

NAVER(035420/KS)

7 월 LINE 상장 공식화

매수(유지)

T.P 780,000 원(유지)

Analyst

최관순

ksl.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	165 억원
발행주식수	3,296 만주
자사주	383 만주
액면가	500 원
시가총액	237,331 억원

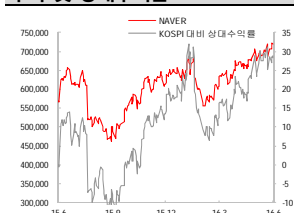
주요주주

NAVER 자사주	11.60%
국민연금공단	11.17%
외국인지분률	58.70%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(16/06/10)	720,000 원
KOSPI	2017.63 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	722,000 원
52주 최저가	461,500 원
60일 평균 거래대금	635 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.8%	0.1%
6개월	16.5%	12.7%
12개월	26.8%	28.9%

NAVER 100% 자회사 LINE 의 상장이 확정되었다. 7 월 일본과 미국에 상장 예정으로 LINE 의 기업 가치는 상장가 기준으로 6.35 조원으로 예상된다. LINE 상장가격은 MAU 당 가치 기준 매력적인 수준이므로 상장 이후 주가상승 가능성이 높다고 판단한다. 단기적으로 NAVER 보다 LINE 의 가격메리트 부각 가능성 있으나 LINE 기업가치 상승은 중장기적으로 NAVER 주가 상승요인이라 판단한다

LINE 일본과 미국에 7 월 상장 확정

NAVER 의 100% 자회사 LINE 상장이 공식화되었다. NAVER 은 지난 6 월 10 일 이사회 결의 이후 LINE 유상증자 및 상장 계획을 공시하였다. 3,500 만주를 주당 30,244 원에 신규 발행 및 상장할 예정으로 총 발행규모는 1 조 585 억원(1080.13 원/100 엔 기준)으로 일본 투자자에게 1,300 만주, 일본 외 해외투자자에게 2,200 만주를 모집할 예정이다. 또한 초과배정옵션 계약에 따라 525 만주가 추가적으로 상장될 수 있다. 자금조달의 목적은 시설자금 1,312 억원, 운영자금 2,700 억원, 타법인증권 취득자금 1,720 억원, 기타 4,852 억원이다. 원주는 일본 도쿄거래소에 상장되며 DR 은 미국 뉴욕거래소에 상장될 예정이다. 상장예정일은 2016 년 7 월 15 일이다

상장 이후 LINE 기업가치 상승 가능성

LINE 의 상장이 확정됨에 따라 NAVER 가 보유하고 있는 LINE 가치가 현실화 될 전망이다. LINE 의 가치를 주당 30,244 원(유상증자 발행가액)으로 가정 시 LINE 의 시가총액은 6.35 조원으로 계산된다. 이 경우 NAVER 의 보유 지분가치는 5.29 조원이다. LINE 의 상장 예정가액은 예상보다 높지 않은 수준이지만 상장 이후 주가 상승 가능성이 높다고 판단한다. 그 이유는 LINE 의 상장 예정가액 기준 전체 MAU 당 가치는 29,080 원이며 일본 등 핵심 4 개국 MAU 당 가치는 41,893 원으로 카카오의 전체 MAU 당 가치 129,807 원과 국내 MAU 당 가치 155,482 원 대비 현저하게 저평가 되어 있기 때문이다. 또한 공모자금을 통해 M&A 추진과 알뜰폰 사업 등 신규 사업확대를 통해 지속적인 기업가치 상승이 가능하다고 판단하기 때문이다

LINE 주가 상승은 중장기적으로 NAVER 주가에도 긍정적 요인

LINE 의 상장 가격이 매력적이므로 단기적으로 NAVER 보다 LINE 의 가격 메리트가 부각될 가능성이 있다. 하지만 중장기적인 관점에서는 LINE 의 기업가치 상승은 결국 최대주주 NAVER 기업가치에도 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높으며 국내 포털 NAVER 도 모바일광고 증가, 전자상거래 시장확대, 동영상/웹툰 등의 콘텐츠 경쟁력 강화로 지속적인 성장 가능성이 높다고 판단한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	22,591	27,585	32,512	39,900	45,411	45,411
yoy	%	25.6	22.1	17.9	22.7	13.8	0.0
영업이익	억원	5,065	7,582	7,622	10,956	13,296	13,296
yoy	%	-2.8	49.7	0.5	43.7	21.4	0.0
EBITDA	억원	6,382	9,023	9,182	12,030	14,213	14,083
세전이익	억원	4,397	6,588	7,083	10,564	13,231	13,401
순이익(지배주주)	억원	18,975	4,545	5,187	7,814	9,782	9,908
영업이익률%	%	22.4	27.5	23.4	27.5	29.3	29.3
EBITDA%	%	28.3	32.7	28.2	30.2	31.3	31.0
순이익률	%	83.9	16.4	15.9	19.5	21.5	21.8
EPS	원	7,598	12,874	15,737	23,705	29,677	30,057
PER	배	95.3	55.3	41.8	30.4	24.3	24.0
PBR	배	16.2	13.1	10.2	8.2	6.1	4.9
EV/EBITDA	배	36.7	25.1	22.5	18.2	14.6	14.1
ROE	%	112.7	27.8	26.5	31.0	28.8	22.7
순차입금	억원	-6,255	-10,076	-13,921	-23,513	-34,514	-44,616
부채비율	%	82.9	88.9	93.3	80.0	67.7	56.6

LINE IPO 요약

(단위: 주, 원)

구분	내용
증자전 발행주식총 수	174,992,000
상장예정주식 수*	35,000,000
일본 투자자 대상	13,000,000
일본 외 투자자 배정	22,000,000
IPO 이후 발행주식 수	209,992,000
주당 가격**	30,244
NAVER가 보유한 LINE 가치(억원)	52,925
IPO 이후 LINE 기업가치(억원)	63,510

자료 SK 증권

*: 초과배정 옵션 행사 시 525 만주 추가 상장 가능

**: 엔화 기준 2800 엔으로 2016 년 6 월 10 일 고시환율(1080.14 원/100 엔) 적용

LINE 및 카카오 MAU 당 가치

(단위: 백만명, 억원, 원)

	LINE		카카오	
	전체 MAU 기준	핵심 4개국 MAU 기준	전체 MAU 기준	국내 MAU 기준
1Q16 기준 MAU	218.4	151.6	49.3	41.2
기업가치	63,510	63,510	64,018	64,018
MAU당 기업가치	29,080	41,893	129,807	155,482

자료 SK 증권

주: MAU 는 Monthly Active Users(한 달 동안 해당 서비스를 이용한 순수한 이용자 수)

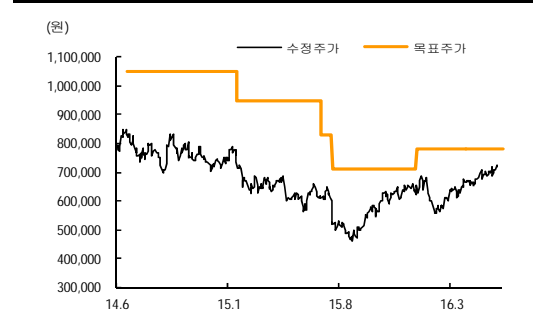
NAVER 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	740,570	781,396	840,530	891,434	937,280	996,672	1,008,869	1,047,219	3,253,930	3,990,040	4,541,118
광고	529,874	558,590	587,041	646,875	672,714	698,920	698,053	733,037	2,322,380	2,802,724	3,105,914
컨텐츠	192,921	205,365	234,151	216,386	237,428	260,785	265,432	272,375	848,823	1,036,020	1,237,560
기타	17,775	17,441	19,338	28,174	27,138	36,967	45,384	41,807	82,728	151,297	197,643
LINE	305,209	311,751	334,208	333,720	358,050	382,292	395,472	417,285	1,284,888	1,553,099	1,872,790
영업비용	546,197	592,043	619,272	666,193	680,452	718,951	733,662	761,389	2,423,705	2,894,454	3,211,532
영업이익	194,373	189,352	221,259	225,241	256,828	277,720	275,207	285,830	830,225	1,095,586	1,329,585
영업이익률	26.2%	24.2%	26.3%	25.3%	27.4%	27.9%	27.3%	27.3%	25.5%	27.5%	29.3%

자료 SK 증권 NAVER

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.13	매수	780,000원
	2016.04.29	매수	780,000원
	2016.01.29	매수	780,000원
	2016.01.07	매수	780,000원
	2015.10.29	매수	710,000원
	2015.10.01	매수	710,000원
	2015.07.31	매수	710,000원
	2015.07.09	매수	830,000원
	2015.04.09	매수	950,000원
	2015.01.30	매수	950,000원
	2014.10.31	매수	1,050,000원
	2014.08.01	매수	1,050,000원
	2014.07.03	매수	1,050,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 13 일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	19,458	26,394	37,010	48,892	58,994
현금및현금성자산	7,225	8,134	17,727	28,727	38,830
매출채권및기타채권	4,144	5,192	6,109	6,899	6,899
재고자산	165	155	182	206	206
비유동자산	14,487	17,465	17,956	18,580	19,189
장기금융자산	2,267	3,747	3,747	3,747	3,747
유형자산	9,010	8,638	7,626	6,780	6,072
무형자산	1,208	1,033	1,124	1,206	1,280
자산총계	33,945	43,859	54,966	67,471	78,184
유동부채	10,807	16,837	18,894	20,667	20,668
단기금융부채	2,131	5,177	5,177	5,177	5,177
매입채무 및 기타채무	3,146	3,732	4,392	4,959	4,959
단기충당부채	35	487	572	645	646
비유동부채	5,163	4,327	5,530	6,566	7,600
장기금융부채	2,427	1,500	1,500	1,500	1,500
장기매입채무 및 기타채무	0	40	80	121	161
장기충당부채	915	166	217	269	320
부채총계	15,970	21,163	24,425	27,232	28,268
지배주주지분	17,960	21,245	29,107	38,821	48,515
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	1,331	1,331	1,331	1,331	1,331
기타자본구성요소	-9,211	-11,250	-11,250	-11,250	-11,250
자기주식	-8,921	-10,573	-10,573	-10,573	-10,573
이익잉여금	25,836	30,694	38,186	47,532	56,856
비지배주주지분	14	1,451	1,434	1,418	1,402
자본총계	17,974	22,696	30,541	40,239	49,916
부채외자본총계	33,945	43,859	54,966	67,471	78,184

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	8,122	8,254	9,720	11,084	10,163
당기순이익(손실)	4,518	5,170	7,796	9,765	9,890
비현금성항목등	5,114	5,125	4,234	4,449	4,193
유형자산감가상각비	1,317	1,425	1,012	846	708
무형자산감가상각비	123	135	62	71	79
기타	1,982	2,025	729	561	561
운전자본감소(증가)	834	634	1,450	1,329	583
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,071	-722	-917	-790	0
재고자산감소(증가)	0	0	-27	-24	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,063	532	659	568	0
기타	-158	824	1,735	1,575	583
법인세납부	-2,345	-2,675	-3,760	-4,459	-4,503
투자활동현금흐름	-4,064	-7,535	218	377	546
금융자산감소(증가)	-1,690	-6,263	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2,603	-1,185	0	0	0
무형자산감소(증가)	-61	-153	-153	-153	-153
기타	289	67	371	530	700
재무활동현금흐름	-1,172	-5	-345	-461	-606
단기금융부채증가(감소)	78	416	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,504	1,454	0	0	0
자본의증가(감소)	-2,484	-1,594	0	0	0
배당금의 지급	-219	-230	-321	-437	-583
기타	-52	-51	-23	-23	-23
현금의 증가(감소)	2,873	909	9,593	11,000	10,103
기초현금	4,353	7,225	8,134	17,727	28,727
기말현금	7,225	8,134	17,727	28,727	38,830
FCF	4,842	6,500	9,873	11,323	10,446

자료 : NAVER, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	27,585	32,512	39,900	45,411	45,411
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	27,585	32,512	39,900	45,411	45,411
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	20,003	24,890	28,945	32,115	32,115
영업이익	7,582	7,622	10,956	13,296	13,296
영업이익률 (%)	27.5	23.4	27.5	29.3	29.3
비영업손익	-994	-539	-392	-64	105
순금융비용	-167	-225	-307	-467	-636
외환관련손익	185	-88	46	46	46
관계기업투자등 관련손익	-7	14	-17	-17	-17
세전계속사업이익	6,588	7,083	10,564	13,231	13,401
세전계속사업이익률 (%)	23.9	21.8	26.5	29.1	29.5
계속사업법인세	2,372	1,913	2,768	3,467	3,511
계속사업이익	4,217	5,170	7,796	9,765	9,890
중단사업이익	301	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,518	5,170	7,796	9,765	9,890
순이익률 (%)	16.4	15.9	19.5	21.5	21.8
지배주주	4,545	5,187	7,814	9,782	9,908
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.47	15.96	19.58	21.54	21.82
비지배주주	-27	-18	-18	-18	-18
총포괄이익	5,625	5,540	8,166	10,135	10,260
지배주주	5,653	5,556	8,183	10,151	10,276
비지배주주	-28	-16	-16	-16	-16
EBITDA	9,023	9,182	12,030	14,213	14,083

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	22.1	17.9	22.7	13.8	0.0
영업이익	49.7	0.5	43.7	21.4	0.0
세전계속사업이익	49.8	7.5	49.2	25.3	1.3
EBITDA	41.4	1.8	31.0	18.2	-0.9
EPS(계속사업)	69.4	22.2	50.6	25.2	1.3
수익성 (%)					
ROE	27.8	26.5	31.0	28.8	22.7
ROA	14.8	13.3	15.8	16.0	13.6
EBITDA마진	32.7	28.2	30.2	31.3	31.0
안정성 (%)					
유동비율	180.1	156.8	195.9	236.6	285.4
부채비율	88.9	93.3	80.0	67.7	56.6
순차입금/자기자본	-56.1	-61.3	-77.0	-85.8	-89.4
EBITDA/이자비용(배)	157.6	159.9	189.2	223.5	221.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,874	15,737	23,705	29,677	30,057
BPS	54,486	64,452	88,302	117,773	147,181
CFPS	18,158	20,470	26,964	32,461	32,445
주당 현금배당금	782	1,100	1,500	2,000	2,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	66.3	50.2	30.5	24.3	24.0
PER(최저)	51.2	29.3	23.5	18.7	18.5
PBR(최고)	15.7	12.3	8.2	6.1	4.9
PBR(최저)	12.1	7.2	6.3	4.7	3.8
PCR	39.2	32.2	26.7	22.2	22.2
EV/EBITDA(최고)	30.3	27.3	18.2	14.7	14.1
EV/EBITDA(최저)	23.2	15.5	13.7	10.8	10.3