

2019. 8. 29



▲ 인터넷/게임

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

**Buy**

**적정주가 (12개월)** **190,000 원**

**현재주가 (8.28)** **146,500 원**

**상승여력** **29.7%**

KOSPI	1,941.09pt
시가총액	241,452억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	77.72%
외국인비중	59.03%
52주 최고/최저가	151,200원/106,500원
평균거래대금	584.5억원

**주요주주(%)**

국민연금공단	10.53
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03
Harris Associates LP	5.01

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	3.9	10.2	-3.1
상대주가	10.6	24.6	15.0

**주가그래프**



# NAVER 035420

## 공룡의 변신(變身)

- ✓ 2019년 변화의 시작. 1) 네이버웹툰, 네이버파이낸셜을 시작으로 주요 CIC(Company in Company)의 본격 재평가, 2) 네이버파이낸셜을 통한 금융사업 가시화, 3) N쇼핑의 영향력은 지속 확대될 것
- ✓ 주주가치 제고노력도 긍정적. NAVER플랫폼의 연간 영업현금흐름은 1조원 상회
- ✓ NAVER에 대한 투자 의견 Buy, 적정주가 19만원으로 상향

### 변화의 시작

2019년 NAVER에도 본격적인 변신이 시작되었다고 판단하는 이유는 1) 2018년 NAVER는 7개의 사내독립기업, 즉 CIC(Company in Company, 아폴로, 쇼핑, 밴드, 플레이스, 서치&클로바, V, 네이버페이)를 설립한바 있으며 2) 2017년에는 네이버웹툰 분사, 2019년에는 네이버페이의 분사와 투자유치를 발표하며 본격 변화, 성장하겠다는 회사의 의지가 발현되고 있으며, 3) 현재 고성장 중인 신규 사업들, 웹툰, V 라이브, 플레이스 등 주요 비즈니스도 향후 독립을 통한 가치 재평가가 충분히 가능하기 때문이다.

### NAVER에 관한 일상

“네이버 모바일 앱을 열어 뉴스를 읽고 필요한 정보가 있으면 검색 창에 입력해 찾는다. 쇼핑을 하고 싶으면 필요한 물품을 검색해 최저가를 알아본다. 검색 후 가격을 비교하고 네이버페이로 결제하면 일사천리다.” - NAVER 일상

2019년 전자상거래 시장에서 상위사업자의 지배력은 더욱 강화되며 네이버쇼핑은 간편결제, 상품 다양성, 앱편리성 등에 근거하여 지속 성장한다. 2019년 네이버쇼핑 거래액(네이버페이 기준)은 15.7조원, 쇼핑이 기여하는 광고 매출액은 8,706억원, 전체 광고대비 25% 비중으로 추정한다. 참고로 2019년 7월 기준 네이버페이의 국내 전자상거래 시장 거래액 점유율은 14%, 이용자 점유율은 30% 수준이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 19만원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 19만원으로 상향한다. 적정주가는 국내 네이버 사업가치 21조원 + 라인 가치 5.1조원 + 현금성자산/자기주식 4.7조원의 합산으로 산정하였다. 국내 사업가치는 검색플랫폼 9.9조원 + 쇼핑 5.4조원 + 파이낸셜 2.2조원 + 웹툰 1.0조원 + 동영상 0.6조원으로 세분화하였다(자세한 내용은 p.25 참고).

(십억원)	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	6,589.6	698.4	496.0	3,009	-51.1	32,519	48.7	4.5	23.6	9.4	68.4
2020E	7,672.8	975.2	580.4	3,522	92.0	35,875	41.6	4.1	17.9	10.3	67.7
2021E	8,559.7	1,180.2	725.2	4,400	24.6	40,109	33.3	3.7	14.9	11.6	66.3



# Contents

<b>1. 인터넷 공룡 '네이버'의 변신</b>	<b>3</b>
1) 한국 대표 인터넷기업, 네이버	3
2) 2019 년 변화가 남다른 이유	4
3) 어떤 CIC 가 존재하는가?	7
<b>2. '네이버 가두리' 속 일상</b>	<b>10</b>
1) N 쇼핑의 영향력	10
2) N 쇼핑의 기업가치	13
3) 독립하는 '네이버페이' 무엇이 달라질까?	14
4) 간편결제/송금 사업자의 가치	15
5) 종이 위의 환상, 네이버웹툰	17
6) 네이버웹툰 - 국내 디지털만화 시장 개척	18
<b>3. NAVER 실적 전망 및 Valuation</b>	<b>21</b>
1) 주주가치 제고 노력	24
2) Valuation	25

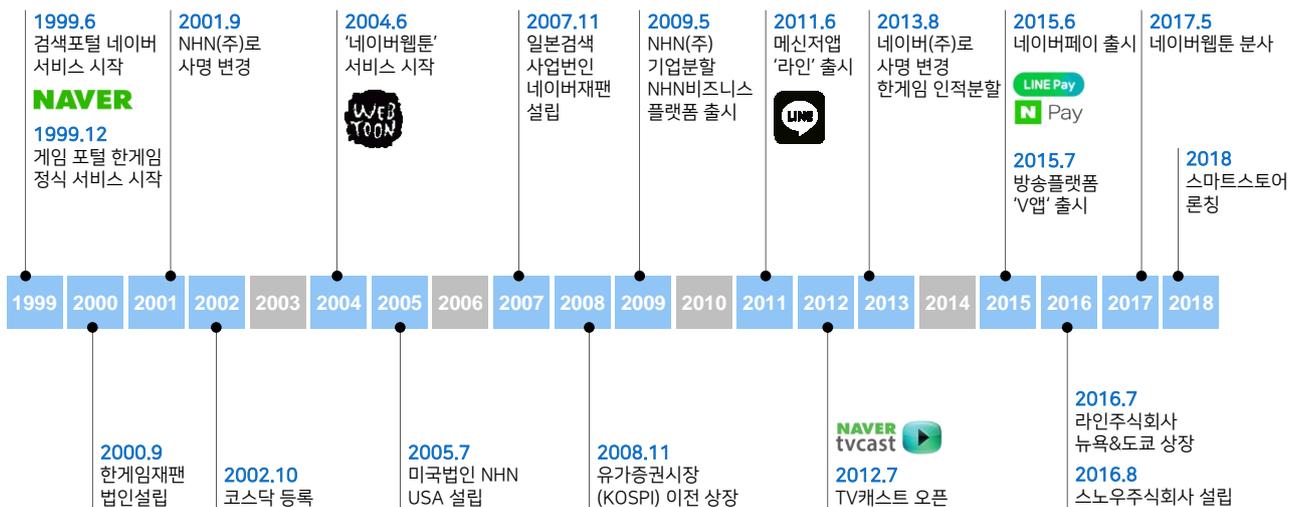
# 1. 인터넷 공룡 '네이버'의 변신

## 한국 대표 인터넷기업, 네이버

네이버는 1998년 정식 서비스를 시작한 이래 지난 20년 동안 한국 대표 인터넷 기업으로 성장, 자리매김 하였다. 2013년에는 게임 서비스 '한게임'을 NHN으로 인적분할 하였으며 2016년에는 메신저 자회사 '라인'의 도쿄와 뉴욕 동시 상장 성공하였다. 네이버는 검색포털 서비스로 시작하였지만 2011년 NHN비즈니스 플랫폼 자체 광고 시행, 2011년 '라인' 출시, 2012년 TV캐스트, 2013년 캠프모바일 설립, 2015년 네이버페이, 2016년 '라인' 상장, 스노우 주식회사 설립, 2017년 네이버웹툰 분사, 2018년 스마트스토어 리브랜딩 등 꾸준히 변화를 위한 노력을 전개했다.

2019년 '네이버파이낸셜' 분사를 통해 한국 인터넷산업의 공룡, '네이버'의 변화가 더욱 두드러진다. 그 이유는 1) 개방형 플랫폼(외부사업자와 제휴, 투자유치 등), 즉 오픈 서비스로의 변모, 2) 페이뿐만 아니라 본격적으로 전개하게 될 금융 서비스, 3) 다른 CIC(Company in Company)들의 성장에도 주목할 시점이기 때문이다.

그림1 NAVER 히스토리 - 국내 인터넷의 역사



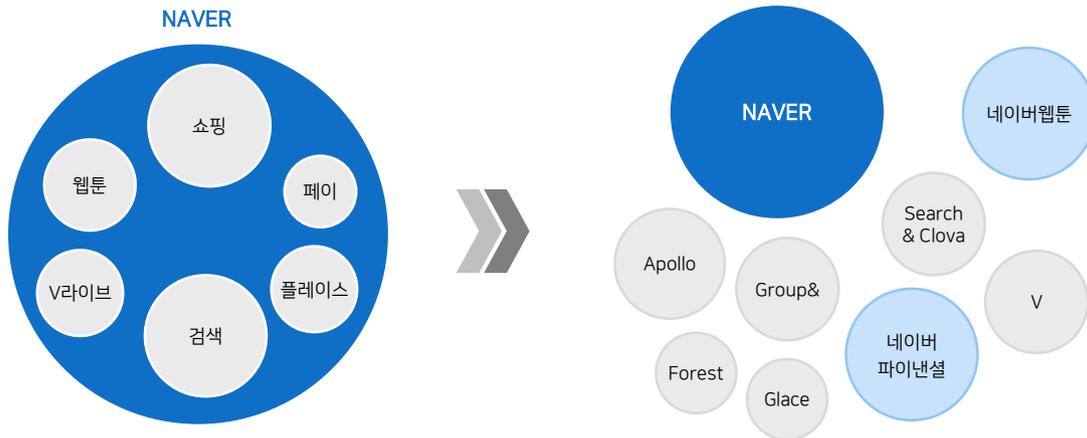
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

### 2019년 변화가 남다른 이유

Closed Platform에서  
Open Platform으로

이제 NAVER에도 본격적인 변신이 시작되었다고 판단하는 이유는 1) 2018년 NAVER는 7개의 사내독립기업, 즉 CIC(Company in Company, 아폴로, 쇼핑, 밴드, 플레이스, 서치&클로바, V, 네이버페이)를 설립한바 있으며 2) 2017년에는 네이버웹툰 분사, 2019년에는 네이버페이의 분사/투자유치를 동시에 발표하며 본격 변화, 성장하겠다는 회사의 의지가 확인되었으며, 3) 현재 고성장 중인 신규 사업들, 웹툰, V라이브, 플레이스 등 주요 비즈니스도 향후 독립을 통한 가치 재평가가 가능하다. 7월 25일 NAVER는 네이버파이낸셜(네이버페이)의 100% 물적분할을 발표하였으며, 9월 20일 주주총회를 거쳐 11월 1일자로 네이버파이낸셜은 자산총계 6,432억원, 자본금 50억원 규모의 회사로 분사된다. 분사 이후 미래에셋대우 그룹으로부터 투자 유치 계획하고 있으며 투자금은 최소 5,000억원 이상으로 미래에셋대우의 지분율을 20~30%로 가정시 네이버파이낸셜의 기업가치는 1.6~2.5조원 수준이다.

그림2 네이버플랫폼 - Closed Platform에서 Open Platform으로



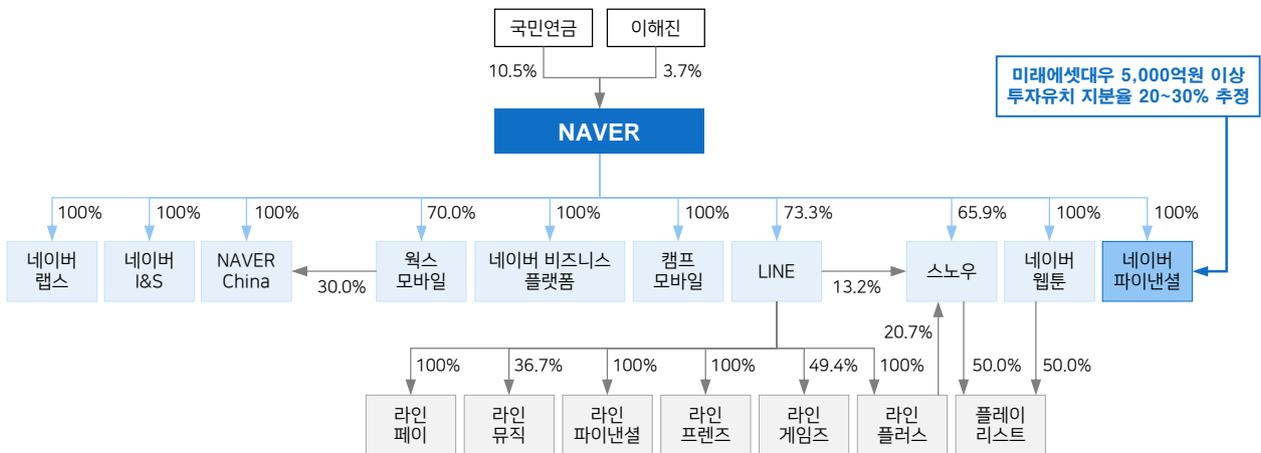
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 네이버의 주가 히스토리 - 2019년 재평가의 시작



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 NAVER의 변화된 지배구조



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

구분	내용
분할방법	존속회사: 네이버 주식회사 신설회사: 네이버파이낸셜 주식회사(가칭)
분할기일	2019년 11월 1일
분할목적	<ul style="list-style-type: none"> <li>네이버페이(전자지급결제대행업, 선불전자지급수단 발행 및 관리업, 결제대금 예치업 등) 분할</li> <li>독립적이고 전문적인 의사결정 가능</li> <li>권한과 책임의 명확성 제고, 객관적인 성과평가 가능</li> </ul>
분할비율	100% 단순 물적분할 방식
주주총회 예정일	2019년 9월 20일

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

분할후 존속회사		분할 설립회사	
회사명	네이버 주식회사	회사명	네이버파이낸셜 주식회사
분할후 재무내용	자산 5.7조원 부채 1.0조원 자본 4.7조원 자본금 164억원	분할후 재무내용	자산 6,432억원 부채 6,108억원 자본 325억원 자본금 50억원
존속사업 부문 최근 사업연도 매출	3.1조원	신설사업 부문 최근 사업연도 매출	3,095억원
주요 사업	인터넷 서비스	주요 사업	전자금융서비스
분할후 상장유지	예	재상장 신청여부	아니오

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

### 어떤 CIC가 존재하는가?

**Apollo**

NAVER의 Apollo CIC는 디자인을 총괄하고 있으며 인력의 70%가 개발자로 구성되어 네이버의 동영상 강화 전략을 이끌고 있다. 1) 동영상 서비스에 AIRS(인공지능 추천 기술)를 적용하였으며 2) 네이버TV, V라이브, 웹오리지널 콘텐츠 등 동영상 메타데이터를 통합 관리, 운영할 수 있는 시스템 구축하였다. 또한 3) 창작자 중심의 동영상 플랫폼 생태계 만들기 위해 보상구조, 교육지원, 편집 툴 개발 중에 있다. 2018년 Blossum Project(Blog에서 Vlog로, 동영상 기능 강화)를 통해 파워 블로거들 중심으로 동영상 콘텐츠를 장려하기도 하였다.

**Forest**

Forest CIC는 네이버의 쇼핑 사업부로 네이버의 성장을 이끌고 있다. 네이버 생태계(검색, 결제 등)에 힘입어 빠르게 지배력 확대하고 있으며 2019년 네이버쇼핑 거래액(네이버페이 기준)은 15.7조원, 쇼핑이 기여하는 광고 매출액은 8,706억원, 전체 광고대비 25% 비중으로 추정한다. 쇼핑의 분사 시점은 정해지지 않았으며 인터넷쇼핑 기업(쿠팡, 이베이, 11번가 등)과 본격 경쟁하기보다는 데이터 기반의 맞춤형 쇼핑 플랫폼으로 성장하고자 한다.

그림5 NAVER에 어떤 CIC가 존재하는가?



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 NAVER 주요 CIC 개요

CIC 명	리더	주요 경력
Apollo CIC	김승연	네이버 디자인설계 총괄
Forest CIC	이윤숙	네이버쇼핑 리더
Group& CIC	김주관	Group & CIC 대표/ 전 캠프모바일 대표
Glance CIC	이건수	네이버 플레이스 & 예약 리더
Search & Clova CIC	신중호	네이버서치&클로바 리더/라인 공동대표/라인플러스 대표
V CIC	박선영	네이버 엔터&라이프 스타일 리더
	장준기	네이버 동영상 개발 리
네이버페이	최인혁	네이버 COO/네이버 파이낸셜 대표
	최진우	네이버파이낸셜 부대표

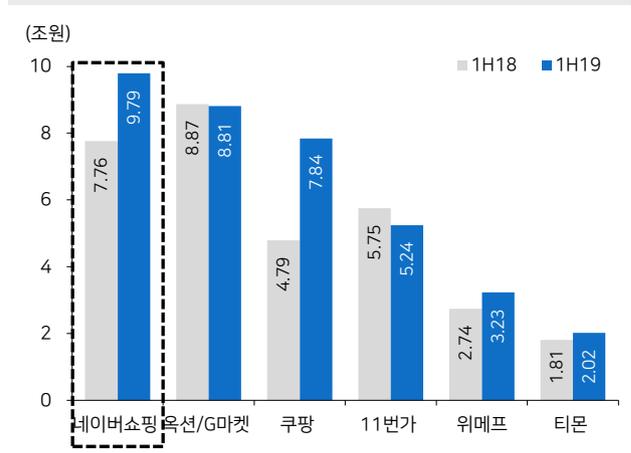
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 동영상 뷰어에서 추천 동영상 연속 시청



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 19년 상반기 온라인쇼핑 결제액 - 네이버쇼핑이 상위권

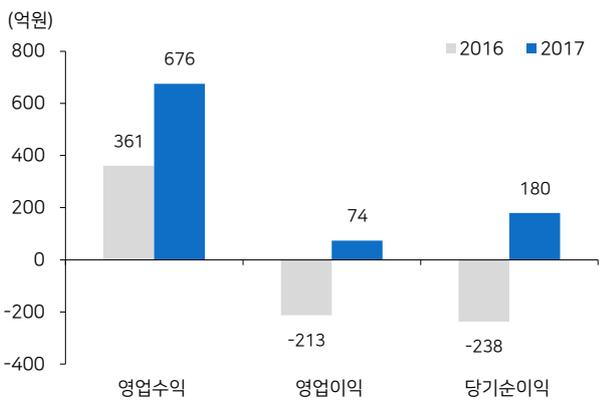


자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

Group&

Group& 은 밴드와 카페 담당하는 그룹 커뮤니티 전문 조직이다. 캠프모바일은 17년 매출액은 676억원, 영업이익 74억원 기록하며 흑자전환에 성공하였으나 2018년 2월 UGC(User Generated Content, 사용자가 콘텐츠 생산하는 방식) 역량 강화를 위해 네이버에 흡수합병되었다. 글로벌 밴드 다운로드수는 1억건, 누적 회원수 7천만명, 한국 사용자수 1,800만명 기록하는 등 이용자 지표는 여전히 양호하다. 다만 수익모델(게임, 광고) 확보가 쉽지 않았는데 2019년에는 '카페 플러그'라는 게임 커뮤니티 서비스에 광고 탑재, 네이버 카페에 광고 게시하는 등 커뮤니티 콘텐츠 안에서 수익모델 확보하기 위한 노력 전개중이다. 게임사 입장에서 는 광고라는 수익원이 추가되며 네이버는 광고 저변을 게임 카페 사용자로 확대 가능하다는 이점 있다. 또한 18년 하반기부터 카페, 밴드, 포스트 등 네이버 테두 리 안에 다양한 이용자 콘텐츠 기반으로 글로벌 서비스 확장에 주력하고 있는데 미국내 '방과후활동(after-service Activity)'는 큰 인기이다.

그림8 캠프모바일 손익구조 - 18년 흡수합병 이후 손익미공개



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 카페 플러그 - 게임 커뮤니티 제공



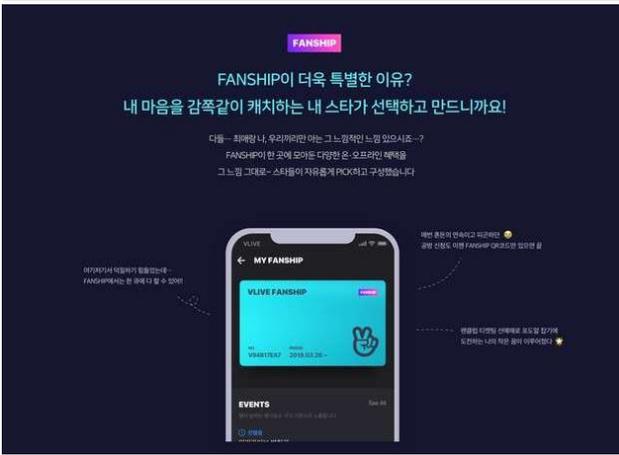
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

Glace와 V

Glace는 플레이스/예약/호텔, 항공권/테이블주문/MY플레이스/일본맛집CONOMI 등의 서비스를 만들고 있다. 2019년 8월 현재 네이버 예약 가능한 가맹점수는 6 만개로 전년동기대비 50% 증가하였다. 네이버에서 연결 가능한 지역상점이 250 만개라는 점 감안시 빠른 성장이 기대된다. 2019년 하반기에는 현장결제 서비스 '테이블 오더'도 출시되며 현재 테스트 진행 중이다. 또한 오프라인 점점 강화를 위해 코레일과 제휴하며 2020년부터 기차 검색, 예약, 조회도 가능해진다.

V라이브는 실시간 동영상 플랫폼 서비스로 2019년에는 멤버십 전용 프리미엄 채널 CH+(채널 플러스)에 기반하여 스타와 팬을 연결하는 '팬십(유료 멤버십 플랫폼)'을 출시했다. 6월 2일 방탄소년단의 영국 웹블리 공연 생중계로 14만명이 동시접속하며 46억원의 수익을 올리는 등 동영상 유료 서비스의 수익성 검증하였다. 연내 100 만명의 유료 회원을 확보해 고정적인 수익모델을 구축한다는 계획이다. 참고로 2019년 1분기 기준 V라이브의 글로벌 다운로드 수는 6,600만명이며 1천여개의 스타 채널 운영, 해외 이용자 비중은 85%, 25세 미만 이용자는 76%에 달한다.

그림10 V 라이브 - 19년 3월 팬십 공개



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 네이버 예약 - 검색/페이지/지도와 결합



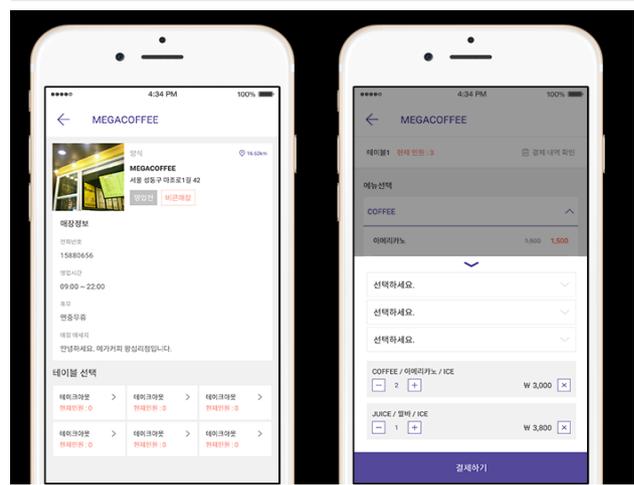
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 NAVER V live - BTS 영국 공연 생중계



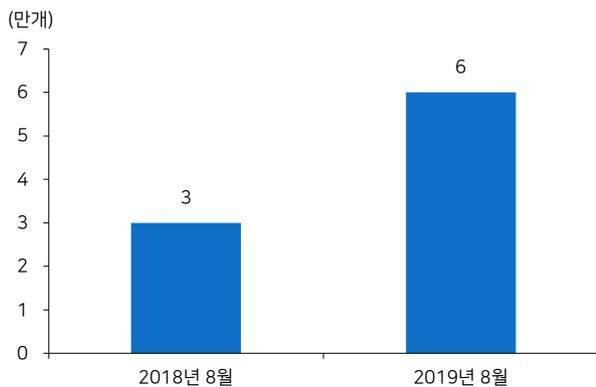
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 Glace의 '테이블오더' - 3Q19 론칭 예정



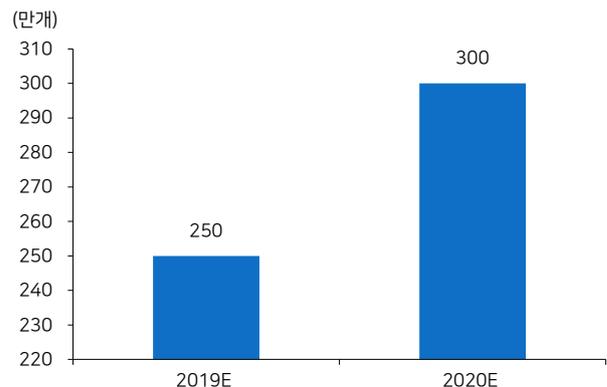
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 네이버 예약가맹점수 - 전년대비 2배 증가



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 지역서비스 등록 업체수 - 20년 300만개 목표



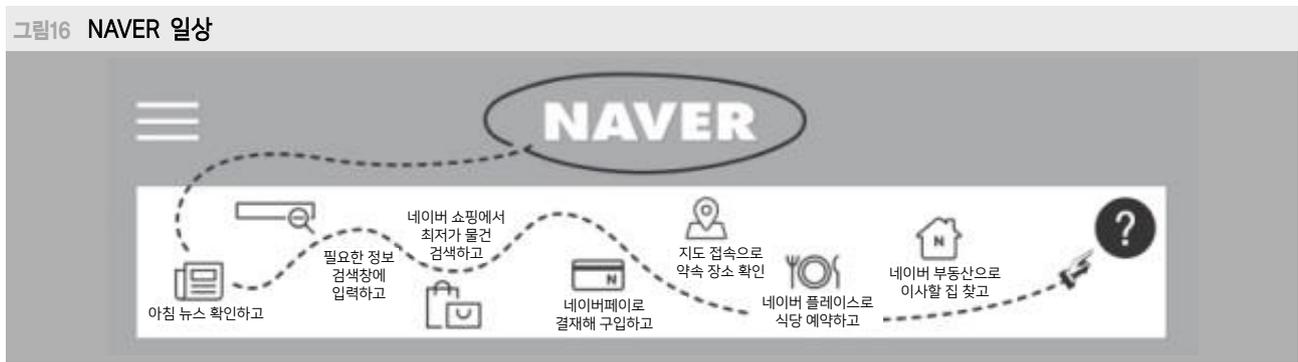
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2. '네이버 가두리' 속 일상

### N쇼핑의 영향력

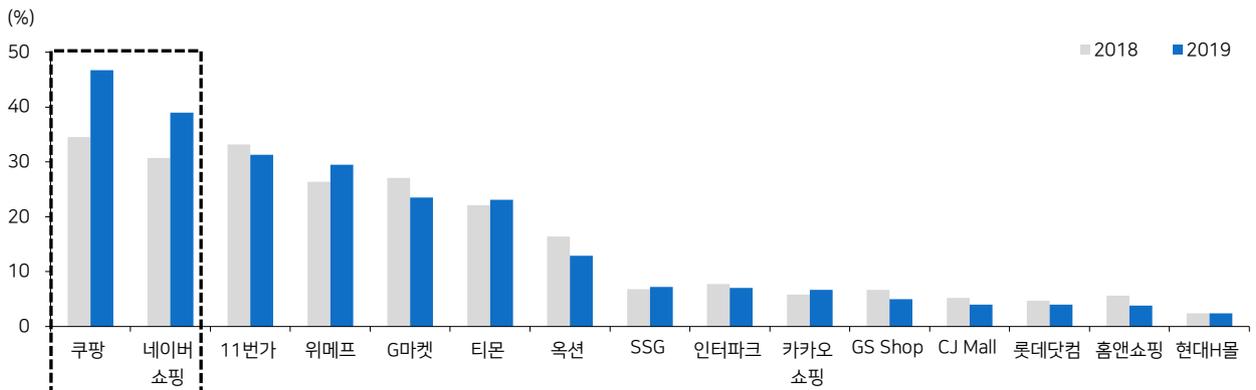
"네이버 모바일 앱을 열어 뉴스를 읽고 필요한 정보가 있으면 검색 창에 입력해 찾는다. 쇼핑을 하고 싶으면 필요한 물품을 검색해 최저가를 알아본다. 검색후 가격을 비교하고 네이버페이로 결제하면 일사천리다." - NAVER 일상

오픈서베이에 따르면 국내 모바일쇼핑 선호도는 쿠팡, 네이버쇼핑, 11번가 순으로 쿠팡은 빠른 배송이 주된 이유였으며, 네이버쇼핑은 간편결제, 상품 다양성, 앱편리성 등이 주된 이유로 언급됐다. 2019년 네이버페이 거래액은 15.7조원으로 2016년 4.6조원 대비 241.3% 성장하였다. 네이버는 검색에서 쇼핑으로 영향력 확대하려는 전략은 2015년 6월 네이버페이, 2018년 스토어팜을 스마트스토어로 리브랜딩 하면서 또 한번 성장하고 있다. 스마트스토어는 초기 온라인몰 구축 비용이 없고 검색에서 결제까지 원스톱 쇼핑 가능한 점, 저렴한 판매수수료, 네이버 ID 로그인 등의 장점에 힘입어 소상공인의 유입이 활발하다. 2Q19 네이버 스마트스토어 상점수는 30만개로 전년동기대비 30% 증가하였다.



자료: 오픈서베이, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 국내 모바일쇼핑 선호앱 순위 - 쿠팡과 네이버쇼핑 이용률 강화

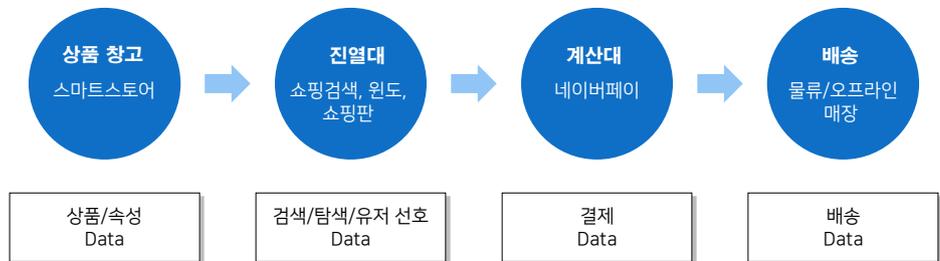


자료: 오픈서베이, 메리츠증권증권 리서치센터

## DATA 물류창고 지향

네이버쇼핑은 검색/이용자 데이터에 기반한 데이터 쇼핑 모델을 지향한다. 예를 들어 이용자가 '55 사이즈/라운드넥/벨벳/미디/러블리/가을'이라는 키워드에 맞게 상품을 구매하고자 할 때, 잘 찾아주고 잘 구매하게 해주자는 데이터 커머스가 목표점이다. 2019년 데이터에 기반한 맞춤형 강화를 위해 1) 오늘 출발과 2) 함께사면 무료배송, 3) 배송 시플레이터(희망일 배송 관리툴) 등의 기능 오픈하였다.

그림18 네이버쇼핑의 DATA 흐름



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 NAVER 쇼핑- 데이터에 기반한 차별화된 모델

NAVER 55 라운드넥 벨벳 미디 러블리 가을

통합검색 블로그 이미지 지식IN 카페 동영상 쇼핑 뉴스 더보기 검색옵션

정렬 기간 영역 옵션유지 [개념] [커뮤니티] 상세검색

네이버쇼핑 다른 사이트를 보시려면 여기를 누르세요.

검색결과가 부족하여 일부 키워드로 검색한 결과를 포함합니다.

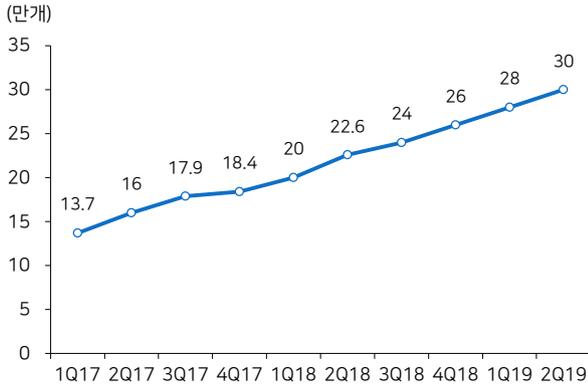
'55 라운드넥 벨벳 미디 러블리 가을' 상품 1,386건

	수인 라리 블랙 벨벳 레드 리본 미디... 109,000원 오마이퀸 <b>N Pay</b>		수인 라리네이버 블랙 벨벳 플레어... 108,000원 오마이퀸 <b>N Pay</b>
	가을 간절기 러블리 심플 데이트나... 37,800원 스타일포유조아 <b>N Pay</b>		해외 Mince 벨벳 재킷 여성용 짧은 2019... 60,570원 11번가
	해외 라운드넥 캐시미어스웨터 겨울 옷스... 165,800원 쿠팡		해외 여성 배기 미디 롱 인써템 링크 라운... 55,270원 싸다정마트

① 네이버는 상품판매의 당사자가 아니며, 구매 전 상품정보를 반드시 확인하시기 바랍니다. 별첨고지 및 안내

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 네이버 스마트스토어 가맹점수



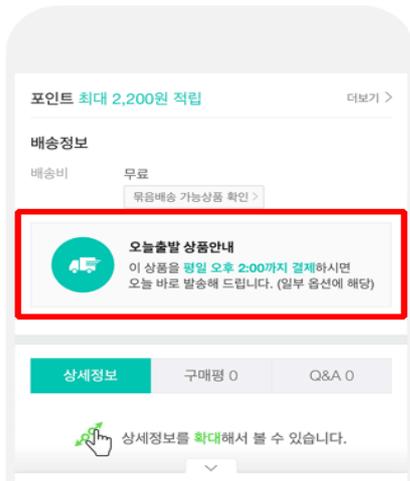
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 네이버쇼핑의 방향성

구분	내용
상품 Data	남들이 가진 상품도 남들이 가지지 않은 상품도 담는 것을 뛰어넘어
판매 Data	얼마나 팔렸고, 리뷰는 좋은지 배송은 얼마 걸리는지, 누가 나쁜 판매자인지
상세속성 Data	원피스의 소재, 색깔, 스타일, 시즌은 무엇인지 (라운드넥, 벨벳, 미디, 러블리 원피스 찾아주기)
유저 Data	내 사이즈에 적합한지, 내 스타일에 맞는지 지난번에 구매한 신발이랑 어울리는지

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 네이버 쇼핑 - '오늘 출발' 오픈



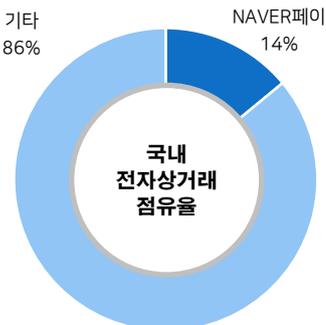
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 네이버쇼핑 - '배송 시뮬레이터'



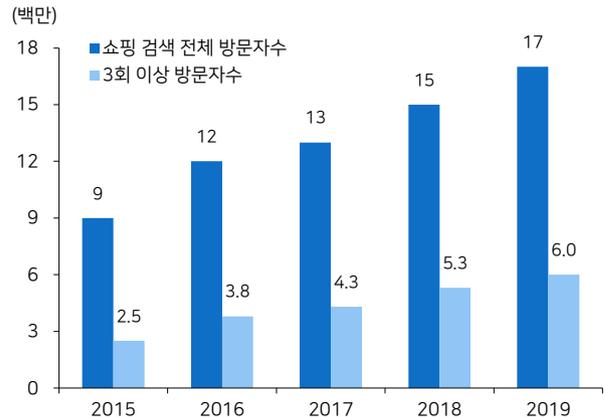
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 네이버페이, 국내 전자상거래 점유율 14%



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 네이버쇼핑 방문자 1/3이 3회 이상 방문



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

## N쇼핑의 기업가치

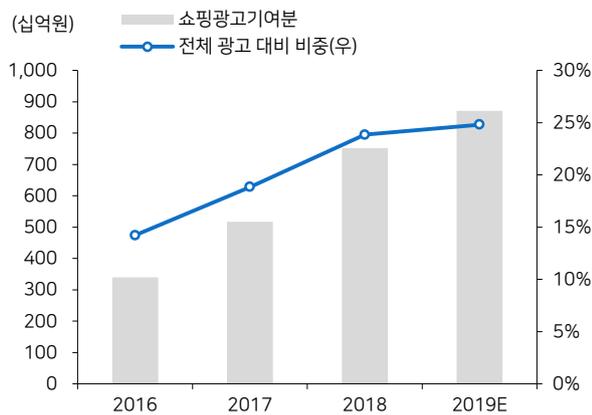
네이버쇼핑의 기업가치는 5.4조원으로 국내 모바일쇼핑 플랫폼 평균 PSR 대비 32% 할인한 값이다. NAVER는 2005년 지식쇼핑으로 가격비교 서비스 시작. '플랫폼' 경쟁력으로 빠르게 성장하였다. 2014년 NAVER '샵엔'으로 전자상거래에 직접 진출하며 결제수수료 3%를 제외한 어떤 수수료도 부과하지 않아 소상공인, 자영업자들이 NAVER 플랫폼으로 결집하게 된다. 2015년 네이버페이를 도입하며 오프라인 스토어를 온라인으로 적극 연결시켰고, 2019년 포인트플러스, 쿵에스크로 등 다양한 쇼핑/금융 서비스 제공하며 지배력 강화하고 있다. 와이즈앱에 따르면 19년 상반기 온라인쇼핑 시장에서 네이버쇼핑이 거래액 기준 국내 1위였던 것으로 파악되며 2019년 쇼핑이 기여하는 광고 매출액은 8,706억원, 전체 광고대비 24.8% 비중으로 추정한다.

그림25 네이버쇼핑, 어떻게 성장했을까?



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 쇼핑 플랫폼의 광고매출 기여분 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 국내 쇼핑플랫폼의 가치 비교

	기업가치	2019E 총매출액	2019E PSR (배)
(조원)			
쿠팡	10.0	15.7	0.6
마켓컬리	0.5	0.6	0.8
11번가	3.0	10.5	0.3
위메프	1.0	6.5	0.2
평균	3.6	8.3	0.5
<b>네이버쇼핑</b>	<b>5.4</b>	<b>19.5</b>	<b>0.3</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 독립하는 '네이버페이' 무엇이 달라질까?

### 확연히 달라질 사업속도

네이버페이 분사를 통해 미래에셋대우 그룹으로부터 5,000억원 이상 규모의 투자 유치 진행된다. 이를 통해 1) 오프라인, 개방형의 결제/송금 서비스 확장과 2) 대출 중개 등 금융 포트폴리오 론칭, 그리고 3) 독자적인 가치 평가 시작되기 때문에 수익화 속도도 가속화될 수 있다.

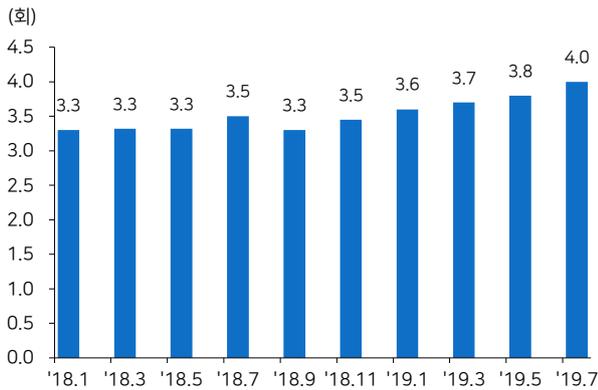
### 경쟁력은 사용자규모

핀테크 사업의 성장잠재력은 사용자 규모에 있다고 생각하며 네이버쇼핑의 막대한 사용자와 결제 규모는 네이버 핀테크의 가장 강력한 경쟁력이다. 7월 기준 네이버페이 월간 사용자수는 1천만명, 월간 결제액 1.4조원을 돌파하며 크리티컬 매스 도달하였다. 네이버페이 포인트는 네이버 생태계 선순환의 중심으로 참고로 월간페이 결제액의 0.4% 60억원은 가맹점 제공 페이 포인트이다. 네이버페이는 적립금이 쌓이면서 계속 네이버페이를 사용하게 되는 구조로 네이버페이 포인트는 대한민국 소비자들이 가장 선호하는 포인트 이다.

### 결제와 포인트 경쟁우위

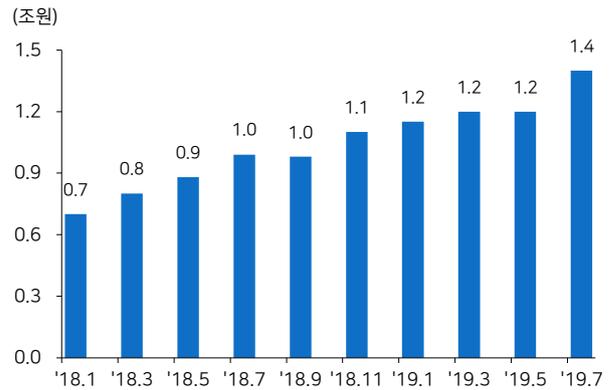
네이버페이는 결제(가맹점 확대) 포인트(사용자 흐름 확장)에서의 경쟁 우위 강화 전략으로 현재 일본 편의점에서 네이버페이 결제가 가능하며, 4분기 대만, 중국, 태국 등 크로스보더 결제확대를 계획하고 있다. 또한 제로페이도 지원하고 있는데 결제수수료 '제로' 정책을 환영하며 '데이터'가 남는 결제를 지향한다.

그림27 네이버페이 결제건수 - 월 4회 기록



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 월 결제액 1.4조원 돌파



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 네이버페이의 일상적 사용처 확장계획

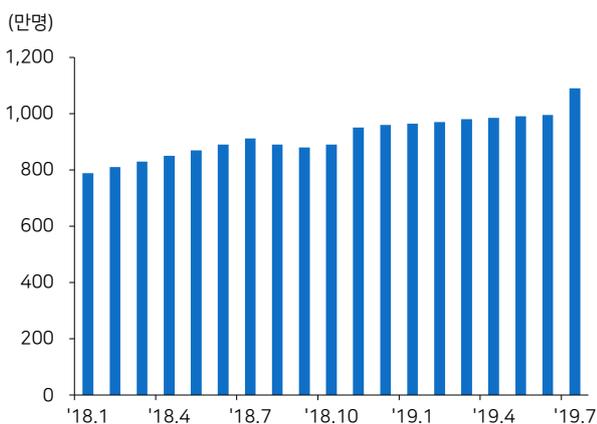


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

페이 포인트 생태계의 핵심

2019년 5월부터 네이버페이 포인트를 양도 가능하도록 약관 변경하며 금융당국과의 논의를 거쳐 거래 가능해질 전망이다. 네이버페이 포인트는 네이버 생태계의 핵심이며 마일리지 개념이 합쳐진 가상화폐와 유사하다. 현재 네이버페이를 통해 결제하거나 계좌나 카드로 포인트를 충전하면 총 금액의 일정 퍼센트를 적립해준다. 포인트 양도가 가능해지면 송금, 상품권, 선물하기 등 여러 형태로 발전 가능하며 생태계 내 '유저 보상'이 강화되고 가맹점, 금융사 등 다양한 서비스 기반을 확보하는 효과 가능하다.

그림30 네이버페이 월간 결제자수, 1천만명



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 영풍문고 - 6% 적립 포인트 캠페인



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

간편결제/송금 사업자의 가치

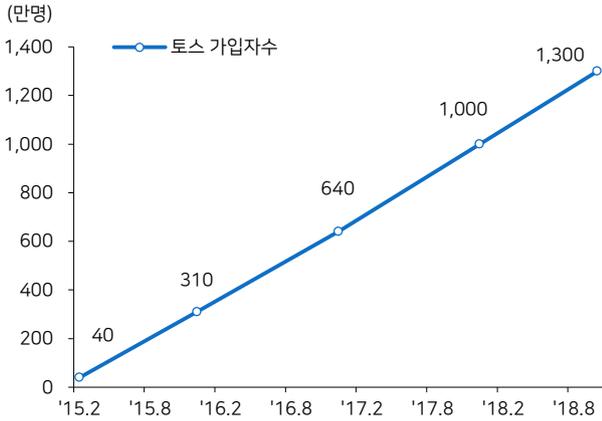
토스의 기업가치 2.7조원

2018년 8월 토스가 770억원 규모의 투자유치 결정하면서 기업가치 2.7조원으로 평가받았다. 이는 2018년 12월 기업가치 1.3조원 대비 2배 이상의 가치 상승으로 에스팩스, 클라이언퍼킨스 등 기존 투자자가 추가 펀딩을 진행하며 기업가치 우상향이 가파르게 일어났던 것으로 판단된다. 토스는 2015년 2월 간편송금 서비스를 시작한 이후 누적 가입자 1,300만명, 누적 송금액 51조원을 기록하였다. 비바리퍼블리카의 2018년 영업수익은 548억원(+166.1% YoY), 영업손실은 445억원은 적자지속되었다. 2019년 4월 출시된 토스카드 발급자수는 8월 현재 400만명 넘어서며 누적 결제액 3,200억원 돌파하였다.

네이버페이, 카카오페이 재평가에 긍정적 영향

결국 핀테크 사업은 누가 고객의 동의를 먼저/더 많이 얻어낼 수 있느냐의 경쟁이라면 플랫폼 사업자인 카카오와 네이버가 매우 유리하다. 국내 간편결제/송금 사업자의 가치는 토스와 더불어 성장 잠재력 높이가 평가되고 있다는 점 긍정적이다. 2019년 기준 카카오페이와 네이버파이낸셜의 가치는 각각 2조원을 상회한다고 판단한다.

그림32 토스 가입자수 1,300만명



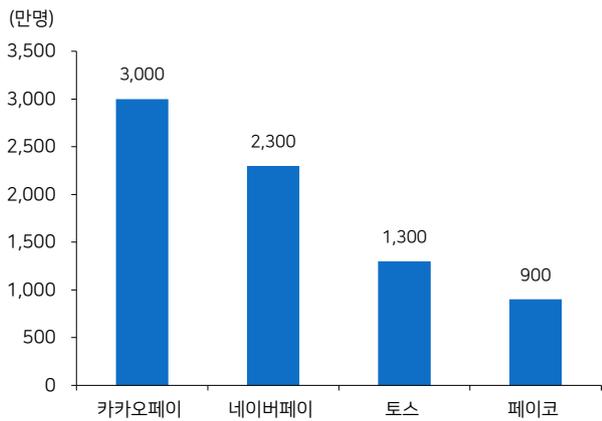
자료: 비바리퍼블리카, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 비바리퍼블리카 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018
<b>영업수익</b>	<b>3.4</b>	<b>20.6</b>	<b>54.8</b>
Growth (%)		498.7%	166.1%
영업비용	26.2	59.7	99.3
급여	2.	6.0	13.6
임차료	0.1	0.4	1.2
지급수수료	19.1	44.8	61.6
광고선전비	3.1	4.5	13.4
<b>영업이익</b>	<b>-22.8</b>	<b>-39.1</b>	<b>-44.5</b>
Growth (%)		적지	적지
법인세차감전이익	-22.6	-39.1	44.5
<b>당기순이익</b>	<b>-22.6</b>	<b>-39.1</b>	<b>-44.5</b>

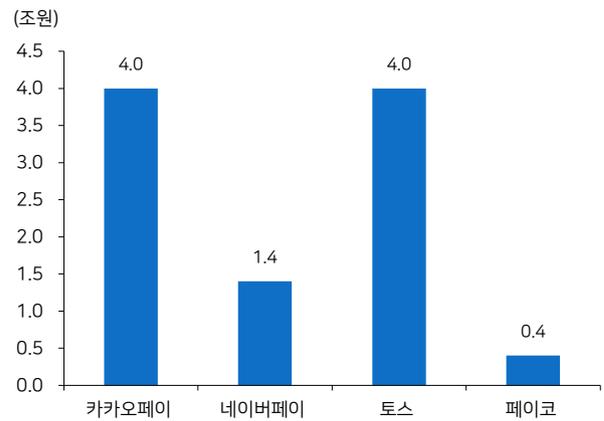
자료: 비바리퍼블리카, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 간편결제/송금 플랫폼 이용자수



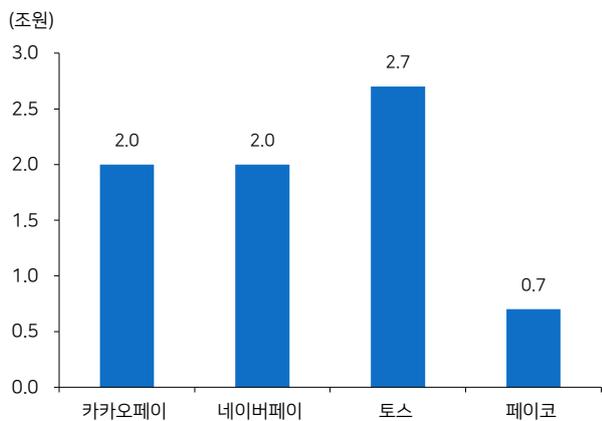
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 사업자별 거래액 비교 (월간)



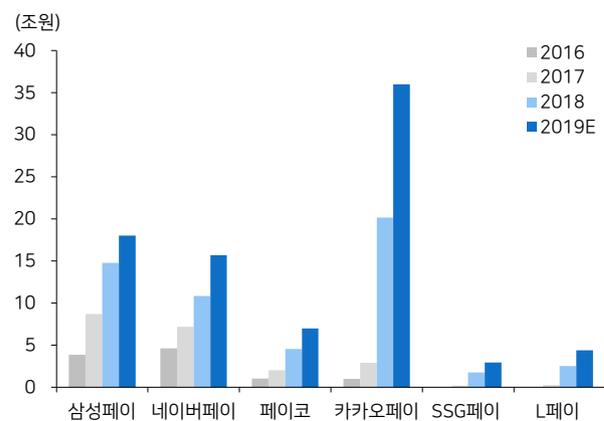
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 사업자별 기업가치



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 사업자별 거래액 비교



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

## 종이 위의 환상, 네이버웹툰

### 인터넷 만화의 성장

“인터넷 만화의 비약적인 성장은 눈부시다. 가히 혁명적인 상황이라고 할 만큼 만화 시장의 모든 것을 바꿔 놓았다. 이제 인기 만화 작가는 대여점이나 만화가게에서 찾으면 안되고 인터넷에 접속해야만 한다.” - 디지털만화규장각, 김병수

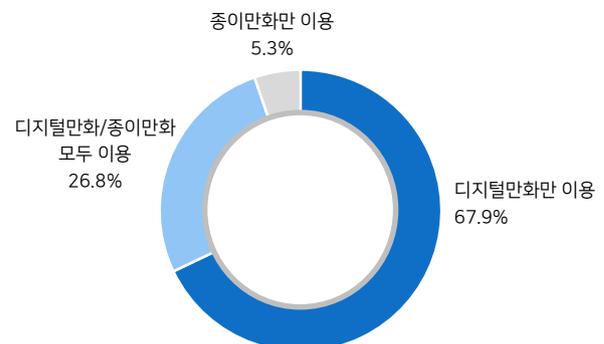
웹툰은 웹(Web)과 만화(Cartoon)이 결합된 콘텐츠로, 출판물에서 웹으로 만화가 연재되는 공간이 바뀌며 그 특징 또한 변화되고 있다. 첫째, 웹툰은 위에서 아래로 내려보는 세로 스크롤 방식으로 컷구성이 상이하며 둘째, 댓글을 통해 적극적 소통이 가능하다는 점과 셋째, 플래시나 소리 효과를 통해 시각과 청각 자극하는 경험이라는 점에서 차별화된다. 시장의 반응 측정과 제품이 수정에 극도로 용이한 디지털 콘텐츠의 특성을 잘 반영한다. 웹소설의 인기는 1) 중고등 때 경험했던 이용자가 구매가능 고객으로 성장, 2) 전자결제 편의성으로 거부감 없어짐, 3) 다른 여가생활 대비 현저히 낮은 가격 때문이다. 웹툰/웹소설의 시장 확장에는 1) 실력있는 작가들이 예전보다 훨씬 더 많은 기회, 2) 플랫폼의 투자와 트래픽 집객 능력과 3) 경험해본 소비자가 늘어나며 네트워크 효과, 구매 단가 상승하고 있기 때문이다.

그림37 국내 웹툰/웹소설 시장 규모, 1조원 돌파



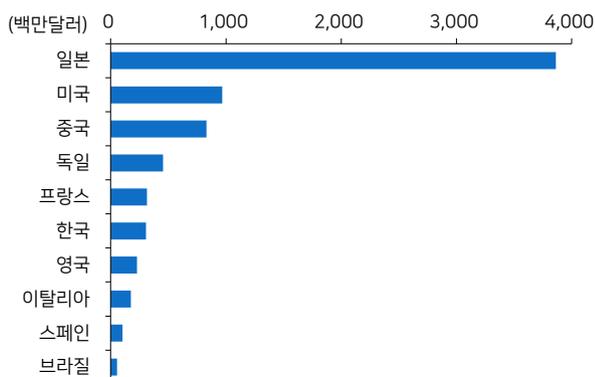
자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 만화형태별 이용 경험



자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

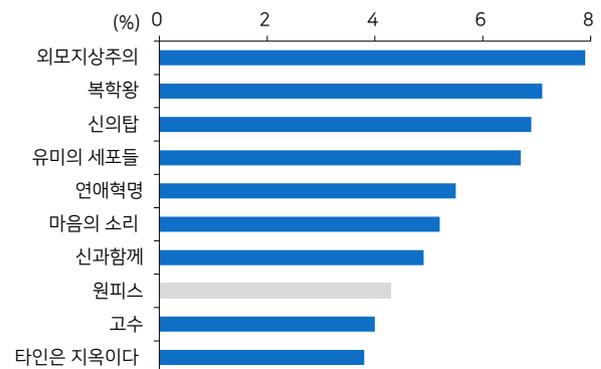
그림39 국가별 만화산업 규모



주: 2017년 기준

자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 2018년 인기웹툰 - 네이버 다수



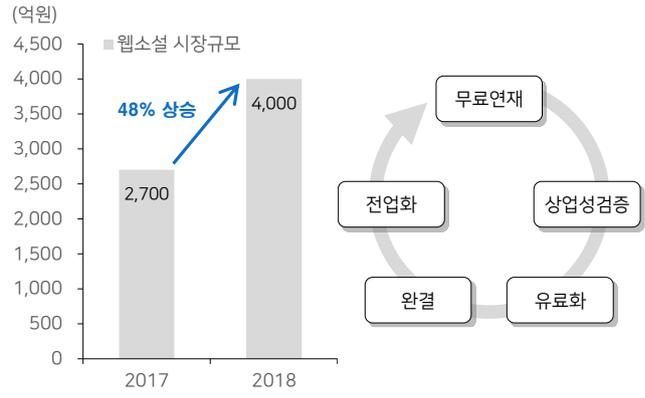
자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 웹툰의 드라마 성공사례 - 내ID는 강남미인



자료: NAVER, 메리츠증권리서치센터

그림42 웹소설도 인기



자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권리서치센터

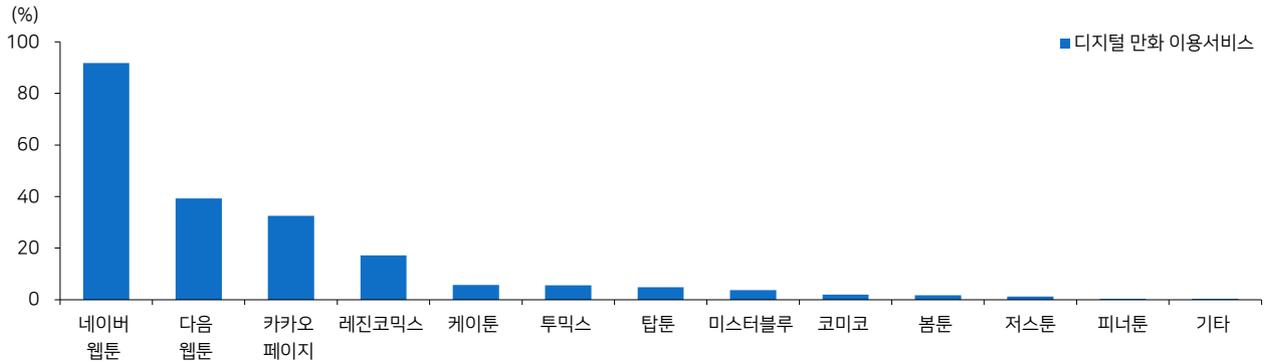
### 네이버웹툰 - 국내 디지털만화 시장 개척

2017년 5월 네이버웹툰은 100% 물적분할 형태 독립법인으로 설립되었다. 2004년 포털 사이트 네이버에서 '만화'라는 명칭으로 서비스를 시작하여, 2014년 독립사업부문으로 운영되다 2015년 사내독립기업을 거쳐 2017년 분사되었다. 네이버는 네이버웹툰이 누적 1,105억원을 출자(18년 1월 기준)하였다.

자본력을 확보한 네이버웹툰 주식회사는 분사 후 스노우와 함께 동영상 콘텐츠 제작법인 플레이리스트에 공동 출자하며, 웹툰/웹애니메이션 제작사 '리코'를 설립, 2018년 8월에는 웹툰 IP 중심의 영화제작사 '스튜디오N'을 설립했다. 플레이리스트는 웹드라마 '연애플레이리스트', '에이틴', '여고생' 등의 웹드라마를 제작하며 선세이션을 일으킨다.

네이버웹툰의 2018년 영업수익은 722억원(+111.8% YoY), 영업손실은 적자폭 확대되며 541억원을 기록하였다. 작가와 수익배분 후 순매출로 영업수익 인식한다는 점을 감안하면 거래액은 약 2,000억원 수준으로 카카오페이지와 유사하다. 적자폭이 확대되었던 이유는 글로벌 시장 진출을 위해 국가별 앱 개발, 언어번역 프로세스 확립, 매해 500억원 규모의 투자를 지속적으로 해왔기 때문이다. 2019년에는 유료 서비스, '너에게만 무료' 등 다양한 수익모델 확보 통해 적자축소를 노력하고 있다.

그림43 국내 웹툰 이용 사이트 중에서 트래픽 No. 1



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국신용정보원, 메리츠증권리서치센터

표7 네이버웹툰 소개

구분	내용
설립일	2017년 5월 1일
CEO	김준구
직원수	249명(18년 12월 기준)
전년 영업실적	18년 매출액 722억원, 영업손실 541억원 기록
<b>주요 연혁</b>	
2004년	포털 사이트 네이버에서 '만화' 라는 명칭으로 서비스 시작
2015년	사내독립기업으로 설립
2017년 5월	네이버의 웹툰사업부문 물적분할
2018년 12월	플레이리스트(지분율 50%)에 15억원 유상증자
2019년 2월	스튜디오엔 유상증자에 30억원 투자
2019년 2월	네이버 종속기업 엔스토어와 합병 결의

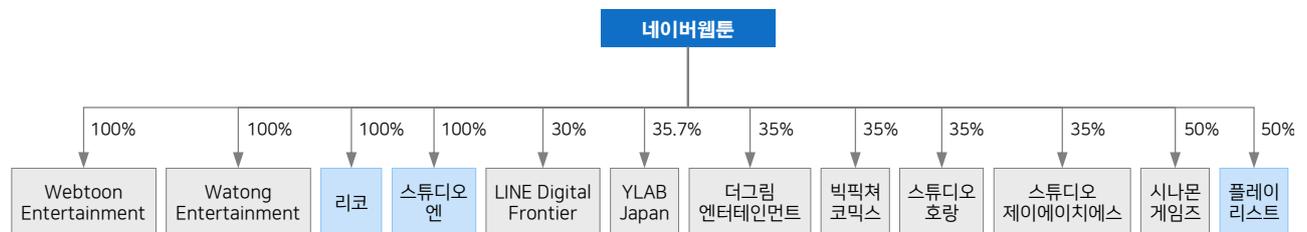
자료: 메리츠증권리서치센터

표8 네이버웹툰 손익계산서

(십억원)	2017	2018
<b>영업수익</b>	<b>34.1</b>	<b>72.2</b>
성장률(%)	-	111.8%
영업비용	72.2	126.3
<b>영업손실</b>	<b>-38.1</b>	<b>-54.1</b>
기타수익	0.1	0.2
기타비용	0.1	-10.1
금융수익	0.1	0.6
금융비용	-	-913.0
<b>법인세비용차감전순손실</b>	<b>-38.0</b>	<b>-63.5</b>
법인세수익	1.5	0.8
<b>당기순손실</b>	<b>-36.5</b>	<b>-62.7</b>
기타포괄손익	0.1	-2.2
<b>총포괄손실</b>	<b>-36.4</b>	<b>-64.9</b>

자료: 메리츠증권리서치센터

그림44 네이버웹툰 지배구조



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국신용정보원, 메리츠증권리서치센터

표9 웹툰/웹소설 IP 확장 위한 종속/관계 회사 현황

구분	내용	주요 작품
리코	네이버웹툰 기반 애니메이션 제작	화양연화 Pt.0 '세이브 미'
스튜디오엔	웹툰/웹소설 기반의 방송/영화 콘텐츠 확장	저스티스, 타인은 지옥이다
세미콜론스튜디오	온라인 영상물 제작 및 모바일 앱서비스	연놈
플레이리스트	웹드라마 제작사	연플리, 에이틴

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 네이버웹툰의 영상 IP 전환 계획

타이틀	영화	드라마	제작사
비질란테	○	○	-
여신강림	-	○	본팩토리
상중하	○	-	큐로홀딩스
타인은 지옥이다	-	○	-
천리마마트	-	○	-
연의 편지	○	-	LICO
피에는 피	○	-	영화사 비단길
금수저	-	○	삼화네트웍스
내일	-	○	슈퍼문픽쳐스
대작	○	-	영화사 오스카10

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 화양연화 Pt.0 '세이브미' - BTS 세계관 기반 웹툰



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 연플리(연애플레이리스트)



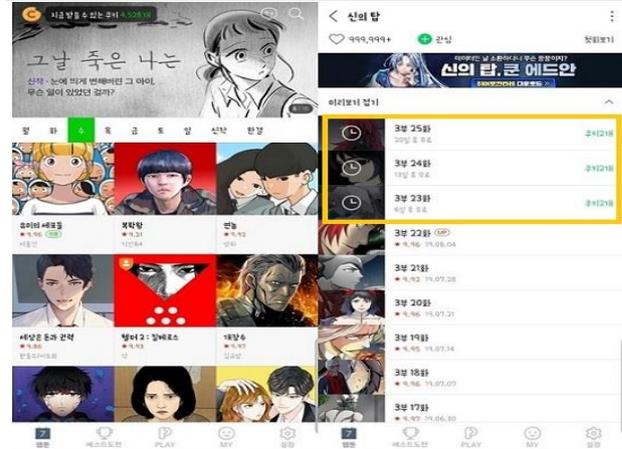
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 네이버 시리즈앱 - '너에게만 무료'



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 네이버웹툰 - 유료 서비스



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3. NAVER 실적 전망 및 Valuation

2019년 실적이 바닥이 가능성  
높아. 2020년 회복 기대

2019년 매출액과 영업이익은 각각 6.6조원(+17.9% YoY), 6,984억원(-25.9% YoY) 예상한다. 부문별 매출액은 광고 6,343억원(+10.7% YoY), 비즈니스 플랫폼 2.8조원(+13.5% YoY), IT플랫폼 4,478억원(+25.8% YoY), 콘텐츠 서비스 1,904억원(+51.3% YoY), 라인 및 기타플랫폼 2.5조원(+22.0% YoY)으로 추정한다. 국내 네이버 광고의 성장은 1) 신규 모바일앱의 성공적 안착, 2) 쇼핑/동영상/웹툰의 양호한 트래픽 성장, 3) 광고단가 인상 등으로 견조하다.

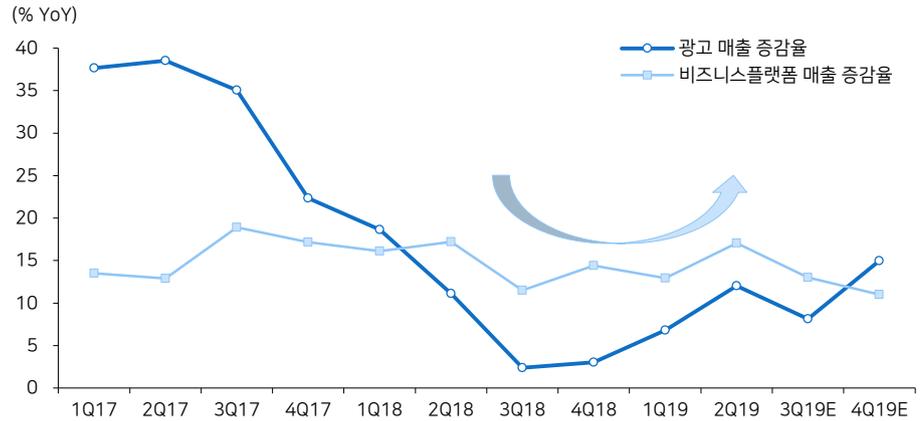
다만 라인의 핀테크 투자 본격화되며 적자폭 확대로 연결실적은 부진하다. 영업이익률은 10.6%로 역사상 최저 수준의 수익성 시현한다. 2020년 실적의 회복 기대하는데 국내 네이버 광고의 견조한 매출성장, 라인의 투자 기조 약화, 네이버파이낸셜/V/플레이스 등 신규사업 강화 등에 기인한다. 당사가 추정하는 2020년 실적은 매출액 7.7조원(+16.4% YoY), 영업이익 9,752억원(+39.6% YoY)이다.

표11 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,309.1</b>	<b>1,363.6</b>	<b>1,397.7</b>	<b>1,516.5</b>	<b>1,510.9</b>	<b>1,630.3</b>	<b>1,674.5</b>	<b>1,774.0</b>	<b>5,586.9</b>	<b>6,589.6</b>	<b>7,672.8</b>
광고	133.1	148.7	136.1	155.1	142.2	166.6	147.2	178.4	573.0	634.3	692.0
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.0	658.5	669.3	715.9	692.7	730.9	2,475.8	2,808.8	3,146.0
IT플랫폼	72.5	86.4	91.4	105.6	99.2	105.9	117.7	125.1	355.9	447.8	618.5
콘텐츠서비스	29.6	31.0	33.2	32.0	35.0	50.1	51.4	53.9	125.8	190.4	236.4
LINE 및 기타플랫폼	481.2	485.9	524.0	565.3	565.1	591.8	665.6	685.7	2,056.4	2,508.2	2,980.0
<b>영업비용</b>	<b>1,052.1</b>	<b>1,113.0</b>	<b>1,176.0</b>	<b>1,303.3</b>	<b>1,304.6</b>	<b>1,502.0</b>	<b>1,480.1</b>	<b>1,604.4</b>	<b>4,644.4</b>	<b>5,891.2</b>	<b>6,697.5</b>
플랫폼개발/운영	183.2	190.2	193.1	192.0	218.4	234.6	241.6	248.9	758.5	943.5	1,077.8
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	278.2	277.0	298.2	325.2	341.5	1,035.5	1,241.9	1,452.1
인프라	60.3	63.8	67.3	72.9	75.8	80.4	85.8	90.1	264.3	332.1	434.7
마케팅	71.0	84.9	82.8	99.5	65.8	102.9	102.5	122.0	338.2	393.2	489.5
LINE 및 기타플랫폼	497.2	511.9	578.1	660.8	667.6	785.9	725.0	802.0	2,248.0	2,980.5	3,243.4
<b>영업이익</b>	<b>257.0</b>	<b>250.6</b>	<b>221.7</b>	<b>213.3</b>	<b>206.2</b>	<b>128.3</b>	<b>194.4</b>	<b>169.5</b>	<b>942.5</b>	<b>698.4</b>	<b>975.2</b>
<b>세전이익</b>	<b>255.7</b>	<b>388.4</b>	<b>186.8</b>	<b>280.8</b>	<b>189.8</b>	<b>110.4</b>	<b>171.8</b>	<b>146.4</b>	<b>1,111.7</b>	<b>618.4</b>	<b>981.8</b>
<b>지배순이익</b>	<b>165.2</b>	<b>264.2</b>	<b>99.0</b>	<b>120.4</b>	<b>130.1</b>	<b>79.2</b>	<b>152.2</b>	<b>134.5</b>	<b>648.8</b>	<b>496.0</b>	<b>580.4</b>

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 네이버 광고/비즈니스플랫폼 매출 증감율



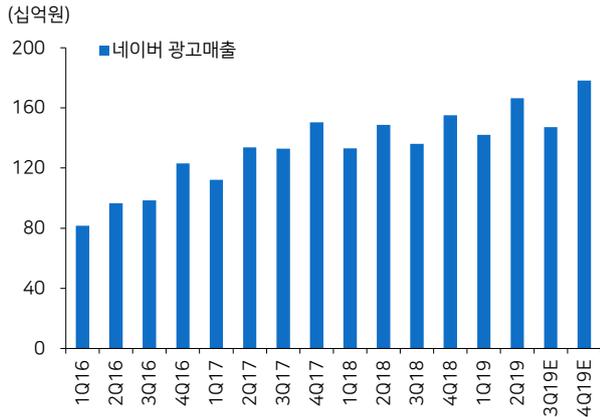
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 네이버 모바일업 주요 광고상품 단가 변화 내용

구분	판매 유닛코드	판매 유닛명	과금 방식	기간	공시단가(백만원)		전월대비 인상률 (%)	예산노출량 (백만imps) /구좌	
					~2019.6.30	2019.7.1 ~현재			
Home	SA100851	M_메인_통합_스페셜DA	CPT (3시간)	00-03시	20	26	30	10.4	
				03-06시	8	10	25	4.0	
				06-09시	27	34	26	12.1	
				09-12시	38	51	34	19.0	
				12-15시	42	56	33	21.0	
				15-18시	43	57	33	21.3	
				18-21시	45	58	29	22.0	
				21-24시	44	57	30	21.3	
모바일메인	SA100584	M_메인_잡앤_브랜드DA (신)	CPT	CPT-1주 (기간별)	3	4	33	-	
	SA100587	M_메인_게임앱_브랜드DA (신)		CPT-1주 (4구좌)	4	3	-25	0.4~0.6	
	SA100588	M_메인_공연전시_브랜드DA (신)		CPT-1주 (2구좌)	4	4	-	0.8~1	
	SA100589	M_메인_동물공감_브랜드DA (신)		CPT-1주 (3구좌)	4	4	-	0.8~1	
	SA100590	M_메인_디자인_브랜드DA (신)		CPT-1주 (기간별)	3	3	-	0.6~0.7	
	SA100591	M_메인_비즈니스_브랜드DA (신)		CPT-1주 (기간별)	3	3	-	0.5~0.6	
	SA100592	M_메인_스쿨챗_브랜드DA (신)		CPT-1주 (1구좌)	3	3	-	0.9~1.1	
	SA100593	M_메인_여행_브랜드DA (신)		CPT-1주 (기간별)	3	3	-	0.7~0.9	
	SA100594	M_메인_영화_브랜드DA (신)			4	4	-	0.8~1	
	SA100595	M_메인_자동차_브랜드DA (신)			5	3	-40	0.6~0.8	
	SA100596	M_메인_테크_브랜드DA (신)		CPT-1주 (2구좌)	5	5	-	1~1.2	
	SA100597	M_메인_FARM_브랜드DA (신)			4	4	-	0.9~1.1	
	SA100558	M_메인_연애결혼_브랜드DA			CPT-1주 (3구좌)	4	3	-25	0.6~0.8
	SA100607	M_메인_법률_브랜드DA			CPT-1주 (3구좌)	3	3	-	0.6~0.8
	SA100662	M_메인_잡앤_구인정보DA			CPT-1개월(2구좌)	24	24	-	0.5~0.6
	SA100498	M_메인_브랜드DA(240)		CPM	-	4,400원	4,400원	-	-
	SA100796	M_메인_화보DA(300)			-	5,500원	5,500원	-	-

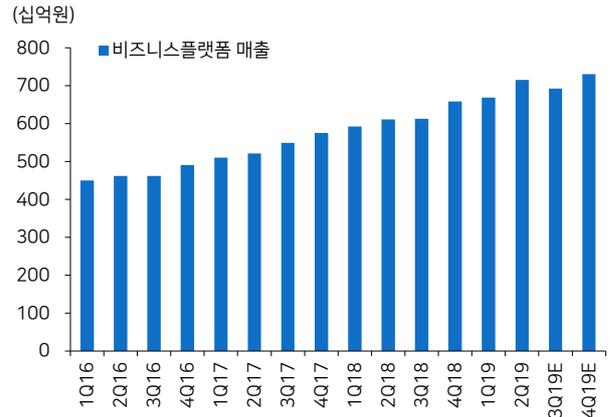
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 네이버 광고 매출



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 비즈니스 플랫폼(검색광고) 매출



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 네이버-라인, 인력 투자 지속되나 증가폭은 둔화



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 2019년 라인 마케팅비 전년 대비 약 2배 증가



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

### 주주가치 제고 노력

네이버 별도기준 손익계산서는 매우 양호하다. 2분기 영업수익은 1.0조원 (+16.0% YoY), 영업이익은 3,490억원(+12.6% YoY) 기록하였으며 2019년 연간 최소 1.3조원 이상의 영업현금흐름 창출 가능하다. 국내 본사의 검색, 쇼핑, 디스플레이 광고 영업은 매우 순조롭기 때문이다. 다만 라인, 스노우, 네이버랩스 등 연결법인의 영업적자 확대가 실적의 발목을 잡고 있는 상황이다.

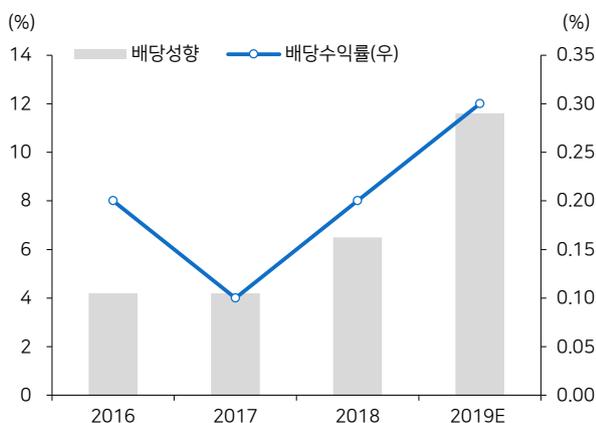
2011년 이후 NAVER는 순이익의 30%를 자기주식매입과 배당을 통한 주주가치 제고 정책 펼쳐왔다. 2018년 Free Cash Flow의 30%를 배당/자기주식매입에 사용하기로 하면서 주주환원 정책 일시적으로 후퇴하는 듯 보였으나 2019년 다시 적극적 주주환원 정책에 대한 의지 거듭 밝히고 있다. 따라서 자기주식 소각과 같은 적극적 주주가치 제고 정책도 가능하다고 판단하고 투자자들뿐만 아니라 NAVER의 대주주 지배력도 강화할 수 있다는 점에서 일석이조이다.

표13 NAVER 별도 손익계산서는 매우 양호

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2016	2017	2018
영업수익	678.9	709.5	746.4	795.8	810.6	861	855.4	932	912.6	1,000.20	2,496.50	2,930.70	3,459.00
영업비용	407.6	421.1	445.8	477.9	516.9	551	540.5	587.1	571.9	651.2	1,528.10	1,752.40	2,195.50
영업이익	271.3	288.3	300.7	317.9	293.8	310	314.8	344.9	340.7	349	968.4	1,178.20	1,263.50
영업이익률(%)	40.00%	40.60%	40.30%	39.90%	36.20%	36.00%	36.80%	37.00%	37.30%	34.90%	38.80%	40.20%	36.50%
영업외수익	19.5	21	20.5	40.4	22.5	78.8	17.5	88.5	69.7	29.7	64.5	101.5	207.3
영업외비용	8	19	27.1	62.5	33.6	50.2	64.8	98.7	55.9	21.5	117.6	116.5	247.4
법인세차감전순이익	282.9	290.3	294.1	295.8	282.6	338.7	267.5	334.7	354.5	357.2	909.7	1,163.00	1,223.50
법인세비용	69.8	78.7	73.4	91.7	70.3	84.3	79.1	89.3	97.3	78.2	257.9	313.6	323
당기순이익	213	211.7	220.7	204.1	212.3	254.3	188.3	245.5	257.2	278.9	651.8	849.4	900.4

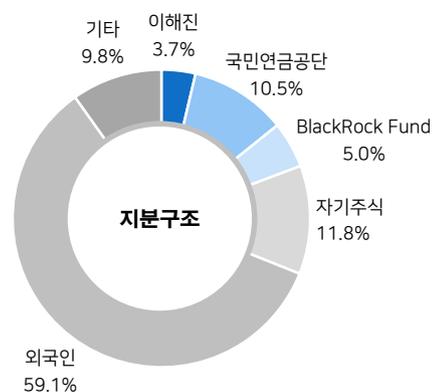
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 NAVER의 배당정책 꾸준함



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 NAVER 지분구조



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

## Valuation

투자의견 Buy,  
적정주가 19만원으로 상향

NAVER에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 19만원으로 상향한다. 적정주가는 국내 네이버 사업가치 21.5조원 + 라인 지분가치 5.1조원 + 현금성 자산/자사주 4.7조원의 합산으로 산정하였다. 국내 네이버 사업가치는 검색포탈 9.9조원 (2019년 예상 순이익 6,577억원 x Target PER 15배를 적용) + 쇼핑 5.4조원 (2019E NP 2,176억원 x PER 25배) + 파이낸셜 2.2조원(2019E 매출 4,478억원 x PSR 5배) + 웹툰 1.0조원 + 동영상 0.6조원의 합산한 21.5조원 수준이다. 라인 가치는 5.1조원으로 NAV대비 30% 할인 적용, 지분율 71% 감안하였다.

네이버의 기업가치는 1) 쇼핑, 파이낸셜, 웹툰의 본격적인 수익화와 2) V라이브, Glace 등 기타 CIC의 성장잠재력, 3) 라인 역시 핀테크 투자 감소에 따른 수익성 개선 가능성으로 비중확대 전략 유효하다.

표14 NAVER Valuation - 쇼핑, 페이, 웹툰, 동영상의 가치 세분화

(십억원)	내용	비고
<b>네이버 (A+B+C+D+E+F) -(1)</b>	<b>21,464.0</b>	
<b>검색 플랫폼 (A)</b>	<b>9,865.4</b>	
2019E NP	657.7	알파벳, 야후 등과 비교
Target PER	15.0	
<b>쇼핑 (B)</b>	<b>5,440.9</b>	
2019E NP	217.6	19E 광고매출 대비 25% 비중, NPM 25%
Target PER	25.0	쇼핑 사업 성장 프리미엄 부여
<b>파이낸셜 (C)</b>	<b>2,239.2</b>	미래에셋대우 그룹으로 피투자 기준
2019E 매출액	447.8	
PSR	5.0	
<b>웹툰 (D)</b>	<b>1,000.0</b>	
2019E 매출액	100.0	
PSR	10.0	
<b>동영상 (E)</b>	<b>600.0</b>	
2019E 매출액	60.0	
Target PSR	10.0	
<b>기타 (F)</b>	<b>2,318.5</b>	NAV대비 30% 할인
<b>라인 -(2)</b>	<b>5,112.0</b>	NAV대비 30% 할인
라인 시가총액	9,000.0	
지분율	71.0	
<b>현금성자산 -(3)</b>	<b>1,940.8</b>	
<b>자사주 -(4)</b>	<b>2,825.0</b>	
<b>총 기업가치 (1+2+3+4)</b>	<b>31,341.8</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>190,000</b>	
현주가(8/28, 원)	146,500	
상승여력(%)	29.7%	
주식수(천주)	164,813	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## NAVER (035420)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>4678.5</b>	<b>5,586.9</b>	<b>6,589.6</b>	<b>7,672.8</b>	<b>8,559.7</b>
매출액증가율 (%)	16.3	19.4	17.9	16.4	11.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,586.9	6,589.6	7,672.8	8,559.7
판매관리비	3,499.3	4,644.4	5,891.2	6,697.5	7,379.5
<b>영업이익</b>	<b>1,179.2</b>	<b>942.5</b>	<b>698.4</b>	<b>975.2</b>	<b>1,180.2</b>
영업이익률	25.2	16.9	10.6	12.7	13.8
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	618.4	981.8	1,223.3
법인세비용	423.2	488.8	309.1	392.7	489.3
<b>당기순이익</b>	<b>770.1</b>	<b>627.9</b>	<b>306.7</b>	<b>589.1</b>	<b>734.0</b>
지배주주지분 순이익	772.9	648.8	496.0	580.4	725.2

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>940.0</b>	<b>973.5</b>	<b>725.5</b>	<b>1,049.2</b>	<b>1,282.1</b>
당기순이익(손실)	770.1	627.9	306.7	589.1	734.0
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
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,310.3</b>	<b>-388.3</b>	<b>-319.9</b>	<b>-597.5</b>	<b>-685.0</b>
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
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>636.2</b>	<b>751.0</b>	<b>463.7</b>	<b>444.9</b>	<b>430.9</b>
차입금의 증감	33.6	750.6	788.1	827.5	868.9
자본의 증가	290.7	33.1	34.8	36.5	38.3
현금의 증가(감소)	181.3	1,415.3	-118.1	-101.7	-224.5
기초현금	1,726.2	1,907.6	3,322.9	3,525.0	3,971.4
기말현금	1,907.6	3,322.9	3,204.8	3,423.3	3,746.9

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>4,784.2</b>	<b>5,385.6</b>	<b>6,747.2</b>	<b>7,328.5</b>	<b>8,069.8</b>
현금및현금성자산	1,907.6	3,322.9	3,204.8	3,423.3	3,746.9
매출채권	621.5	585.5	670.7	803.4	962.5
재고자산	36.2	57.4	65.8	78.8	94.4
<b>비유동자산</b>	<b>3,235.0</b>	<b>4,495.6</b>	<b>4,773.4</b>	<b>5,330.8</b>	<b>5,955.9</b>
유형자산	1,150.0	1,457.3	1,454.8	1,673.0	1,923.9
무형자산	339.5	307.0	145.2	167.0	192.0
투자자산	1,387.7	2,247.7	2,693.3	2,926.3	3,205.5
<b>자산총계</b>	<b>8,019.3</b>	<b>9,881.2</b>	<b>10,221.3</b>	<b>11,109.4</b>	<b>12,175.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,302.7</b>	<b>2,619.7</b>	<b>643.3</b>	<b>662.0</b>	<b>682.6</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>411.3</b>	<b>1,312.4</b>	<b>1,363.6</b>	<b>1,420.0</b>	<b>1,482.0</b>
사채	0.0	711.6	756.5	756.5	756.5
장기차입금	49.9	100.1	100.1	100.1	100.1
<b>부채총계</b>	<b>2,714.1</b>	<b>3,932.1</b>	<b>4,149.9</b>	<b>4,484.9</b>	<b>4,853.4</b>
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,507.9	1,507.9	1,507.9
기타포괄이익누계액	-117.2	-221.8	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,439.8	5,992.9	6,690.8
비지배주주지분	542.8	708.9	711.9	711.9	711.9
<b>자본총계</b>	<b>5,305.2</b>	<b>5,949.1</b>	<b>6,071.4</b>	<b>6,624.5</b>	<b>7,322.4</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,387	33,898	39,982	46,554	51,936
EPS(지배주주)	4,689	3,937	3,009	3,522	4,400
CFPS	8,698	7,493	7,602	8,735	10,575
EBITDAPS	8,406	7,303	5,901	7,664	8,994
BPS	28,895	31,795	32,519	35,875	40,109
DPS	289	314	314	314	314
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	37.1	31.0	48.7	41.6	33.3
PCR	20.0	16.3	19.3	16.8	13.9
PSR	6.1	3.6	3.7	3.1	2.8
PBR	6.0	3.8	4.5	4.1	3.7
EBITDA	1,385.4	1,203.6	972.5	1,263.1	1,482.4
EV/EBITDA	18.8	14.9	23.6	17.9	14.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	18.5	13.0	9.4	10.3	11.6
EBITDA 이익률	29.6	21.5	14.8	16.5	17.3
부채비율	51.2	66.1	68.4	67.7	66.3
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	106.9	106.1	98.8

**Compliance Notice**

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 김동희(는) NAVER의 2019 Line Conference 행사에 NAVER의 일부를 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김동희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**NAVER (035420) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	피리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.2	-10.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-16.3	-5.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-18.2	-16.3	
2018.01.26	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.0	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.7	-15.3	
2018.04.27	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.4	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.5	-15.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.3	-15.3	
2018.10.02	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.5	-15.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-31.1	-15.3	
2018.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-32.9	-31.2	
2018.11.14	산업분석	Buy	170,000	김동희	-29.5	-21.8	
2019.01.11	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.8	-19.1	
2019.02.01	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-26.7	-18.5	
2019.04.19	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-26.8	-18.5	
2019.04.25	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.3	-18.5	
2019.05.29	산업분석	Buy	170,000	김동희	-28.3	-18.5	
2019.07.09	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-28.4	-18.5	
2019.07.25	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.1	-12.6	
2019.08.29	기업분석	Buy	190,000	김동희	-	-	