

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

NAVER (035420KS | Buy 유지 | TP 210,000원 유지)**라인과 야후재팬의 경영통합 MOU 체결 주요 내용**

동사는 전일 라인과 야후재팬의 경영을 통합하는 양해각서를 체결했습니다. 이번 경영통합을 통해 향후 모바일 결제 및 커머스 사업부문의 시너지 효과가 극대화될 전망입니다. 또한 통합 이후 AI 관련 투자를 확대함으로써 중장기 성장동력을 확보할 것으로 예상됩니다. 이에 인터넷/소프트웨어 업종 Top-pick 의견을 유지합니다.

라인과 야후재팬의 경영통합(Business Integration) MOU 체결

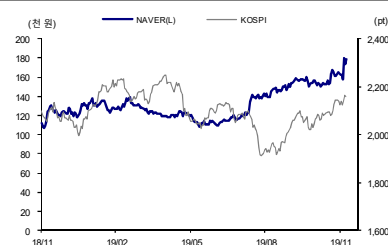
- 18일 동사는 라인과 Z홀딩스 간의 경영통합을 위한 MOU 체결. 이번 경영통합은 동사와 소프트뱅크가 각각 5:5 비율로 출자하는 JV 라인이 Z홀딩스(ZHD)를 약 65%(추정) 보유하고 ZHD가 기존의 라인 사업을 승계한 라인 운영회사(LINE Successor)와 야후재팬을 완전자회사로 편입하는 방식. 이로써 동사는 '21년부터 Z홀딩스 순이익의 약 30% 수준을 지분법이익으로 인식하게 될 전망. '18년 Z홀딩스의 연간 순이익은 787억엔(약 8,409억원).
- 동사와 소프트뱅크는 경영통합을 위해 총 3,400억엔의 규모의 공개매수(주당 5,200엔)를 진행할 예정이며 공개매수로 전량(27.4%) 취득 못할 경우 주식병합을 통한 상장폐지 추진할 계획. 이로써 라인은 JV 라인(존속)과 라인 운영회사(신설)로 분할되며 현재 소프트뱅크그룹이 보유한 Z홀딩스 지분(44.6%)은 JV 라인에 이관되고 Z홀딩스가 라인의 기존 사업을 승계한 라인 운영회사 지분을 인수하는 방식으로 완전자회사로 편입. 주식 교환 비율은 Z홀딩스 주식 1주당 라인 운영회사 주식 11.75주이며 이번 경영통합 작업은 내년 10월 완료 목표로 진행될 예정.

모바일 결제 및 커머스 경쟁력 강화될 전망

- 이번 경영통합으로 모바일 결제와 e-커머스 사업부문의 시너지 극대화될 전망. 현재 페이페이와 라인페이가 일본 모바일 결제 시장을 주도하는 가운데 최근 ZOZO 인수를 통해 야후재팬 e-커머스 사업부문의 총 GMV는 2위 사업자인 아마존재팬에 근접. 향후 라인쇼핑과의 커머스 플랫폼 연계를 통해 성장폭 더욱 확대될 것으로 전망.

글로벌 AI tech leader로 도약

- 한편 양사는 통합 이후 매년 1,000억엔(약 1.1조원) 규모를 AI 관련 분야에 투자해 글로벌 AI tech leader로 도약할 것이라고 밝힘. 동사는 '17년 XRCE 인수 이후 AI 분야의 투자 확대. 현재는 글로벌 AI 연구 벨트 조성을 계획 중이며 동사가 축적한 AI 관련 기술력은 향후 통합법인의 핵심 성장동력으로 작용할 전망.

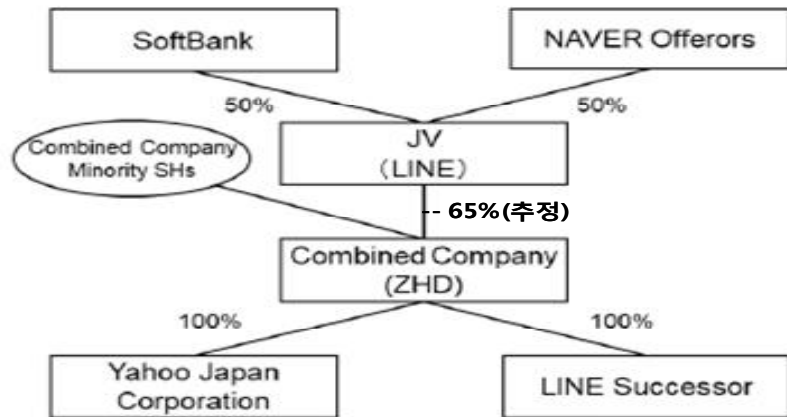
Stock Data

주가(11/18)	178,500원		
액면가	100원		
시가총액	29,419십억원		
52주 최고/최저가	180,000원/ 106,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.6	47.5	58.7
상대주가(%)	13.1	40.4	53.7

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	4,678	5,587	6,610	7,811	8,692
영업이익	(십억원)	1,179	943	762	1,090	1,327
영업이익률	(%)	25.2	16.9	11.5	14.0	15.3
지배주주순이익	(십억원)	773	649	526	761	931
EPS	(원)	4,689	3,937	3,193	4,617	5,646
증감률	(%)	3.1	-16.1	-18.9	44.6	22.3
PER	(배)	37.1	31.0	55.9	38.7	31.6
PBR	(배)	4.8	3.1	4.2	3.8	3.4
ROE	(%)	16.3	11.2	8.2	10.9	12.0
EV/EBITDA	(배)	18.8	14.9	23.9	17.8	14.6
순차입금	(십억원)	-3,182	-2,897	-2,627	-3,100	-3,767
부채비율	(%)	51.2	66.1	65.8	66.1	62.6

그림1 LINE과 Z Holdings의 경영통합(Business Integration) 완료 후 지분구조



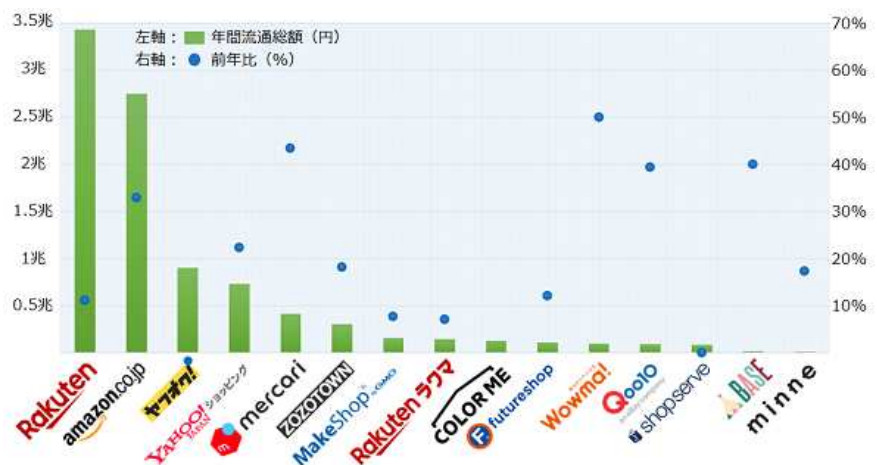
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

표1 LINE과 Z Holdings의 경영통합(Business Integration) 일정

시기	비고
2019년 11월 18일	양사간 MOU 서명
2019년 12월	최종 경영통합 계약 체결
2020년 1월	라인에 대한 흡수형 기업분할 계약 체결
2020년 1월	Z 홀딩스와 라인 운영회사간의 주식 교환 계약 체결
2020년 3월	주식 교환 계약의 승인을 위한 주주총회 개최
2020년 9월	흡수형 기업분할 계약의 승인을 위한 주주총회 개최
2020년 10월	기업분할 계약의 발효일
2020년 10월	주식 교환 계약의 발효일

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림2 일본 주요 e-커머스 기업별 GMV 및 성장률 현황 ('18년 기준)



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

표2 주요 사업 분야별 경영통합 효과 전망

사업 분야	LINE	야후재팬	통합 효과
광고	공식계정, 스마트채널 등	검색광고, 디스플레이 광고	주요 서비스 연계를 통한 광고플랫폼 확장
e-커머스	라인쇼핑	야후오쿠, 야후쇼핑, ZOZO	양사간 커머스 플랫폼 연계
모바일 결제	라인페이	페이페이	사용자 통합을 통한 시장점유율 확대
금융서비스	라인파이낸셜, 라인뱅크	Japan Net Bank	-

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3 네이버랩스의 글로벌 AI 연구 벨트 구축 계획



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

NAVER | 라인과 야후재팬의 경영통합 MOU 체결 주요 내용

표3 NAVER 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,510.9	1,630.3	1,664.8	1,803.5	5,586.9	6,609.5	7,810.8
YoY	21.0	20.7	16.4	19.8	15.4	19.6	19.1	18.9	19.4	18.3	18.2
QoQ	3.4	4.2	2.5	8.5	-0.4	7.9	2.1	8.3			
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.1	658.5	669.3	715.9	719.3	762.8	2475.9	2867.4	3191.7
LINE 및 기타플랫폼	481.2	485.9	524.0	565.3	565.1	591.8	622.0	680.7	2056.4	2459.7	3093.9
광고	133.1	148.7	136.1	155.1	142.2	166.6	152.7	174.4	572.9	635.9	659.9
IT플랫폼	72.5	85.7	88.5	105.6	99.2	105.9	116.3	131.9	352.3	453.3	600.4
콘텐츠서비스	29.6	31.7	36.1	32.0	35.0	50.1	54.5	53.7	129.4	193.3	264.9
영업비용	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,303.2	1,304.7	1,502.0	1,462.7	1,577.8	4,644.3	5,847.2	6,720.9
LINE 및 기타플랫폼	497.2	511.9	578.6	660.8	667.6	785.9	722.3	804.1	2248.4	2979.9	3418.3
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	278.2	277.0	298.2	304.6	324.9	1035.5	1204.7	1377.8
플랫폼개발/운영	183.2	190.2	193.1	191.9	218.4	234.6	228.7	236.4	758.4	918.1	1087.2
마케팅	71.0	84.9	82.3	99.5	65.8	102.9	122.1	122.8	337.7	413.6	458.8
인프라	60.3	63.8	67.3	72.9	75.8	80.4	85.0	89.6	264.3	330.8	378.8
영업이익	257.0	250.6	221.7	213.3	206.2	128.3	202.1	225.7	942.6	762.3	1089.9
YoY	-11.6	-12.1	-29.0	-26.7	-19.8	-48.8	-8.8	5.8	-20.1	-19.1	43.0
QoQ	-11.7	-2.5	-11.5	-3.8	-3.3	-37.8	57.5	11.7			
OPM	19.6	18.4	15.9	14.1	13.6	7.9	12.1	12.5	16.9	11.5	14.0

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

NAVER | 라인과 야후재팬의 경영통합 MOU 체결 주요 내용

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	5,386	5,181	5,885	6,644	매출액	5,587	6,610	7,811	8,692
현금및현금성자산	3,323	2,795	3,119	3,598	증가율(%)	19.4	18.3	18.2	11.3
매출채권 및 기타채권	1,094	1,294	1,529	1,702	매출원가	0	0	0	0
재고자산	57	68	80	89	매출총이익	5,587	6,610	7,811	8,692
비유동자산	4,496	5,442	5,905	6,263	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	2,248	3,081	3,372	3,615	판매비와 관리비	4,644	5,847	6,721	7,366
유형자산	1,457	1,532	1,656	1,789	영업이익	943	762	1,090	1,327
무형자산	307	346	393	375	영업이익률(%)	16.9	11.5	14.0	15.3
자산총계	9,881	10,623	11,791	12,907	EBITDA	1,204	1,150	1,517	1,796
유동부채	2,620	2,958	3,469	3,819	EBITDA M%	21.5	17.4	19.4	20.7
매입채무 및 기타채무	1,548	1,832	2,165	2,409	영업외손익	169	15	29	38
단기차입금	350	250	286	237	지분법관련손익	-85	-18	-7	-4
유동성장기부채	0	24	13	55	금융손익	52	33	35	40
비유동부채	1,312	1,260	1,225	1,149	기타영업외손익	202	0	1	2
사채 및 장기차입금	812	713	636	527	세전이익	1,112	778	1,119	1,365
부채총계	3,932	4,218	4,694	4,968	법인세비용	488	268	383	464
지배기업소유지분	5,240	5,714	6,430	7,301	당기순이익	628	509	736	901
자본금	16	16	16	16	지배주주순이익	649	526	761	931
자본잉여금	1,541	1,541	1,541	1,541	지배주주순이익률(%)	11.2	7.7	9.4	10.4
이익잉여금	5,229	5,707	6,415	7,288	비지배주주순이익	-21	-17	-25	-30
기타자본	-1,546	-1,550	-1,542	-1,544	기타포괄이익	6	-4	8	-2
비지배지분	709	692	667	637	총포괄이익	634	505	744	899
자본총계	5,949	6,406	7,097	7,939	EPS 증가율(%, 지배)	-16.1	-18.9	44.6	22.3
총차입금	1,172	997	945	829	이자손익	14	9	10	15
순차입금	-2,897	-2,627	-3,100	-3,767	총외환관련손익	-2	2	-3	4

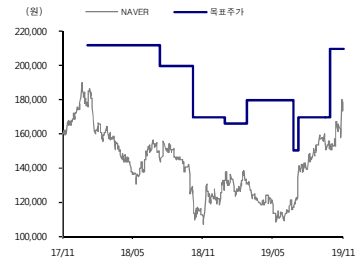
현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	974	1,112	1,407	1,544	총발행주식수(천주)	164,813	164,813	164,813	164,813
영업에서 창출된 현금흐름	1,455	1,344	1,752	1,965	시가총액(십억원)	20,107	29,419	29,419	29,419
이자의 수취	27	27	27	31	주가(원)	122,000	178,500	178,500	178,500
이자의 지급	-11	-19	-17	-15	EPS(원)	3,937	3,193	4,617	5,646
배당금 수입	28	28	28	28	BPS(원)	39,663	42,535	46,879	52,168
법인세부담액	-526	-268	-383	-464	DPS(원)	314	336	364	391
투자활동 현금흐름	-388	-1,419	-982	-896	PER(X)	31.0	55.9	38.7	31.6
유동자산의 감소(증가)	944	-83	-97	-71	PBR(X)	3.1	4.2	3.8	3.4
투자자산의 감소(증가)	-860	-833	-291	-243	EV/EBITDA(X)	14.9	23.9	17.8	14.6
유형자산 감소(증가)	-517	-447	-531	-584	ROE(%)	11.2	8.2	10.9	12.0
무형자산 감소(증가)	-1	-54	-68	0	ROA(%)	7.0	5.0	6.6	7.3
재무활동 현금흐름	751	-221	-101	-169	ROIC(%)	75.7	64.0	96.7	123.0
사채및차입금증가(감소)	756	-175	-52	-116	배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2
자본금및자본잉여금 증감	33	0	0	0	부채비율(%)	66.1	65.8	66.1	62.6
배당금 지급	-42	-46	-49	-53	순차입금/자기자본(%)	-48.7	-41.0	-43.7	-47.4
외환환산으로 인한 현금변동	79	0	0	0	유동비율(%)	205.6	175.2	169.6	174.0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	68.7	40.7	64.9	86.5
현금증감	1,415	-528	324	479	총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7
기초현금	1,908	3,323	2,795	3,119	매출채권 회전율	5.3	5.5	5.5	5.4
기말현금	3,323	2,795	3,119	3,598	재고자산 회전율	119.3	105.4	105.4	102.5
FCF	438	665	876	960	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

NAVER(035420) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-10-26	2018-01-25	2018-07-30	2018-10-23	2018-10-26	2019-01-16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	212,000원	212,000원	200,000원	200,000원	170,000원	166,000원
제시일자	2019-03-13	2019-03-21	2019-04-24	2019-04-26	2019-07-12	2019-07-26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000원	180,000원	180,000원	180,000원	150,000원	170,000원
제시일자	2019-08-07	2019-08-20	2019-10-17	2019-10-30	2019-10-31	2019-11-01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	170,000원	170,000원	210,000원	210,000원	210,000원	210,000원
제시일자	2019-11-14	2019-11-19				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	210,000원	210,000원				



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-10-26	Buy	212,000원	-19.38	-10.38
2018-07-30	Buy	200,000원	-27.43	-22.10
2018-10-26	Buy	170,000원	-29.05	-21.76
2019-01-16	Buy	166,000원	-21.05	-16.57
2019-03-13	Buy	180,000원	-27.50	-26.67
2019-07-12	Buy	150,000원	-18.44	-10.67
2019-07-26	Buy	170,000원	-18.15	-16.47
2019-10-17	Buy	210,000원		

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

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(96.13%) · 매도(0.00%) · 중립(3.87%)	* 기준일 2019.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.