

NAVER (035420)

인터넷



이창영

02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	182,000원 (U)
현재주가 (8/30)	146,500원
상승여력	24%

시가총액	241,452억원
총발행주식수	164,813,395주
60일 평균 거래대금	586억원
60일 평균 거래량	456,190주
52주 고	151,000원
52주 저	106,500원
외인지분율	59.20%
주요주주	국민연금공단 10.53%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.8	30.8	(1.8)
상대	9.6	35.5	15.1
절대(달러환산)	3.2	28.4	(10.1)

준비된 NAVER의 TechFin

NAVER의 테크핀을 위한 준비

YoY +20% 이상의 네이버 쇼핑 성장을 기반으로 네이버페이 7월 결제금액 1.4조원(YoY +41%), 월결제자수 1,090만명(YoY +20%)의 국내 최대 간편결제 플랫폼으로 성장함. 네이버페이의 성장은 네이버쇼핑, 디지털콘텐츠, 예약, 편의점등 총 59만여 온/오프라인 가맹점에서 현금처럼 쓸 수 있는 네이버페이포인트의 적립이 연초대비 4배나 증가하여 향후 포인트 누적 → 쇼핑매출(결제)증가 →가맹점 증가의 선순환 구조를 구축

NAVER Pay는 테크핀의 시작

NAVER의 검색→쇼핑→결제→포인트적립→타금융사업 확장 모델은 중국 알리바바 앤트파이낸셜의 알리페이→알리파이낸스→위어바오→지마신용평가→마이뱅크의 쇼핑빅데이터에 기반한 테크핀 사업을 Role Model 삼아 보험, 대출, 자산운용 등 타 금융사업으로 확장할 것으로 예상됨. 이처럼 PAY 서비스에 기반한 금융사업 확장은 최근 핀테크 분야별 사용경험에서도 가장 높은 비중(송금/결제 50%, 보험 24%, 저축/투자 20%, 재무계획 10%, 대출 10%)을 차지하고 있어, 금융사업 확장의 적합한 시발점이 될 수 있을 것으로 예상됨. 실제로 미국의 결제솔루션 관련 업체들(SQUARE \$26Bn P/E 80배, Global Payment \$25Bn P/E 26배, PayPal \$126Bn P/E 34배, WorldPay \$42Bn P/E 29배)의 최근 밸류에이션이 매우 높게 형성되고 있어, Pay중심의 핀테크 사업 확장에 대한 글로벌 기대가 동시에 형성되고 있는 것으로 판단됨. Pay기업들의 고밸류에이션 이유는 (1)비현금경제 비중 증가에 따른 장기 성장, (2)전자상거래 시장 고성장에 따른 Pay 산업 고성장, (3)대출, 보험, 자산운용, 투자 등 잠재규모가 매우 큰 타 금융사업으로의 확장 때문일 것으로 판단됨

테크핀 사업 가치 추가에 따른 목표주가 상향조정

네이버페이(네이버파이낸셜) 가치산정을 위해페이코(3Q19)와 카카오페이(1Q17)가 투자 받은 기업가치 대비 결제액 비중의 평균인 21.3%를 네이버페이 연간 거래액 16.8조원(7월 1.4조원 *12)에 적용하여 약 3.6조원으로 산정하였음. 이는 거래액 16.8조원에페이 수수료 3%를 곱하여 산정된 연환산 매출액 5,040억원에 글로벌 페이사들의 평균 PSR *(1-30%) = 7배를 적용한 수치와 유사한 값임. 네이버페이 가치 2.9조원(지분율 80% 가정)을 기존 네이버 가치에 추가하여 목표주가를 182,000원으로 상향조정하고 투자의견 BUY를 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,639	19.0	2.1	16,528	0.7
영업이익	2,211	-0.3	72.3	1,951	13.3
세전계속사업이익	2,210	18.3	100.2	1,811	22.0
지배순이익	1,593	61.0	101.2	1,336	19.3
영업이익률 (%)	13.3	-2.6 %pt	+5.4 %pt	11.8	+1.5 %pt
지배순이익률 (%)	9.6	+2.5 %pt	+4.7 %pt	8.1	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

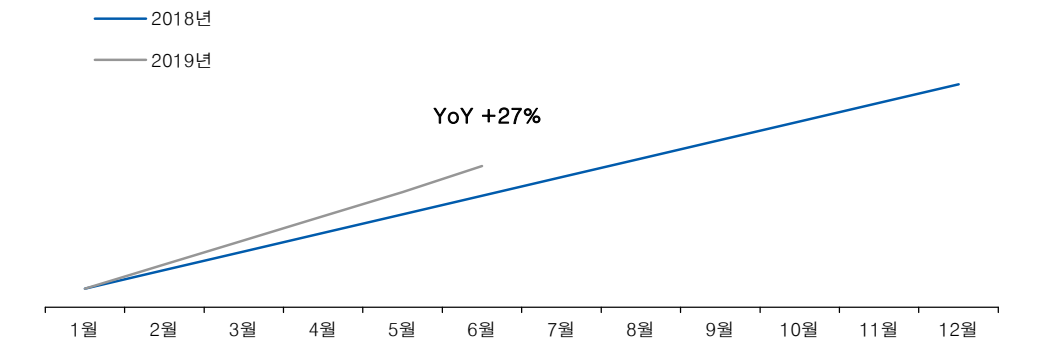
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	46,785	55,869	65,996	72,517
영업이익	11,792	9,425	7,885	12,406
지배순이익	7,729	6,488	5,301	8,288
PER	34.7	37.2	38.4	24.6
PBR	5.0	4.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.4	18.5	28.7	18.7
ROE	18.5	13.0	9.5	13.0

자료: 유안타증권

I. NAVER의 TechFin을 위한 준비

NAVER쇼핑이 포함된 비즈니스 플랫폼(검색광고+쇼핑)매출은 2019년 2분기 YoY 17.1% 성장하였다. NAVER에 의하면 비즈니스 플랫폼 매출 성장률 보다 쇼핑 매출 성장률이 높다고 하고 있어 쇼핑매출은 YoY +20% 이상일 것으로 추정된다.

쇼핑검색 성장률











자료: NAVER

NAVER 쇼핑 20% 대 성장의 주원인은 인터넷 쇼핑에 편리한 NAVER 검색 플랫폼 경쟁력이 주요 이유이겠지만, 또 하나의 중요한 원인은 인터넷 쇼핑 결제에 쉽고, 편한 ‘네이버페이’와 결제 후 넉넉하게 지급되는 ‘네이버 포인트’에 기인하고 있다는 판단이다.

네이버포인트는 네이버페이를 결제 시 구매액(결제액)에 최대 10%까지 적립해주기 때문에 Smart한 Shopper들에게 네이버페이를 반복적으로 사용하게 하는 유인이 되었고, 이러한 Smart한 결제는 점차 확산되어 월 결제자 1,090만명, 월 결제 금액 1조 4,000억원, 1인당 월간 결제건수 4.0건으로 국내 인터넷 간편결제 최고 결제 플랫폼으로 성장하였다.

네이버포인트를 통한 결제는 수익성 측면에서도 유리한데, 신용카드를 통한 네이버페이 결제는 결제수수료 3.75% 매출(쇼핑몰 점주로부터 수취하는)에 카드수수료가 거의 비슷한 규모만큼 카드사에게 수수료를 지급해야 하기 때문에 마진율이 높지 않지만 네이버페이 포인트를 통한 결제 수수료 3.74%는 자체 시스템으로 하기 때문에 대부분 이익으로 계상될 수 있다.

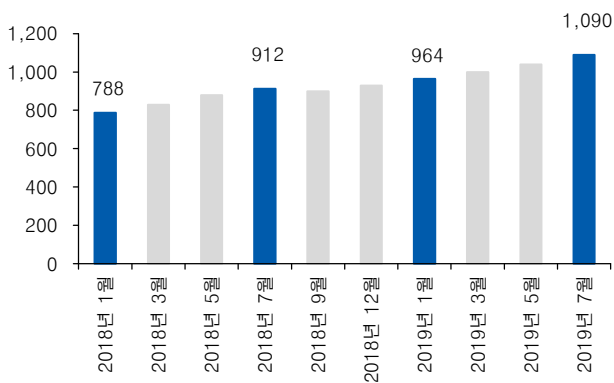
NAVER Pay 포인트 적립

가맹점	소개	포인트 적립율
 바론부티	아름다운 습관, 바론부티아름다운 습관, 바론부티	NAVER Pay 10% 적립
 붕어하늘	붕어낚시 전문 쇼핑몰 입니다 붕어낚시 전문 쇼핑몰 입니다	NAVER Pay 10% 적립
 선글라스포디	안경 선글라스 전문 쇼핑몰안경 선글라스 전문 쇼핑몰	NAVER Pay 10% 적립
 세어라이프	당신의 생활을 편리하게 만들어 드립니다 생활용품 전문 세어라이프입니다. 당신의 생활을 편리하게 만들어 드립니다 생활용품 전문 세어라이프입니다.	NAVER Pay 10% 적립
 꽃가네	꽃 언더는 꽃가네 향유품의 저축입니다. 꽃 언더는 꽃가네 향유품의 저축입니다.	NAVER Pay 10% 적립
 천사네일	NO.1 네일아트&뷰티 전문 쇼핑몰 천사네일NO.1 네일아트&뷰티 전문 쇼핑몰 천사네일	NAVER Pay 10% 적립
 다이아몬	별墅전용 화장품 쇼핑몰 다이아몬 입니다. 별墅전용 화장품 쇼핑몰 다이아몬 입니다.	NAVER Pay 9% 적립
자면더함, 자면더함	자면더함자면더함	NAVER Pay 9% 적립
 피오가닉	뉴질랜드 최우수 건강식품을 및 건강식품 해외구매대행 전문몰뉴질랜드 최우수 건강식품을 및 건강식품 해외구매대행 전문몰	NAVER Pay 9% 적립

자료: NAVER

NAVER Pay 월 결제자 수

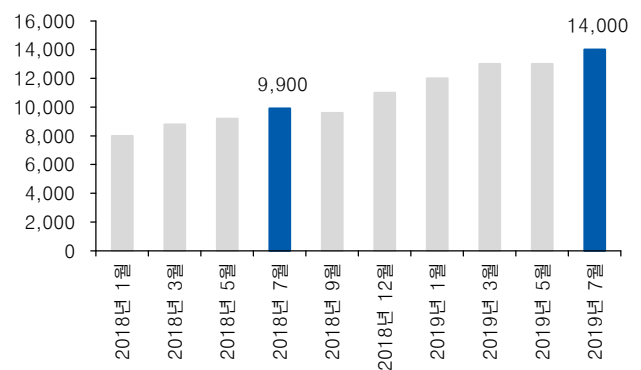
(단위: 만 명)



자료: NAVER

NAVER Pay 월 결제 금액

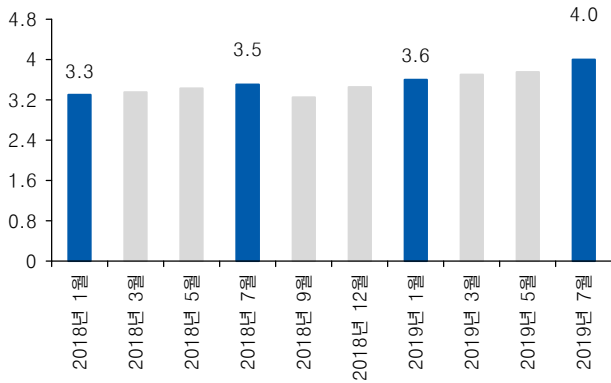
(단위: 억 원)



자료: NAVER

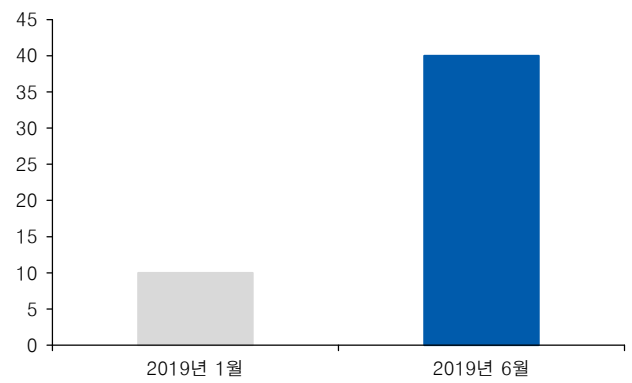
NAVER Pay 월간 인당 결제건수

(단위: 건)



자료: NAVER

NAVER Pay 포인트 충전규모



자료: NAVER

네이버 페이 포인트는 네이버쇼핑 286,253개의 쇼핑몰과 음악, 웹툰, eBook 등 16개의 디지털 콘텐츠, 편의점, 주변맛집 등 289,002개의 오프라인 QR결제 가맹점, 대리운전, 호텔 등 16,399개의 예약 등 총 591,670 곳에서 사용이 가능하다.

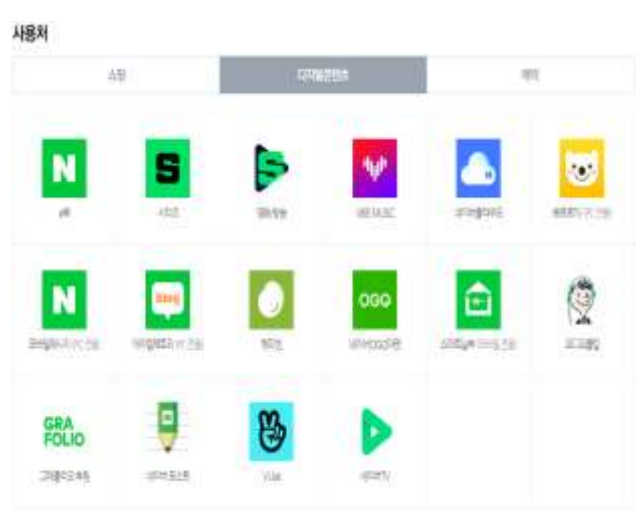
이러한 네이버 페이 포인트의 범용성은 네이버 페이 사용확대의 선순환 구조를 가져왔고, 네이버 결제를 통해 쌓이는 포인트를 현금처럼 활용하고자 하는 Smart 사용자들의 사용이 급증하며 2019년에만 네이버 포인트 충전규모가 4배 증가하는 폭발적인 성장을 가져왔다.

네이버 포인트 사용처 (쇼핑)



자료: NAVER

네이버 포인트 사용처 (디지털콘텐츠)



자료: NAVER

네이버 포인트 사용처 (QR 결제)



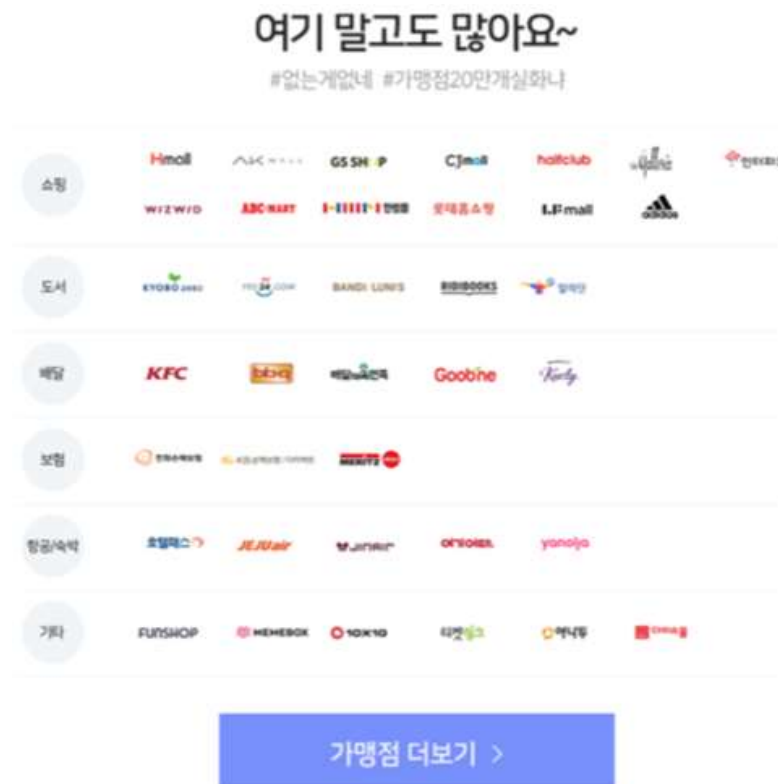
자료: NAVER

네이버 포인트 사용처 (예약)

이름	예약번호	비고
가명점	가명점주소	주요
삼척시립도서관	https://booking.naver.com/booking/1/area/330009	전국 및 삼척군도서관예약서비스 제공되는 네이버 예약 서비스입니다.
해운대 일러스트레이션 투어	https://booking.naver.com/booking/1/area/330009	해운대의 역사 탐방 투어 예약 서비스입니다.
가명점 이름 입력 시 검색	https://booking.naver.com/booking/1/area/330009	가명점 이름 입력 시 검색되는 예약 서비스입니다.
스프링클러	https://booking.naver.com/booking/1/area/330009	스프링클러 예약 서비스는 네이버 예약 서비스입니다.
다 리브 호텔	https://booking.naver.com/booking/1/area/17000	다 리브 호텔에서 제공하는 네이버 예약 서비스입니다.
가명점	https://booking.naver.com/booking/1/area/17000	가명점 예약 서비스는 네이버 예약 서비스입니다.

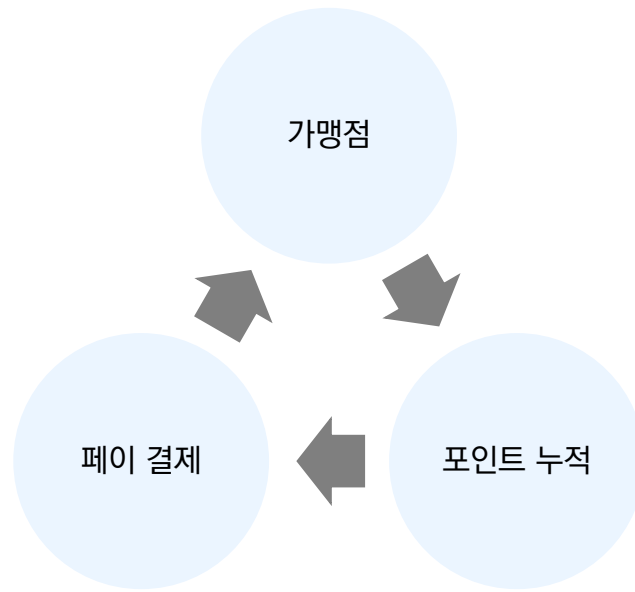
자료: NAVER

NAVER Pay 포인트 제휴사(App)



자료: NAVER

NAVER Pay 결제 / 포인트 / 가맹점 선순환 구조



자료: NAVER

II. NAVER Pay는 테크핀의 시작

이처럼 NAVER는 검색 → 쇼핑 → 결제 → 포인트 → 포인트 적립 구조를 통해 축적된 포인트를 금융사업(테크핀)의 마중물로 삼으려 하는 것으로 판단된다.

이러한 쇼핑 결제 기반의 금융사업 모델은 진정한 의미의 테크핀(TechFin) 모델을 가능하게 할 수 있다는 데서 그 의미가 있다. 그 대표적인 성공사례가 AliPay에 기반한 앤트 파이낸셜(Ant Financial)이다.

앤트 파이낸셜은 아래의 그림처럼 타오바오 티몰에서의 전자상거래에 필요한 결제 수단인 알리페이(Alipay)가 확산되며, 인터넷 쇼핑몰 사업자들에게 소액대출을 시작하였고(알리페이 계좌로 대출), 알리페이 결제 계좌에 남은 돈을 MMF로 운용하여 일정 수준의 이자지급을 해주며 2018년 말 기준 운영자산 1.13조 위안, 가입자수 5.88억명의 ‘위어바오’ MMF가 만들어 졌으며, 이러한 쇼핑-결제-금융에 기초한 데이터와 자금을 기반으로 신용평가(지마신용)와 인터넷전문은행(My Bank) 설립까지 이르게 되었다.

Ant Financial의 테크핀 성공 과정

전자상거래 결제수단 → 2004년 Alipay	<ul style="list-style-type: none"> • 모바일 결제 핵심 플랫폼
인터넷 쇼핑몰 사업자 자기자본 소액대출 → 2010년 소액대출	<ul style="list-style-type: none"> • 알리페이 계좌로 대출(알리 파이낸스)
위어바오 (모바일 MMF 상품) → 2013년 자산관리	<ul style="list-style-type: none"> • 알리페이 계좌로 자산 운용(은행 요구불 요금계좌 대체)
지마신용평가제 출범 → 2015년 신용평가	<ul style="list-style-type: none"> • 지마신용평가+시티 • 지마신용평가+공유경제 • 지마신용평가+법원/경찰청/렌트카/여행사
2015년 MyBank 개업 → 2015년 디지털 बैं킹	<ul style="list-style-type: none"> • 2017년 누적고객 571만(기업&개인 포함) • 대출금액 4,468억위안

자료: 대외경제정책연구원, '중국 핀테크 산업의 발전 현황과 정책방향'

실제로 아래처럼 알리페이 App 화면안에서 송금/카드결제/투자/신용등급관리/소액대출/모바일 서비스 결제가 모두 하나의 App에서 연동/실행된다. 이러한 구성은 현재의 카카오페이, LINE 페이, 미래의 네이버페이에서 보여질 것으로 예상할 수 있다.

알리페이 App 화면



자료: Alipay

카카오페이 화면



자료: Kakaopay

네이버페이 화면



자료: NAVER

LINE 페이(번역) 화면



자료: LINE

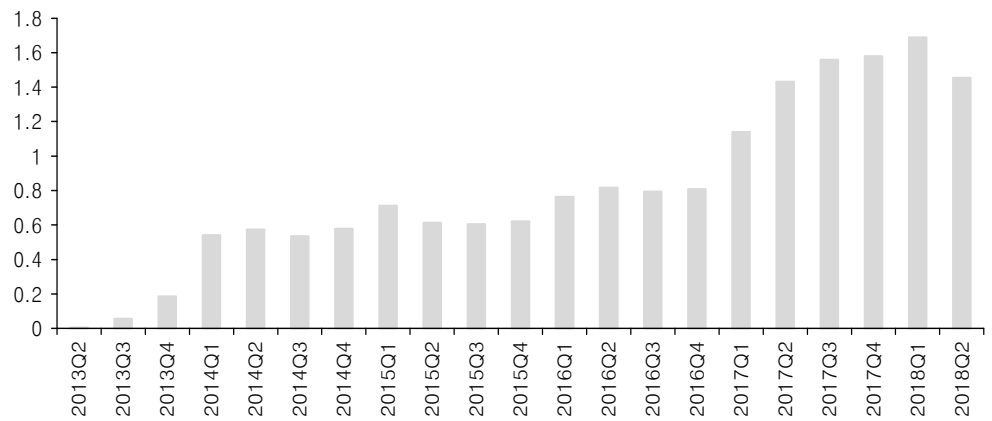
위어바오 운영 체계



자료: 대외경제정책연구원, '중국 핀테크 산업의 발전 현황과 정책방향'

위어바오 자산운용 총규모

(단위: 조 위안)



자료: platum

MyBank

(단위: 백만 위안)

	2015	2016	2017	2018
매출액	253	2,637	4,275	6,280
당기순이익	-69	316	404	670
총자산	30,245	61,522	78,171	95,900

자료: MyBank

알리페이 계좌로 대출해주는 앤트 파이낸셜의 소액대출 서비스 ‘알리 파이낸스’ 는 타오바오 티몰의 전자상거래 플랫폼을 이용하는 3억명 이상의 고객과 3,700만 개의 소규모 기업으로부터의 데이터에 기반하여 기존 금융과 다른 혁신적인 결과를 창출하였다. ‘알리 파이낸스’ 는 전체 소액 대출 중 90일 이상 연체된 대출의 부실채권 비율이 2017년 기준 0.5%, 30일 이상 연체된 대출의 경우 0.7% 수준을 기록, 중국 일반 은행 부실채권 비율 1.7%를 크게 하회하였다. 쇼핑-결제 플랫폼에서 얻은 데이터 기반의 테크핀 모델의 결과이다.

쇼핑 - 결제에 기반한 또 하나의 성공 모델은 아마존을 들 수 있다. 아마존은 아마존 쇼핑 구매자들에게 당좌계좌서비스를 제공하여 결제과정에서 발생하는 은행/카드사 등에 지불하는 수 억 달러의 거래 수수료를 절감할 계획을 가지고 있다.

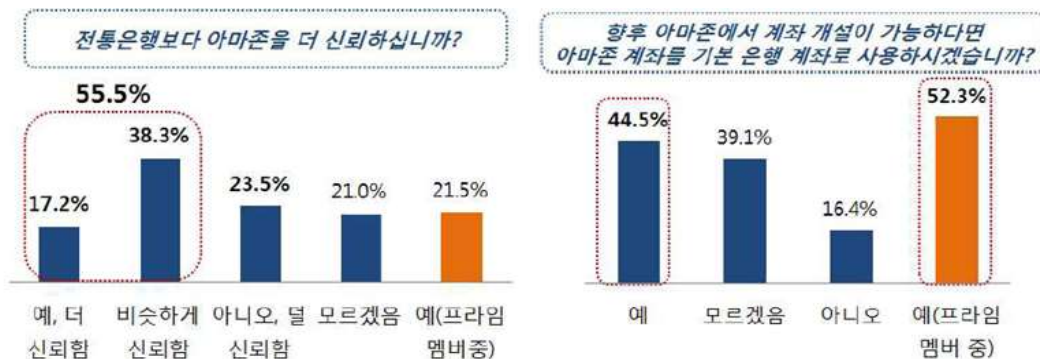
시장에서는 아마존이 은행업에 진출할 경우 향후 5년 안에 7,000만명 이상의 고객을 확보, 미국 3위 은행인 웰스파고와 비슷한 규모로 성장할 것으로 예상하고 있다.

아마존은 다양한 플랫폼 생태계를 통한 소비자와의 접점 확보, 방대한 고객 데이터 확보 그리고 인지도 측면에서 향후 금융시장 진출에 매우 유리한 상황으로 판단된다. 당좌계좌 서비스가 현실화 될 경우 향후에는 일반적인 대출, 모기지, 자산 관리 및 보험 등으로 금융서비스 범위를 확장할 것으로 전망된다.

아마존은 e-커머스 사업을 통해 소비자의 쇼핑 패턴 및 다양한 고객정보에 대해 파악하고 있어 소비자에게 가장 필요한 금융서비스를 적절하게 제시할 수 있다.

이러한 아마존의 당좌계좌 서비스는 네이버페이의 현금과 같은 네이버 포인트의 금융으로의 활용가능성과 유사한 모델이 될 수 있다는 판단이다.

전통은행 vs. 아마존 신뢰도 조사 / 아마존 계좌 개설 의향 조사



자료: LendEDU

테크기업들의 금융사업 진출(TechFin) 아마존뿐만이 아니다. 자신들의 공고한 플랫폼을 구축한 IT 기업이면 자신들의 플랫폼을 활용하여 대부분 금융사업에 진출하고 있다. 그만큼 플랫폼에 확장성과 금융산업의 potential 이 크기 때문이다.

IT 기업들의 Fintech 서비스 제공 현황

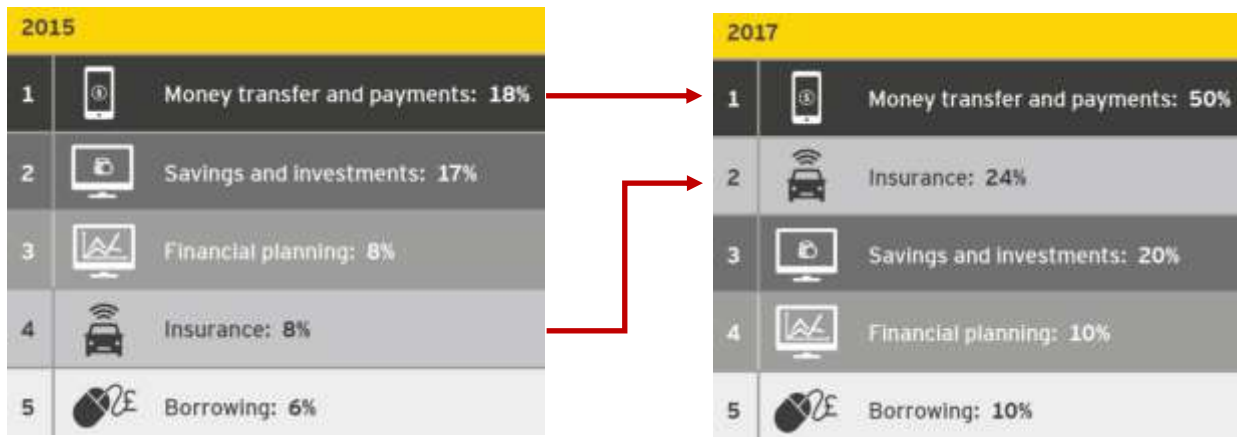
기업명	서비스명		주요내용
Amazon	Amazon Pay	지급결제 ('14.6)	상품 구매시 등록해놓은 신용카드로 간편결제하는 서비스
	Amazon Cash	전자지갑 ('17.4)	오프라인 가맹점에서 아마존 계정에 현금충전해 카드없이도 아마존 구매가 가능한 서비스로 은행 수신 기능과 유사. 온/오프라인을 연계(O2O)하는 효과
	신용, 체크카드	카드('04)	체이스 은행과 공동 브랜드 (Co-branded)전략으로 발급
	Amazon Lending	소액대출 ('11)	아마존 입점업체 (SME, 소상공인)을 대상으로 매출실적에 따라 단기자금 대출서비스(연 6~17%)제공
	당좌계좌	(준비중)	JP 모건과 협력(Co-branded). 카드를 보유하고 있지 않은 밀레니얼 세대를 대상으로 고객확대 방안 모색 중
	보험(헬스케어)	(준비중)	JP 모건 및 버크셔 헤서웨이(보험업)와 협력, 헬스케어 서비스 진출을 선언. 빅데이터 분석을 통해 개인의 건강정보를 수집하고, AI 비서 알렉사가 주치의 및 의료상담 역할을 할 것으로 예상
	암호화폐	(가능성)	공식발표는 없으나, 암호화폐 관련 움직임이 감지됨에 따라, 향후 암호화폐 취급 가능성 제기. 자회사 Amazon Technologies 가 암호화폐 관련 도메인3개를 등록('17.11월)
Alipay	AliPay	송금 및 지급결제 ('03)	은행 계좌 및 카드와 연동시켜 온, 오프라인 결제, 송금, 신용카드 이용대금 결제, 공과금 납부, 자산운용 등이 가능한 알리바바 모든 금융서비스의 플랫폼 역할
	AliFinance	소액대출 ('07)	알리바바(B2B), 티몰(B2C)등 입점 업체 대상으로 자체 신용평가 거치는 소액대출 서비스(최저 연 4.5%)
	즈마신용	신용평가 ('15)	자체 신용평가 서비스앱에서 개인 신용등급 실시간 확인 가능(평가기준: 전자상거래 거래내역, 알리페이 잔고 등)
	위어바오	자산운용 ('13)	알리페이 계정내 여유자금을 위어바오에 이체하여 MMF 로 운용하는 구조(텐홍자산운용과 제휴)
	보험('13)		알리바바, 텐센트, 평안보험이 합작투자해 중국 최초의 인터넷 전용 손해보험사, 중앙보험 설립. 알리바바는 입점 판매자 및 소비자를 고객으로 유지, 빅데이터를 분석하고, 평안보험은 보험상품 설계담당
Tencent	위챗페이	송금 및 지급결제 ('03)	QQ/WeChat 유저간 송금, 온/오프라인 결제, 공과금납부, 자산운용, 예매, 게임머니 충전 등 생활기능 탑재
	웨이리다이	소액대출 ('15)	중소형 상업은행과 제휴해 전체 대출의 약 80%의 자금을 조달. 이자수익을 7:3(텐센트)으로 배분하는 상생전략
	텐센트 신용	신용평가 ('18)	SNS 활동, 위챗머니 사용 규모 및 빈도, 이체대상, 공과금 납부 등의 데이터를 바탕으로 신용평가(중국 인민은행 규제에 출시 하루만에 서비스 중단 상태)
	리차이통	자산운용 ('14)	알리바바의 위어바오와 유사한 구조의 MMF 상품(자산운용사 회사 Huaxia 와 제휴)
	보험('13)		알리바바 등과 함께 중앙보험을 설립해 보험업 진출. 보험업 대형자력('17.10월)을 취득하면서 위챗페이를 채널로 다양한 보험상품 판매 중
Google	Google pay	송금 및 지급결제 ('18.2)	P2P 송금, NFC 지원 모바일 기기 접촉을 통한 결제서비스(국내에서는 구글과 카드사들 간 NFC 단말기 설치 및 마케팅 관련한 조율 문제로 출시 보류상태로 알려짐)
	Lending Club Program"	신용대출 ('15)	광고주들 상대를 운전자금을 저리로 대출해주는 서비스. P2P 대출업체 '렌딩클럽'과 협업하여 파일럿 테스트 중
Apple	Apple Pay	송금 및 지급결제 ('14.9)	지문인식 및 NFC 기술 기반 P2P 송금 및 지급결제 서비스. 핀테크 기업 '스트라이프'의 결제시스템 기술을 지원하며, 현재 미국, 영국, 캐나다 등 16개국에서 서비스 중
	Apple Card	신용카드 ('19.8)	GoldmanSachs, MasterCard 와 협업으로 만들어진 신용카드. 즉시발급 가능, 사용할때마다 캐시백, 보안 강화, 수수료 없음, 이자율 낮음

Facebook	Friend-To-Friend Payment	송금 ('15)	Messenger App 에 체크카드를 연동해 친구들간에 송금할 수 있는 서비스
	Charged Program	소액대출 ('17)	핀테크 업체 클리어뱅크(Clearbanc)와 제휴, SME(소상공인)의 광고비를 후불로 지불받는 서비스. 일정 수수료 (5~10%)를 클리어뱅크에 지급하는 구조
	전자화폐	(준비중)	아일랜드 중앙은행으로부터 전자화폐취급기관(E-Money Institution)으로 승인 획득('16.10.24일). 전자화폐 발행, 송금, 지급결제 서비스 등을 '패스포팅(passporting)권한'에 의해 EU 회원국 전역에서 가능해짐
	Libra	암호화폐 ('19.6)	비트코인처럼 블록체인 기술을 이용한 디지털 자산. 은행 계좌없이도 모바일기기로 송금/결제

자료: 유안타증권 리서치센터

실제로 Ernst & Young 조사에 의하면, 현금 송금과 결제에 기반한 핀테크 사용경험은 2015년 18%에서 2017년 50%로 가장 높은 비율을 유지하고 있다.

핀테크 분야별 사용경험 변화



자료: Ernst & Young (2018)

이처럼 결제에 기반한 핀테크 회사들은 향후 비현금 결제의 고성장, 타 금융사업으로의 확장가능성으로 인하여 주식시장에서도 높은 벨류를 부여 받고 있다.

글로벌 결제사 기업 개요 및 소개

Ticker	기업 개요 및 소개
Intuit	인튜이트(Intuit Inc.)는 중소기업, 금융기관, 소비자 및 회계 전문가를 대상으로 비즈니스 및 금융 관리 소프트웨어 솔루션을 개발 및 판매하는 업체. 당사는 소기업 관리 및 급여 처리, 개인 금융, 세무 보고 및 신고 관련 소프트웨어를 제공한다.
	매출 구성: Small Business & Self Employed Consumer 51%, Strategic Partner 42% 등
Square	스퀘어(Square, Inc.)는 모바일 결제 솔루션을 제공하는 기업. 당사는 분석과 피드백을 제공 할뿐만 아니라 디지털 영수증, 재고 관리 및 판매 보고서에도 도움이 되는 POS 소프트웨어를 개발하고 있다. 당사는 금융 및 마케팅 서비스도 제공하고 있다.
	매출 구성: Consumer Finance 100%
Global Payments	글로벌 페이먼츠(Global Payments, Inc.)는 전자거래 처리, 정보 시스템 및 서비스를 제공하는 업체. 당사는 전 세계 금융계, 기업, 정부 및 상인 커뮤니티를 대상으로 서비스를 제공하고 있다. 당사는 자금 이체, 상업 बैं킹, 회계, 인터넷 및 기타 서비스를 제공한다.
Lending Club	렌딩클럽(LendingClub Corporation)은 인터넷 금융 서비스 제공업체. 당사는 상호이익을 위해 신용도 높은 차입자와 독립 투자자를 한데 모으는 온라인 금융 커뮤니티를 주관한다. 당사는 미국 내 개인 투자자 및 차입자를 대상으로 서비스를 제공한다.
	매출 구성: Consumer Finance 100%
Paypal	페이팔 홀딩스(PayPal Holdings, Inc.)는 소비자 및 사업장을 대신하여 디지털 및 모바일 지급을 가능케 하는 기술 플랫폼 업체. 당사는 온라인 지불 솔루션을 제공하고, 전 세계 고객에게 서비스를 제공하고 있다.
	매출 구성: Consumer Finance 100%
Shopify	쇼피파이(Shopify Inc.)는 클라우드 기반 상거래 플랫폼을 제공하는 업체. 당사는 가맹점 브랜드의 노출을 도와주는 통합 채널 경험을 구축하기 위한 가맹점용 플랫폼을 제공한다.
	매출 구성: Merchant Solutions 57%, Subscription Solutions 43%
First Data	퍼스트 데이터(First Data Corporation)는 상거래 기술, 가맹점 인수, 발급 및 네트워크 솔루션 관련 다양한 통합 솔루션을 고객에게 제공하는 업체. 기업의 전자 결제 승인을 가능하게 하고, 금융기관의 신용, 직불 및 선불 카드 발급을 도우며, 가맹점/고객 간 보안 거래 라우트를 지원한다.
	매출 구성: Global Business Solutions 64%, Global Financial Solutions 18%, Network & Security Solutions 17%
World Payments	월드페이(Worldpay, Inc.)는 온라인 결제 처리업체. 당사는 독점 기술 플랫폼을 제공해 가맹점이 매장 내, 온라인 상, 전화와 스마트폰을 통해 신용 및 직불카드 결제를 처리할 수 있게 해준다. 당사는 보고 및 분석, 재무, ATM 및 기타 부가서비스를 제공하고 있다. 당사는 전 세계 고객에게 서비스를 제공한다.
	매출 구성: Merchant Solutions 50%, Technnology Solutions 41%, Issuer Solutions 9%
VISA	비자(Visa Inc.)는 소매 전자 지급 네트워크 운영 및 글로벌 금융 서비스를 관리하는 업체. 당사는 또한 금융기관, 소매상인, 소비자, 기업 및 정부기관 사이에 가치와 정보의 이동을 통해 글로벌 상거래도 제공하고 있다.
	Data Processing Fees 44%, Service Fees 43% 등
Mastercard	마스타카드(Mastercard Incorporated)는 금융거래 처리 서비스를 제공하는 업체. 신용 및 직불 카드, 전자현금, ATM 및 여행자 수표 관련 지급 처리 서비스를 제공 한다. 당사는 전 세계 고객을 대상으로 서비스를 제공하고 있다.
	매출 비중: Transaction Processing Fees 49%, Domestic Assessments 41% 등

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 결제사 Valuation Table

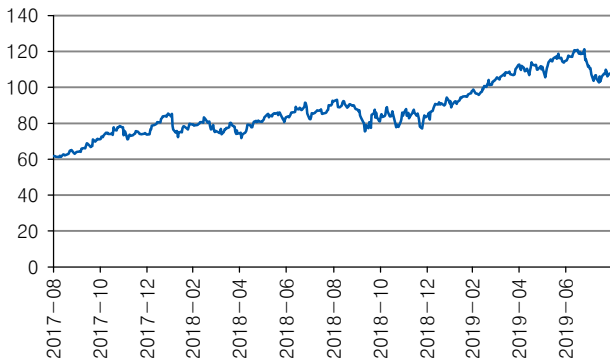
(단위: \$M)

	국가	시가총액	P/E			EPS Growth			P/B			ROE			EV/EBITDA			P/S		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
INTUIT	US	72,262	50	42	37	27	20	12	33	14	12	79	63	47	32	28	25	12	11	10
SQUARE	US	26,388	134	80	56	74	64	44	21	20	16	4	12	28	104	64	41	17	12	9
GLOBAL PAYMENTS	US	24,757	31	26	22	29	18	18	6	6	5	20	19	19	22	19	15	6	6	5
LENDINGCLU	US	1,138	26	170	32	-	119	430	1	1	1	5	4	12	12	9	7	2	2	1
PAYPAL	US	126,457	45	34	30	27	29	13	8	7	7	17	23	22	30	27	23	8	7	6
SHOPIFY	CA	44,448	1,265	635	407	138	64	56	24	22	45	1	2	2	1,131	716	385	42	29	22
FIRST DATA	US	29,972	23	20	18	-7	12	14	6	6	5	15	14	14	14	14	13	3	3	3
WORLDPAY	US	42,036	34	29	25	20	15	16	4	4	3	17	6	9	26	23	20	11	10	9
VISA	US	354,466	39	33	29	32	17	16	12	11	10	32	34	36	25	23	20	17	15	14
MASTER	US	282,291	43	36	31	42	18	18	48	41	28	110	173	125	32	28	24	19	17	15

자료: 유안타증권 리서치센터

Paypal 과거 2개년 주가 추이

(단위: \$)



자료: 유안타증권 리서치센터

SQUARE 과거 2개년 주가 추이

(단위: \$)



자료: 유안타증권 리서치센터

Global Payments 과거 2개년 주가 추이

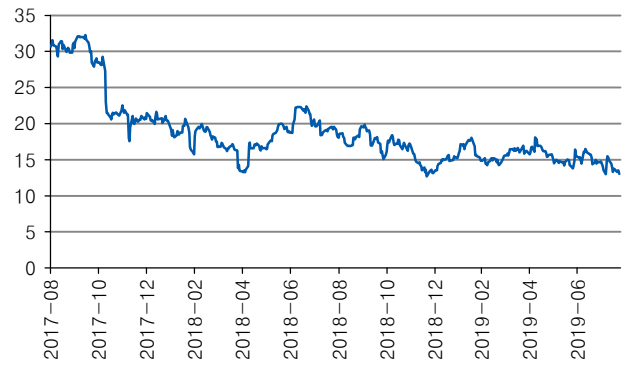
(단위: \$)



자료: 유안타증권 리서치센터

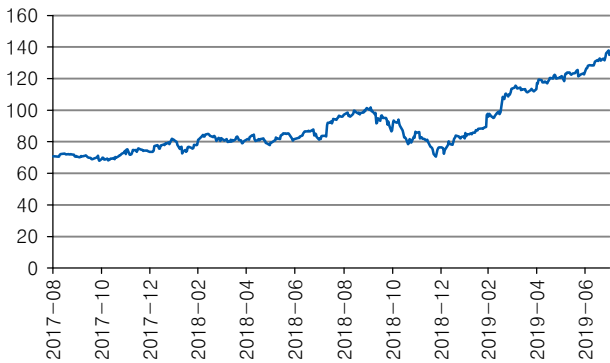
Lending Club 과거 2개년 주가 추이

(단위: \$)



자료: 유안타증권 리서치센터

World pay 과거 2개년 주가 추이 (단위: \$)



자료: 유안타증권 리서치센터

First data 과거 2개년 주가 추이 (단위: \$)



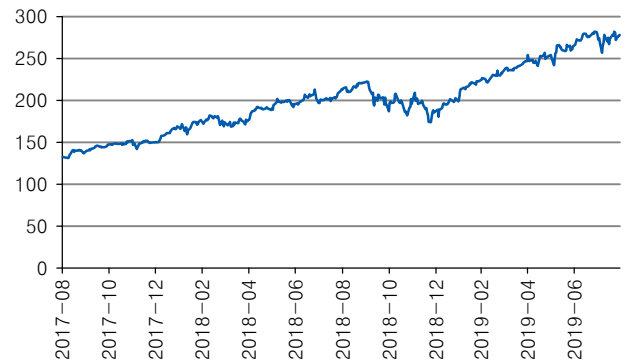
자료: 유안타증권 리서치센터

Visa 과거 2개년 주가 추이 (단위: \$)



자료: 유안타증권 리서치센터

Mastercard 과거 2개년 주가 추이 (단위: \$)



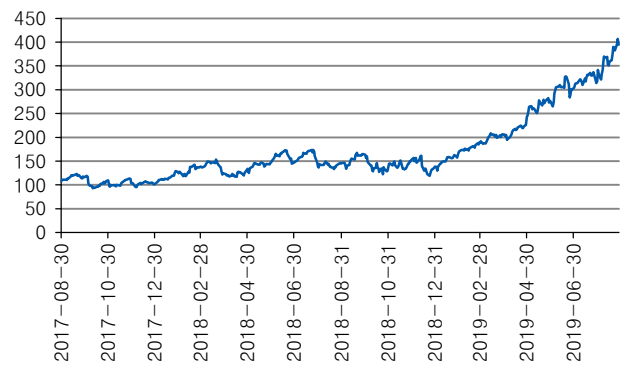
자료: 유안타증권 리서치센터

INTUIT 과거 2개년 주가 추이 (단위: \$)



자료: 유안타증권 리서치센터

SHOPIFY 과거 2개년 주가 추이 (단위: \$)



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 결제사 실적 추이 (단위: 억원)									
		SALES	YoY (%)	OP	YoY (%)	OPM (%)	NP	YoY (%)	NPM (%)
VISA	2016	15,978	-	8,587	-	54%	6,120	-	38%
	2017	18,759	17%	12,371	44%	66%	7,151	17%	38%
	2018	21,253	13%	13,344	8%	63%	10,756	50%	51%
Lending Club	2016	1,189	-	-150	-	-13%	-146	-	-12%
	2017	1,167	-2%	-153	2%	-13%	-154	5%	-13%
	2018	1,181	1%	-128	-16%	-11%	-128	-17%	-11%
World Pay	2016	3,579	-	569	-	16%	213	-	6%
	2017	4,026	13%	522	-8%	13%	130	-39%	3%
	2018	3,925	-3%	339	-35%	9%	13	-90%	0%
PAYPAL	2016	10,842	-	1,586	-	15%	1,401	-	13%
	2017	13,094	21%	2,127	34%	16%	1,795	28%	14%
	2018	15,451	18%	2,194	3%	14%	2,057	15%	13%
SHOPIFY	2016	389	-	-37	-	-10%	-35	-	-9%
	2017	673	73%	-49	32%	-7%	-40	13%	-6%
	2018	1,073	59%	-92	87%	-9%	-65	61%	-6%
First Data	2016	11,584	-	1,602	-	14%	420	-	4%
	2017	12,052	4%	1,710	7%	14%	1,465	249%	12%
	2018	9,498	-21%	1,895	11%	20%	1,005	-31%	11%
Mastercard	2016	10,776	-	5,761	-	53%	4,059	-	38%
	2017	12,497	16%	6,622	15%	53%	3,915	-4%	31%
	2018	14,950	20%	7,282	10%	49%	5,859	50%	39%
SQUARE	2016	1,709	-	-170	-	-10%	-172	-	-10%
	2017	2,214	30%	-54	-68%	-2%	-63	-63%	-3%
	2018	3,298	49%	-37	-32%	-1%	-38	-39%	-1%
Global Payments	2016	1,427	-	164	-	11%	106	-	7%
	2017	3,975	179%	559	241%	14%	468	341%	12%
	2018	3,366	-15%	737	32%	22%	452	-3%	13%

자료: 유안타증권 리서치센터

이처럼 글로벌 결제 회사들이 높은 벨류에이션을 받고 있는 이유는 크게 세가지로 요약할 수 있다.

첫번째는 비현금 거래(결제) 비중의 증가이다. 국내는 비현금 비중이 89.1%로 타 국가대비 높은 수준이긴 하지만 아직 현금거래 비중이 높은 나라들이 많아 비현금 거래(결제)비중 증가에 따른 수혜가 예상되기 때문이다.

두번째는 전자상거래 시장의 고성장에 의한 비현금거래액의 높은 증가율에 기인한다. 최근 빠른 배송, 신선식품 배송까지 더해지면서 온라인/모바일 쇼핑은 국내외 모두 고성장을 구가하고 있어 이에 대한 온라인/모바일 결제 시장 고성장이 예상되기 때문이다.

결제시장 내에서 일정 수준 시장점유율만 형성되면 결제(거래대금)액 증가에 따라 Paypal, Visa, Mastercard 처럼 안정적인 수익창출이 가능하기 때문에 높은 밸류에이션 형성이 가능하다.

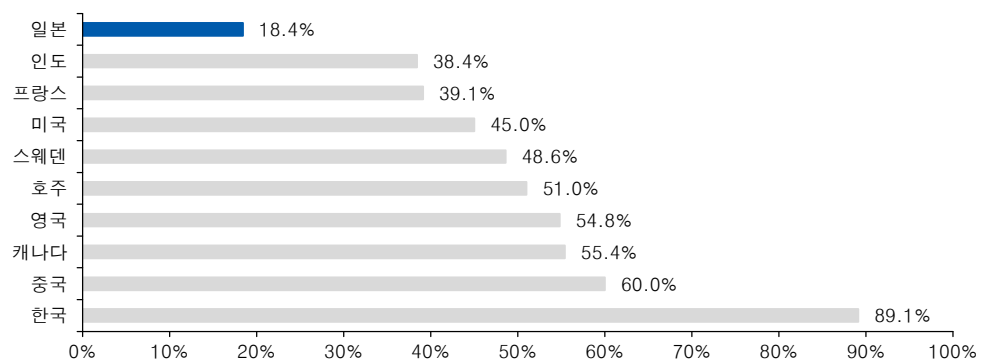
세번째는, 결제/송금에 기반하여 대출, 보험, 자산운용, 투자 등 다른 금융으로의 확장가능성에 대한 밸류가 더해지고 있다는 판단이다. 이들 각각의 금융시장은 전문화적인 규모인데다가 그동안 전통적인 오프라인 금융기업들의 아성이었으나, 최근 IT기업들의 금융업 진출로 이들 시장의 크기가 잠재적 성장규모로 핀테크 기업 밸류에 더해지고 있기 때문이다.

Ernst& Young 2018 조사에 따르면, 분야별 핀테크 사용경험 중에서 보험(Insurance)이 2015년 8%에서 2017년 24%로 높은 성장을 기록하였다.

보험연구원이 지난 8월 발표한 ‘밀레니얼 세대의 보험 가입’ 보고서에 따르면, 이들 세대는 인터넷/전화 등 직판 채널 선호도가 다른 세대보다 높은 것으로 나타났다. 20대와 30대의 직판 채널 선호도는 각각 39.5%와 26.9%인 반면, 40대와 50대의 선호도는 7.2%와 2.7%에 그쳤다. 보험 설계사를 만나서 진지한 설명을 듣기 보다는 인터넷이나 모바일 등을 통해(untact) 간편하게 가입하는 것을 선호한다는 얘기다.

이처럼 모바일을 통한 금융서비스의 확산은 핀테크 기업들에게는 새로운 기회가 될 것으로 예상된다.

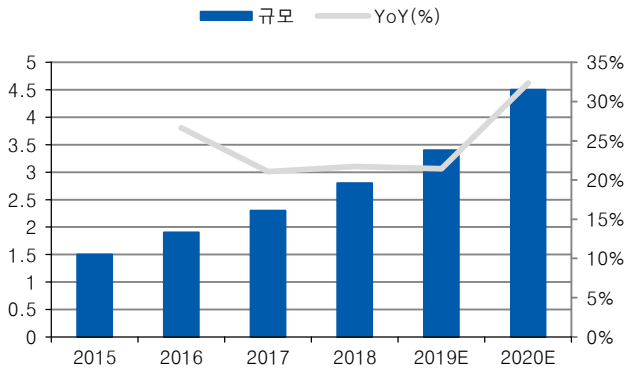
국가별 비현금 결제비율



자료: KOTRA 오사카 무역관, LINE 제공

글로벌 전자상거래 규모 및 성장률

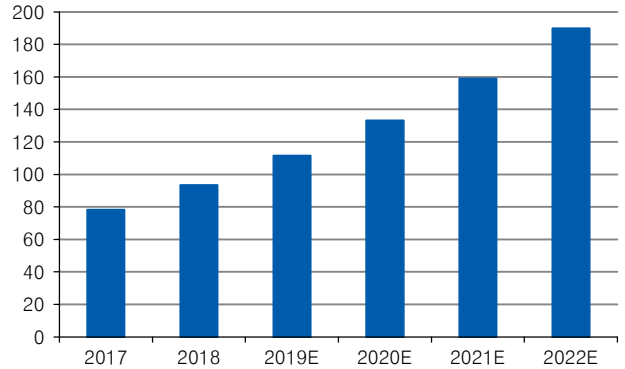
(단위: 조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

국내 전자상거래 규모 및 성장률

(단위: 조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

참고로 결제회사는 결제대금에 일정부분을 결제수수료로 매출 인식을 한다. 네이버페이를 기준으로 하면 결제 수단에 따라서 신용카드 3.74%, 휴대폰 결제 3.85%, 계좌이체 1.65%, 무통장 입금 1%, 네이버페이포인트 3.74%이다.

이중 가장 결제 비중이 높은(8~90%)신용카드의 경우 대부분 신용카드사에게 지급수수료로 지급되고 휴대폰결제, 계좌이체도 통신사, 은행에 결제수수료 지급되어 마진율이 높지 않다. 하지만 네이버포인트 결제의 경우 NAVER 자체 시스템을 이용하기 때문에 마진율이 높을 것으로 추정된다.

현재 국내의 경우 네이버페이 뿐만 아니라 카카오페이, 페이코, 삼성페이, 로켓페이, 스마일페이 등 간편결제서비스가 2~30여개가 경쟁 중이어서 과도한 마케팅 경쟁(무료 포인트 적립)으로 인한 적자가 지속되고 있으나, 시장이 몇 개 서비스로 독과점화 된다면 미국의 Paypal 처럼 고수익을 올릴수 있는 비즈니스 모델이 될 수 있을 것으로 예상된다.

국내외 결제 기업 요약 손익 비교

카카오페이			엔에이치엔페이코			Paypal					
(단위: 억원)	2017	2018	(단위: 억원)	2017	2018	(단위: \$Bn)	2014	2015	2016	2017	2018
영업수익	106	695	영업수익	188	183	매출액	8	9.3	10.8	13.1	15.5
영업이익	-273	-965	영업이익	-367	-451	영업이익	1.3	1.5	1.6	1.9	2.2
당기순이익	-254	-935	당기순이익	-357	-429	당기순이익	0.4	1.2	1.4	1.8	2.1

자료: 각 사 공시 자료, 엔에이치엔페이코 2017 년은 2017 년 4 월 1 일부터 12 월 31 일까지

III. NAVER Financial Valuation

	일시	주요 투자자	피투자 규모	기업가치	연간 결제액	기업가치 /연 거래액	월송금액	기업가치 /월송금액
페이코	3Q19	한화생명보험, 너브	75	735	5,600	13.1%	-	-
카카오페이	1Q17	Ant Financial	230	588	2,000	29.4%	-	-
카카오페이	2Q19(A)	-	-	1,050	-	-	3,230	33%
카카오페이	2Q19(B)	-	-	2,012	6,840	-	-	-
카카오페이	합계(A+B)	-	-	3,062	-	-	-	-
토스	4Q18	Kleiner Perkins 등		1,300	-	-	4,000	33%
NAVER Pay	2Q19	-		3,573	16,800	21.3%	-	-
LINE Pay				2,737	12,870	21.3%	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

네이버페이(네이버 파이낸셜) 가치산정을 위해 유사한 국내 핀테크 업체들의 최근 밸류에이션을 비교해 보았다. 대부분 비상장 업체들이어서 최근 투자유치를 한 페이코와 토스, 2017년 1분기 앤트 파이낸셜로부터 투자받은 카카오페이의 (연)결제액 대비 기업가치, (월)송금액 대비 기업가치를 Multiple 삼아 네이버페이, 라인페이의 가치를 산정해 보았다.

먼저 가장 최근 투자를 유치한 NHN페이코의 총가치는 7,350억원으로 연간 추정 결제액(2분기 결제액 1.4조원 * 4배) 5.6조원 대비 13.1%에 해당하였다. 2017년 앤트 파이낸셜로부터 투자유치한 카카오페이의 당시(2017년 예상, 2017년 1분기 0.4조원, 2분기 0.46조원, 연간 2조원 추정) 결제액 대비 기업가치는 약 29.4%로 산정되었다.

네이버페이 가치산정을 위한 결제액 대비 기업가치 비율은, 페이코와 카카오페이의 결제액대비 기업가치 비중의 평균인 21.3%를 적용하여, 3.6조원의 기업가치가 산정되었다.

	연 환산 매출액	글로벌 평균 PSR * (1-30%)	기업가치
NAVER Pay	504	7	3,528
LINE Pay	386	7	2,703

자료: 유안타증권 리서치센터

네이버페이 가치산정을 위한 또 다른 방법의 하나로 연간 거래액을 연간 매출액으로 환산하여(매출액 = 거래액 대비 페이 수수료율 3% 가정) 글로벌 결제업체들의 평균 PSR 10배에 30% 디스카운트(시장규모를 감안)를 적용하여 기업가치를 산정해 보면 약 3.5조원으로 산정되어 앞에서 산정한 거래액 대비 기업가치 비율로 산정된 3.6조원과 유사한 가치가 산정되었다.

같은 방법으로 라인페이도 가치산정을 해보면 약 2.7조원의 가치가 산정됨을 알 수 있다.

글로벌 페이 업체 벨류에이션

	시가총액 (mn\$)	P/E			P/B			ROE			P/S		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
SQUARE	26,388	134	80	56	21	20	16	4	12	28	17	12	9
GLOBAL PAYMENTS	24,757	31	26	22	6	6	5	20	19	19	6	6	5
PAYPAL	126,457	45	34	30	8	7	7	17	23	22	8	7	6
FIRST DATA	29,972	23	20	18	6	6	5	15	14	14	3	3	3
WORLDPAY	42,036	34	29	25	4	4	3	17	6	9	11	10	9
VISA	354,466	39	33	29	12	11	10	32	34	36	17	15	14
MASTER	282,291	43	36	31	48	41	28	110	173	125	19	17	15
평균		49.9	36.9	30.1	15.0	13.6	10.6	30.7	40.1	36.1	11.6	10.0	8.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

VI. 테크핀 가치 추가, 목표주가 상향조정

NAVER 전체 밸류에이션		(단위: 억원)
2019년 예상 별도 영업이익 (1-25%)		9,906
Target PER (글로벌 peer 평균 PER * 10% 할인)		17.1
국내 NVER (검색+커머스) 플랫폼 가치 (A)		169,398
LINE 2019년 예상 매출액		23,168
Target PSR (글로벌 peer 평균 PSR)		4.8
LINE 가치		111,205
LINE 지분 가치 (B) (LINE 가치*지분율75%*20%자회사할인)		66,723
LINE 발행 주식수		219,407,000
LINE 주당가치 (원)		50,684
자사주 (19,365,600주)		29,048
순현금(별도재무제표 기준)		5,827
자산가치 (C)		34,875
네이버 파이낸셜 가치		35,730
네이버 파이낸셜 지분가치(80% 가정) (D)		28,584
NAVER 총 가치 (A+B+C+D)		299,580
발행주식수		164,813,395
NAVER 총 주당가치		181,769

자료: 유안타증권 리서치센터

당 리서치팀은 기존 NAVER 가치에 앞서 산정된 네이버 파이낸셜 가치 2.9조원을 추가하여 목표주가를 182,000원으로 상향조정하고, 투자의견 BUY를 유지 한다.

플랫폼 기업 밸류에이션

기업명	시가총액(\$M)	P/E			P/B			ROE			P/S		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
ALPHABET	835,855	22.2	22.1	19.6	4.8	4.0	3.4	17.2	17.9	16.1	7.6	6.3	5.4
YAHOO JAPAN	18,184	12.5	17.6	17.1	1.6	1.6	1.7	13.4	9.0	10.6	2.1	2.0	1.9
FACEBOOK	542,517	22.4	21.4	17.1	6.5	5.4	4.2	25.7	21.8	23.4	9.8	7.7	6.4
EBAY INC	34,599	17.9	15.0	13.3	5.8	12.6	10.3	33.1	54.2	26.5	3.2	3.2	3.1
평균		18.8	19.0	16.8	4.7	5.9	4.9	22.4	25.7	19.1	5.7	4.8	4.2
TWITTER INC	32,521	52.9	21.5	37.5	5.0	3.8	3.4	10.0	21.2	7.6	10.8	9.1	7.9
WEIBO CORP	8,270	13.9	13.7	11.7	4.1	3.3	2.5	36.6	28.5	24.6	4.8	4.4	3.9
NAVER CORP	19,398	33.2	46.6	30.3	4.2	3.8	3.4	13.8	8.9	12.5	4.2	3.6	3.1
KAKAO CORP	9,102	131.0	74.3	43.1	2.2	2.0	2.0	1.8	2.7	4.5	4.6	3.6	3.1
LINE CORP	7,994	N/A	N/A	N/A	4.4	5.0	5.4	-2.7	-19.2	-9.1	3.9	3.5	3.0
AMAZON	906,650	63.6	56.0	40.9	20.2	15.4	10.9	27.3	25.2	26.3	3.9	3.3	2.7

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER(035420) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
영업수익	13,091	13,636	13,977	15,165	15,108	16,303	16,639	17,945	46,784	55,869	65,995	72,517
영업수익 YoY(%)	21.0%	17.1%	17.3%	19.8%	15.4%	19.6%	19.0%	18.3%	4.0%	19.4%	18.1%	9.9%
광고	1,331	1,487	1,361	1,551	1,422	1,666	1,534	1,710	5,294	5,730	6,332	6,459
YoY(%)	18.6%	11.1%	2.4%	3.1%	6.8%	12.0%	12.7%	10.2%	32.5%	8.2%	10.5%	2.0%
비즈니스플랫폼	5,927	6,116	6,130	6,585	6,693	7,159	7,253	7,614	21,577	24,758	28,720	32,166
YoY(%)	16.1%	17.2%	11.5%	14.4%	12.9%	17.1%	18.3%	15.6%	15.7%	14.7%	16.0%	12.0%
IT 플랫폼	725	857	914	1,056	992	1,059	1,131	1,258	2,178	3,552	4,440	5,106
YoY(%)	67.1%	73.5%	56.0%	59.0%	36.8%	23.6%	23.8%	19.1%	80.7%	63.1%	25.0%	15.0%
콘텐츠 서비스	296	317	332	320	350	501	610	753	1,045	1,265	2,214	2,767
YoY(%)	19.8%	26.8%	19.4%	15.9%	18.2%	58.0%	83.8%	135.2%	1.3%	21.1%	75.0%	25.0%
LINE 및 기타플랫폼	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,918	6,111	6,610	16,690	20,564	24,290	26,019
영업비용	9,882	11,131	11,760	13,033	13,046	15,020	14,429	15,618	34,992	45,806	58,113	60,110
플랫폼개발/운영	1,859	1,928	1,959	1,951	2,184	2,346	2,315	2,362	6,056	7,697	9,207	10,237
대형/파트너	2,404	2,622	2,547	2,782	2,770	2,982	3,089	3,375	8,572	10,355	12,216	13,706
인프라	576	613	645	697	758	804	820	828	2,250	2,531	3,210	3,665
마케팅	71	849	828	995	658	1,029	1,000	1,176	2,424	2,743	3,863	4,202
LINE 및 기타	4,972	5,119	5,781	6,608	6,676	7,859	7,204	7,878	15,690	22,480	29,617	28,300
영업이익	3,209	2,505	2,217	2,133	2,062	1,283	2,210	2,327	11,792	10,064	7,882	12,406
영업이익률(%)	24.5%	18.4%	15.9%	14.1%	13.6%	7.9%	13.3%	13.0%	25.2%	18.0%	11.90%	17.1%
Line Corp.												
Revenues(백만엔)	48,736	50,625	51,850	55,971	55,323	55,437	58,358	62,558	174,463	207,182	231,676	257,479
YoY(%)	19.9%	21.8%	16.9%	16.9%	13.5%	9.5%	12.6%	11.8%	-	18.8%	11.8%	11.1%
Ads	25,190	27,169	26,946	28,951	29,853	30,676	33,048	35,381	83,147	108,256	128,958	150,277
YoY(%)	38.0%	41.9%	22.3%	22.1%	18.5%	12.9%	22.6%	22.2%	-	30.2%	19.1%	16.5%
Account Ads	13,468	13,999	13,912	15,335	15,590	15,620	16,486	17,320	44,929	56,714	65,016	72,836
Display Ads	9,128	9,177	8,838	9,078	10,624	11,456	12,833	14,394	27,022	36,221	49,307	62,322
Portal Ads	2,575	3,993	4,196	4,538	3,639	3,600	3,729	3,667	11,307	15,302	14,635	15,118
Communication	7,415	7,313	6,905	6,894	7,427	7,174	6,836	7,101	30,225	28,527	28,538	27,682
Content	9,231	9,342	9,931	9,733	9,492	9,337	9,633	9,830	40,144	38,237	38,292	39,441
LNE FRIENDS	3,390	4,092	5,155	6,942	4,463	4,674	4,980	5,854	12,297	19,579	19,971	21,369
Fintech/AI/Commerce/Mobile	2,665	1,956	2,033	2,551	2,912	2,356	2,543	2,997	5,747	9,205	10,808	12,969
Operating Expenses(계정별)	48,962	51,205	55,519	63,484	63,367	70,613	65,764	71,057	161,422	219,170	270,802	278,350
Payment processing and	7,306	7,837	7,507	8,173	8,803	8,367	8,870	10,023	29,616	30,823	36,063	37,866
Employee compensation	13,493	13,884	14,728	15,387	17,190	16,585	17,250	18,607	42,469	57,492	69,632	78,935
Marketing	3,931	4,655	5,775	5,949	7,499	13,109	7,730	8,761	15,477	20,310	37,098	23,740
Other operating expenses	8,354	8,812	9,693	14,283	8,628	9,189	9,087	10,052	25,403	41,142	36,955	36,514
Operating Income(기타수익제외)	-226	-580	-3,669	-7,513	-8,044	-15,176	-7,406	-8,499	13,041	-11,988	-39,125	-20,870
NAVER 플랫폼 영업수익	8,279	8,777	8,737	9,512	9,457	10,385	10,528	11,335	30,094	35,305	41,705	46,498
NAVER 플랫폼 영업이익	3,368	2,764	2,759	3,087	3,086	3,225	3,302	3,593	10,792	11,980	13,208	14,688
NAVER 플랫폼 영업이익률(%)	-	-	-	-	32.60%	31.10%	31.40%	31.70%	-	-	31.70%	31.6%
LINE 및 기타 플랫폼 매출	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,918	6,111	6,610	16,690	20,564	24,290	26,019
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익	-160	-260	-541	-955	-1,025	-1,941	-1,093	-1,267	1,000	-1,916	-5,326	-2,281
LINE 및 기타 플랫폼 영업이익률(%)	-18.1%	-32.8%	-17.9%	-19.2%	-18.1%	-32.8%	-17.9%	-19.2%	6.0%	-9.3%	-21.9%	-8.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	46,785	55,869	65,996	72,517	78,432
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	46,785	55,869	65,996	72,517	78,432
판매비	34,993	46,444	58,111	60,110	63,595
영업이익	11,792	9,425	7,885	12,406	14,837
EBITDA	13,854	12,036	7,885	12,406	14,837
영업외손익	166	1,691	-225	5	106
외환관련손익	-159	-23	0	0	0
이자손익	361	135	102	173	106
관계기업관련손익	-140	-851	-768	-384	-307
기타	105	2,429	442	216	307
법인세비용차감전순이익	11,958	11,117	7,660	12,411	14,943
법인세비용	4,232	4,888	3,681	4,096	4,931
계속사업순이익	7,727	6,229	3,979	8,315	10,012
중단사업순이익	-26	50	-27	-27	-27
당기순이익	7,701	6,279	3,952	8,288	9,984
지배지분순이익	7,729	6,488	5,301	8,288	9,984
포괄순이익	6,272	6,338	6,425	10,028	11,725
지배지분포괄이익	6,725	6,272	6,694	10,449	12,216

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	47,842	53,856	61,335	57,821	53,704
현금및현금성자산	19,076	33,229	27,936	22,891	17,325
매출채권 및 기타채권	10,250	10,938	23,393	24,469	25,445
재고자산	362	574	710	781	844
비유동자산	32,350	44,956	50,530	66,625	85,259
유형자산	11,500	14,573	21,006	32,780	46,653
관계기업등 지분관련자산	2,810	10,014	12,378	15,375	18,787
기타투자자산	11,067	12,464	1,263	2,315	3,378
자산총계	80,193	98,812	111,865	124,446	138,962
유동부채	23,027	26,197	27,952	31,945	34,506
매입채무 및 기타채무	12,458	15,485	11,447	12,592	13,851
단기차입금	2,110	3,498	2,508	2,008	2,508
유동성장기부채	1,500	0	0	0	0
비유동부채	4,113	13,124	15,888	15,563	16,733
장기차입금	499	1,001	1,881	2,761	3,641
사채	0	7,116	2,118	2,118	2,118
부채총계	27,141	39,321	43,841	47,508	51,239
지배지분	47,623	52,403	59,763	67,594	77,069
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,079	15,410	15,461	15,461	15,461
이익잉여금	45,555	52,292	57,102	64,933	74,409
비지배지분	5,428	7,089	8,262	9,345	10,655
자본총계	53,052	59,491	68,025	76,938	87,724
순차입금	-31,863	-26,138	-23,290	-18,249	-11,712
총차입금	4,109	11,615	11,067	11,447	12,827

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9,400	9,735	-4,477	8,353	10,079
당기순이익	7,701	6,279	3,952	8,288	9,984
감가상각비	1,827	2,280	0	0	0
외환손익	54	1	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	140	851	489	384	307
자산부채의 증감	-1,385	2,202	-8,278	-4	103
기타현금흐름	1,063	-1,878	-639	-315	-315
투자활동 현금흐름	-13,103	-3,883	-14,400	-15,896	-18,357
투자자산	-7,787	-4,484	-4,185	-4,381	-4,719
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,722	-5,350	-7,270	-11,800	-13,900
유형자산 감소	60	177	27	27	27
기타현금흐름	-654	5,775	-2,972	258	235
재무활동 현금흐름	6,362	7,510	-3,800	2,791	3,739
단기차입금	-9	1,247	-1,036	-500	500
사채 및 장기차입금	490	6,060	-4,236	880	880
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-326	-425	-459	-457	-509
기타현금흐름	6,207	627	1,931	2,868	2,868
연결범위변동 등 기타	-846	791	17,385	-294	-1,026
현금의 증감	1,813	14,153	-5,292	-5,046	-5,566
기초 현금	17,262	19,076	33,229	27,936	22,891
기말 현금	19,076	33,229	27,936	22,891	17,325
NOPLAT	11,792	9,425	7,885	12,406	14,837
FCF	3,575	4,744	-11,452	-3,492	-3,857

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

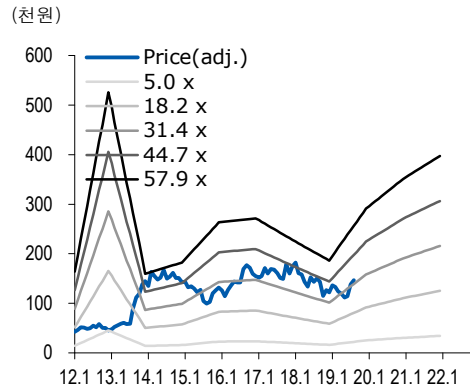
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

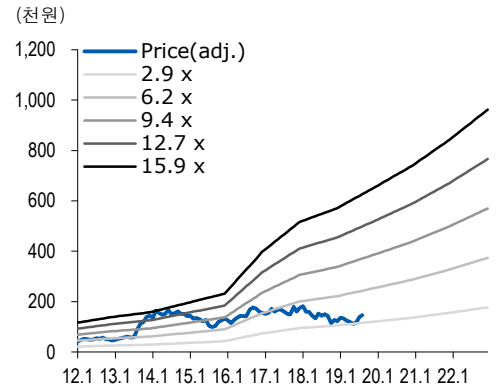
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,689	3,937	3,216	5,029	6,058
BPS	32,429	35,847	41,089	46,473	52,987
EBITDAPS	42,031	7,303	4,784	7,527	9,002
SPS	28,386	33,898	40,043	43,999	47,588
DPS	289	314	314	350	350
PER	34.7	37.2	38.4	24.6	20.4
PBR	5.0	4.1	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	17.4	18.5	28.7	18.7	16.2
PSR	5.7	4.3	3.1	2.8	2.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	16.3	19.4	18.1	9.9	8.2
영업이익 증가율 (%)	7.0	-20.1	-16.3	57.3	19.6
지배순이익 증가율 (%)	3.1	-16.1	-18.3	56.4	20.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	25.2	16.9	11.9	17.1	18.9
지배순이익률 (%)	16.5	11.6	8.0	11.4	12.7
EBITDA 마진 (%)	29.6	21.5	11.9	17.1	18.9
ROIC	162.3	68.3	23.2	25.9	22.9
ROA	10.7	7.2	5.0	7.0	7.6
ROE	18.5	13.0	9.5	13.0	13.8
부채비율 (%)	51.2	66.1	64.4	61.7	58.4
순차입금/자기자본 (%)	-66.9	-49.9	-39.0	-27.0	-15.2
영업이익/금융비용 (배)	2,073.9	68.7	64.0	97.4	104.0

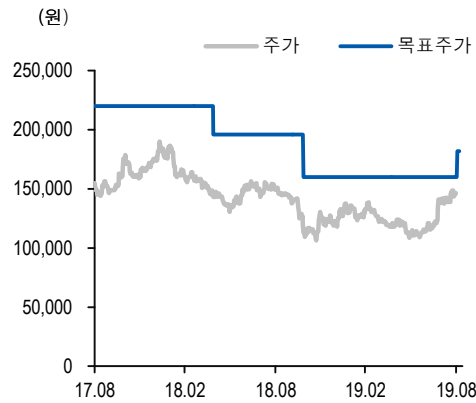
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-02	BUY	182,000	1년		
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: 과리율 = (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)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-30

※ 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.