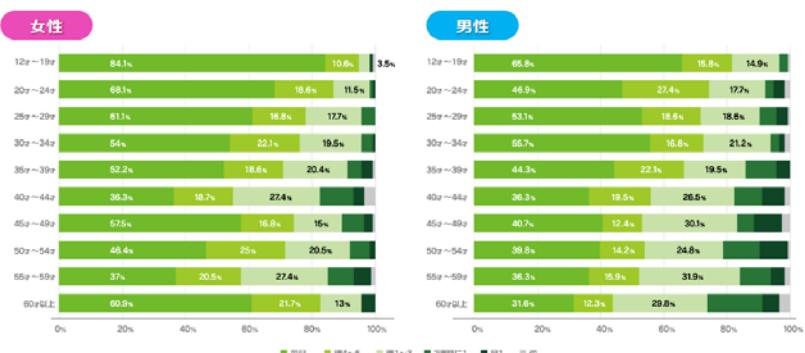
자료: LINE CORPORATION, 대신증권 리서치센터

그림 4. 일본 라인 사용자: 지역별 분류



자료: LINE CORPORATION, 대신증권 리서치센터

그림 5. 일본 라인 사용자: 성별, 연령별 사용빈도 (젊은층과 여성층이 적극적 사용)

利用頻度
若年層ほど利用頻度は高く、性別では女性の方がアクティブ

자료: LINE CORPORATION, 대신증권 리서치센터

2.1 일본 광고시장 Bottom-Up 분석 (공식계정)

공식계정 하나당 연간
약 15억원 매출 기여
전망

LINE 공식계정 광고는 주요기업을 대상으로하는 광고 사업모델이다. 현재 편의점 로손, 도요타 자동차, 맥도널드, 유니클로, 소프트뱅크, 야후재팬 등 일본 주요 기업들이 광고 주로 등록하고 있다. 광고 상품은 공식계정 홈/타임라인, 등록된 친구에게 발송되는 메세지, 공식계정과 스티커샵 상단의 배너광고, 그리고 광고주를 친구 등록한 사용자와 직접 일대다의 커뮤니케이션을 가능케하는 On Air기능 등이 있다.

LINE 공식계정 과금체계는 등록된 친구의 수, 광고의 종류, 광고실행 횟수 등에 연동된다. 그림5에 소개되어 있는 공식계정 과금사례는 한 회사가 광고 이용 첫 해에 400만명의 등록 친구를 확보한 후 LINE 공식계정을 이용하는데 필요한 비용을 정리한 예시이다. 2년차에 500만명대로 등록친구 수가 증가한다는 가정 아래, 연간 공식계정 배너광고와 스티커샵 배너광고를 각각 1회씩 실시하고 On Air 서비스를 1회 이용하였을 경우, 이 회사로부터 연간 약 15억원의 매출 발생을 기대할 수 있다.

기존 인터넷 포털의 모바일 광고 한계를 벗어나 LINE은 제한된 모바일환경에서 새로운 광고상품을 개발하고 있다. 따라서 현재 광고상품에서 더 나가 새로운 형태의 수익모델도 기대할 수 있다는 점에서 LINE의 잠재력은 매우 높은 것으로 판단된다.

표 4. LINE 공식계정 과금 사례 (연간)

(천엔)

상품명	1년차	2년차 이후
초기비용	10,000	-
스티커 제작 (공식계정 연계 8개)	22,000	2,000
1년 유지비 (친구: 1년차 400만명, 2년차 500만명 기준)	90,000	96,600
공식계정 배너광고 (연간 1회)	15,000	15,000
스티커샵 배너광고 (연간 1회)	10,000	10,000
On Air (연간 1회)	5,000	50,000
합계	152,000	128,600
합계(억원)	16.7	14.1

주: 각 상품에 대한 추가 설명은 그림6~17 참고, 발송 서비스는 월2회로 가정.

자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 6. 무료통화, 메신저뿐만 아니라 마케팅플랫폼으로 진화하는 LINE



자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

표 5. LINE 공식계정 주요 광고주 및 친구등록 증가 추세 (매주 1천만명 친구등록 중) (명)

카테고리	날짜 쇼핑부문 합계	9/24 82,819,308	10/1 90,519,619	10/8 93,675,729	10/15 95,328,391
1	RUNWAY Channel				신규 64,695
2	Haruyama	1,837,562	3,999,833	4,307,704	4,501,417
3	Global Work	268,697	323,911	354,994	395,798
4	LEPSIM	258,073	288,712	303,181	314,901
5	Hankyu	166,728	179,758	189,225	198,256
6	Lowrys Farm	2,432,925	4,678,281	5,009,287	5,228,903
7	배스킨라빈스	4,956,251	5,238,141	5,384,123	5,401,229
8	BEAMS	389,358	395,848	400,984	405,421
9	Okonomiyaki Dohton Bori	417,970	427,377	435,809	443,138
10	Gindaco	3,457,093	3,922,443	4,154,021	4,294,756
11	랄프로렌	362,987	367,197	370,703	378,892
12	맥도날드	4,631,255	4,689,128	4,733,246	4,776,043
13	유니클로	1,480,940	1,509,190	1,533,123	1,551,705
14	Samantha Thavasa Group	4,380,198	4,387,054	4,392,264	4,397,396
15	Shibuya109	410,755	416,805	421,963	426,238
16	Big Camera Group	398,005	404,166	409,628	414,232
17	Rakuten	5,620,146	7,142,908	8,293,176	8,732,658
18	Daimaru/Matsuzakaya	3,405,137	3,408,216	3,410,447	3,413,248
19	PLAZA	596,519	606,375	615,384	617,883
20	무인양품	1,652,659	1,666,590	1,677,156	1,690,114
21	AOKI	293,447	296,322	299,057	301,402
22	EON	1,941,866	1,959,614	1,970,924	1,984,834
23	JINS	764,200	769,963	774,377	778,720
24	KFC	5,901,856	5,927,772	5,946,111	5,960,245
25	eyecity	5,803,390	6,659,797	7,334,104	7,571,146
26	파밀리마트	4,553,274	4,567,081	4,588,625	4,602,147
27	Gyu-Kaku	1,415,809	1,425,218	1,432,801	1,440,244
28	GU	2,663,452	2,698,127	2,728,291	2,796,526
29	Matsumoto Kiyoshi	6,067,492	6,080,938	6,090,028	6,100,346
30	Lawson	10,576,484	10,598,872	10,618,669	10,632,912
31	SUKIYA	5,465,918	5,483,982	5,496,324	5,512,946
	Nojima(전자제품 판매업)	248,862			
	브랜드서비스 부문 합계	62,790,828	63,964,494	67,559,884	75,818,498
1	Surface				신규 873,255
2	환타			신규 1,362,808	2,554,248
3	Scrubbing Bubbles			신규 1,320,371	2,427,338
4	록시땅			116,285	2,427,355
5	펩시		신규 82,377	209,507	270,643
6	MAC COSMETIC	56,405	142,841	172,519	1,453,657
7	POCKY	490,604	527,095	546,165	554,669
8	엡손	3,499,506	3,503,452	3,505,942	3,506,905
9	UHA	441,516	451,911	777,611	2,013,836
10	도요타	3,398,581	3,407,488	3,409,676	3,411,547
11	치킨라멘	580,241	586,002	591,054	595,322
12	FANCL	3,921,736	4,094,415	4,096,316	4,098,487
13	ChokoraBB	3,095,241	3,284,271	3,382,697	3,384,943
14	클리니크	3,231,904	3,599,420	3,747,395	3,886,778
15	ORBIS	3,413,200	3,417,718	3,421,564	3,425,048
16	싼토리	8,291,365	8,460,311	8,464,568	8,468,111
17	ATTENIR	119,464	121,150	122,505	123,902

브랜드서비스 부문 합계		62,790,828	63,964,494	67,559,884	75,818,498
18	DHC	6,748,738	6,753,089	6,756,518	6,759,968
19	하겐다즈	3,018,162	3,026,340	3,032,814	3,040,145
20	Dr.Ci Labo	5,983,686	5,986,007	5,988,000	5,989,905
21	에스티로더	465,336	468,129	470,229	472,665
22	파나소닉	4,838,449	4,840,628	4,842,214	4,844,028
23	시세이도	5,791,953	5,795,887	5,798,679	5,802,337
24	코카콜라	5,404,741	5,415,963	5,424,447	5,433,406
엔터테인먼트 부문합계		68,440,539	71,805,342	73,089,019	73,766,202
1	JAL				신규 84,842
2	Jetstar		신규 1,667,548	2,501,325	2,744,053
3	BIGLOBE	49,445	61,550	65,236	68,910
4	Willcom	4,748,331	4,756,361	4,762,422	4,768,225
5	Studio Alice	3,305,334	3,316,331	3,323,419	3,329,855
6	Afurakku	3,300,651	3,711,836	3,879,749	3,995,657
7	Shidax	303,281	312,393	315,917	319,756
8	Kumon	4,208,355	4,210,038	4,211,720	4,213,382
9	극단사계	532,658	536,912	540,451	544,231
10	Gurunabi	568,889	573,892	577,870	581,754
12	ENEOS	5,791,011	5,795,629	5,799,191	5,802,832
13	NTT 도코모	4,288,649	4,299,684	4,309,086	4,317,369
14	소프트뱅크	10,256,282	10,262,260	10,267,417	10,272,856
15	NTT Communications	2,555,197	2,557,128	2,558,636	2,560,157
16	ANA	3,319,457	4,460,097	4,633,666	4,760,163
17	H.I.S	3,674,812	3,679,689	3,683,859	3,688,280
18	Tsutaya	3,697,543	3,712,719	3,724,330	3,736,047
19	au	10,328,520	10,334,522	10,339,629	10,344,133
20	Tokyo Disneyland	4,387,223	4,417,344	4,444,157	4,471,561
21	Geo	3,124,901	3,139,409	3,150,939	3,162,139
	Hot Pepper Gurume	651,571	657,663	662,388	
	Total	214,050,675	226,289,455	234,324,632	244,913,091
	전주 대비 증가율 (%)		5.7	3.6	4.5
	증감		12,238,780	8,035,177	10,588,459

주: 매주 화요일 오후 9 시 이후 기준

자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 7. 공식계정 단가표: 친구가 많고 적극적으로 홍보할수록 광고단가 상승

有効友だち数 (%) 친구수	月額料金 월간요금			
	월1회 발송 월1회配信まで	월2회配信까지	월3회配信까지	월4회配信까지 (월1회까지)
10万人~	250万円 (⊕25.0)	250万円 (⊕12.5)	250万円 (⊕8.33)	250万円 (⊕6.25)
20万人~	250万円 (⊕12.5)	250万円 (⊕6.25)	250万円 (⊕4.17)	250万円 (⊕3.13)
30万人~	250万円 (⊕8.33)	250万円 (⊕4.17)	250万円 (⊕2.78)	275万円 (⊕2.29)
40万人~	250万円 (⊕6.25)	250万円 (⊕3.13)	275万円 (⊕2.29)	325万円 (⊕2.03)
50万人~	250万円 (⊕5.00)	250万円 (⊕2.50)	312.5万円 (⊕2.08)	375万円 (⊕1.88)
60万人~	250万円 (⊕4.17)	275万円 (⊕2.29)	350万円 (⊕1.94)	425万円 (⊕1.77)
70万人~	250万円 (⊕3.57)	300万円 (⊕2.14)	387.5万円 (⊕1.85)	475万円 (⊕1.70)
80万人~	250万円 (⊕3.13)	325万円 (⊕2.03)	425万円 (⊕1.77)	520万円 (⊕1.63)
90万人~	250万円 (⊕2.76)	350万円 (⊕1.94)	462.5万円 (⊕1.71)	560万円 (⊕1.56)
100万人~	250万円 (⊕2.50)	375万円 (⊕1.68)	500万円 (⊕1.67)	600万円 (⊕1.50)
150万人~	312.5万円 (⊕2.08)	500万円 (⊕1.67)	650万円 (⊕1.44)	800万円 (⊕1.33)
200万人~	375万円 (⊕1.88)	600万円 (⊕1.50)	800万円 (⊕1.33)	1,000万円 (⊕1.25)
300万人~	500万円 (⊕1.67)	800万円 (⊕1.33)	1,075万円 (⊕1.19)	1,300万円 (⊕1.08)
400万人~	600万円 (⊕1.50)	1,000万円 (⊕1.25)	1,300万円 (⊕1.08)	1,575万円 (⊕0.98)
500万人~	700万円 (⊕1.40)	1,150万円 (⊕1.15)	1,525万円 (⊕1.02)	1,775万円 (⊕0.89)

주: 1년차 공식계정 광고 단가표

자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 8. LINE 공식계정 홈(타임라인)



주: 광고주가 홈에 게시물을 올리면 친구등록하고 있는 유자의 타임라인상에 표시되고 유자가 “좋아요”를 누르거나 댓글을 달 수 있음
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 9. 공식계정 홈 상단 배너 광고



주: 1주일 노출 1,500만엔(배너 광고 제작비 포함)
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 10. 스티커샵 상단 배너 광고



주: 1주일 노출 1,000만엔(배너 광고 제작비 포함)
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 11. LINE ON AIR 기능



주: 광고주가 티머를 정하여 사용자에게 고지하고, ON AIR중에 사용자의 코멘트 수집이 가능, 1대 다수의 폭넓은 이용자 의견수집 가능
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 12. 실례 1: 맥도날드 공식계정 홈



주: 맥도날드 공식계정을 친구등록한 유저에게 보이는 홍회면
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 14. 실례 2: 토요타자동차 공식계정 홈



주: 토요타자동차 공식계정을 친구등록한 유저에게 보이는 홍회면
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 16. 실례 3: 천만명이상 등록친구 보유한 소프트뱅크



주: 10/15일 기준 등록친구 1천만명 이상 보유 광고주는 소프트뱅크, Au, 로손 등 3개사
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 13. 타임라인을 통한 쿠폰 공유



주: 타임라인을 통한 쿠폰 공유
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 15. 충성도 높은 고객 확보에 용이



주: 타임라인을 통해 각종 이벤트, 정보글 게시를 통해 고객들과 소통
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 17. SNS 장점인 빠른 확산이 광고에 그대로 적용



주: 타임라인을 통해 각종 이벤트, 정보글 게시를 통해 고객들과 소통
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

2.2 일본 광고시장 Bottom-up 분석 (지역광고, LINE@)

LINE@ 계정 하나당
연간 약 1,400만원 매
출 기여 전망

LINE 공식계정이 최소 100만명 이상의 친구등록을 타겟으로 한 대기업 위주의 광고 상품이라면 LINE@(라인앳)은 10만명 이하의 친구등록을 타겟으로 한 중소형 광고주들을 위한 지역광고 성격의 상품이다. LINE은 LINE@ 서비스를 제공하면서 중소형 비즈니스 업주들도 LINE 광고상품을 이용할 수 있도록 그 범위를 폭넓게 확대 시켰다는데 그 의미가 있다고 판단한다.

LINE@의 경우, 2만명 이하의 유효친구를 확보하여 월간 2회의 메시지를 보낼 수 있는 상품 기준으로 연간 1,400만원선으로 이용이 가능하다. 이것은 인구 20만명의 소도시의 경우 연간 1,400만원이라는 비교적 저렴한 비용으로 지역 인구의 10%에 달하는 자발적 관심고객들에게 집중 마케팅이 가능하다는 의미이다. 따라서 실제로 광고주들이 느끼는 광고 효과는 매우 큼 것으로 판단된다. LINE@은 레스토랑, 미용실, 패션 상점, 게임센터 등의 다양한 광고주들이 지역 유동인구에 집중할 수 있는 마케팅 도구로 이용하고 있다.

표 6. LINE@ 과금 체계 (연간)

(엔)

등록친구수	월1회	월2회	월4회	월10회	연간(엔)	천원
1만명미만	5,250				63,000	693
1~2만명	52,500	105,000	157,500	315,000	1,260,000	13,860
2~4만명	105,000	210,000	315,000	63,000	2,520,000	27,720
4~8만명	210,000	420,000	630,000	1,260,000	5,040,000	55,440
8~10만명	262,500	525,000	787,500	1,575,000	6,300,000	69,300

자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

지역광고뿐만 아니라
전국 단위 마케팅 도구
로도 효과적

LINE@은 앞서 설명한 것과 같이 지역광고에서 강점을 가질 뿐만 아니라, 전국 단위의 마케팅 도구로도 효과적인 것으로 판단된다. 실제 성공의 일례로, 일본내 10대~20대 여성 전반을 타겟으로하고 전국 33개의 점포와 6개의 아울렛을 보유한 패션 브랜드인 ‘LIP SERVICE’는 LINE@계정을 도입하고 각 점포에서 안내, 블로그, 소셜 계정 등을 통해 고지한 결과 개설 1주만에 4,000명의 유저가 친구 등록을 하였다. 첫번째 메시지를 이용하여 세일안내를 고지하여 해당 세일기간동안 전주 대비 매출 50% 성장이라는 효과를 얻었다. 10월 15일 기준 등록된 친구 수는 5만명을 돌파하였으며 LINE@홈에서 쿠폰 및 세일고지, 그리고 상품에 대한 직접적인 광고를 활발하게 진행 중이다. 따라서 초기에 큰 비용을 부담하여 공식계정에 광고를 시작하는 것이 제한되는 중소형 업체들은 LINE@을 통해 부담없이 진입하여 추후에 등록친구 수가 증가하면 공식계정 광고로 넘어가는 형태의 시너지효과도 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 18. LINE@ 성공사례 1: LIP SERVICE(파션)



주: LIP SERVICE LINE@ 프로필 화면
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 19. 광고주는 고객 확보, 고객은 할인쿠폰 확보



주: LIP SERVICE에서 보내온 메시지 및 쿠폰(좌), 타임라인에 게시한 세일 공고(우)
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 20. LINE@ 성공사례 2: 후쿠오카시(공공기관)



주: 후쿠오카시 LINE@ 프로필 화면
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 21. 공공기관에서도 활용도 높은 LINE@



주: 후쿠오카시 LINE@에서 게시한 정보(좌), 후쿠오카 지역 소식 발송(우)
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 22. LINE@ 성공사례 3: Jelly 2 Cafe



주: Jelly2Cafe LINE@ 프로필 화면
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 23. 지역 카페의 대상 손님에 따른 다양한 쿠폰 발송



주: 내점을 유도하는 메시지와 스티커 발송(좌), 이벤트성 쿠폰 발송(우)
자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

3. 글로벌 광고시장: 태국, 대만에 일본 모델 적용

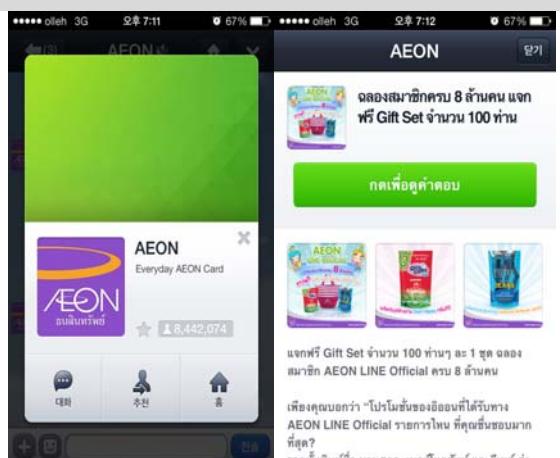
기타국가는 일본 검증
된 사업모델 적용

국가 GDP 비중만큼
LINE 가치 상승

LINE은 태국과 대만에서도 확고한 1위 메신저이다. 일본에서 검증된 사업모델을 태국과 대만에 순차적으로 적용하고 있다. 그럼 24.는 태국 이온카드 공식계정인데 이미 친구수가 8백만명이 넘었다. 공식계정 친구는 소비자가 원하지 않으면 차단할 수 있기 때문에 현재 친구로 등록하고 있는 소비자는 해당 기업에 우호적인 소비자이다. 따라서 기업 입장에서는 현준하는 광고 모델 중 비교하기 어려운 효율적인 광고수단일 것으로 판단된다.

국가별 광고시장은 해당 국가 GDP의 약 1% 내외이다. 대만 GDP는 일본의 8%, 태국 GDP는 일본의 6%이기 때문에 대만과 태국의 광고시장은 일본의 약 14% 수준일 것으로 추정된다. 현재 LINE이 선전하고 있는 인도네시아는 일본 GDP의 14%, 스페인은 25%이다. 만약 대만과 태국 외 국가에서 라인이 성공적으로 안착한다면 LINE 가치는 해당국가 GDP 비중만큼 추가 성장할 수 있다.

그림 24. 태국사례: AEON CARD 친구 8.4백만명



주: 태국 AEON LINE 프로필 화면

자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

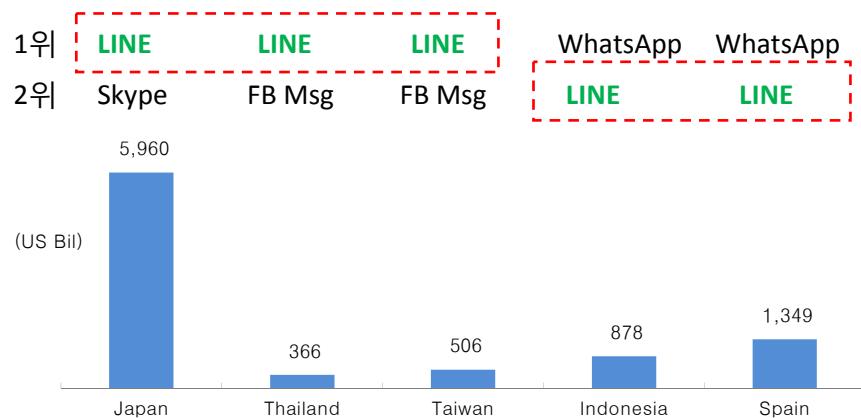
그림 25. 대만사례: MOMO 친구 3.5백만명



주: 대만 MOMO LINE 프로필 화면

자료: LINE Corporation, 대신증권 리서치센터

그림 26. 주요 국가 GDP 와 스마트폰 메신저 순위



주: 메신저 순위는 GooglePlay Overall 카테고리내 무료 메신저 다운로드 순위 기준

자료: World Bank, Taiwan CEPD, AppAnnie, 대신증권 리서치센터

4. LINE 광고 실적 추정

**2015년 LINE 광고
매출액 5,200억원**

**2015년부터 P, Q
동반상승 예상**

LINE은 2015년에 광고에서 매출액 5,200억원을 달성할 것으로 예상된다. 일본에서 4,400억원, 기타국가에서 800억원을 추정한다. 주요가정은 일본 공식계정 광고주 190개, 연평균 광고지출 14억원, 일본 지역광고 광고주 33,000개, 연평균 광고지출 1,480만원, 광고 평균 참여도 30%이다. 기타 국가 광고 매출액은 6개월정도 지연되면서 일본 GDP 비중만큼 추가되는 것으로 가정했다. 기타 국가 매출액은 태국, 대만 위주로 발생하고 타 지역은 미미한 것으로 가정했다. 지금은 메신저 광고 초기 단계이기 때문에 광고 단가가 끝으로 모션 성격이지만 광고 효과가 속속히 증명되면서 광고 단가도 올라가고 광고주도 올라가는 그림이 나올 것으로 예상한다. 이러한 현상은 기존 온라인 검색광고 성장 과정에서 이미 경험했다.

페이스북의 평균 CPC(cost per click)은 0.4달러인데 LINE 메세지 1인당 발송 금액은 0.014달러이다. 페이스북 CPC의 29분의 1이다. 끝으로 모션 기간 후 LINE의 광고 단가 상승에 대한 잠재력을 기능해 볼 수 있는 대목으로 판단한다.

표 7. LINE 광고 실적 추정

(십억원, %)

	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
LINE 가입자수(mn persons)	343	519	585	625	656	682	702	718
(yoy chg, %)	268.8	51.3	12.7	6.8	5.1	3.9	3.0	2.3
LINE net ADD(QoQ)								
LINE net ADD(YoY)	250	176	66	39.6	31.68	25,344	20,2752	16,22016
World Population %	4.8%	7.3%	8.2%	8.8%	9.2%	9.6%	9.9%	10.1%
Japan LINE 가입자수 (mn persons)	56	68	76	81	84	85	86	87
(yoy chg, %)	40.0	21.4	11.8	6.6	3.7	1.2	1.2	1.2
(Japan portion, %)	16.3	13.1	13.0	13.0	12.8	12.5	12.3	12.1
Japan LINE net ADD(QoQ)								
Japan LINE net ADD(YoY)	16	12	8	5	3	1	1	1
Japan Population %	44%	54%	60%	64%	66%	67%	68%	69%
LINE AD	53	258	519	742	914	1,039	1,153	1,257
(yoy chg, %)		383	101	43	23	14	11	9
LINE official account	29	120	232	339	424	479	528	571
# of advertisers(average)	90	150	190	218	238	251	261	268
Ad average Px	0.62	0.98	1.36	1.66	1.86	1.96	2.06	2.16
Line @	15	72	134	183	214	235	252	266
# of advertisers	13,000	25,000	33,000	38,600	42,520	45,264	47,185	48,529
Ad average Px	0.0086	0.0116	0.0148	0.0158	0.0168	0.0173	0.0178	0.0183
MAU %	20%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Other AD	7	32	74	87	99	111	121	130
LINE AD Japan	51	224	440	608	737	825	901	967
Other Countries (15%)	2	34	79	134	177	214	252	290

자료: 대신증권 리서치센터

III. 게임시장

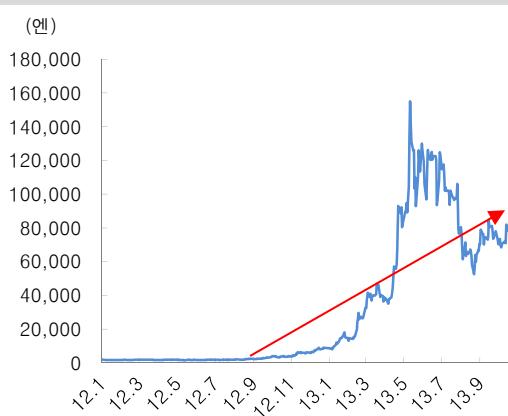
1. 일본 건호온라인 사례

단일 모바일게임 연간
매출 2조원 육박

2012년 4분기부터 2013년 상반기까지 일본에서 가장 이슈가 되었던 게임회사는 퍼즐엔드래곤즈라는 모바일게임을 개발한 Gungho Online(이하 건호온라인)이었다. 건호온라인은 불과 2012년 1분기까지해도 영업이익이 적자가 지속되던 회사였다. 하지만 퍼즐엔드래곤즈가 시장에 출시되면서 2012년 2분기부터 턴어라운드하여 2013년 2분기에는 매출액 4,600억원, 영업이익 3,000억원, 영업이익률 64%를 기록하였다. 퍼즐엔드래곤즈는 일본뿐 아니라 한국에서도 3개월째 구글플레이, 앱스토어의 게임카테고리의 매출 상위 랭킹을 유지하고 있다. 지금과 같은 추세가 4분기까지 이어진다면 건호온라인의 2013년 매출은 2조원에 육박할 것으로 추정된다.

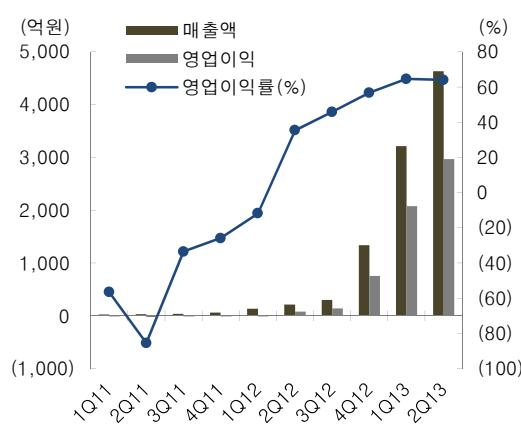
이러한 현실 때문에 모바일게임 시장은 광고시장처럼 M/S 적용을 이용한 Top-Down 접근이 쉽지않다. 시장을 1,000억원으로 예상했는데 한 기업이 갑자기 2조원을 달성하는 그림이 나오고 있는 상황이기 때문이다. LINE은 2015년에 모바일게임 시장에서 1.1조원을 달성할 것으로 예상한다. 현재 LINE은 일본 모바일게임 시장에서 50위권 게임을 평균 5개 이상 기록하고 있어 흥행게임수는 건호온라인보다 많다. 그러나 1개의 초대형 흥행게임이 수십개의 게임 매출액보다 큰 시장인 점을 감안해야한다. 건호온라인은 게임을 개발하는 회사이고 LINE은 다수의 게임을 공급하는 퍼블리셔이다. 개발사는 수익배분이 없어 수익성은 높지만 흥행 실패에 대한 리스크가 크다. 반면 퍼블리셔는 수익배분 때문에 수익성은 낮지만 게임 실패에 대한 리스크는 제한적이다. 라인은 한국은 물론 글로벌 게임회사로부터 게임을 공급받아 안정적으로 게임을 공급할 계획이다.

그림 27. 건호온라인 주가 추이 (2,000 → 80,000)



자료: 블룸버그, 대신증권 리서치센터

그림 28. 건호온라인 실적 추이



주: 원/엔 환율 1,100 원 기정
자료: GunghoOnline, 대신증권 리서치센터

2. 일본 모바일게임 현황

스마트폰보급률 상승과 제2의 퍼즐앤판드래곤즈 가능성으로 모바일게임 시장의 성장 잠재력은 충분

건호온라인의 사례에서 알 수 있듯이 모바일게임은 모바일기기의 발전과 게임에 우호적인 환경조성 여부에 따라 그 성장 잠재력이 매우 큰다. 일본 게임시장의 경우, 콘솔게임 중심으로 발전해왔다는 점과 스마트폰 보급률이 40% 이하라는 점 등의 이유로 모바일 게임시장의 가능성이 과소평가되어왔다. 실제로 한국 콘텐츠진흥원의 2012년 게임백서에서는 2013년의 일본 모바일게임 시장은 1,000억원대에 불과할 것으로 추정하였는데 이것은 건호온라인 단일 회사의 2013년 상반기 매출액인 7,850억원의 13%에 불과한 수치이다.

9월부터 일본 최대 통신서비스사인 NTT도코모가 아이폰을 도입하는 등 스마트폰 보급률 상승을 기대할 수 있다는 점과 퍼즐앤판드래곤즈에서 확인한 바와 같이 모바일게임 중심의 라이프 패턴 변화로 일본 모바일게임 시장의 잠재력은 매우 높은 것으로 판단된다

표 8. 2012년 10월 1일 일본 모바일게임 순위

구글플레이	게임명	개발사
1	폭주 열전 오토바이 호랑이	Donuts Co, Ltd.
2	퍼즐 & 드래곤즈 (Puzzle & Dragons)	GungHoOnlineEntertainment
3	GREE	GREE, Inc.
4	비보 팀정 캐리	COOPL, Inc.
5	프로 야구 PRIDE	COOPL, Inc.
1~50위권	게임명	순위
LINE	없음	없음
GungHo	퍼즐 & 드래곤즈 (Puzzle & Dragons)	2

주: Googleplay Game 카테고리 Grossing 순위 기준

자료: Appannie, 대신증권 리서치센터

표 9. 2013년 1월 1일 일본 모바일게임 순위

구글플레이	게임명	개발사
1	퍼즐 & 드래곤즈 (Puzzle & Dragon)	GungHoOnlineEntertainment
2	LINE POP	LINE Corporation
3	폭주 열전 오토바이 호랑이	Donuts Co, Ltd.
4	비보 전 ~ 태양을 요구하는 자들 ~	주식회사 디삐
5	비보 팀정 캐리	COOPL, Inc.
1~50위권	게임명	순위
LINE	LINE POP	2
(6개)	LINE PLAY	14
	LINE Bubble!	17
	LINE Homerun Battle Burst	23
	LINE 용사 수집가	31
	LINE Cartoon wars	49
GungHo	퍼즐 & 드래곤즈 (Puzzle & Dragon)	1
	캐리 공주 스위트	13
	Sengoku Tenkaitrigger	36

주: Googleplay Game 카테고리 Grossing 순위 기준

자료: Appannie, 대신증권 리서치센터

표 10. 2013년 4월 1일 일본 모바일게임 순위

구글플레이	게임명	개발사
1	퍼즐 & 드래곤즈 (Puzzle & Dragon)	GungHoOnlineEntertainment
2	LINE POP	LINE Corporation
3	폭주 열전 오토바이 호랑이	Donuts Co. Ltd.
4	LINE Bubble!	LINE Corporation
5	비보 탐정 캐리	COLOPL, Inc.
1~50위권	게임명	순위
LINE	LINE POP	2
(9개)	LINE Bubble!	4
	LINE Wind Runner	7
	LINE Play	13
	LINE Dragon Flight	14
	LINE 용사수집가	23
	LINE HIDDEN CATCH	36
	LINE 극장 타운	40
	LINE MASS FISHING	50
GungHo	퍼즐 & 드래곤즈 (Puzzle & Dragon)	1
	케리 공주 스위트	11
	Sengoku Tenkaitrigger	30

주: Googleplay Game 카테고리 Grossing 순위 기준

자료: Appannie, 대신증권 리서치센터

표 11. 2013년 10월 1일 일본 모바일게임 순위

구글플레이	게임명	개발사
1	퍼즐 & 드래곤즈 (Puzzle & Dragon)	GungHoOnlineEntertainment
2	LINE Pokopang	LINE Corporation
3	퀴즈 RPG 마녀와 검은 고양이 위드	COLOPL, Inc.
4	LINE WIND runner	LINE Corporation
5	체인 크로니클 ◆ 본격 시나리오	SEGA CORPORATION
1~50위권	게임명	순위
LINE	LINE Pokopang	2
(6 개)	LINE WIND runner	4
	LINE POP	8
	LINE Play	10
	LINE Bubble!	11
	LINE I Love Coffee	39
GungHo	퍼즐 & 드래곤즈 (Puzzle & Dragon)	1
	케리 공주 스위트	11
	Sengoku Tenkaitrigger	30

주: Googleplay Game 카테고리 Grossing 순위 기준

자료: Appannie, 대신증권 리서치센터

3. LINE 게임 실적 추정

**2015년 LINE 게임
매출액 1.1조원
(총매출액 기준)**

LINE은 2015년에 게임에서 매출액 1.1조원을 달성할 것으로 예상된다. 일본에서 9,300억원, 기타국가에서 1,680억원을 달성할 것으로 추정한다. 주요가정은 2015년 까지 일본 가입자 7,600만명, 연간 게임ARPU 14,000원이다. 일본 스마트폰 보급 확산과 다양한 게임 출시, 결제수단 발전으로 P,Q가 같이 증가하는 모습이 나올 것으로 예상된다. 2012년에 컨텐츠 진흥원은 2013년 일본 모바일게임 시장을 1,000 억원으로 예상했는데 건호온라인 한 회사 모바일게임 매출액이 2조원을 넘을 것으로 예상된다. 시장 크기를 가늠하기 어려운 상황이기 때문에 M/S 측면으로 접근하기는 어렵다. 현재 잘 하고 있는 건호온라인보다 순위권 게임이 많고 향후 출시 가능한 게임도 압도적으로 많은 채널링 모델이다. 따라서 LINE이 2015년에 건호온라인 2013년 매출액의 46% 정도인 9,300억원을 달성하는 것은 가능할 것으로 추정된다. NAVER는 LINE 게임 매출액 관련해서 2013년 3분기부터 총매출액과 순매출액을 나누어서 발표할 예정이다. 총매출액은 사용자가 지불한 금액을 매출액으로 잡고 앱스토어와 게임 개발사에 지급수수료 비용을 산정하는 방식이다. 순매출액은 주요 지급 수수료를 제외한 금액만 매출액으로 산정하는 방식이다. 영업이익은 같은 결과를 가지고 올 것이지만 순매출액 산정시 모바일게임 매출액은 크게 감소하는 것으로 보이는 구조이다. 현재 게임매출액은 총매출액 방식으로 추정했다.

표 12. LINE 게임 실적 추정

(십억원, %)

	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
LINE 가입자수 (mn persons)	343	519	585	625	656	682	702	718
(yoy chg, %)	268.8	51.3	12.7	6.8	5.1	3.9	3.0	2.3
LINE net ADD(QoQ)								
LINE net ADD(YoY)	250	176	66	39.6	31.68	25.344	20.2752	16.22016
World Population %	4.8%	7.3%	8.2%	8.8%	9.2%	9.6%	9.9%	10.1%
Japan LINE 가입자수 (mn persons)	56	68	76	81	84	85	86	87
(yoy chg, %)	40.0	21.4	11.8	6.6	3.7	1.2	1.2	1.2
(Japan portion, %)	16.3	13.1	13.0	13.0	12.8	12.5	12.3	12.1
Japan LINE net ADD(QoQ)								
Japan LINE net ADD(YoY)	16	12	8	5	3	1	1	1
Japan Population %	44%	54%	60%	64%	66%	67%	68%	69%
LINE GAME	302	699	1,099	1,574	1,838	2,067	2,196	2,328
(yoy chg, %)		132	57	43	17	12	6	6
GAME ARPU (th KRW)	8	11	14	16	18	20	21	22
LINE GAME Japan	186	608	931	1,290	1,506	1,694	1,800	1,908
Other Countries (15%)	19	91	168	284	331	373	396	420

자료: 대신증권 리서치센터

IV. 실적추정

LINE 매출액 2015년 2.1조원, 영업이익 6,400억원

LINE은 2015년에 매출액 2.1조원, 영업이익 6,400억원을 기록할 것으로 추정된다. 2018년 LINE 매출액은 4.2조원, 영업이익은 1.6조원으로 예상된다. 2015년까지 주요 가정은 라인 글로벌 가입자 5.8억명, 라인 일본 가입자 7,600만명, 라인 일본 공식계정 232개, LINE@ 광고주 33,000명, 라인 게임 연간 ARPU 14,000원 등이다. 일본외 지역 라인 매출액은 일본의 약 18% 수준을 기록할 것으로 가정했다. 가정 국가는 태국, 대만이다. 향후 라인은 일본에서 대부분 실적을 창출할 것으로 예상된다. 사업화는 초기 국면이기 때문에 주요 변수를 업데이트하면서 라인의 잠재력을 체크해 나가면 될 것으로 보인다. 모멘텀은 주요 변수가 생각보다 긍정적인 속도로 적용되거나 다른 국가에서 1위 메신저로 자리를 잡는 것이 될 것이다.

표 13. Naver, LINE 실적 추정(연간)

(십억원, %)

	13F	14F	15F	16F	17F	18F
REV	2,407	3,317	4,241	5,205	5,941	6,634
(chg %)	35.2	37.8	27.9	22.7	14.1	11.7
SA	1,322	1,427	1,527	1,627	1,724	1,828
(chg %)	9.5	8.0	7.0	6.5	6.0	6.0
DA	346	353	360	367	374	382
(chg %)	-0.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Line	548	1,330	2,130	2,977	3,596	4,166
(chg %)	848.6	142.5	60.2	39.7	20.8	15.9
Others	192	207	224	235	247	259
(chg %)	12.9	8.0	8.0	5.0	5.0	5.0
OP	544	960	1,389	1,877	2,239	2,582
NAVER OP	620	682	750	817	884	948
LINE OP	-75	278	639	1,060	1,356	1,634
(chg %)	4.3	76.4	44.7	35.1	19.3	15.3
(OPM)	22.6	28.9	32.8	36.1	37.7	38.9
NI	416	686	979	1,304	1,534	1,769
(chg %)	13.9	64.9	42.8	33.2	17.6	15.3
LINE REVENUE	548	1,330	2,130	2,977	3,596	4,166
(yoY chg, %)	849	143	60	40	21	16
LINE GAME	302	699	1,099	1,574	1,838	2,067
(yoY chg, %)		132	57	43	17	12
LINE AD	53	258	519	742	914	1,039
(yoY chg, %)		383	101	43	23	14
LINE Sticker	127	180	212	216	221	225
(yoY chg, %)	270	42	18	2	2	2
LINE eCOM	5	50	98	173	280	417
(yoY chg, %)		900	96	77	61	49
LINE Others	63	142	202	271	344	418
(yoY chg, %)	871	126	42	34	27	22

자료: 대신증권 리서치센터

표 14. Naver, LINE 실적 추정(분기)

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
REV	517	571	614	706	742	797	842	935
(chg %)	26.5	32.1	40.4	40.3	43.4	39.7	37.3	32.6
SA	328	329	321	344	354	355	347	371
(chg %)	11.0	9.2	9.0	9.0	8.0	8.0	8.0	8.0
DA	79	86	87	94	81	87	89	96
(chg %)	2.4	-1.2	-1.0	-1.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Line	69	112	157	210	262	307	355	406
(chg %)				406.7	281.0	174.1	125.5	93.1
Others	42	44	48	58	45	48	52	63
(chg %)	14.8	12.3	12.3	12.3	8.0	8.0	8.0	8.0
OP	138	148	108	150	200	232	241	287
NAVER OP	149	150	134	186	164	165	147	205
LINE OP	-11	-2	-26	-36	35	67	93	82
(chg %)	10.0	17.0	-4.2	-4.3	44.4	57.0	122.8	91.6
(OPM)	26.8	25.9	17.6	21.2	26.9	29.1	28.6	30.7
NI	126	123	78	111	143	166	172	205
(chg %)	42.6	38.9	-1.5	1.1	13.8	35.0	121.2	84.9
LINE 가입자수 (mn persons)	130	195	274	343	402	451	490	519
(yoy chg, %)	420	333	315	269	209	131	79	51
Japan LINE 가입자수 (mn persons)	43	46	51	56	59	62	65	68
(yoy chg, %)	291	119	65	40	37	35	27	21
LINE REVENUE	69	112	157	210	262	307	355	406
(yoy chg, %)		2,281	1,256	407	281	174	125	93
LINE GAME	38	59	89	116	141	163	186	210
(yoy chg, %)		-	-	582	272	176	109	81
LINE AD	2	10	15	26	43	56	71	88
(yoy chg, %)				2,038	470	361	237	
LINE Sticker	22	30	35	40	42	44	46	48
(yoy chg, %)		538	202	122	91	47	31	20
LINE eCOM				5	8	11	14	17
(yoy chg, %)								240
LINE Others	9	13	18	23	28	33	38	43
(yoy chg, %)				255	219	153	110	87

자료: 대신증권 리서치센터

V. 밸류에이션

2015 EPS 30,000 원 * 목표 PER 28 배 = 840,000 원

**투자의견 매수
목표주가 840,000원**

NAVER에 대한 투자의견을 매수로 커버를 재개하고, 목표주가를 840,000원으로 제시한다. NAVER는 당장 이익이 훼손되더라도 라인 가입자 확보에 주력하고 있기 때문에 라인 실적이 정상화되기 시작하는 2015년 EPS를 적용했다. PER 28배는 2015년부터 예상되는 3년 평균 EPS 성장률을 10% 할인한 수준이다.

현시점에서 2015년 EPS를 적용하고 2015년 EPS에 28배라는 PER을 적용하는 것은 무리해 보일 수 있다. 그러나 2013년 또는 2014년 EPS를 적용하는 것은 기업 실적이 망가졌을 때 일시적으로 발생하는 왜곡된 PER일 것이다. 기업 실적이 일시적으로 망가졌을 때 해당기업이 PER 50배~100배에서 거래되는 경우가 있다. 왜곡이다. NAVER도 2005년 전에 100배 이상에서 거래되기도 했다. 버블이라는 우려가 있었으나 EPS 증가로 PER은 20배 이하로 떨어졌다.

2013년, 2014년 NAVER는 LINE 글로벌 가입자 확대를 위해 사활을 거는 기간이다. 글로벌 메신저 시장이 어느정도 구도가 잡히면 이상 수준의 마케팅 비용이 과거 수준으로 정상화될 것이다. 회사가 글로벌 메신저로 발돋움하기 위해 공격적으로 마케팅 비용을 집행하고 있다. 실적이 인위적으로 훼손되는 시기의 EPS에 40배~50배 높은 멀티플을 적용시키면 오히려 적정가치 범위가 멀티플에 의해 천차만별이 되는 것이다. 회사가 정상적인 실적을 발생시키기 시작하는 시점부터 목표 PER을 적용시키는 것이 더 합리적일 것으로 사료된다.

표 15. 시가총액 스케줄

(원, %)

	13F	14F	15F	16F	17F	18F
EPS(inc. T/S)	12,669	20,893	29,831	39,733	46,722	53,880
(chg %)	-4.5	64.9	42.8	33.2	17.6	15.3
PER(avr)	50.5	30.6	21.5	16.1	13.7	11.9
적정 PER	50	39	28	23	20	20
목표시총(bn)	20,792	25,766	27,613	29,997	30,672	35,372
목표주가(W)	633,436	814,395	841,242	913,859	934,433	1,077,607

자료: 대신증권 리서치센터

글로벌 인터넷 기업: H/W에서 S/W로 주도권 전환

통신사와 스마트폰

제조사가 환경조성

지속 가능한 사업은 S/W에서 발생

2013년 글로벌 스마트폰 이용률이 급증하기 시작하면서 온라인 광고 노출시간이 증가하고 있다. 기존에 소비자는 PC에서 온라인 광고에 노출되었지만 이제는 이동중에도 집에서도 더 많은 시간을 스마트폰을 통해 노출되고 있다. 광고 가치는 노출시간과 비례한다. 당연히 기존 온라인 광고회사들(인터넷 기업들을 총칭)의 가치는 더 높아질 수 밖에 없다. 그럴 것이라는 기대감이 실적으로 나타나는 구간이고 SNS 광고 가치는 아직 실적보다 기대감이 먼저 주가에 반영되고 있다. 향후 실적이 정말 현실화된다면 2차 주가 랠리도 가능할 것으로 예상된다. 물론 그 반대의 경우에 대한 가능성도 열어두어야 한다. 지금 시점에서는 어느정도의 광고주가 어느정도의 광고비 지불 의사가 있는지 지속적으로 업데이트해야 한다. 확실한 것은 LINE 이용자와 이용시간은 급격히 증가하고 있다는 것이다. 광고 가치는 이용자수와 이용시간에 비례한다.

표 16.. 글로벌 인터넷 기업 실적 테이블

(US\$ Mi, \$, 배)

		Naver	Google	Facebook	Tencent	Yahoo Japan
매출액	2013F	2,267	59,566	7,388	9,812	3,989
	2014F	3,123	69,632	9,824	12,802	4,394
	2015F	3,993	80,260	12,739	16,002	4,753
영업이익	2013F	512	17,977	3,126	3,147	2,148
	2014F	904	20,411	4,135	3,861	2,379
	2015F	1,308	25,081	5,354	5,088	2,514
순이익	2013F	392	14,920	1,823	2,617	1,325
	2014F	646	17,948	2,521	3,293	1,440
	2015F	922	21,572	3,436	4,150	1,510
EPS	2013F	11.9	44.1	0.7	1.4	0.2
	2014F	19.7	52.4	1.0	1.8	0.3
	2015F	28.1	62.1	1.3	2.3	0.3
PER	2013F	50.5	22.9	75.3	39.1	22.5
	2014F	30.6	19.3	55.3	31.0	20.6
	2015F	21.5	16.3	41.2	24.5	19.6

주: 해외 동종 기업은 Thomson 컨서스 기준, Naver는 당사 추정치

자료: 대신증권 리서치센터

VI. 이슈 및 리스크 점검

LINE 일본 성공 비결?

**일본을 잘 아는
현지업체 제작**

LINE이 일본에서 성공한 이유는 일본 현지업체에서 제작된 것이 주효했다고 본다. NAVER가 일본 하위 포털업체 LINE DOOR를 인수할 당시만해도 이해하기 어려운 결정이라고 보는 시각들이 많았지만 결과적으로 대성공이었다. 사업의 성공은 99%가 준비되어도 detail 1%에서 결정이 된다고 본다. 구글과 야후가 훌륭한 검색엔진을 가지고도 한국에서 Naver에 밀리는 이유이다. 지금은 LINE Corporation이 된 LIVE DOOR는 일본 포털기업이었고 사용자는 물론 광고주 성향까지 잘 파악하고 있는 100% 현지업체였다. SNS의 기본인 빠르고 편리한 TEXT전송 뿐 아니라, 디자인, 일본인이 좋아하는 캐릭터 스티커 등 세세한 부분까지 잘 대응하여 일본에서 성공했다고 본다. 또한 NAVER라는 모기업의 전략적 지원과 마케팅 효과 등도 성공요인으로 보인다. 물론 시대의 변화를 읽고 일본에서 선점한 부분이 가장 중요한 원인으로 판단된다.

지하철 무가지가 사라지고 있다?

**지하철에서 열에 아홉
은 스마트폰을 본다**

지하철 무가지 업체가 사라져가고 있다. 스마트폰 때문이다. 지하철을 타보면 열에 아홉은 스마트폰을 사용하고 있다. PC 노출을 이용한 온라인 광고시장이 모바일을 통해 시장영역을 추가적으로 확대하고 있는 것이다. 이러한 현상은 포털업체가 무가지 업체 시장을 침해하려고 노력한 결과가 아니다. 기술의 변화에 따른 피할 수 없는 현상이다.

내 아내가 집에서 PC를 켜지 않는다?

**집에서 검색과 SNS
스마트폰으로**

집에서 아내가 PC를 켜지 않는다. 대부분의 정보 검색과 SNS를 스마트폰을 이용해서 한다. TV보는 시간도 크게 줄었다. 주변의 모습이다. 각 매체 이용 시간에 대한 통계는 후행적으로 나오겠지만 현상에 대한 확신을 가지고 투자하고 통계를 나중에 확인을 위한 과정으로 체크하면 될 것으로 본다. 이러한 현상이 실적과 이어지는 기간은 정확히 알 수 없으나 전통광고 매체와 PC광고 시장이 모바일로 넘어가는 모습은 바로 앞에서 펼쳐지고 있다.

일본인과 거리 인터뷰

**이용률이 높은 일본
젊은 여성들과 인터뷰**

필자는 일본에서 졸업했다. LINE 가입자수 등은 시장에 자주 나오기 때문에 실제 일본인과의 생생한 인터뷰 내용도 언급해본다. 한국에 관광온 30대 일본 여성 회사원, 20대 여대생 등과 인터뷰를 진행했다. 우선 LINE이 한국 회사인지는 아무도 몰랐다. 그리고 LINE은 매일 사용한다고 대답했다. LINE 게임은 하는 사람과 그렇지 않은 사람이 반반으로 나뉘었다. 게임을 했던 사람도 게임에 빠진적도 있었지만 요즘은 잘 안하는 편이라는 사람도 있다. LINE 광고가 불편하지 않았느냐는 질문에는 싫으면 차단하면되기 때문에 불편하지 않다고 했다. 쿠폰 등 유용한 내용이 있어서 광고는 종종 받고 있다고 한다. 타임라인은 적극적으로 사용한다는 사람은 없었다. 본인의 생활이 노출되는걸 꺼려하는 일본인의 습성이 반영된 결과로 본다. 다만 남의 타임라인을 보는 것은 즐긴다고 했다. 타임라인을 통한 광고 잠재력은 높다는 의미이다.

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액		2,121	1,781	2,260	3,317	4,241
매출원가		0	0	0	0	0
매출총이익		2,121	1,781	2,260	3,317	4,241
판매비판권비		1,461	1,259	1,788	2,357	2,852
영업이익		660	522	472	960	1,389
영업이익률		31.1	29.3	20.9	28.9	32.8
EBITDA		749	629	590	1,091	1,531
영업외손익		-28	29	1	6	10
관계기업손익		1	13	13	13	13
금융수익		64	108	72	74	76
외환분말이익		2	1	1	1	1
금융비용		-52	-32	-25	-22	-20
외환분말손실		14	3	1	1	1
기타		-40	-59	-59	-59	-59
법인세비용차감분순이익		632	585	474	966	1,399
법인세비용		-180	-187	-133	-280	-420
계속사업순이익		452	544	341	686	979
중단사업순이익		0	0	75	0	0
당기순이익		452	436	416	686	979
당기순이익률		21.3	24.5	18.4	20.7	23.1
비자비자분순이익		2	-2	-2	-3	-4
자비자분순이익		450	437	418	689	983
매도가능금융자산평가		-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익		-14	-91	-14	-14	-14
포괄순이익		438	452	401	671	964
비자비자분포괄이익		2	-2	-2	-3	-4
자비자분포괄이익		436	454	403	674	968

Valuation 지표		(단위: 원 배 %)				
		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS		9,350	13,263	12,669	20,893	29,831
PER		22.6	17.1	50.5	30.6	21.5
BPS		32,778	57,532	72,113	88,538	122,094
PBR		64	3.9	8.9	7.2	5.2
EBITDAPS		15,555	19,084	17,893	33,087	46,436
EV/EBITDA		124	157	33.4	17.7	12.0
SPS		44,077	54,031	68,574	100,622	128,651
PSR		4.8	4.2	8.7	5.9	4.6
OPPS		15,333	21,957	21,098	34,191	47,887
DPS		536	616	900	1,484	2,119

재무비율		(단위: 원 배 %)				
		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
상장성						
매출액증기율		18.8	-16.0	26.9	46.7	27.9
영업이익증기율		7.1	-21.0	-9.5	103.3	44.7
순이익증기율		-3.6	-3.7	-4.5	64.9	42.8
수익성						
ROIC		83.2	48.7	38.6	65.0	78.8
ROA		30.4	19.7	15.0	26.0	30.3
ROE		31.0	25.2	19.5	26.0	28.3
안정성						
부채비율		50.4	53.8	41.9	36.2	27.8
순자본금비율		-56.2	-55.7	-59.6	-60.8	-67.7
자자본상환비율		56.3	55.9	56.6	103.4	136.0

자료: NAVER, 대신증권 리서치센터

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산		1,431	1,739	2,116	2,650	3,763
현금및현금성자산		466	395	626	929	1,822
매출채권 및 기타채권		243	274	341	487	614
재고자산		0	0	0	0	0
기타유동자산		722	1,069	1,149	1,235	1,328
비유동자산		942	1,188	1,270	1,340	1,401
유형자산		384	566	659	736	801
관계기업투자금		99	123	109	95	81
기타비유동자산		459	500	502	509	519
자산총계		2,373	2,927	3,386	3,990	5,164
유동부채		533	645	553	544	535
매입채무 및 기타채무		277	320	320	320	320
차입금		25	3	-16	-35	-54
유동채무		48	133	50	50	50
기타유동부채		182	190	199	209	220
비유동부채		262	378	447	517	589
차입금		147	195	245	294	344
전환증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		115	184	202	222	245
부채총계		795	1,024	1,000	1,061	1,125
자자본		1,578	1,896	2,377	2,918	4,025
자본금		24	24	24	24	24
자본잉여금		195	196	196	196	196
이익잉여금		2,171	2,668	3,059	3,722	4,663
기타자본변동		-813	-991	-901	-1,023	-858
자자본		0	7	9	11	15
자본총계		1,578	1,904	2,386	2,930	4,040
순자본금		-887	-1,060	-1,422	-1,780	-2,735

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름		418	596	491	696	1,018
당기순이익		452	436	416	686	979
비현금화목의기감		286	288	280	441	593
감가상각비		88	107	118	131	142
외환손익		4	-35	1	1	1
자본변동기초의		0	0	0	0	0
기타		194	216	161	309	450
자산부채의증감		-169	-95	-105	-183	-165
기타현금흐름		-151	-33	-100	-248	-388
투자활동 현금흐름		-318	-690	-312	-320	-328
투자자산		-77	-37	-5	-7	-8
유형자산		-121	-277	-197	-197	-197
기타		-120	-376	-110	-116	-123
재무활동 현금흐름		-189	24	-64	20	3
단기차입금		2	-19	-19	-19	-19
사채		0	0	0	0	0
장기차입금		-10	170	50	50	50
유상증자		0	0	0	0	0
현금배당		0	-24	-27	-26	-42
기타		-182	-103	-69	14	14
현금의증감		-89	-71	231	303	893
기초 현금		555	466	395	626	929
기말 현금		466	395	626	929	1,822
NOPLAT		472	355	340	682	972
FCF		419	153	258	612	914

[Compliance Notice]

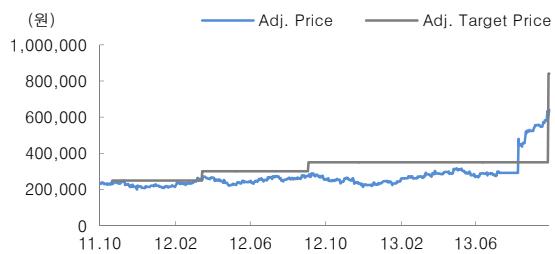
금융투자업규정 4~20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당시는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김윤진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제작일자	13.10.21	12.12.06	12.11.19	12.11.18	12.11.08	12.09.23
투자의견	Buy(등락보장)	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	840,000	350,000	350,000	350,000	360,000	360,000
제작일자	12.08.09	12.07.18	12.06.22	12.06.06	12.05.30	12.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
제작일자	12.04.04	12.02.09	11.11.21	11.11.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	300,000	250,000	250,000	250,000		
제작자						
투자의견						
목표주가						

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상