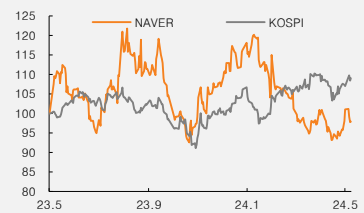


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 255,000원
현재주가(24/5/10)	188,600원
상승여력	35.2%

영업이익(24F, 십억원)	1,809
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,817
EPS 성장률(24F, %)	42.6
MKT EPS 성장률(24F, %)	75.9
P/E(24F, x)	21.4
MKT P/E(24F, x)	11.1
KOSPI	2,727.63
시가총액(십억원)	30,630
발행주식수(백만주)	162
유동주식비율(%)	84.7
외국인 보유비중(%)	45.7
베타(12M) 일간수익률	0.86
52주 최저가(원)	178,300
52주 최고가(원)	234,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.2	-3.1	-10.2
상대주가	-1.0	-14.4	-17.8



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

NAVER

라인야후 불확실성 확대

라인야후 매각 이슈 지속

일본 정부의 지속적인 압박에 따라 NAVER의 라인야후 지분 매각 가능성이 높아지고 있는 상황이다. 23년 11월 라인야후 개인정보 약 52만건이 네이버클라우드를 통해 유출되었고, 지난 3월 일본 총무성이 라인야후에 1차 행정지도를 내리며 NAVER와의 자본 관계 재검토를 요청했다. 지난 4월 라인야후가 NAVER와의 시스템 분리 계획을 포함한 보고서를 제출했으나 재발 방지 불충분 사유로 총무성으로부터 2차 행정지도를 받았다. 5/8일 라인야후는 NAVER와의 위탁관계 종료 및 기술 독립 추진을 발표했고, 5/9일 소프트뱅크는 7월 초 목표로 NAVER와의 지분 협상을 하고 있음을 발표했다. 5/10일 NAVER는 지분 매각을 포함한 모든 가능성을 열고 소프트뱅크와 협의해나가고 있음을 발표했다.

펀더멘털 영향은 얼마나 되나?

매각이 현실화될 경우 지분법 이익 감소에 따른 24F, 25F 순이익 하향이 불가피하다. 가능성은 낮지만 지분 전량 매각 시나리오를 가정하면 25F 지배주주 순이익 기준 15~20% 수준의 하향이 이어질 전망이다. NAVER는 라인야후를 64.5% 지분으로 지배 중인 A홀딩스 지분을 50% 보유하고 있어 라인야후에 대한 실질적 지분율 약 32%를 갖고 있다. 24Y(24.03 결산) 라인야후 순이익은 약 1.3조원을 기록했고 NAVER의 A홀딩스를 통한 23년 지분법 이익은 2,541억원이었다. 당사에서는 라인야후를 통한 24F, 25F 지분법 이익을 3천억원 수준으로 가정하고 있다.

밸류에이션 조정 불가피. 목표주가 12% 하향

라인야후 지분 매각 불확실성 확대에 따른 타겟 멀티플 조정으로 목표주가를 기존 290,000원에서 255,000원으로 12% 하향한다. 24F 타겟 P/E를 기존 33배(23년 평균)에서 29배(1H16 평균)로 하향한다. 16년 상반기는 라인 일본 상장 본격화에 따른 외인 수급 이탈에 대한 우려가 발생한 시기로, 14년 이후 동사 밸류에이션 최하단 구간에 해당한다. 라인야후 지분 매각이 현실화될 경우 단기적인 주가 조정은 불가피해 보인다. 25F 순이익에 대한 하향이 불가피하며, 라인을 기반으로 한 일본·동남아시아의 글로벌 확장 스토리도 힘을 잃을 수밖에 없다. 매각 대금을 이용한 글로벌 M&A 가능성은 높아질 것이나 이것만으로 리레이팅이 되기는 어렵다는 판단이다. 21년 왓패드, 22년 포쉬마크 등을 인수했으나 이익 기여는 여전히 미미하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,671	11,730	12,945
영업이익 (십억원)	1,305	1,489	1,809	1,997	2,250
영업이익률 (%)	15.9	15.4	17.0	17.0	17.4
순이익 (십억원)	760	1,012	1,432	1,577	1,873
EPS (원)	4,634	6,180	8,815	9,711	11,532
ROE (%)	3.3	4.4	6.0	6.3	7.0
P/E (배)	38.3	36.2	21.4	19.4	16.4
P/B (배)	1.2	1.5	1.2	1.1	1.1
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6

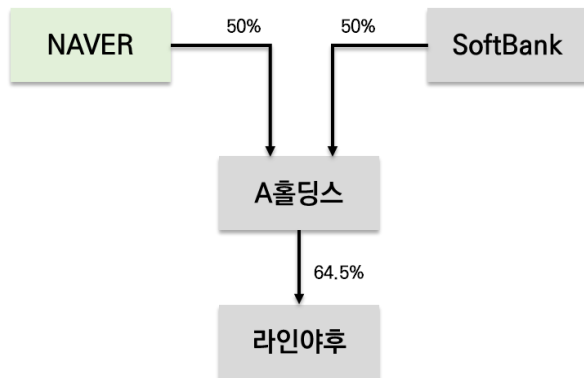
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. NAVER, 라인야후 이슈 타임라인

일자	내용
11년 6월	NAVER, 일본에서 라인 서비스 출시
16년 7월	라인, 뉴욕과 도쿄 증시 동시 상장
19년 11월	NAVER·소프트뱅크, 라인과 야후재팬 합병 합의
21년 3월	라인·야후재팬 경영 통합 및 A홀딩스 출범 - NAVER와 소프트뱅크는 A홀딩스 지분을 각 50%씩 보유 - A홀딩스는 라인야후를 64.5% 보유
23년 11월	라인야후, 네이버클라우드 통한 개인정보 유출 가능성 발표 - 개인 정보 약 52만건 유출
24년 3월	일본 총무성, 라인야후에 1차 행정지도 - NAVER와의 자본 관계 재검토 요청
4월 1일	라인야후, 일본 정부에 보고서 제출 - 26년까지 NAVER와 시스템 분리 계획
4월 16일	일본 총무성, 재발방지책 불충분 사유로 2차 행정지도 - NAVER 경영체제 재검토 결과 보고 요구 - 7월 1일까지 구체적인 대응책 제시 요구
5월 8일	라인야후, 정보 유출 문제 대응책 발표 - NAVER와 위탁관계 순차적 종료 및 기술 독립 추진 발표 - NAVER 출신 신중호 CPO 이사회에서 제외
5월 9일	소프트뱅크, "NAVER와 지분 협상 중이며 7월 초 타결 목표"
5월 10일	일본 총무성, "경영권 시점에서 자본 재검토 요청한 것 아니다" NAVER, "지분 매각 포함 소프트뱅크와 모든 가능성 열고 협의" 과기정통부, "일본 정부 라인 지분 매각 압박 유감, 강력 대응"

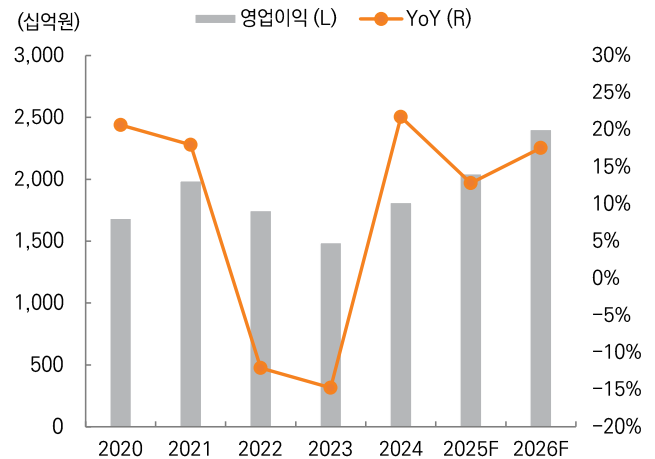
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 라인야후 지배구조



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 라인야후 연간 영업이익 추이



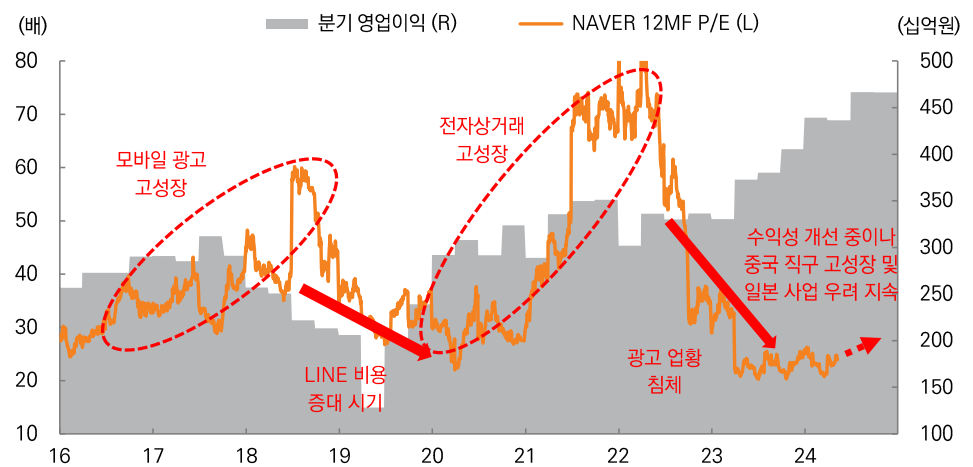
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 밸류에이션

구분	내용	비고
2024년 지배주주순이익 (십억원)	1,432	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E. 라인 상장 본격화에 따른 외인 수급 이탈 이슈 발생 시기 (2014년 이후 밸류에이션 최하단 구간)
목표 시가총액 (십억원)	41,416	
주식 수 (천주)	162,409	
목표주가 (원)	255,000	
현재주가 (원)	188,600	
상승여력	35.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이

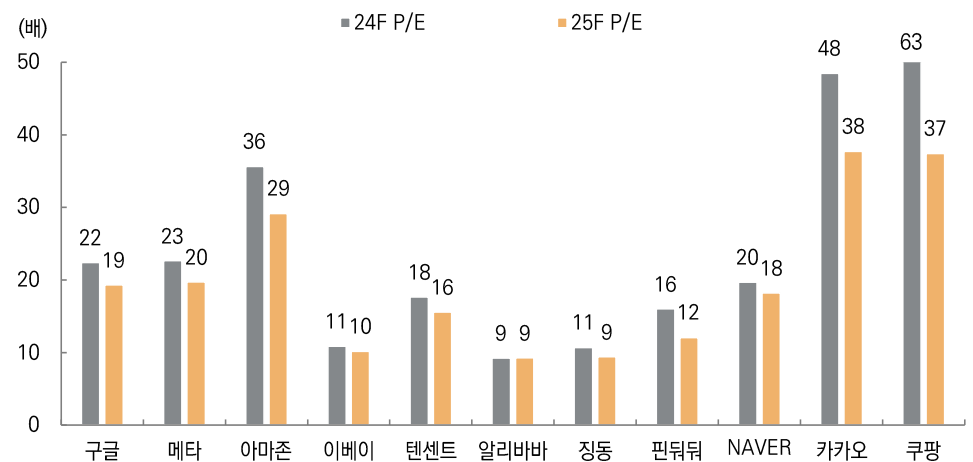


주1: 19년 영업이익은 LINE 연결 제거에 따른 소급 적용 이전 수치

주2: 21년 P/E는 1회성 라인 지분법 처분이익 제거한 순이익으로 재추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 주요 인터넷 기업 밸류에이션 현황



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,652	2,708	2,785	8,220	9,671	10,671	11,730
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	10.2%	10.7%	9.8%	20.6%	17.6%	10.3%	9.9%
서치플랫폼	852	910	899	928	905	970	961	992	3,568	3,589	3,829	4,155
검색	656	689	688	692	696	734	735	742	2,609	2,725	2,908	3,145
디스플레이	192	217	207	230	202	229	219	243	941	846	894	981
기타	4	4	4	6	7	7	7	7	19	18	27	29
커머스	606	633	647	660	703	721	736	788	1,801	2,547	2,949	3,264
커머스 광고	264	280	282	280	265	270	274	293	1,078	1,107	1,102	1,194
중개 및 판매	303	310	321	334	391	401	409	440	604	1,269	1,640	1,820
멤버십	39	42	44	46	48	50	53	56	119	171	207	249
핀테크	318	340	341	356	354	374	382	405	1,187	1,355	1,515	1,699
콘텐츠	411	420	435	466	446	468	505	473	1,262	1,733	1,893	2,078
웹툰	353	370	380	401	395	415	452	419	1,066	1,503	1,680	1,851
스노우	45	36	39	49	36	36	37	38	128	169	147	159
기타	13	15	16	16	16	16	17	17	67	60	66	69
클라우드	93	104	124	126	117	120	123	126	403	447	485	535
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	111	114	116	118	370	415	459	497
클로바/랩스	2	5	13	12	6	6	7	8	33	32	26	39
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,216	2,241	2,319	6,915	8,182	8,862	9,734
개발/운영비용	635	644	631	661	636	672	663	694	2,070	2,573	2,665	2,859
파트너	832	866	886	950	913	963	983	1,011	2,964	3,534	3,870	4,258
인프라	133	142	157	164	170	180	186	193	581	596	729	834
마케팅	350	383	390	357	367	401	409	421	1,301	1,480	1,598	1,783
영업이익	330	373	380	405	439	437	467	466	1,305	1,489	1,809	1,997
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	17.2%	22.7%	15.0%	-1.6%	14.1%	21.5%	10.4%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	16.5%	17.2%	16.7%	15.9%	15.4%	16.9%	17.0%
지배주주순이익	55	268	376	314	511	310	305	306	760	1,012	1,432	1,577
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	20.2%	11.7%	11.3%	11.0%	9.2%	10.5%	13.4%	13.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정치

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		비고
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	10,671	11,730	10,671	11,730	0%	0%	10,700	11,729	0%	0%	추정치 변경 없음
영업이익	1,809	1,997	1,809	1,997	0%	0%	1,817	2,037	0%	-2%	
지배주주순이익	1,432	1,577	1,432	1,577	0%	0%	1,547	1,648	-7%	-4%	
영업이익률	16.9%	17.0%	16.9%	17.0%	-	-	17.0%	17.4%	-	-	
순이익률	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	-	-	14.5%	14.1%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,671	11,730	12,945
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,671	11,730	12,945
판매비와관리비	8,182	8,862	9,734	10,695
조정영업이익	1,489	1,809	1,997	2,250
영업이익	1,489	1,809	1,997	2,250
비영업손익	-8	258	235	351
금융손익	-26	-4	28	62
관계기업등 투자손익	267	227	171	253
세전계속사업손익	1,481	2,067	2,232	2,601
계속사업법인세비용	496	527	580	650
계속사업이익	985	1,541	1,651	1,951
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,541	1,651	1,951
지배주주	1,012	1,432	1,577	1,873
비지배주주	-27	109	74	78
총포괄이익	724	1,541	1,651	1,951
지배주주	749	1,593	1,707	2,017
비지배주주	-24	-52	-56	-66
EBITDA	2,071	2,347	2,511	2,750
FCF	1,362	1,860	1,779	2,023
EBITDA 마진율 (%)	21.4	22.0	21.4	21.2
영업이익률 (%)	15.4	17.0	17.0	17.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	13.4	13.4	14.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,002	2,160	2,129	2,403
당기순이익	985	1,541	1,651	1,951
비현금수익비용가감	1,327	1,025	1,022	1,044
유형자산감가상각비	528	484	459	445
무형자산상각비	54	54	55	55
기타	745	487	508	544
영업활동으로인한자산및부채의변동	360	81	-36	-48
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	43	-5	-5	-5
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	347	0	0	0
법인세납부	-682	-527	-580	-650
투자활동으로 인한 현금흐름	-950	-381	-436	-472
유형자산처분(취득)	-633	-300	-350	-380
무형자산감소(증가)	-51	-55	-60	-65
장단기금융자산의 감소(증가)	402	-26	-26	-27
기타투자활동	-668	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-110	-177	-177	-177
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	5	5	5
자본의 증가(감소)	-314	0	0	0
배당금의 지급	-62	-182	-182	-182
기타재무활동	284	0	0	0
현금의 증가	852	1,602	1,516	1,754
기초현금	2,724	3,576	5,179	6,695
기말현금	3,576	5,179	6,695	8,449

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

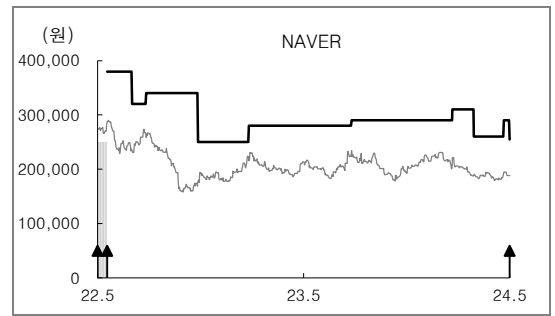
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	8,662	10,330	12,253
현금 및 현금성자산	3,576	5,179	6,695	8,449
매출채권 및 기타채권	1,683	1,687	1,811	1,951
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	1,781	1,809	1,838
비유동자산	28,710	28,528	28,424	28,370
관계기업투자등	17,589	17,589	17,589	17,589
유형자산	2,742	2,558	2,449	2,384
무형자산	3,446	3,446	3,452	3,461
자산총계	35,738	37,190	38,754	40,623
유동부채	6,306	6,372	6,440	6,509
매입채무 및 기타채무	1,313	1,340	1,366	1,394
단기금융부채	1,011	1,470	1,475	1,480
기타유동부채	3,982	3,562	3,599	3,635
비유동부채	5,194	5,220	5,247	5,278
장기금융부채	3,168	3,417	3,417	3,417
기타비유동부채	2,026	1,803	1,830	1,861
부채총계	11,500	11,593	11,687	11,787
지배주주지분	23,206	24,456	25,851	27,542
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	24,544	25,794	27,190	28,881
비지배주주지분	1,032	1,141	1,216	1,294
자본총계	24,238	25,597	27,067	28,836

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	21.4	19.4	16.4
P/CF (x)	15.9	11.9	11.5	10.2
P/B (x)	1.5	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	18.0	12.8	11.3	9.7
EPS (원)	6,180	8,815	9,711	11,532
CFPS (원)	14,117	15,799	16,463	18,443
BPS (원)	148,137	155,833	164,424	174,836
DPS (원)	1,205	1,205	1,205	1,205
배당성향 (%)	18.4	11.8	11.0	9.3
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	17.6	10.3	9.9	10.4
EBITDA증가율 (%)	11.0	13.3	7.0	9.5
조정영업이익증가율 (%)	14.1	21.5	10.4	12.7
EPS증가율 (%)	33.4	42.6	10.2	18.8
매출채권 회전율 (회)	18.9	21.6	23.5	25.7
재고자산 회전율 (회)	824.3	716.9	780.2	852.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	4.2	4.3	4.9
ROE (%)	4.4	6.0	6.3	7.0
ROIC (%)	28.8	34.1	38.6	44.1
부채비율 (%)	47.4	45.3	43.2	40.9
유동비율 (%)	111.5	135.9	160.4	188.2
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-7.2	-12.5	-17.9
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	14.3	15.8	17.8

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2024.05.13	매수	255,000	-	-
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79
2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60
2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32
2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.