영혼을 담은 종목추천, 인터넷 애널리스트 이창영입니다.
(02)3770-3537 changyoung.lee@tongyang.co.kr

동양증권

NAVER (035420)

LINE 광고 매출 증가에 주목할 때

투자의견: BUY (M)
목표주가: 700,000원 (M)

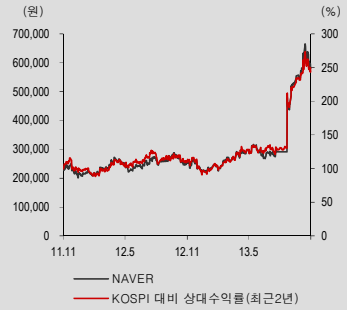
인터넷

Analysts 이창영 ☏ 3770-3537
김 솔 ☏ 3770-3496

주가	583,000원
자본금	165억원
시가총액	192,172억원
주당순자산	79,024원
부채비율	36.74%
총발행주식수	32,962,679주
60일 평균 거래대금	1,327억원
60일 평균 거래량	244,381주
52주 고	665,000원
52주 저	215,025원
외인지분율	56.55%
주요주주	이해진 외 9인 9.18%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	6.4	98.6	130.0
상대	5.9	86.2	122.3
절대(달러환산)	7.4	109.5	135.3



자료: Datastream

Why This Report

고평가 논란과 함께 상장 후 공모가격 38 달러에서 18 달러까지 추락했던 Facebook 주가가, 최근 50 달러를 상회하고 있습니다. Facebook 이 이처럼 바닥에서 3 배 가까이 주가가 치솟을 수 있었던 이유는, 상장후 9 억명의 모바일 Facebook 사용자를 대상으로 한 높은 모바일 광고매출 증가에 기인한 것입니다. Naver 의 LINE 도 전세계 사용자(가입자)수를 빠르게 증가시키며, 3 분기 의미있는 모바일 광고매출을 보여주기 시작했다는 점에 주목할 때입니다.

Investment Point

3분기 실적 요약 : 계속되는 LINE 실적 서프라이즈

▶ 매출액 5,853억원(매출 인식 변경전 기준 YoY +42.5%, QoQ +10.9%), 검색광고 3,325억원 YoY +13.1%, 디스플레이 광고 YoY -15.5%, LINE 매출(매출 인식 변경전 기준) 1,758억원 QoQ +50.4%으로 LINE 매출 성장에 의한 전체 성장 주도. 특히 광고가 주된 비중을 차지하는 기타 매출이 전분기 대비 약 100억원 증가한 것으로 추정됨.

▶ LINE 가입자 증가를 위한 마케팅비(944억원) 증가로 영업이익 YoY 11.8% 감소한 1,045억원 기록. 순이익 762억원으로 YoY 19.5% 감소

4분기 및 향후 전망

▶ 4분기 광고 성수기 효과에 의한 디스플레이광고 증가, 모바일 트래픽 증가에 의한 검색광고 매출 증가에 따른 4분기 실적 성장 전망

▶ 특히, LINE 매출중 이제까지 비중이 낮았던 광고 등 기타 매출이, 광고주 및 시장(국가) 확대에 의한 향후 광고매출의 서프라이즈한 증가 기대

투자의견 BUY, 목표주가 700,000원 유지

- **전세계 가입자 증가에 기반한 LINE 광고 매출 기반 확대에 따른 광고 매출 급증 가능성에 주목할 때**
- **Facebook, 트위터 등 모바일 상의 수익모델에 대한 높은 시장가치 평가도 긍정적**

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	21,213	23,893	23,298	31,378	41,359
매출액증가율	19.7	12.6	-2.5	34.7	31.8
영업이익	6,604	7,022	5,454	12,029	19,542
영업이익률	31.1	29.4	23.4	38.3	47.2
지배주주귀속 순이익	4,500	5,461	4,071	8,284	13,193
지배주주 귀속 EPS	9,350	11,346	9,746	25,130	40,024
증가율	-8.9	21.3	-14.1	157.8	59.3
PER	22.2	21.9	59.8	23.2	14.6
PBR	4.2	4.2	7.4	6.8	5.9
EV/EBITDA	12.2	13.5	29.7	14.6	9.0
ROA	20.7	20.6	15.6	35.9	51.1
ROE	30.6	31.4	22.8	46.4	62.2

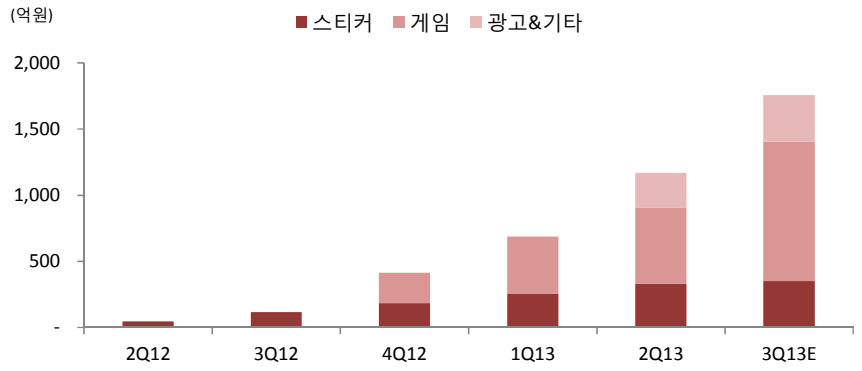
주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

Naver (단위: 억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	5,219	5,704	5,853	6,521	17,971	23,298	31,378	41,359
검색광고	3,278	3,290	3,325	3,525	12,065	13,419	14,322	15,178
YoY	11%	9%	13%	12%	12%	11%	7%	6%
PC	2,761	2,716	2,693	2,801	10,769	10,972	11,033	10,905
모바일	517	574	632	724	1,296	2,447	3,289	4,274
배너광고	790	848	740	964	3,467	3,342	3,325	3,306
YoY	2%	-2%	-16%	2%	16%	-4%	-1%	-1%
LINE	688	1,169	1,286	1,519	163	4,662	11,762	20,806
스티커	256	332	352	414	-	1,354	2,031	2,396
게임	432	576	583	445	-	2,037	2,102	3,153
광고&기타	-	261	352	659	-	1,271	7,629	15,258
기타	463	397	502	513	2,277	1,875	1,969	2,068
영업비용	3,964	4,340	4,808	4,732	-	17,844	19,349	21,816
인건비	1,203	1,215	1,179	1,246	-	4,843	5,338	5,883
지급수수료	1,492	1,775	1,654	1,622	-	6,543	7,704	9,624
광고선전비	348	395	944	783	-	2,470	2,196	2,068
감가상각비	275	285	322	330	-	1,211	1,226	1,214
기타	647	640	708	751	-	2,747	2,884	3,028
영업이익	1,325	1,392	1,045	1,789	-	5,551	12,029	19,542
영업이익률	25.4%	24.4%	17.9%	27.4%		23.8%	38.3%	47.3%
세전이익	1,453	1,416	1,313	1,759	-	5,941	12,874	20,914
당기순이익	1,150	935	762	1,224	-	4,071	8,284	13,193

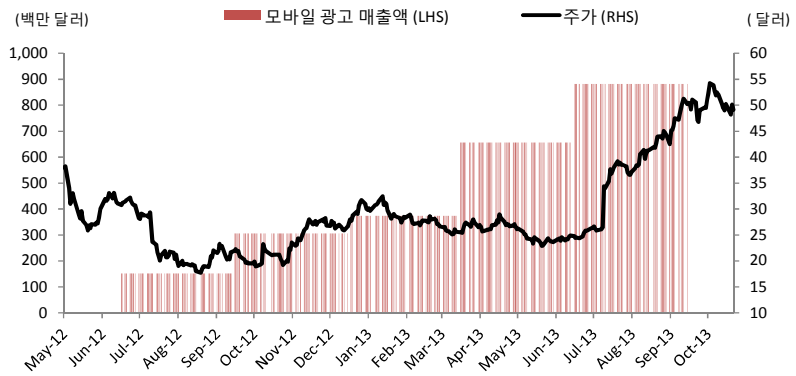
자료: Naver, 동양증권 리서치센터

LINE 부문별 매출액 추이



자료: Naver, 동양증권 리서치센터

페이스북 모바일 광고 매출액 vs 주가 차트



자료: Naver, 동양증권 리서치센터

NAVER 2013년 3분기 실적발표 컨콜 주요내용

LINE 가입자 수 최근 2억 8천명 돌파. 올해 3억명 무난히 달성할 것

최근 인도 천만명. 6개 국가서 천만 이상 달성

주요 게임 현지화 서비스 적극 제공. 커머스, 뮤직 등 새로운 서비스도 지속 출시

LINE 밴드는 최근 2천만 다운로드 확대. 해외 사용자 4백만명 확보

미래창조과학부의 가이드라인 준수하기 위해 10월8일부터 검색광고 음영처리 보강, 광고 문구 삽입. 사업적 영향을 아직 알 수 없음

공정위 조사 관련, 12월경에 과징금을 포함한 결과 나올 것

Q&A

Q. LINE 매출 - 세부 내역

A. 총 매출 기준 게임이 약 60%. 스티커 20%, 기타 20%. 기타에 공식계정 등 광고 모델 및 LINE PLAY등이 포함. 국가별로는 일본이 80% 이상. 그 외 대만/태국 등에서 증가세. 4분기 이후에는 대만/태국 등에서 현지어로 게임 론칭되면서, 매출 더욱 확대 될 수 있을 것. LINE MALL/MUSIC 등은 아직 출시가 확정되지 않음

Q. 4분기 및 그 이후 가이던스

A. SA와 DA 부분 - 계절성 영향으로 3분기보다 좋을 것. SA YoY 15%, DA YoY 5% 성장 전망. LINE의 경우, 각종 서비스 론칭 위해 플랫폼 재정비 중. 성장률이 다소 제한적일 수 있을 것. 성장률은 전부기 대비 다소 제한적일 것. 3분기에 해외 마케팅 관련해서 마케팅 비용이 크게 늘었음. 4분기에는 이보다 줄어들 수도 있으나, 필요에 따라 대처할 것. 2014년까지도 지속적으로 해외 유저 베이스 확대에 집중할 것. 내년까지는 적극적인 마케팅 spending이 있을 것으로 예상

Q. MAU/DAU 추이

A. 일본, 태국, 대만 등 주요 3개국에서의 MAU가 80% 이상을 차지하고 있음

Q. 게임 및 플랫폼 사업 전략

A. 게임 전략은 기존에 흥행하였던 게임을 중심으로 현지어로 하여 론칭 중. 게임의 내용 및 그래픽 등을 현지에 맞게 수정 하여 출시. Contents의 Localization 통해 매출 확대 도모. 플랫폼 정비는, 단순히 새로운 서비스를 내놓기 위한 정비는 아님. 게임 플랫폼을 비롯해 전체적인 체제를 정비하고자 하는 부분. 4분기 중에 플랫폼을 정비 한 후, 더 큰 글로벌 서비스를 할 계획

Q. 마케팅 초점

A. 여전히 인도, 터키 동남아시아에서 지위를 강화하는 방향으로 마케팅 지속할 것. 그 외, 서유럽, 미국 지역으로 확대해 나갈 것.

Q. LINE 모바일 광고 전략

A. 현재로서는 Facebook같은 스타일의 Timeline 광고는 계획된 바 없음. 최근, Freecoin 같은 경우 광고주로부터 반응이 좋음. 공식 계정도 지속 확대 중. 일본 뿐 아니라 대만, 태국 등으로 확대 중. 새로운 형태로 LINE PLAY의 제휴 기업의 전용 room open, 이용자에게 브랜드 마케팅 하는 형태가 될 것. 광고 관련해서는, 끊임없이 새로운 형태의 광고를 개발해나갈 것

Q. LINE IPO 관련 사항 및 Corp의 매출 전망

A. LINE IPO는 다양한 선택지 중 하나이며, 검토는 하고 있으나 결정된 바는 없음. LINE Corp은, 올해와 같은 비용 집행을 하더라도 전체적으로 손익면에서 BEP를 넘어설 수 있는 방향으로 진행하는 것을 목표로 하고 있음

Q. 가입자 확대 전략 부분 - 남미 등 주요 시장 대응 전략

A. 현재 일평균 70-80만 수준으로 LINE 가입자 증가 중. 최근에는 남미 뿐만 아니라 서유럽쪽에서도 마케팅을 지속하고 있음. 미국에 대해서도 검토 후 진행할 것. 마케팅 관련해서는 시장 테스트를 진행 중. 전략을 갖고 어느 지역에 대해서 집중한다고 보기 어려우며, 동시다발적으로 가입자 확대 노력하고 있음

Q. Facebook/Twitter 대비 경쟁력

A. Facebook/Twitter의 경우 주된 수익원이 광고이나, LINE은 수익원 중 하나일 뿐. 다만, 공식계정의 경우, 현재 이미 18개국에서 240개의 공식계정이 확대 중. LINE APP에 대해서 광고주들 지속 증가 중.

Q. 공식계정 현황

A. 제일 먼저 수익화 할 수 있는 수익원이 공식계정. 적극적인 영업 활동 통해 현지 기업 유치. 일본 등의 시장에서는, 로열티 높은 장기 광고주들을 확보해서 전체적인 단가를 높아가고 있는 상황

Q. 게임현황

A. 기존 게임들은 꾸준한 매출을 보이고 있음. wind runner 역시 좋은 성과를 보이고 있음. 3분기 들어서는 Pokopang이 큰 성장세를 보임. 현재는 포코팡으로부터의 매출 기여도가 가장 높음. 4분기 게임출시가 다소 늦어지고 있음.

Q. 모바일 검색 광고

A. 사용자 쿼리가 모바일 기기에 잘 맞도록 하기 위해 개선 중. 모바일 브랜드 검색이 9월부터 개시. 계속해서 사용자 의도에 맞도록 하는 상품 개발에 주력 중.

Q. 검색광고에서 모바일 비중

A. 3분기에는 전체 광고의 19% 수준. 연말에는 20% 이상으로 늘어날 것으로 예상. 가입자가 확보되면 광고 모델 수익화도 개선. 하지만, 가입자 기반이 확대되면 게임의 수익성 역시 재고. 게임은 아주 명확한 수익 모델을 갖고 있으며, hit ratio에 비례

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	**21,213**	**23,893**	**23,298**	**31,378**	**41,359**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	21,213	23,893	23,298	31,378	41,359
판관비	14,610	16,871	17,844	19,349	21,816
영업이익	6,604	7,022	5,454	12,029	19,542
EBITDA	7,486	8,093	6,317	12,748	20,141
영업외손익	**-282**	**295**	**106**	**390**	**693**
외환관련손익	**-116**	**334**	**-14**	**-14**	**-14**
이자손익	216	307	169	427	682
관계기업관련손익	6	133	67	73	81
기타	**-388**	**-479**	**-116**	**-97**	**-56**
법인세비용차감전순손익	6,321	7,317	5,560	12,419	20,235
법인세비용	1,800	1,873	1,501	4,160	7,082
계속사업순손익	4,521	5,444	4,059	8,259	13,153
중단사업순손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**4,521**	**5,444**	**4,059**	**8,259**	**13,153**
지배지분순이익	4,500	5,461	4,071	8,284	13,193
포괄순이익	4,379	4,523	3,878	8,078	12,972
지배지분포괄이익	4,358	4,540	3,892	8,107	13,019

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	**14,312**	**17,389**	**9,952**	**9,609**	**14,351**
현금및현금성자산	4,663	3,954	3,028	2,077	6,179
매출채권 및 기타채권	2,431	2,743	1,882	2,064	2,286
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	**9,415**	**11,884**	**13,096**	**13,527**	**14,112**
유형자산	3,839	5,656	5,278	5,371	5,560
관계기업등 지분관련자산	987	1,233	1,972	1,992	2,012
기타투자자산	**2,016**	**2,527**	**3,848**	**3,912**	**3,978**
자산총계	23,727	29,273	23,048	23,136	28,463
유동부채	5,328	6,454	5,377	3,261	3,930
매입채무 및 기타채무	2,771	3,198	994	1,258	1,593
단기차입금	252	27	2,700	0	0
유동성장기부채	483	1,327	227	427	627
비유동부채	2,620	3,784	816	907	928
장기차입금	474	1,945	0	0	0
사채	**1,000**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	7,948	10,237	6,193	4,168	4,858
지배지분	**15,775**	**18,964**	**16,792**	**18,897**	**23,517**
자본금	241	241	165	165	165
자본잉여금	1,952	1,958	1,329	1,329	1,329
이익잉여금	21,710	26,678	45,721	48,007	52,808
비지배지분	3	72	64	71	89
자본총계	15,779	19,036	16,855	18,968	23,606
순차입금	-8,870	-10,601	-4,452	-6,301	-10,533
총차입금	2,209	3,300	2,927	427	627

현금흐름표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	**4,185**	**5,955**	**5,977**	**9,087**	**13,813**
당기순이익	4,521	5,444	4,059	8,259	13,153
감가상각비	700	888	723	602	502
외환손익	37	-348	14	14	14
종속,관계기업관련손익	-6	-133	-67	-73	-81
자산부채의 증감	-1,687	-954	364	-576	-616
기타현금흐름	620	1,058	885	861	842
투자활동 현금흐름	**-3,179**	**-6,900**	**5,341**	**-554**	**-584**
투자자산	-739	-281	142	142	142
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,224	-2,804	0	0	0
유형자산 감소	13	33	0	0	0
기타현금흐름	-1,229	-3,848	5,199	-696	-726
재무활동 현금흐름	-1,891	239	-1,206	-2,534	166
단기차입금	**21**	**-190**	**2,673**	**-2,700**	**0**
사채 및 장기차입금	-96	1,697	-3,045	200	200
자본	0	0	-705	0	0
현금배당	0	-236	-268	-175	-175
기타현금흐름	-1,816	-1,033	140	140	140
연결범위변동 등 기타	-2	-2	-11,040	-6,949	-9,293
현금의 증감	-887	-707	-928	-951	4,102
기초 현금	5,549	4,663	3,955	3,028	2,077
기말 현금	4,663	3,955	3,028	2,077	6,179
NOPLAT	6,604	7,022	5,454	12,029	19,542
FCF	2,695	2,538	5,208	8,142	12,685

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	9,350	11,346	9,746	25,130	40,024
BPS	49,703	58,637	79,024	85,410	99,425
EBITDAPS	15,555	16,815	15,122	38,674	61,103
SPS	44,077	49,646	55,776	95,192	125,471
DPS	536	616	616	616	616
PER	22.2	21.9	59.8	23.2	14.6
PBR	4.2	4.2	7.4	6.8	5.9
EV/EBITDA	12.2	13.5	29.7	14.6	9.0
PSR	4.7	5.0	10.5	6.1	4.6

재무비율

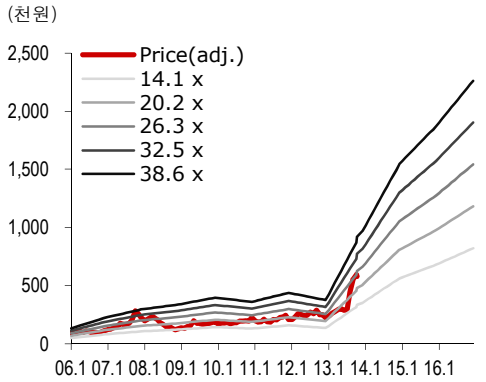
(단위: 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	19.7	12.6	-2.5	34.7	31.8
영업이익 증가율 (%)	5.7	6.3	-22.3	120.6	62.5
지배순이익 증가율 (%)	-8.9	21.4	-25.5	103.5	59.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	31.1	29.4	23.4	38.3	47.3
지배순이익률 (%)	21.2	22.9	17.5	26.4	31.9
EBITDA 마진 (%)	35.3	33.9	27.1	40.6	48.7
ROIC	127.0	114.3	71.3	133.6	205.5
ROA	20.7	20.6	15.6	35.9	51.1
ROE	30.6	31.4	22.8	46.4	62.2
부채비율 (%)	50.4	53.8	36.7	22.0	20.6
순차입금/자기자본 (%)	-56.2	-55.9	-26.5	-33.3	-44.8
영업이익/금융비용 (배)	56.3	75.2	73.0	201.4	408.9

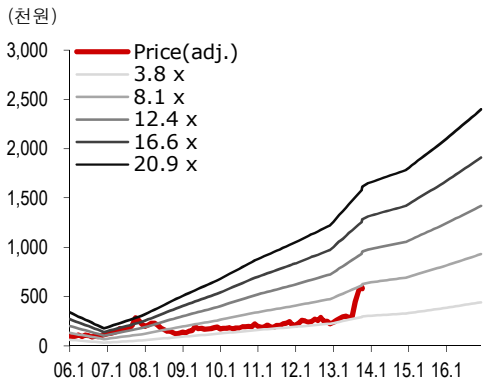
자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

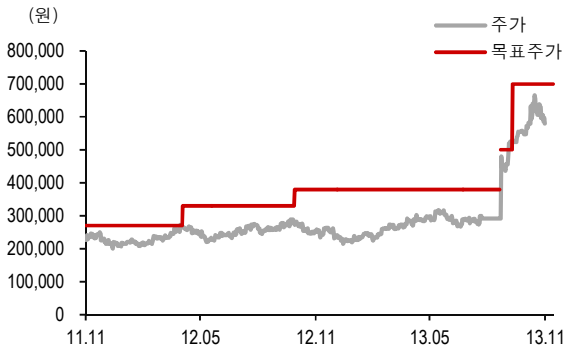
PER Band chart



PBR Band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-08	BUY	700,000
2013-09-16	BUY	700,000
2013-08-28	BUY	500,000
2013-08-27	분할상장	-
2013-08-09	BUY	380,000
2013-07-11	BUY	380,000
2013-05-29	BUY	380,000
2013-05-10	BUY	380,000
2013-04-12	BUY	380,000
2013-03-19	BUY	380,000

자료: 동양증권

- 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 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 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.