유안타증권 元大證券

NAVER (035420)

인터넷

이창영
02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	205,000원 (M)
현재주가 (11/14)	180,000원
상승여력	14%

시가총액	296,664억원
총발행주식수	164,813,395주
60일 평균 거래대금	648억원
60일 평균 거래량	416,330주
52주 고	180,000원
52주 저	106,500원
외인지분율	59.03%
주요주주	국민연금공단 11.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.4	29.5	55.8
상대	11.5	17.3	50.7
절대(달러환산)	17.1	34.5	51.4

호랑이 등에 올라탄 라인

통합의 이유

아직 언론보도상으로만 알려져 있지만, 예상되는 통합의 방식은 소프트뱅크가 44%를 소유하고 있는 'Z홀딩스' 지분(11/14 지분가치 9.5조엔)을 현물출자하고, NAVER의 LINE지분(73.16%)을 현물출자(11/14 지분가치 9.3조엔)하여 신규 통합법인을 설립. 이 새로운 통합법인을 소프트뱅크와 NAVER가 대략 5:5로 소유하고, 이 통합법인이 'Z홀딩스'를 지배하고, 'Z홀딩스'가 야후재팬과 LINE을 각각 지배하는 형태가 될 것으로 전망

통합의 이유를 추정해보면, (1) 간편결제부문에서 작년 말과 올해 초 양사가 각각 1백만엔, 약60억엔 프로모션 마케팅경쟁 등 지나친 출혈경쟁에 대한 상호자제의 필요성 (2) 모바일 플랫폼(메신저)이 약한 야후재팬과 모바일 컨텐츠(야후재팬의 인터넷 포털서비스), 커머스인프라(가맹점, 거래규모 등), 핀테크 인프라(제휴 금융사)가 필요한 LINE 양사가 모두 윈윈하며 척박한 일본의 모바일 간편결제시장과 핀테크, O2O, 커머스 등을 키우고자하는 니즈가 결합되었을 것으로 판단

양사의 시너지

(1)2019년 2분기 기준 소프트뱅크의 모바일간편결제 'PayPay'의 사용자수는 14.74백만명, 가맹점수는 154만개로, 3분기 'LINEPAY' 일본 사용자수 287만명의 5배가 넘는 상황. 양사의 출혈경쟁자제와 협력(소프트뱅크, 야후재팬, LINE 각각의 부가서비스혜택, 포인트 적립 등)을 통해 현금위주의 일본 결제시장을 현금 없는 간편결제시장으로의 변화를 보다 가속화하고 그 결실을 나눌 수 있을 것으로 기대

(2)야후재팬은 일본 내 전자상거래 3위업체로서 2분기 EC거래액 6,047억엔, YoY +12%, LINE은 3분기 커머스 YoY +83.4%(거래금액은 미공개)로 고성장 중이나 아직 절대금액은 크지 않은 것으로 추정. 야후재팬의 EC거래 상품 및 Seller들이 일본 최대 모바일 플랫폼 LINE에서 자유롭게 판매/거래된다면 현재의 성장율이 더욱 제고될 수 있을것으로 전망.

또한 음식배달, 여행 등의 LINE O2O 서비스에 현재 소프트뱅크가 제공하고 있는 'DiDi' 택시헤일링 서비스, 호텔서비스(OYO), 금융서비스(SBI증권, 은행) 등이 결합된다면 LINE O2O, 핀테크의 의미있는 성장이 기대됨 (뒷페이지 계속)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,648	19.1	2.1	16,545	0.6
영업이익	2,021	-8.8	57.5	1,912	5.7
세전계속사업이익	1,822	-2.5	65.0	1,805	0.9
지배순이익	1,268	28.2	60.1	1,318	-3.7
영업이익률 (%)	12.1	-3.8 %pt	+4.2 %pt	11.6	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	7.6	+0.5 %pt	+2.7 %pt	8.0	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

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

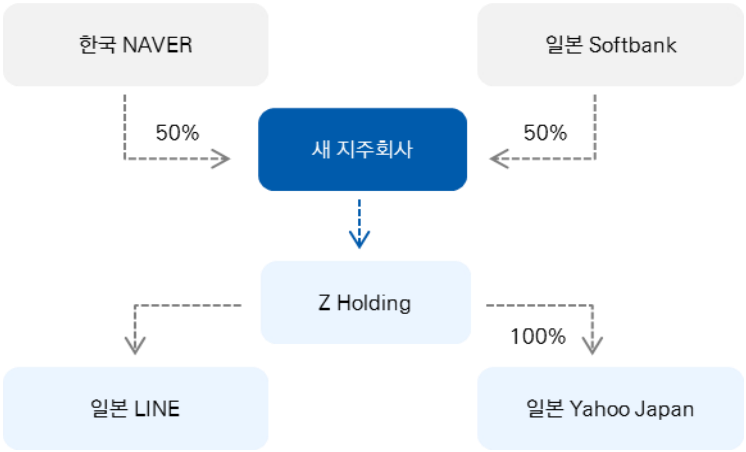
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	46,785	55,869	65,791	73,599
영업이익	11,792	9,425	7,897	11,797
지배순이익	7,729	6,488	5,212	8,126
PER	34.7	37.2	48.9	31.3
PBR	5.0	4.1	4.3	3.8
EV/EBITDA	17.4	18.2	35.4	23.4
ROE	18.5	13.0	9.3	12.8

자료: 유안타증권

(3) AI 협력: 소프트뱅크의 1000억 달러 규모의 비전펀드는 국내 쿠팡을 포함, ARM, 엔비디아, UBER, DiDi 등 AI관련 71개 기업 투자(평균 10억 달러)하고 있음. AI는 양질의 다양한 빅데이터가 핵심 경쟁력인데 양사의 협력은 아시아 최고의 실시간 모바일 빅데이터(LINE사용자, 야후 재팬커머스 구매자/판매자, 야후 재팬 포털사용자, 소프트뱅크 통신가입자 등)를 공유함으로서 향후 다양한 영역에서 활용(컨텐츠, 커머스, O2O, 핀테크 등의 영역에서)이 가능할 것으로 전망됨

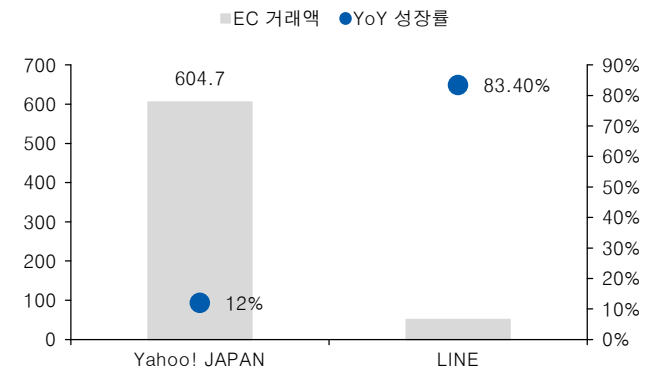
또한, NAVER 및 LINE 입장에서 비전펀드가 투자한 세계 최첨단 AI기술 경험을 공유할 수 있다는 측면에서 AI 기술 및 활용성이 한 단계 레벨업 되는 기회가 될 수 있을 것으로 예상됨

새로운 통합 지주회사 예상



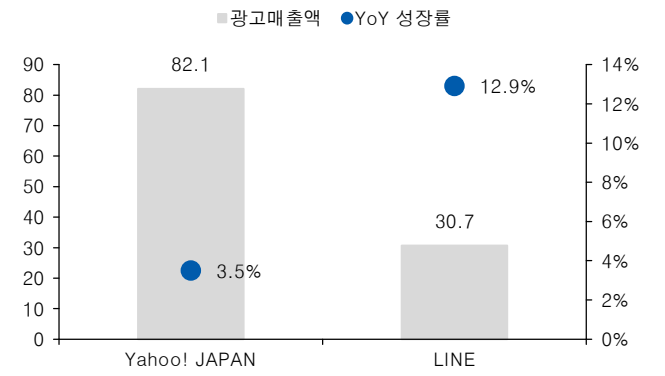
자료: 유안타증권리서치센터

E-Commerce 거래액, Yahoo JAPAN vs. LINE (단위: 십억 엔)



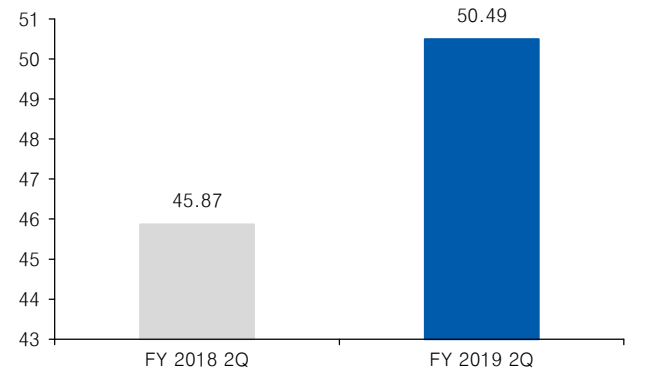
자료: SoftBank

광고매출액, Yahoo JAPAN vs. LINE (단위: 십억 엔)



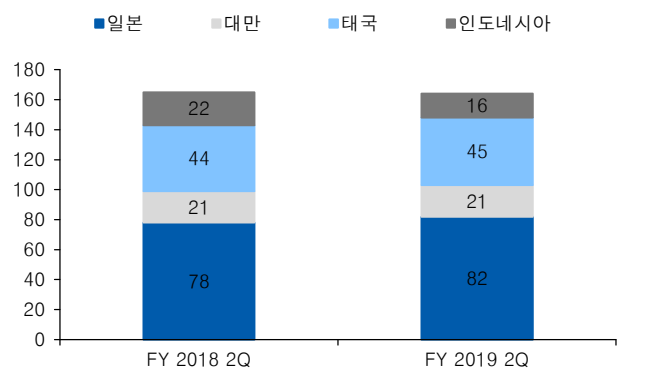
자료: LINE Corp

Yahoo! JAPAN 월 로그인 사용자 ID 수 (단위: 백만개)



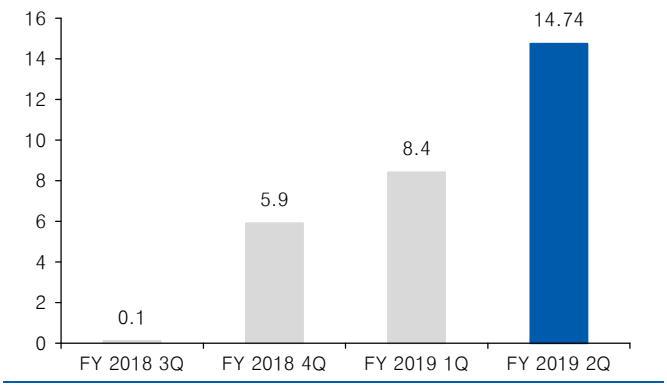
자료: Yahoo JAPAN

국가별 LINE 월 활성사용자(MAU)수 (단위: 백만명)



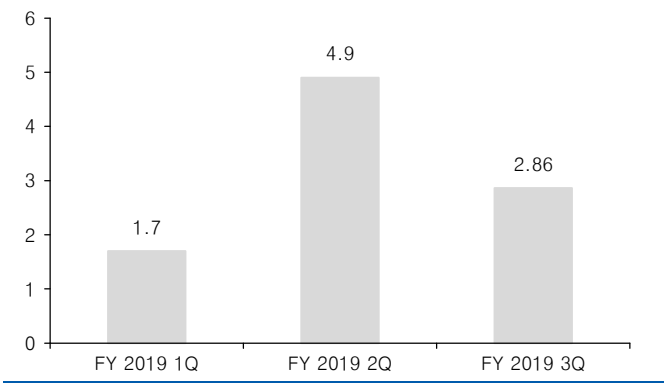
자료: LINE Corp

PayPay 등록사용자수(Registered Users) (단위: 백만명)



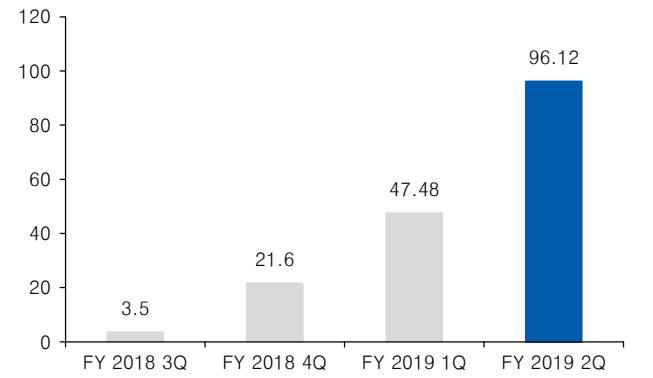
자료: SoftBank

일본 LINEPAY 월 활성사용자(MAU)수 (단위: 백만명)



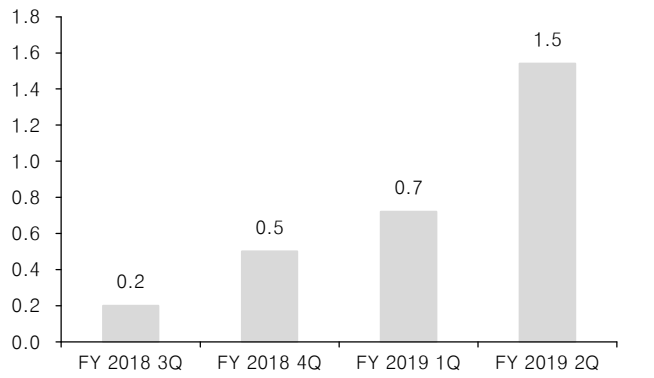
자료: LINE Corp

PayPay 거래건(No of Transaction Volume)수 (단위: 백만 건)



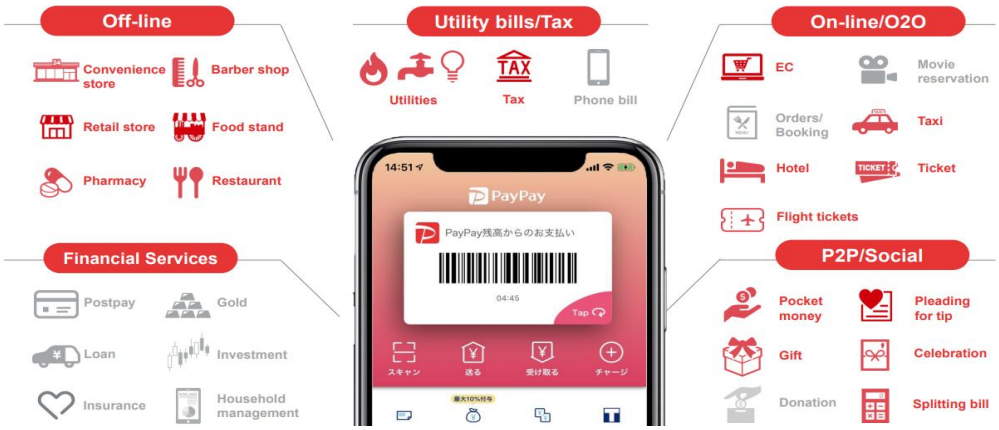
자료: SoftBank

PayPay 가맹점(merchants)수 (단위: 백만 개)



자료: SoftBank

SoftBank 'PayPay' App 에서 사용가능한 다양한 O2O, 금융 서비스



자료: SoftBank

소프트뱅크 비젼펀드가 투자한 기업들

자료: SoftBank

유사기업 벨류에이션 비교

	P/E			P/B			ROE			P/S		
기업명	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
ALPHABET	24.0	24.3	21.4	5.1	4.4	3.7	17.2	17.7	16.6	8.2	6.7	5.7
Z HOLDINGS CORP	19.5	27.4	25.6	2.5	2.6	2.7	13.4	9.0	10.7	2.4	2.3	2.2
FACEBOOK	22.7	21.2	18.2	6.6	5.4	4.3	25.7	21.9	22.9	10.0	7.8	6.4
WEIBO	20.0	19.4	17.3	5.9	4.9	3.9	36.6	30.2	25.8	6.9	6.5	5.8
AMAZON.COM	60.9	55.9	44.8	19.3	13.6	10.4	27.3	20.5	20.0	3.7	3.1	2.6
EBAY	15.0	12.5	11.9	4.9	10.1	9.9	33.1	57.1	76.3	2.6	2.6	2.6
평균	27.0	26.8	23.2	7.4	6.8	5.8	25.5	26.1	28.7	5.6	4.9	4.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**46,785**	**55,869**	**65,791**	**73,599**	**80,459**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	46,785	55,869	65,791	73,599	80,459
판관비	34,993	46,444	57,894	61,801	66,422
영업이익	**11,792**	**9,425**	**7,897**	**11,797**	**14,037**
EBITDA	13,854	12,036	7,897	11,797	14,037
영업외손익	166	1,691	-745	-141	-1,422
외환관련손익	-159	-23	0	0	0
이자손익	361	135	78	99	123
관계기업관련손익	-140	-851	-1,230	-615	-553
기타	105	2,429	407	374	-991
법인세비용차감전순손익	11,958	11,117	7,152	11,656	12,615
법인세비용	4,232	4,888	3,800	5,129	4,415
계속사업순손익	7,727	6,229	3,352	6,527	8,200
중단사업순손익	-26	50	-27	-27	-27
당기순이익	7,701	6,279	3,325	6,501	8,173
지배지분순이익	**7,729**	**6,488**	**5,212**	**8,126**	**8,990**
포괄순이익	6,272	6,338	7,008	10,184	11,856
지배지분포괄이익	6,725	6,272	7,250	10,536	12,266

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

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**47,842**	**53,856**	**60,295**	**67,113**	**74,440**
현금및현금성자산	19,076	33,229	40,137	45,314	50,873
매출채권 및 기타채권	10,250	10,938	13,012	14,053	15,177
재고자산	362	574	646	723	790
비유동자산	32,350	44,956	61,755	67,379	72,686
유형자산	11,500	14,573	16,303	18,469	20,636
관계기업등 지분관련자산	2,810	10,014	15,338	18,217	20,749
기타투자자산	11,067	12,464	15,443	15,443	15,443
자산총계	**80,193**	**98,812**	**122,050**	**134,492**	**147,127**
유동부채	23,027	26,197	33,256	37,247	39,842
매입채무 및 기타채무	12,458	15,485	13,748	14,710	15,740
단기차입금	2,110	3,498	4,819	5,537	6,256
유동성장기부채	1,500	0	0	0	0
비유동부채	4,113	13,124	20,726	20,501	20,946
장기차입금	499	1,001	1,130	1,730	2,330
사채	0	7,116	7,565	6,565	5,565
부채총계	**27,141**	**39,321**	**53,983**	**57,748**	**60,788**
지배지분	47,623	52,403	59,685	67,294	75,707
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,079	15,410	15,846	15,846	15,846
이익잉여금	45,555	52,292	57,116	64,725	73,138
비지배지분	5,428	7,089	8,382	9,450	10,632
자본총계	**53,052**	**59,491**	**68,067**	**76,744**	**86,339**
순차입금	**-31,817**	**-28,971**	**-25,152**	**-30,067**	**-35,385**
총차입금	4,156	11,717	19,068	19,586	20,104

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**9,400**	**9,735**	**11,210**	**13,679**	**16,299**
당기순이익	7,701	6,279	3,325	6,501	8,173
감가상각비	1,827	2,280	0	0	0
외환손익	54	1	0	0	0
종속,관계기업관련손익	140	851	712	615	553
자산부채의 증감	-1,385	2,202	2,884	598	607
기타현금흐름	1,063	-1,878	4,289	5,966	6,966
투자활동 현금흐름	**-13,103**	**-3,883**	**-8,156**	**-5,878**	**-5,490**
투자자산	-7,787	-4,484	-5,916	-3,494	-3,085
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,722	-5,350	-3,065	-2,205	-2,205
유형자산 감소	60	177	39	39	39
기타현금흐름	-654	5,775	786	-218	-238
재무활동 현금흐름	**6,362**	**7,510**	**1,983**	**1,897**	**1,838**
단기차입금	-9	1,247	868	718	718
사채 및 장기차입금	490	6,060	414	-400	-400
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-326	-425	-459	-518	-577
기타현금흐름	6,207	627	1,159	2,096	2,096
연결범위변동 등 기타	-846	791	1,871	-4,522	-7,087
현금의 증감	**1,813**	**14,153**	**6,908**	**5,177**	**5,560**
기초 현금	17,262	19,076	33,229	40,137	45,314
기말 현금	19,076	33,229	40,137	45,314	50,873
NOPLAT	**11,792**	**9,425**	**7,897**	**11,797**	**14,037**
FCF	**3,575**	**4,744**	**3,520**	**4,999**	**7,526**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,689	3,937	3,162	4,930	5,455
BPS	32,429	35,847	36,214	40,830	45,935
EBITDAPS	42,031	7,303	4,791	7,158	8,517
SPS	28,386	33,898	39,918	44,656	48,818
DPS	289	314	314	350	350
PER	**34.7**	**37.2**	**48.9**	**31.3**	**28.3**
PBR	**5.0**	**4.1**	**4.3**	**3.8**	**3.4**
EV/EBITDA	**17.4**	**18.2**	**35.4**	**23.4**	**19.4**
PSR	**5.7**	**4.3**	**3.9**	**3.5**	**3.2**

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**16.3**	**19.4**	**17.8**	**11.9**	**9.3**
영업이익 증가율 (%)	**7.0**	**-20.1**	**-16.2**	**49.4**	**19.0**
지배순이익 증가율 (%)	**3.1**	**-16.1**	**-19.7**	**55.9**	**10.6**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**25.2**	**16.9**	**12.0**	**16.0**	**17.4**
지배순이익률 (%)	16.5	11.6	7.9	11.0	11.2
EBITDA 마진 (%)	29.6	21.5	12.0	16.0	17.4
ROIC	162.2	68.0	47.3	78.7	89.0
ROA	10.7	7.2	4.7	6.3	6.4
ROE	**18.5**	**13.0**	**9.3**	**12.8**	**12.6**
부채비율 (%)	51.2	66.1	79.3	75.2	70.4
순차입금/자기자본 (%)	-66.8	-55.3	-42.1	-44.7	-46.7
영업이익/금융비용 (배)	2,073.9	68.7	71.3	104.8	122.6

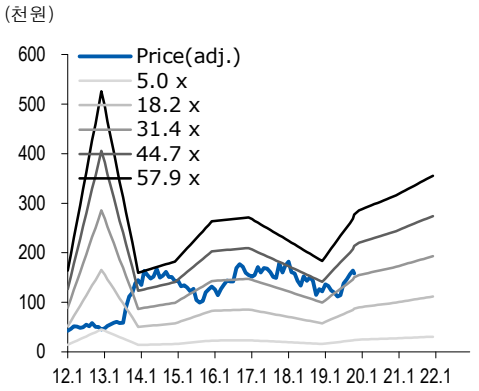
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

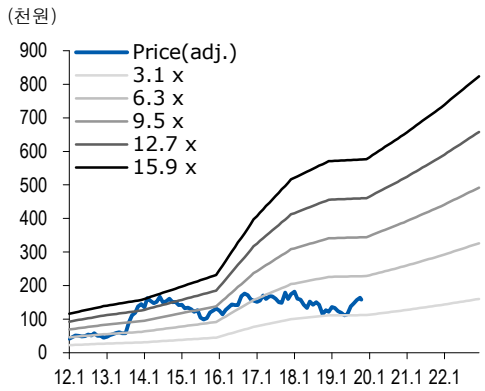
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

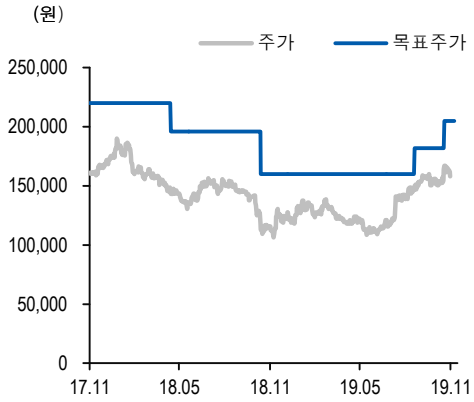
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 □비
2019-11-15	BUY	205,000	1년		
2019-11-01	BUY	205,000	1년		
2019-09-02	BUY	182,000	1년	-15.14	-9.89
2018-10-26	BUY	160,000	1년	-22.33	-7.19
2018-04-27	BUY	196,000	1년	-26.37	-20.20
2017-06-13	BUY	220,000	1년	-25.77	-13.64

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	85.4
Hold(중립)	14.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-12

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 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.