

2019. 11. 21



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 225,000 원

현재주가 (11.20) 169,500 원

상승여력 32.7%

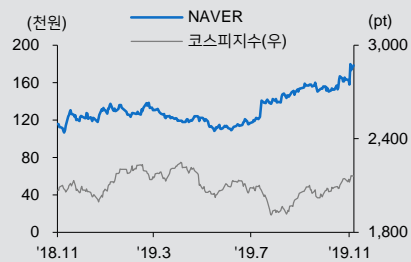
KOSPI	2,125.32pt
시가총액	279,359억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	77.15%
외국인비중	58.84%
52주 최고/최저가	180,000원/106,500원
평균거래대금	697.5억원

주요주주(%)

국민연금공단	11.10
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03
Harris Associates LP	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.6	43.0	56.9
상대주가	9.2	38.4	53.8

주가그래프



NAVER 035420

아시아 메가 플랫폼의 탄생

- ✓ 11월 18일 라인과 야후재팬은 경영 통합 관련 MOU를 체결하였고 라인 주식에 대한 공개매수 발표, 20년 10월까지 JV설립, Z홀딩스 주식교환 등 지분구조 재편 마무리
- ✓ NAVER 기업가치에 Z홀딩스 가치 반영하며 적정주가 22.5만원으로 상향
- ✓ 투자의견 Buy 및 인터넷 업종 Top Pick 유지

아시아 메가 플랫폼의 탄생

11월 18일 라인과 야후재팬은 경영통합 관련 MOU를 체결하였고 2020년 10월까지 JV설립, Z홀딩스 주식 교환 등 지분구조 재편 마무리한다. 두 기업의 경영통합이 진행된다면 일본 PC 검색/쇼핑의 강자와 모바일 메신저 1위 플랫폼의 통합이라는 점에서 시너지 기대된다. 야후재팬은 검색광고, 쇼핑 사업이 구글과 아마존 등 글로벌 기업과의 경쟁심화로 고전하고 있으며 라인 역시 페이를 비롯한 핀테크 사업에 적극 나서고 있으나 자본력, 마케팅, 네트워크에 많은 비용부담 가중되며 어려움 겪고 있다. 양사가 협력하게 되면 단기적으로는 수익성 개선, 중장기적으로는 모두 전자상거래, 핀테크, 광고, AI 등의 경쟁력 강화된다.

재평가는 지속될 것

11월 14일 언론보도 이후 라인 주가는 12.5% 상승하는 등 기대감 반영되었다. 기존 NAVER 기업가치 산정에 반영된 라인가치가 4.6조원(9조원 x 73% x NAV 30% 할인) 이었다면 이제 NAVER의 가치 산정에 Z홀딩스의 지분가치 반영해야 한다. 현재 야후재팬과 라인의 합산 시가총액은 35조원 수준으로 네이버가 인식할 Z홀딩스 지분가치는 JV 지분을 65%와 JV에 대한 네이버의 지분을 50% 반영하여 30% 할인시 7.9조원 수준이다. 그러나 양사가 협력하여 만들어갈 시너지, 일본 1위 PC/모바일 인터넷 사업자로서의 지배력, 중장기적으로 개선될 실적 성장성 등 무형의 프리미엄 가치에 대해서는 정확한 예측이 어렵고, 기업가치에 충분히 반영되었다고 판단하기도 어렵다. 따라서 내년 10월 합병 마무리 시점까지 점진적으로 지속 재평가된다.

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	4,689	1.5	28,895	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018	5,586.9	942.5	648.8	3,937	-18.5	31,795	31.0	3.8	14.9	13.0	66.1
2019E	6,600.0	771.0	469.9	2,851	-52.6	32,665	59.5	5.2	25.4	8.8	68.1
2020E	7,675.9	1,084.9	704.0	4,272	96.8	36,001	39.7	4.7	19.1	12.4	67.5
2021E	8,541.2	1,276.7	840.0	5,096	22.8	40,148	33.3	4.2	16.3	13.4	66.2

1. 투자의견 Buy, 적정주가 22.5만원 상향

Z홀딩스 지분가치 반영해야

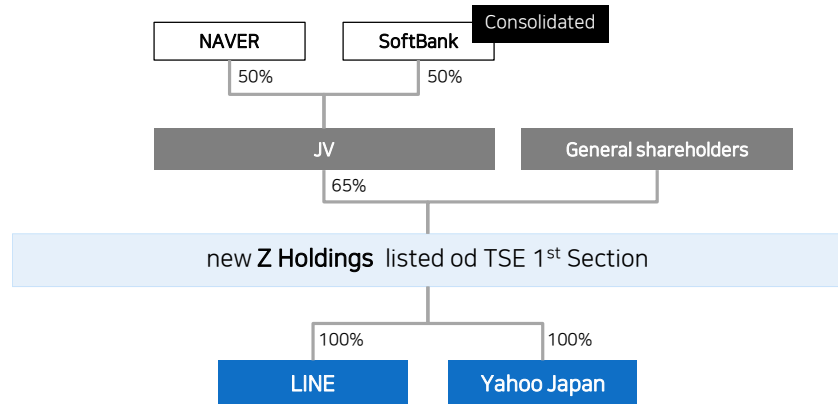
NAVER 에 대한 투자의견 Buy 유지하며 적정주가는 Z홀딩스 지분가치 반영하여 기존 20만원에서 22.5만원으로 상향한다. 11월 19일 현재 야후재팬과 라인의 합산 시가총액은 35조원 수준으로 네이버가 인식할 Z홀딩스 지분가치는 JV 지분을 65%와 JV에 대한 네이버의 지분을 50% 반영하여 30% 할인시 7.9조원으로 평가한다. 그러나 양사가 협력하여 만들어갈 시너지, 일본 1위 PC/모바일 인터넷 사업가로서의 지배력, 중장기적으로 개선될 실적 성장성 등 무형의 프리미엄 가치에 대해서는 정확히 예측하기도 어렵고, 기업가치에 충분히 반영되었다고 판단하기도 어렵다. 따라서 내년 10월 합병 마무리 시점까지 점진적으로 지속 재평가된다.

표1 적정주가 산출 내역

(십억원)	2019E	비고
네이버	24,411.1	
검색 플랫폼	10,793.2	
2020E NP	719.5	
Target PER	15.0	알파벳, 야후 등과 비교
쇼핑	5,985.2	
2020E NP	239.4	20E 광고매출 대비 25% 비중, NPM 25%
Target PER	25.0	쇼핑 사업 성장 프리미엄 부여
파이낸셜	3,128.3	미래에셋대우그룹으로부터 피투자 기준
2020E 매출액	446.9	
PSR	7.0	
웹툰	1,500.0	
2020E 매출액	150.0	순매출 기준
PSR	10.0	
동영상	685.9	네이버TV, V라이브의 가치
2020E 매출액	68.6	디스플레이 광고매출 대비 10% 비중
Target PSR	10.0	
기타	2,318.5	스노우, 네이버랩스 등 타법인 출자 장부가액 30% 할인
Z홀딩스	7,962.5	NAV대비 30% 할인
Z홀딩스 시가총액	35,000.0	라인 116억달러+ Z홀딩스 185억달러=301억 달러, 35조원
지분율(%)	32.5	
현금성자산	1,765.4	
자사주	2,825.0	
총 기업가치	36,964.0	
적정주가(원)	225,000	
현주가(원)	169,500	
상승여력(%)	32.7%	
주식수(천주)	164,813	

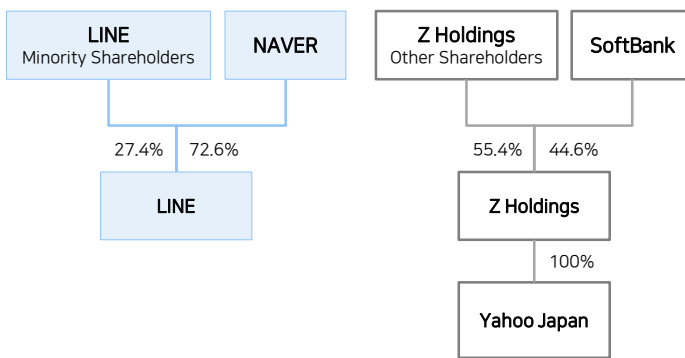
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 경영통합 후 최종 구조



자료: LINE, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 2019.9.30 현재 구조



자료: LINE, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 19.11.18 네이버-소프트뱅크의 공개매수 제안사항

구분	내용
주식	주당 5,200엔
주식 옵션	주식옵션당 1엔
전환사채	전환사채(2023), CB당 6,962,800엔 (액면가: 10,000,000엔)
	전환사채(2025), CB당 6,916,000엔 (액면가: 10,000,000엔)

자료: LINE, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 최대 인터넷 공룡의 탄생

네이버와 소프트뱅크가 구상하는 야후재팬과 라인의 합병 방식은 각각 50%의 지분을 보유한 새 법인(JV, Joint Ventures)을 만들어 그 아래 야후재팬과 라인을 100% 자회사 형태로 두는 구조이다. 2019년 9월말 기준 네이버는 라인 지분율 72.6%, 소프트뱅크는 Z 홀딩스에 대해서 44.6% 보유하고 있다. 라인과 야후재팬의 통합은 크게 3가지 단계에 걸쳐 진행된다.

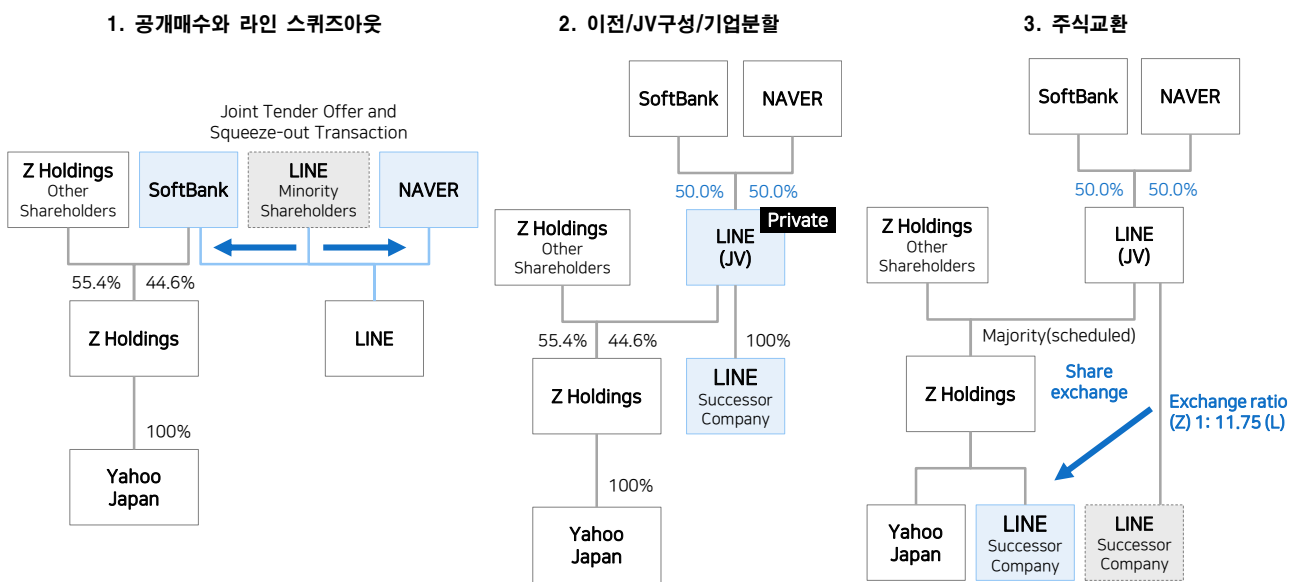
1) 라인의 잔여 지분에 대한 공개매수 과정이다. 라인의 유통 지분 27.4%에 대해서 1주당 5,200엔을 공개 매수키로 하였으며 네이버와 소프트뱅크는 각각 13.7%(약 1.8조원)씩 매수에 참여하게 된다. 라인이 지난해 발행했던 CB에 대해선 네이버 보유분은 반환, 그 외 보유분에 대해선 매수(약 1조원)한다.

2) 라인의 시장유통 지분에 대한 공개매수가 끝나면 라인은 도쿄증권거래소의 절차를 준수하며 시장에서 상장폐지 절차를 밟게 된다. 그리고 라인은 Line

Corporation(지주사)과 LINE Successor(영업회사)를 100% 자회사 형태로 분할한다.

3) 그리고 JV는 라인 successor 주식을 Z홀딩스 주식과 1:11.75 비율로 교환하게 된다. 라인 Successor 주식 2.4억주는 Z홀딩스 주식 28.3억주로 전환되고 이는 Z홀딩스의 전체 발행주식수 대비 37% 비중이다. 따라서 기존 소프트뱅크의 Z홀딩스 주식 21억주와 합산시 총 54.6억주 = Z홀딩스 총 주식수 대비 64.8% 비중이 된다.

그림3 지배구조 변화, 3단계로 진행



자료: LINE, 메리츠증권 리서치센터

표3 라인 실적 추이 및 전망

(십억엔)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	140.7	167.1	207.2	234.6	272.8
(YoY, %)	16.9	18.8	24.0	13.2	16.3
영업이익	19.9	25.1	16.1	-33.3	-6.7
OPM(%)	14.1	15.0	7.8	-14.2	-2.4
(YoY, %)	915.1	26.0	-35.8	적지	-80.0
순이익	6.8	8.1	-3.7	-38.2	-12.1
NPM(%)	4.8	4.8	-1.8	-16.3	-4.4
(YoY, %)	흑자	19.4	적지	적지	적지

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

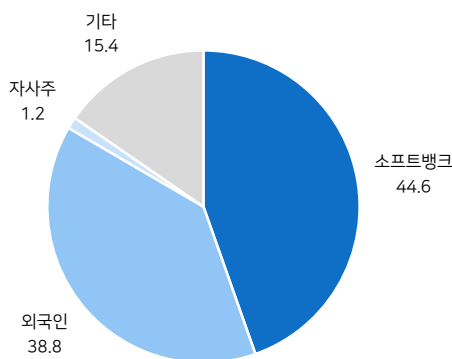
표4 Z홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억엔)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	652.3	853.7	897.2	954.7	1,006.2
(YoY, %)	52.2	30.9	5.1	6.4	5.4
영업이익	225.0	192.0	185.8	140.5	145.7
OPM(%)	34.5	22.5	20.7	14.7	14.5
(YoY, %)	14.1	-14.6	-3.2	-24.4	3.7
순이익	171.6	136.6	131.2	78.7	86.8
NPM(%)	26.3	16.0	14.6	8.2	8.6
(YoY, %)	29.0	-20.4	-4.0	-40.0	10.4

주: Z홀딩스는 3월 결산 기업

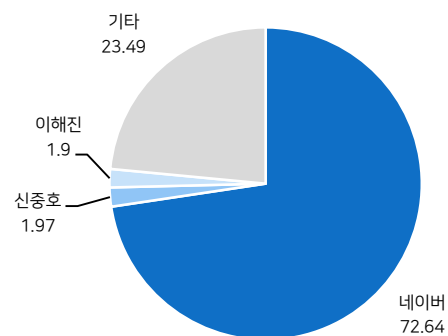
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 Z홀딩스 지분구조



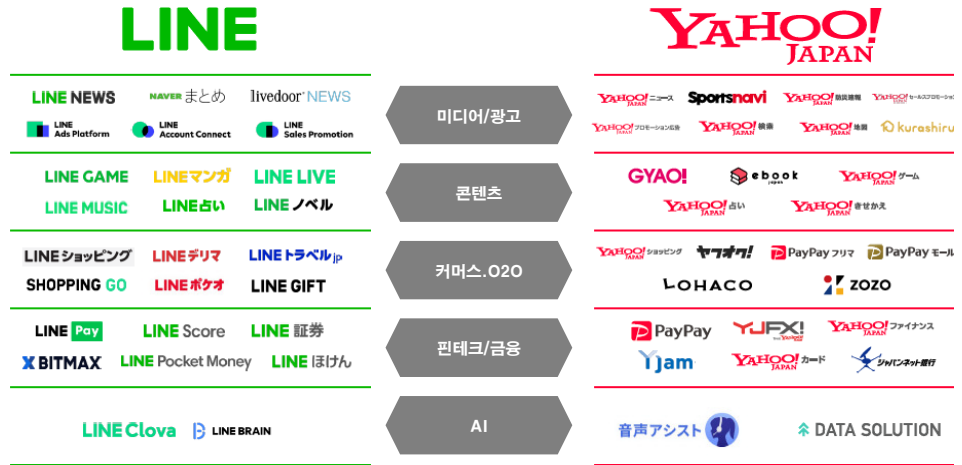
자료: Z홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 라인 지분구조



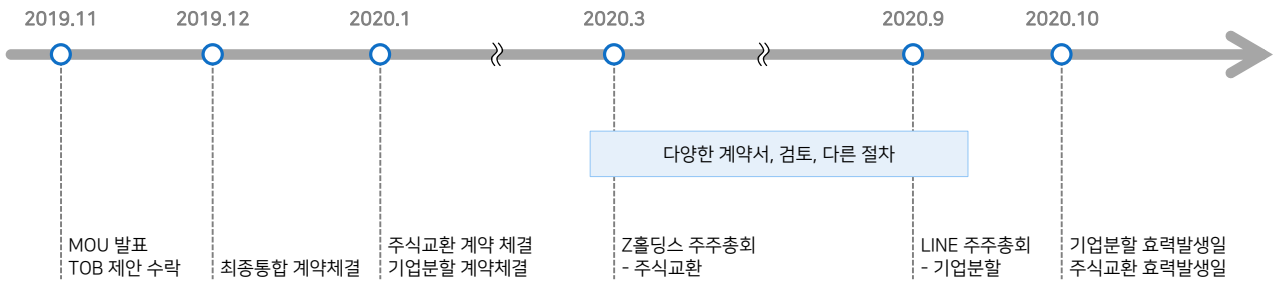
자료: LINE, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 라인과 야후재팬의 시너지 및 서비스



자료: LINE, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 라인과 야후재팬 경영통합 일정



자료: LINE, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 라인 주가 및 거래량



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 Z홀딩스 주가 및 거래량



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

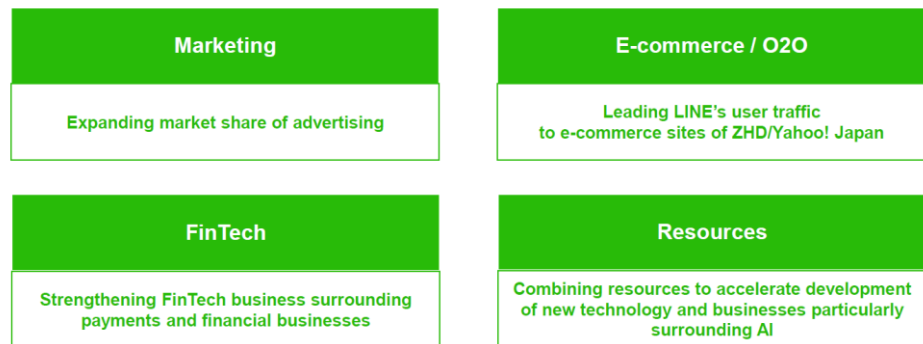
2. 향후 일어날 시너지 및 서비스

PC와 모바일 강자의 결합

야후재팬은 1996년 설립, 온라인 광고 성장이 실적 성장을 견인하였다. 2016년 야후머니(월렛 서비스) 출시하며 쇼핑 사업 강화, 쇼핑 광고(프리미엄 배너 등)와 다양한 쇼핑 서비스에 대한 수수료에서 수익을 창출하였다. 그러나 일본 인터넷 시장 내 구글과 아마존 지배력 강화되고 있으며 모바일 플랫폼에서는 고전하며 수익성은 지속적인 하락세였다. 라인과의 결합 통해 모바일 경쟁력 강화, 그리고 AI/핀테크 사업의 성장성 또한 배가될 수 있다

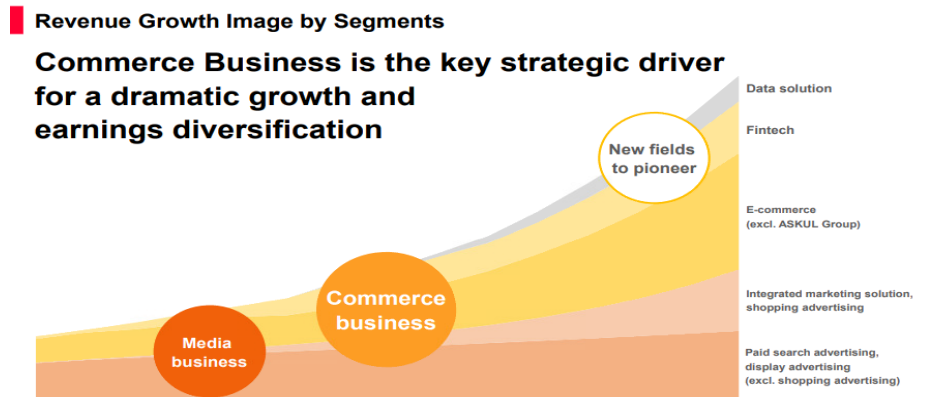
라인 입장에선 단기적으로는 실적개선, 중장기적으로 핀테크의 성장성 가속화된다. 일단 2020년 10월 합병 마무리시점까지 라인페이로 비롯한 핀테크 마케팅 제한적으로 2020년 상반기 네이버의 연결 실적 개선 효과 기대된다. 중장기적으로도 라인 연결 제외로 네이버의 영업마진은 30%대를 회복하며 지분법 이익을 반영할 수도 있게 되어 밸류에이션 멀티플 역시 30% 이상 낮아진다.

그림10 비용감소와 이익 개선, 중장기적으로 핀테크/쇼핑/AI 시너지 창출



자료: LINE, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 Z홀딩스의 성장 궤도 - 미디어에서 커머스, 그리고 신사업으로



자료: Z홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 2015년 아스쿨(ASKUL, 사무용품물) 인수



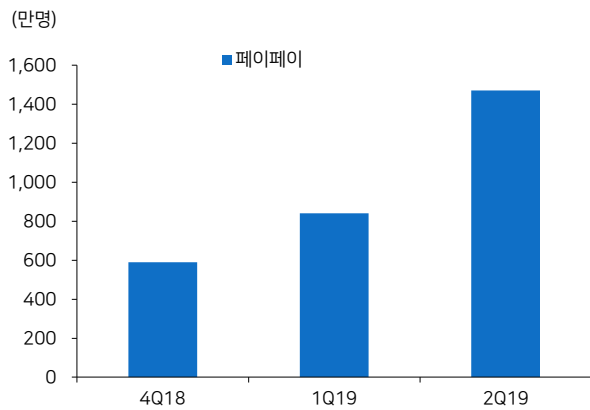
자료: Z홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 2019년 죠죤타운 인수하는 등 사업 확장 지속



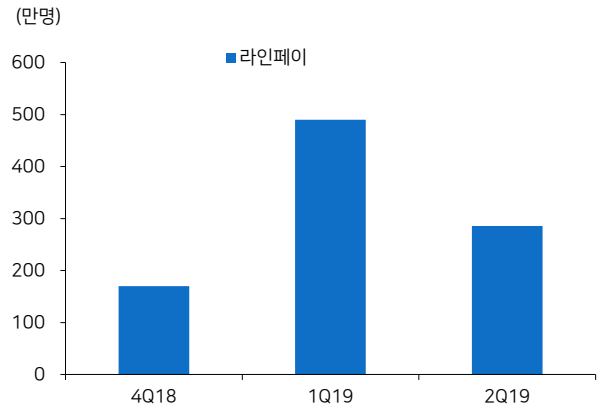
자료: Z홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 페이페이 MAU



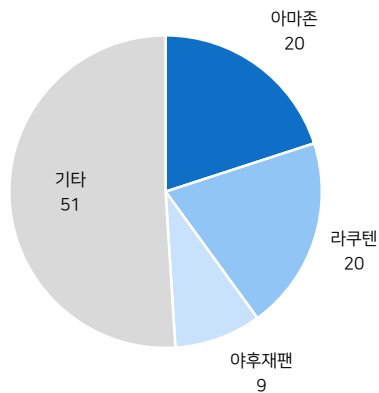
자료: Z홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 라인페이 MAU



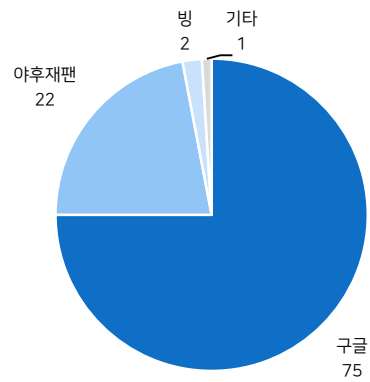
자료: LINE, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 일본 E-Commerce 점유율



자료: Statista, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 일본 검색시장 점유율



자료: Statista, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678.5	5,586.9	6,600.0	7,675.9	8,541.2
매출액증가율 (%)	16.3	19.4	18.1	16.3	11.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,586.9	6,600.0	7,675.9	8,541.2
판매관리비	3,499.3	4,644.4	5,829.0	6,591.0	7,264.5
영업이익	1,179.2	942.5	771.0	1,084.9	1,276.7
영업이익률	25.2	16.9	11.7	14.1	14.9
금융손익	82.6	52.1	54.7	57.4	60.3
종속/관계기업손익	-14.0	-85.1	-89.3	-93.8	-98.5
기타영업외손익	-51.9	202.2	212.3	222.9	234.0
세전계속사업이익	1,195.8	1,111.7	685.5	976.5	1,199.2
법인세비용	423.2	488.8	384.4	390.6	479.7
당기순이익	770.1	627.9	297.7	585.9	719.5
지배주주지분 순이익	772.9	648.8	469.9	704.0	840.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	940.0	973.5	823.5	1,083.9	1,308.1
당기순이익(손실)	770.1	627.9	297.7	585.9	719.5
유형자산상각비	182.7	228.0	239.4	251.4	264.0
무형자산상각비	23.6	33.1	34.7	36.4	38.3
운전자본의 증감	-138.5	220.2	28.1	327.4	392.2
투자활동 현금흐름	-1,310.3	-388.3	-427.1	-595.9	-686.5
유형자산의증가(CAPEX)	-472.2	-535.0	-561.8	-589.9	-619.4
투자자산의감소(증가)	-604.8	-945.1	-992.3	-1,041.9	-1,094.0
재무활동 현금흐름	636.2	751.0	463.7	444.9	430.9
차입금의 증감	33.6	750.6	85.9	88.0	92.4
자본의 증가	290.7	33.1	34.8	36.5	38.3
현금의 증가(감소)	181.3	1,415.3	42.0	116.6	43.3
기초현금	1,726.2	1,907.6	3,322.9	3,525.0	3,971.4
기말현금	1,907.6	3,322.9	3,364.9	3,641.6	4,014.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784.2	5,385.6	6,788.8	7,357.4	8,072.3
현금및현금성자산	1,907.6	3,322.9	3,364.9	3,641.6	4,014.8
매출채권	621.5	585.5	670.7	803.4	962.5
재고자산	36.2	57.4	65.8	78.8	94.4
비유동자산	3,235.0	4,495.6	4,776.6	5,342.6	5,978.6
유형자산	1,150.0	1,457.3	1,328.3	1,527.5	1,756.6
무형자산	339.5	307.0	440.0	506.0	581.9
투자자산	1,387.7	2,247.7	2,693.3	2,926.3	3,205.5
자산총계	8,019.3	9,881.2	10,245.3	11,130.3	12,182.2
유동부채	2,302.7	2,619.7	643.3	662.0	682.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	211.0	349.9	458.4	458.4	458.4
유동성장기부채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	411.3	1,312.4	1,363.6	1,420.0	1,482.0
사채	0.0	711.6	756.5	756.5	756.5
장기차입금	49.9	100.1	100.1	100.1	100.1
부채총계	2,714.1	3,932.1	4,149.9	4,484.9	4,853.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,541.0	1,541.0	1,541.0
기타포괄이익누계액	-117.2	-221.8	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,430.7	5,980.7	6,664.2
비지배주주지분	542.8	708.9	711.9	711.9	711.9
자본총계	5,305.2	5,949.1	6,095.4	6,645.3	7,328.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	28,387	33,898	40,045	46,573	51,824
EPS(지배주주)	4,689	3,937	2,851	4,272	5,096
CFPS	8,698	7,493	7,547	8,716	10,488
EBITDAPS	8,406	7,303	6,341	8,329	9,580
BPS	28,895	31,795	32,665	36,001	40,148
DPS	289	314	314	314	314
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	37.1	31.0	59.5	39.7	33.3
PCR	20.0	16.3	22.5	19.4	16.2
PSR	6.1	3.6	4.2	3.6	3.3
PBR	6.0	3.8	5.2	4.7	4.2
EBITDA	1,385.4	1,203.6	1,045.1	1,372.7	1,578.9
EV/EBITDA	18.8	14.9	25.4	19.1	16.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.5	13.0	8.8	12.4	13.4
EBITDA 이익률	29.6	21.5	15.8	17.9	18.5
부채비율	51.2	66.1	68.1	67.5	66.2
금융비용부담률	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,073.9	68.7			
매출채권회전율(x)	8.5	9.3	10.5	10.4	9.7
재고자산회전율(x)	201.0	119.3	107.1	106.1	98.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

