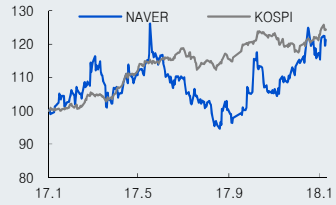
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

인터넷
Company Update
2018.2.2

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	1,200,000원
현재주가(18/02/01)	923,000원
상승여력	30%

영업이익(17F,십억원)	1,179
Consensus 영업이익(17F,십억원)	1,208
EPS 성장률(17F,%)	3.1
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.4
P/E(17F,x)	37.1
MKT P/E(17F,x)	10.5
KOSPI	2,568.54
시가총액(십억원)	30,425
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	78.0
외국인 보유비중(%)	59.3
베타(12M) 일간수익률	0.73
52주 최저가(원)	720,000
52주 최고가(원)	960,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.1	16.0	19.7
상대주가	1.9	9.4	-3.0



[인터넷/게임/광고]

문지현
02-3774-1640
jeehyun.moon@miraeasset.com

NAVER (035420)

글로벌 핀테크 모멘텀 가시화

NAVER 연결 자회사 LINE(라인)의 2018년 사업 전략은 '핀테크'가 주인공

당사는 작년 12월에 발간한 2018년 산업 전망 자료(인터넷/게임/광고: 환경의 변화는 곧 '전략'의 변화)에서 **NAVER의 투자 포인트로 '국내 커머스, 해외 핀테크 모멘텀'을 제시**한 바 있다. NAVER와 라인의 최근 실적 발표를 통해서도 해당 전략 방향성을 확신할 수 있었다.

라인은 2018년 사업 전략으로 '핀테크' 사업 강화를 공식화했다. '라인페이'는 가맹점 확대를 통해 생활 접점을 늘릴 예정이며, '라인 파이낸셜' 금융 전문 자회사를 신설하여 다양한 금융 서비스를 실행할 계획이다. 라인은 NAVER가 79.3%의 지분을 보유한 연결 자회사이다.

'핀테크'는 단기적으로 인터넷 서비스의 라이프 스타일 플랫폼 성격 강화

라인페이는 글로벌 가입자 수가 4천만명 수준이며 연간 거래액은 4천5백억엔(JPY)을 넘어섰다. 라인 메신저의 글로벌 MAU(월간 실사용자)가 1억 6천8백만명, 일본 MAU가 7천3백만명인 점을 감안한다면, 라인페이의 양적인 성장 여력은 아직 풍부한 상황으로 해석된다.

인터넷 기업의 핀테크 사업은 초기에 '간편결제'로 시작한 것이 전반적인 공통점이다. 간편결제는 편리한 이용 절차 등을 통해 '소비자 경험의 개선'을 인터넷 기업이 주도하는 모습을 이미 보여주었다. **핀테크 사업은 점차 온라인 중심에서 오프라인으로의 서비스 침투, 지급결제 수준에서 자산관리/투자 등 심화된 금융 분야로의 사업 확대로 진화할 전망**이다.

결국 인터넷 플랫폼이 기존에는 검색과 커뮤니케이션 등의 '과정'을 점유했다면, 구매와 결제, 투자 등 **'최종 결과 및 액션'까지 포괄하게 되면서 라이프 스타일 전반에 대한 지배력이 확대되는 추세**라고 판단된다.

중장기적으로 '돈의 흐름' 데이터는 타겟팅 광고, 금융 투자 사업 등 수익화 기반

쇼핑 아이템, 결제 규모와 패턴, 투자 스타일 등 '돈의 흐름'과 관련된 '데이터'는 향후 사업의 중요한 자산으로 활용될 수 있다. 이미 구매 이력에 기반한 타겟팅과 인공지능 추천 등이 실행되고 있으며, 이는 **광고 및 결제 매출의 상승**에 도움을 주고 있다. 또한 결제 데이터와 송금 기능은 예금, 대출, 보험, 투자 자산 관리 등 **본격적인 금융 사업으로 확대될 수 있는 기반**으로 작용할 것이다. 메신저 기반 사업으로 대표적인 중국의 텐센트도 '위챗페이'의 점유율 상승과 함께 퍼포먼스 광고 매출의 성장, 금융 사업의 확장 추세가 이미 확인되고 있다.

NAVER 그룹의 신사업 방향성 구체화 긍정적, '매수' 및 120만원 목표주가 유지

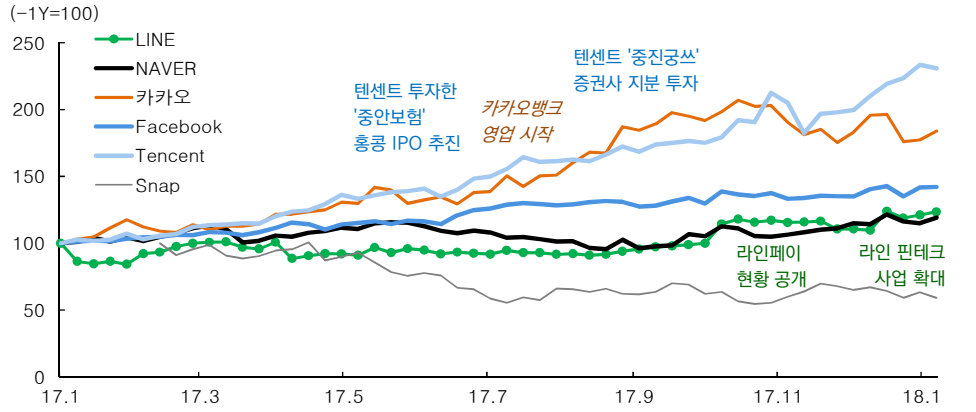
NAVER의 신사업이 해외 시장을 무대로 핀테크 사업 강화 등으로 구체화되고 있는 점을 긍정적으로 평가한다. **국내외 주요 인터넷 종목들이 핀테크 모멘텀이 반영되며 주가가 상승한 바 있으나, NAVER는 이제야 해당 모멘텀이 주가에 반영될 시기가 도래하고 있다고 판단**된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,758	3,254	4,023	4,679	5,461	6,297
영업이익 (십억원)	758	830	1,102	1,179	1,431	1,747
영업이익률 (%)	27.5	25.5	27.4	25.2	26.2	27.7
순이익 (십억원)	454	519	749	773	996	1,212
EPS (원)	13,787	15,737	22,732	23,436	30,204	36,768
ROE (%)	27.8	26.5	26.2	18.5	19.0	19.3
P/E (배)	51.6	41.8	34.1	37.1	30.6	25.1
P/B (배)	8.7	6.8	5.2	4.8	4.4	3.8
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

라인 주가와 실적 추이

그림 1. 라인과 국내외 주요 인터넷 기업 주가 추이: 카카오, 텐센트의 경우 핀테크 모멘텀 주가에 반영 추정



주: 2017년 초 주가를 100으로 간주, Snap은 상장 시점을 100으로 간주, 자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

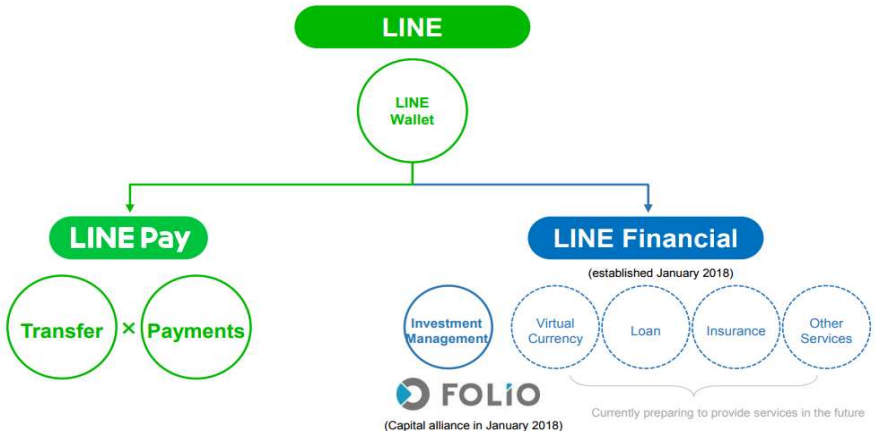
표 1. LINE 실적 추이: 2017년 4분기 실적은 '광고'와 '기타(라인페이)' 매출액의 고성장 부각 vs. 일회성 비용 증가로 이익은 부진 (십억엔, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2015	2016	2017P
매출액	**33.5**	**33.9**	**35.9**	**37.5**	**38.9**	**39.8**	**42.5**	**45.9**	**120.4**	**140.8**	**167.1**
광고	11.7	12.5	14.4	15.8	16.6	17.5	20.4	22.1	36.4	54.4	76.5
- 포털	2.6	2.4	2.4	2.6	2.6	2.5	2.7	2.6	10.0	10.0	10.4
- 메신저	8.3	8.3	8.2	9.0	9.0	9.5	10.0	11.1	26.4	33.8	39.5
- 퍼포먼스	0.8	1.9	3.6	4.1	5.0	5.6	7.8	8.4	0.2	10.4	26.7
커뮤니케이션	7.7	7.5	7.2	7.1	8.1	7.5	7.5	7.1	28.6	29.5	30.2
콘텐츠	11.9	11.4	10.8	10.8	10.4	10.1	9.9	9.7	49.1	44.9	40.1
기타	2.0	2.5	3.4	4.0	3.9	4.6	4.7	7.0	6.1	11.9	20.3
기타 일회성 이익	0.7	4.4	0.2	0.7	0.3	10.7	0.5	0.5	0.0	5.9	12.0
영업이익	**5.3**	**8.0**	**4.9**	**1.6**	**4.0**	**14.6**	**5.9**	**0.6**	**2.0**	**19.9**	**25.4**
영업이익률	*15.9*	*23.6*	*13.7*	*4.3*	*10.3*	*36.7*	*13.8*	*1.3*	*1.7*	*14.1*	*15.2*
일회성 제외 영업이익	5.3	3.8	4.9	1.6	4.0	4.2	5.9	2.8	2.0	15.6	16.9
영업이익률	*15.8*	*11.2*	*13.6*	*4.3*	*10.3*	*10.6*	*13.8*	*6.2*	*1.7*	*11.1*	*10.1*
순이익	**-0.2**	**3.1**	**2.8**	**1.4**	**1.6**	**8.9**	**1.6**	**-4.0**	**-8.0**	**7.1**	**8.2**
순이익률	*-0.7*	*9.1*	*7.8*	*3.8*	*4.2*	*22.4*	*3.8*	*-8.7*	*-6.6*	*5.0*	*4.9*
YoY 성장률											
매출액	19.2	21.9	11.5	16.1	16.2	17.3	18.4	22.3		16.9	18.7
광고	39.1	61.1	48.7	47.8	41.6	39.5	42.1	40.1		49.4	40.8
- 포털	-7.3	-1.2	5.3	7.4	2.5	2.8	8.6	-0.9		0.7	3.2
- 메신저	47.4	54.1	11.5	12.3	7.7	14.2	22.1	23.6		28.1	17.0
- 퍼포먼스				1820.9	506.8	197.6	115.9	103.9		4772.5	156.9
커뮤니케이션	14.2	16.6	-7.1	-8.1	5.1	1.2	4.7	-0.6		3.0	2.6
콘텐츠	-1.5	-6.8	-18.4	-7.1	-12.6	-11.6	-8.4	-10.2		-8.7	-10.7
기타	137.2	79.8	111.2	76.9	95.0	85.7	38.2	75.6		94.9	70.3
영업이익	n/a	흑전	134.6	105.1	-24.6	82.5	18.7	-62.6		893.3	27.8
일회성 제외 영업이익					-24.5	10.5	19.4	77.4		680.0	8.3
순이익	n/a	흑전	흑전	흑전	흑전	187.6	-41.6	적전		흑전	15.7
주요 지표											
글로벌 MAU (백만명)	152	157	162	167	171	169	168	168	145	167	168
광고 유료 공식 계정 수 (개)	456	480	521	549	567	605	631	645	419	549	645
라인페이 거래액 (십억엔)				11	21	105	115	228	-	-	469

주: 연결 기준, 라인페이 거래액은 2016년 4분기부터 공개, 2015년 및 2016년 연간 거래액 데이터는 미공개, 2017년 4분기 일회성 제외 영업이익은 클로바 일시 마케팅 비용 22억엔 반영 추정,
자료: LINE, 미래에셋대우 리서치센터

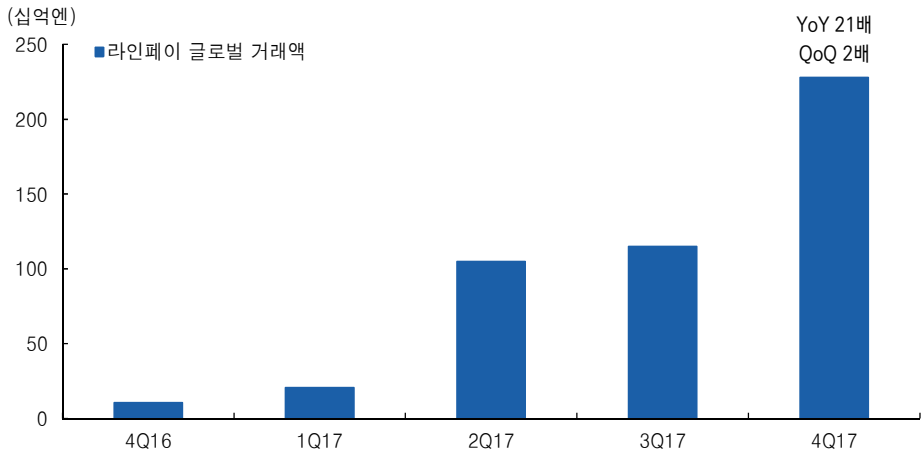
글로벌 핀테크 사업 구체화

그림 2. 라인의 핀테크 사업은 라인페이(송금/결제)와 라인 파이낸셜(신설, 종합 금융 및 블록체인)로 추진



자료: LINE, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 라인페이의 글로벌 거래액은 급성장세, 국내 네이버페이를 상회한 것으로 추정



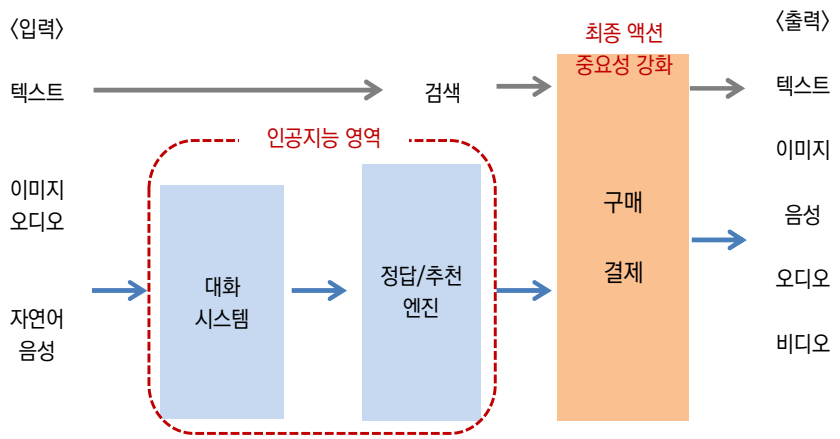
주: 글로벌 4천만명 가입자 추정, 대만에서는 간편결제 1위, 일본과 태국에서는 상위 점유율 추정, 자료: LINE, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 라인은 FOLIO와의 협업을 통해 테마 주식 투자, 로보 어드바이저 등 자산관리 서비스도 시작

자료: FOLIO, 미래에셋대우 리서치센터

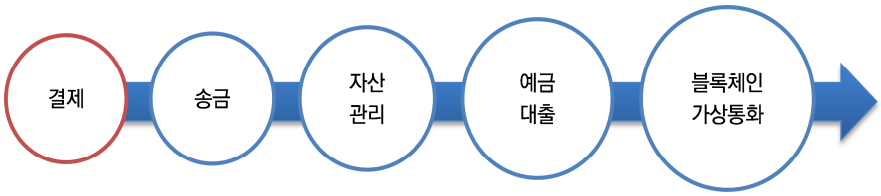
결제 플랫폼이 중요한 이유

그림 5. 인공지능 엔진의 도입으로 인해 '최종 액션'에 해당하는 '결제' 등의 중요성이 더욱 부각될 전망



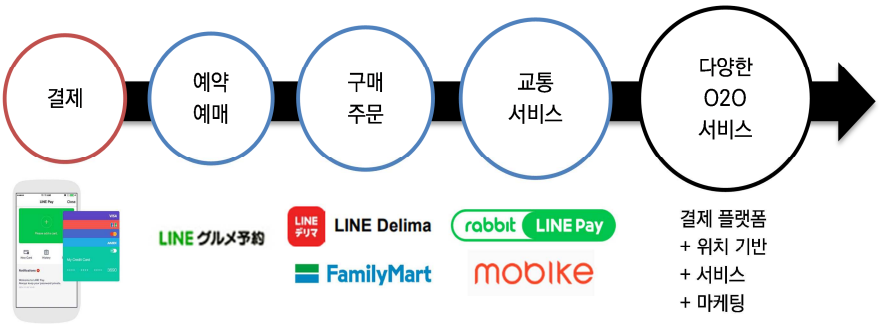
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. '간편 결제'는 핀테크의 시작 단계에 해당: 인터넷 기업의 금융 서비스 확대 방향



자료: 미래에셋대우 리서치센터

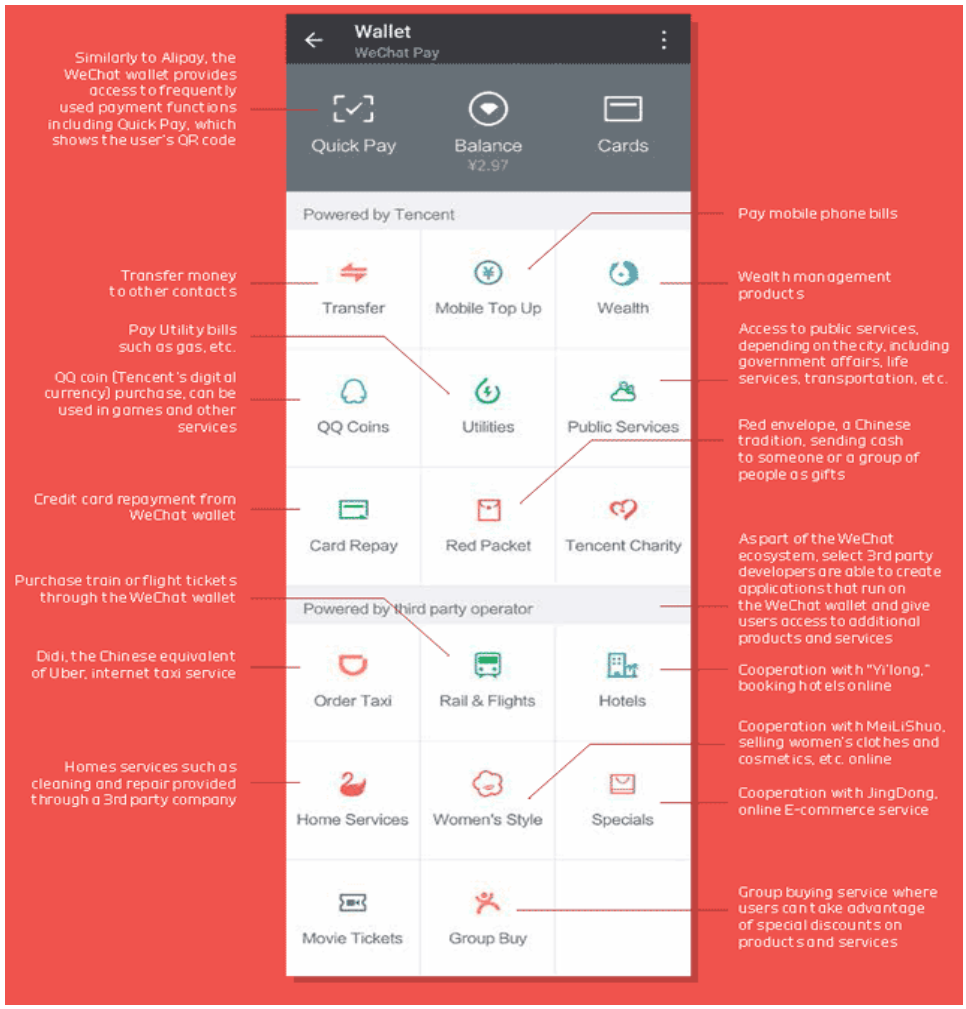
그림 7. '간편 결제'는 오프라인 침투의 촉매제로도 작용



자료: LINE, 미래에셋대우 리서치센터

메신저 기반 핀테크 서비스 동향

그림 8. 중국 텐센트 '위챗페이'는 결제, 송금, 자산관리, 쇼핑 등을 종합적으로 제공, LINE도 유사한 방향



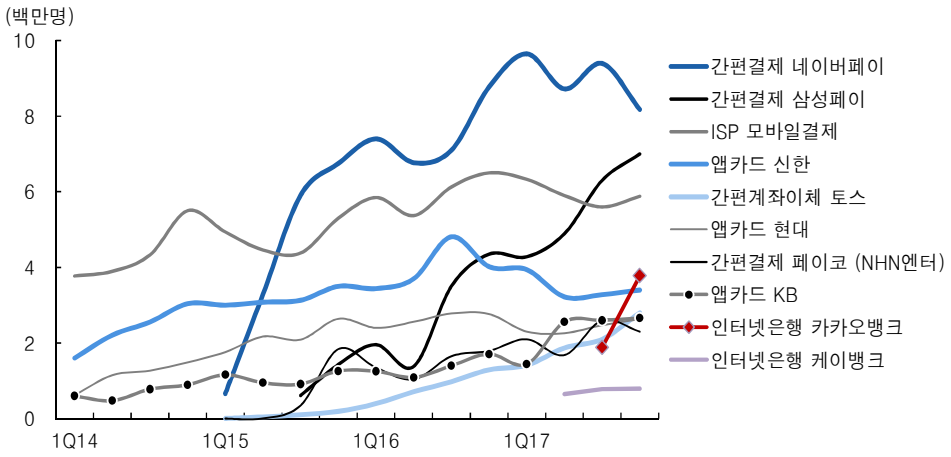
자료: Tencent, China Internet Watch, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 중국 텐센트의 금융 사업 확장 → 라인도 금융 전문 회사 '라인 파이낸셜' 설립하여 서비스 확대 예정

은행	증권	보험	펀드	신탁	제3자 결제
웨이중은행 (30%)	중진궁쓰 (4.95%)	허타이런서우(15%) 중안보험(10.2%) 잉제화런서우(20%)	- (경쟁사 알리바바 운영 중)	-	차이푸퉁 (텐페이)
소액 대출	**펀드 판매**	**보험 중개**	**신용평가**	**금 거래**	**블록체인**
차이푸퉁네트워크 금융소액대출	텅안펀드판매	웨이민보험대행	텐센트정신	- (경쟁사 알리바바/바이두 운영 중)	- (개방형 서비스 플랫폼 구축 지향)

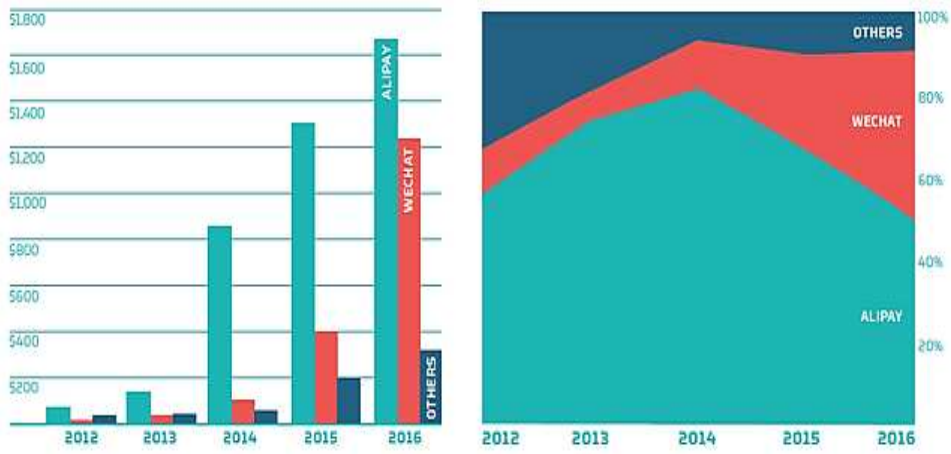
주: 괄호 안의 %는 지분율, 중진궁쓰(CICC, 증권사) 지분은 2017년에 취득, 중안보험은 2017년 IPO 진행됨
자료: 중국투자보, 뉴스핌, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 국내 메신저 기업 카카오가 출시한 인터넷 전문은행 '카카오뱅크'는 순이용자 빠르게 증가되는 모습



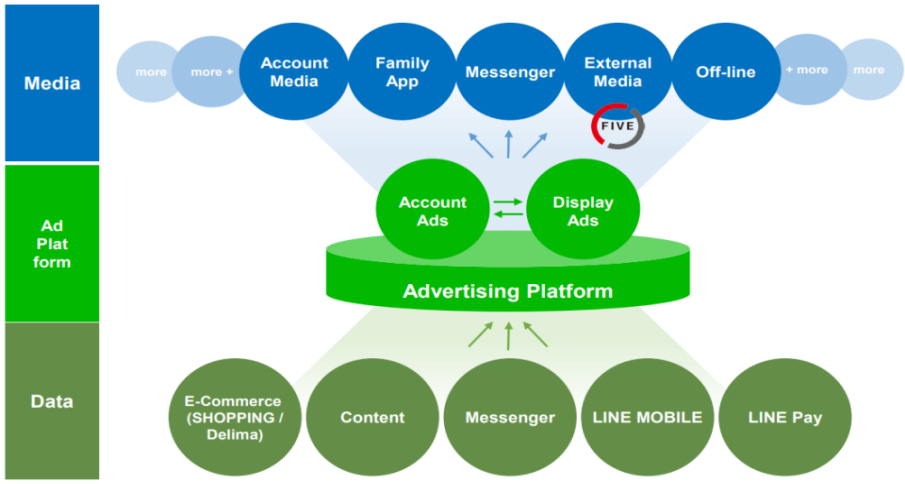
주: 각 분기말 기준 월간 순이용자, 안드로이드 모바일 순이용자 기준, 네이버페이는 관련 서브도메인 합산, 삼성페이는 모바일 앱 구동 기반
자료: 닐슨코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 중국 모바일 결제 시장에서도 메신저 기반의 텐센트 '위챗페이'의 점유율 증가세 부각



주: 좌측은 결제 금액(십억달러 단위) 기준, 우측은 점유율 추세
자료: China Internet Watch, 미래에셋대우 리서치센터

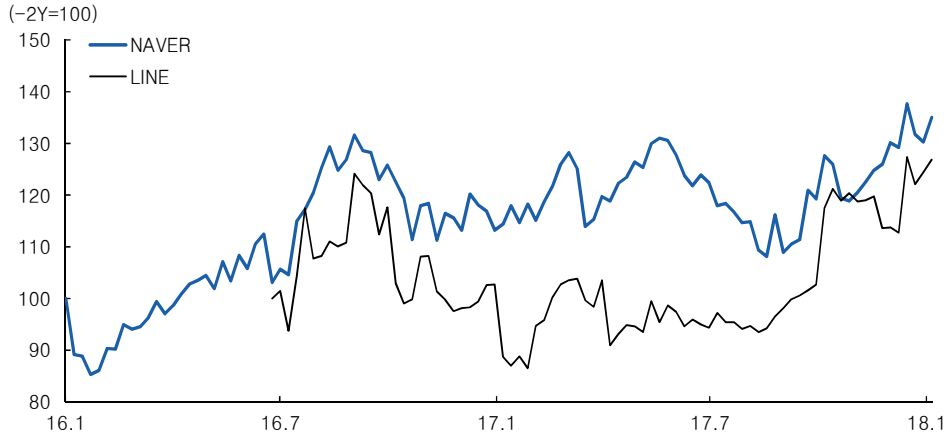
그림 12. 커머스, 결제, 투자 성향 등의 금융 데이터는 결국 광고 등 수익 고도화 기반으로도 작용할 것



자료: LINE, 미래에셋대우 리서치센터

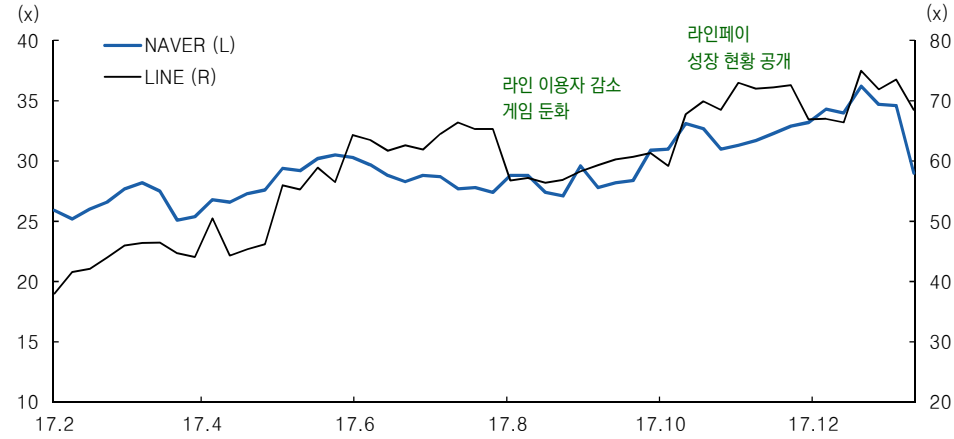
주가와 Valuation

그림 13. NAVER와 LINE 주가 추이: 대체로 동조화 추세, LINE 주가 하락 때보다는 상승 때 더 탄력받는 편



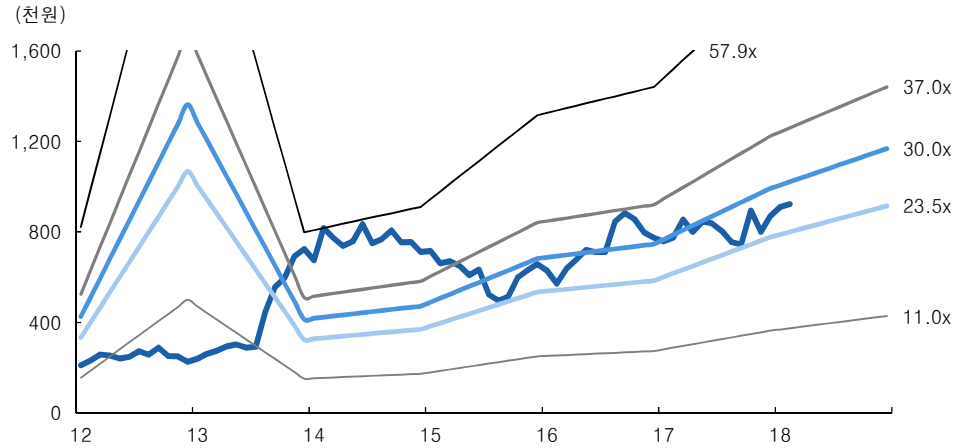
주: NAVER는 2년 전 주가를 100, LINE은 상장 시점의 주가를 100으로 간주
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. NAVER와 LINE의 최근 1년간 12개월 Forward PER 추이: LINE은 사업 성장성을 민감하게 반영



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. NAVER 장기 12개월 Forward PER 밴드와 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**4,023**	**4,679**	**5,461**	**6,297**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**4,023**	**4,679**	**5,461**	**6,297**
판매비와관리비	**2,921**	**3,499**	**4,030**	**4,550**
조정영업이익	**1,102**	**1,179**	**1,431**	**1,747**
영업이익	**1,102**	**1,179**	**1,431**	**1,747**
비영업손익	**30**	**17**	**29**	**30**
금융손익	30	34	44	55
관계기업등 투자손익	-9	-1	0	0
세전계속사업손익	1,132	1,196	1,460	1,777
계속사업법인세비용	361	423	467	569
계속사업이익	771	773	993	1,208
중단사업이익	-12	-3	0	0
당기순이익	**759**	**770**	**993**	**1,208**
지배주주	749	773	996	1,212
비지배주주	10	-2	-3	-4
총포괄이익	**724**	**725**	**993**	**1,208**
지배주주	733	726	994	1,209
비지배주주	-9	-1	-1	-1
EBITDA	1,265	1,369	1,580	1,874
FCF	1,010	749	1,369	1,559
EBITDA 마진율 (%)	31.4	29.3	28.9	29.8
영업이익률 (%)	27.4	25.2	26.2	27.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.6	16.5	18.2	19.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**4,200**	**5,338**	**6,645**	**8,154**
현금 및 현금성자산	1,726	2,452	3,298	4,293
매출채권 및 기타채권	694	810	924	1,065
재고자산	10	12	14	16
기타유동자산	1,770	2,064	2,409	2,780
비유동자산	**2,171**	**2,529**	**2,536**	**2,575**
관계기업투자등	182	213	248	286
유형자산	863	1,018	870	743
무형자산	112	239	239	239
자산총계	**6,371**	**7,867**	**9,181**	**10,729**
유동부채	**1,804**	**2,065**	**2,373**	**2,701**
매입채무 및 기타채무	425	496	579	667
단기금융부채	227	225	225	225
기타유동부채	1,152	1,344	1,569	1,809
비유동부채	**437**	**486**	**542**	**602**
장기금융부채	150	151	151	151
기타비유동부채	287	335	391	451
부채총계	**2,241**	**2,551**	**2,915**	**3,304**
지배주주지분	**3,595**	**4,753**	**5,706**	**6,868**
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,452	1,452	1,452
이익잉여금	3,810	4,550	5,503	6,666
비지배주주지분	**535**	**563**	**560**	**557**
자본총계	**4,130**	**5,316**	**6,266**	**7,425**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,164**	**1,055**	**1,369**	**1,559**
당기순이익	759	770	993	1,208
비현금수익비용가감	624	583	565	633
유형자산감가상각비	146	174	149	127
무형자산상각비	17	15	0	0
기타	461	394	416	506
영업활동으로인한자산및부채의변동	88	96	228	224
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	-721	-93	-99
재고자산 감소(증가)	0	18	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	32	0	0
법인세납부	-339	-436	-467	-569
투자활동으로 인한 현금흐름	**-942**	**-878**	**-445**	**-476**
유형자산처분(취득)	-97	-303	0	0
무형자산감소(증가)	-21	-20	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-662	-381	-445	-476
기타투자활동	-162	-174	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**698**	**483**	**-42**	**-49**
장단기금융부채의 증가(감소)	-290	-1	0	0
자본의 증가(감소)	1,084	235	0	0
배당금의 지급	-32	-33	-42	-49
기타재무활동	-64	282	0	0
현금의 증가	**913**	**726**	**846**	**996**
기초현금	813	1,726	2,452	3,297
기말현금	1,726	2,452	3,297	4,293

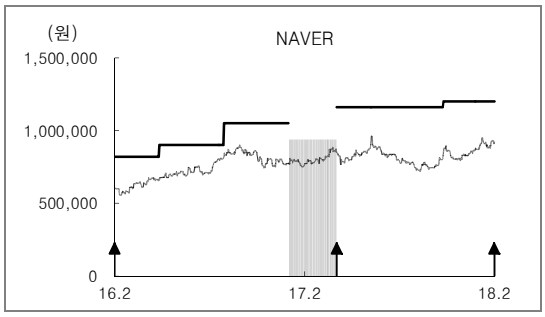
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	34.1	37.1	30.6	25.1
P/CF (x)	18.5	21.2	19.5	16.5
P/B (x)	5.2	4.8	4.4	3.8
EV/EBITDA (x)	18.2	18.4	16.3	13.0
EPS (원)	22,732	23,436	30,204	36,768
CFPS (원)	41,966	41,043	47,250	55,874
BPS (원)	150,192	179,739	208,654	243,925
DPS (원)	1,131	1,446	1,680	2,050
배당성향 (%)	4.3	5.5	5.0	5.0
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	23.6	16.3	16.7	15.3
EBITDA증가율 (%)	28.3	8.2	15.4	18.6
조정영업이익증가율 (%)	32.8	7.0	21.4	22.1
EPS증가율 (%)	44.4	3.1	28.9	21.7
매출채권 회전율 (회)	9.1	9.1	9.1	9.0
재고자산 회전율 (회)	311.2	417.4	417.5	415.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	14.1	10.8	11.6	12.1
ROE (%)	26.2	18.5	19.0	19.3
ROIC (%)	169.2	177.0	285.5	2,599.8
부채비율 (%)	54.3	48.0	46.5	44.5
유동비율 (%)	232.8	258.5	280.1	301.8
순차입금/자기자본 (%)	-73.1	-75.7	-82.9	-88.0
조정영업이익/금융비용 (x)	181.5	3,368.2	4,091.6	4,995.3

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER(035420)				
2017.10.26	매수	1,200,000	-	-
2017.04.04	매수	1,160,000	-30.14	-17.24
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2016.08.30	매수	1,050,000	-22.02	-14.29
2016.04.28	매수	900,000	-19.54	-9.78
2015.07.30	매수	820,000	-27.59	-16.22



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.