

2020. 9. 7



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 강다예

02. 6454-4884

daye.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 400,000 원

현재주가 (9.4) 328,500 원

상승여력 21.8%

KOSPI 2,368.25pt

시가총액 539,605억원

발행주식수 16,426만주

유동주식비율 75.76%

외국인비중 55.46%

52주 최고/최저가 339,000원/143,000원

평균거래대금 3,321.9억원

주요주주(%)

국민연금공단 12.73

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

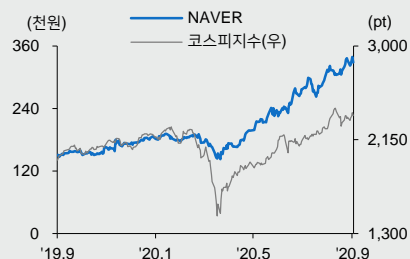
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 5.6 84.0 117.5

상대주가 1.7 60.0 82.7

주가그래프



NAVER 035420

The Quickening(가속화)

- ✓ 2020년 COVID19로 디지털 혁신 가속화. 온라인 구매 활성화와 검색/뉴스/영상 등의 콘텐츠 소비에 있어서 인터넷 플랫폼에 대한 의존도 커짐
- ✓ 네이버쇼핑의 분사 가능성. 멤버십/브랜드스토어/장보기로 오프라인과의 연결 본격화, 줌라이브 인수 통한 '쇼핑라이브' 경쟁력 강화, A홀딩스 통한 일본 진출 가능성
- ✓ 네이버파이낸셜, 6~7월 통장 가입자수 40만명 추정, 곧 대출/후불결제 서비스 오픈
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 40만원으로 상향. 인터넷업종 Top Pick

NAVER, 한국 4차 산업혁명의 마중물

7월 중순 문재인 대통령은 '한국판 뉴딜'의 구체적인 청사진을 발표했다. 비대면 사회를 맞이하여 디지털 역량을 전 산업분야에 결합시켜야 미래 먹거리와 일자리가 창출된다. 이는 인터넷 플랫폼의 역할과 중요성이 커지는 것을 의미하는데 NAVER의 한성숙 대표는 뉴딜 대회에 직접 참여하여 1) AI와 데이터를 통한 한국 4차 산업혁명의 마중물의 역할, 2) 온라인 가게 '스마트스토어'와 같이 전국 소상공인에게 도움이 되는 플랫폼, 3) 소상공인, 창작자를 위한 더 쉽고 편리한 플랫폼 개발과 4) 스타트업 투자, 온라인 창업, AI 인재양성을 위한 비전을 공유하였다.

심상치 않은 '네이버쇼핑'

네이버쇼핑은 대내외적인 변화에 적극 대응하기 위해 독립 분사 시점이 임박했다고 판단된다. 올해 네이버쇼핑 거래액은 30.3조원으로 전년대비 51.6% 성장하며 국내 1위 쇼핑거래 플랫폼으로 자리잡는다. 또한 2월 브랜드스토어, 3월 쇼핑라이브, 4월 풀필먼트, 6월 '플러스(멤버십)', 8월 '장보기' 서비스 오픈하며 비즈니스 성장 속도 가속화되고 있다. 향후 A홀딩스 출범하며 야후재팬과의 시너지 가시화될 경우 네이버쇼핑의 일본시장 진출도 가능하다. 당사는 네이버쇼핑의 가치를 기존 8.8조원에서 14.0조원으로 상향한다.

투자의견 Buy, 적정주가 40만원으로 상향

인터넷 업종 Top Pick으로 NAVER를 지속추천하며 적정주가를 40만원으로 상향한다. 적정주가 상향의 근거는 쇼핑과 동영상 사업 가치의 상향이다. 네이버쇼핑은 최근 쿠팡의 밸류에이션(PSR 0.7배)대비 28% 할인한 0.5배 적용하여 14.0조원, 동영상 비즈니스는 네이버TV에 V라이브 가치 반영하며 2.0조원으로 평가한다. 향후 Z홀딩스 성장에 따른 지분가치 재평가도 충분히 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,586.9	942.5	648.8	3,937	-18.5	31,795	31.0	3.8	14.9	13.0	66.1
2019	6,593.4	710.1	583.1	3,538	-36.8	35,223	52.7	5.3	24.3	10.6	89.1
2020E	7,088.7	1,062.9	880.1	5,355	76.5	24,113	61.3	13.6	33.6	18.0	78.5
2021E	6,319.3	1,507.0	1,185.7	7,218	52.3	29,844	45.5	11.0	24.8	26.8	87.9
2022E	7,090.0	1,870.3	1,548.1	9,425	33.9	42,237	34.9	7.8	20.2	26.1	71.0

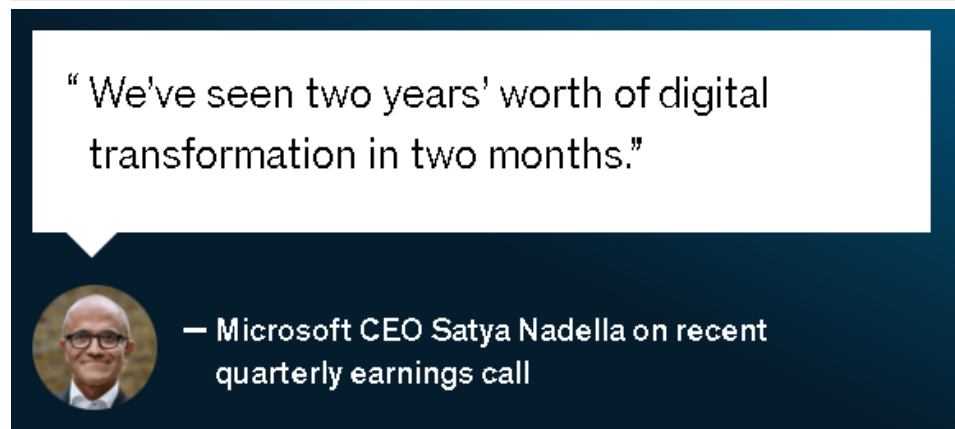
The Quickening(가속화)

2년동안 일어날 디지털 변화가
2개월 만에

COVID19 위기가 4차 산업혁명으로의 디지털 변화를 촉진 시켰으며 빅 테크 기업들은 코로나 이후에 더 강한 기업으로 성장한다. 온라인 서비스/컨텐츠, 그리고 인터넷 인프라에 대한 수요가 폭발적으로 증가하고 있다. 페이스북은 코로나 바이러스가 심화된 국가에서 메세징 건수가 50% 증가, 아마존은 10만명의 신규직원을 채용해서 전자상거래 신규 주문 증가를 따라 잡겠다고 한다.

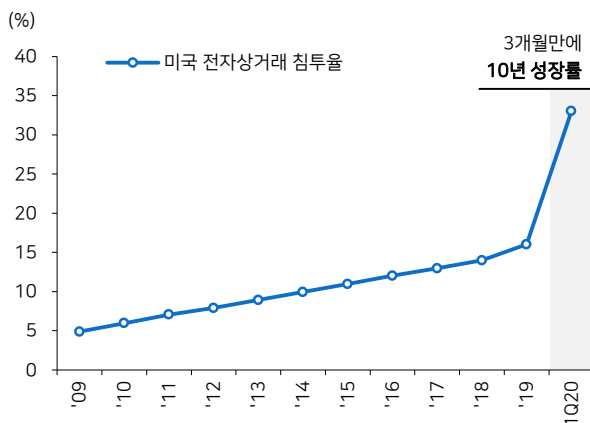
마이크로소프트의 CEO, Satya Nadella는 2년 동안 일어날 변화가 단 2달 만에 진행되었다고 말하였다. 원격 팀워크, 학습, 세일즈 및 고객 서비스, 중요한 클라우드 인프라 및 보안에 이르기까지 고객과 매일 협력하여 고객이 모든 것이 원격으로 존재하는 세상에서 비즈니스에 적응하고 개방적인 자세를 유지하도록 지원하고 있다고 코멘트하였다.

그림1 Microsoft CEO – 2년 동안 일어날 디지털 변화가 2개월만에 진행



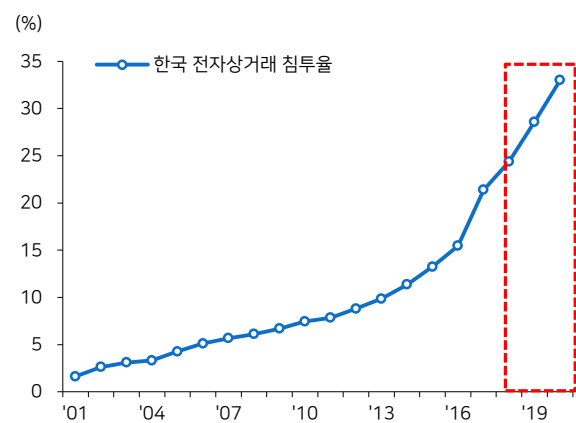
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 US 전자상거래 침투율



자료: BOA, Forrester, ShawSpring Research, 미국 상무부, McKinsey

그림3 한국 전자상거래 침투율 30% 상회



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

한국판 뉴딜, 어떻게 진행되나?

디지털 뉴딜의 주도적 역할을 하게 될 '네이버'

7월 중순 문재인 대통령은 코로나19를 극복하기 위해 '한국판 뉴딜'의 구체적인 청사진을 발표했다. 크게 디지털 뉴딜과 그린 뉴딜로 나뉘며 비대면 사회, 디지털 역량을 전 산업분야에 결합시켜야 미래 먹거리와 일자리가 창출된다는 것은 인터넷 플랫폼의 역할과 중요성이 커지기 때문에 긍정적이다. NAVER의 한성숙 대표는 뉴딜 대회에 직접 참여하여 "글로벌 경쟁에서 앞서 나갈 수 있도록 정부에서도 새로운 정책과 제도를 만들어줄 것을 기대한다."고 말했다. 또한 구체적으로 1) AI와 데이터를 통한 사회발전에 기여, 2) 온라인 가게 '스마트스토어'는 전국 소상공인에게 도움이 되는 플랫폼, 3) 소상공인, 창작자를 위한 더 쉽고 편리한 플랫폼 개발과 스타트업 투자, 온라인 창업, AI인재양성을 위한 교육 비전을 공유하였다.

표1 NAVER 한성숙 대표의 뉴딜 발표 핵심 내용

구분	내용
데이터센터의 중요성	<ul style="list-style-type: none"> '각'은 지식을 후손까지 이으려는 의미를 담아 건립 NAVER 이용자들의 일상의 기록과 정보 모여있는 커다란 데이터 댐 데이터 모으는 것(기록, 저장)에서 더 나아가 우리 삶에 편리하게 활용할 수 있게 하는 것(브레인 센터)
데이터 네트워크 AI	<ul style="list-style-type: none"> NAVER의 데이터에 대한 연구가 한국 4차산업혁명의 마중물
소상공인들과 상생	<ul style="list-style-type: none"> 40여만명의 소상공인들이 전국에서 온라인에서 창업 동네 단골 넘어서 전국 각지에서 고객 비중이 압도적으로 많아짐 국내를 넘어 해외까지 가능해질 것 연령별, 지역별 구매 상품 등의 새롭게 가치있는 데이터들
로봇 '어라운드' 소개	<ul style="list-style-type: none"> 브레인리스 로봇 기술은 수십대의 로봇을 정밀하게 제어하면서 로봇을 작고 저렴하게 이용할 수 있게 할 것
친환경	<ul style="list-style-type: none"> 데이터센터의 열을 온실에서 활용, 3차원 M1 로봇이 실내지도 맵핑 고정밀 지도 데이터 쌓게 된다면 자동차 내비게이션처럼 정확한 길안내 가능

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 7월 중순, 문재인 대통령은 한국판 뉴딜 청사진 발표



자료: 연합뉴스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 NAVER 한성숙 대표, 춘천 데이터센터에서 참여



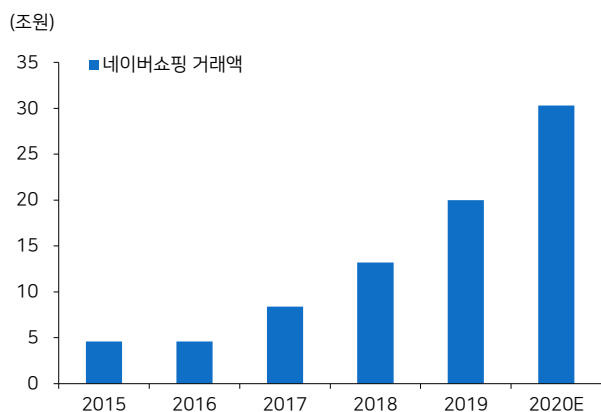
자료: 뉴스1, 메리츠증권 리서치센터

심상치 않은 '네이버쇼핑'

비즈니스의 가속페달을 밟다

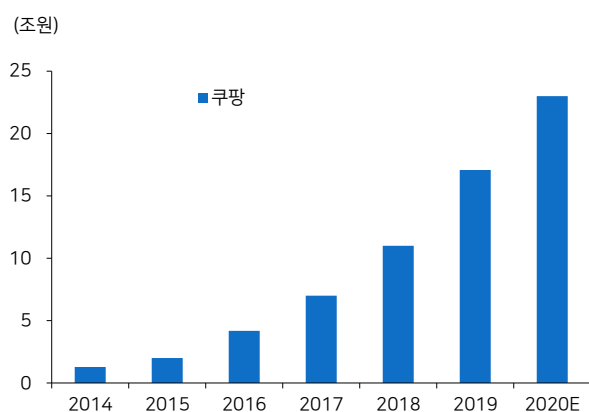
2020년 네이버쇼핑의 예상 거래액은 30.3조원으로 전년대비 51.6% 성장하며 국내 1위 쇼핑 플랫폼으로서의 위치를 확고히 한다. 글로벌 전자상거래 시장은 COVID19로 인해 오프라인 수요를 빠르게 흡수하며 초과 성장을 시현하고 있다. 네이버 쇼핑은 국내 비대면 소비 트렌드를 주도하고 있으며 2월 '브랜드스토어', 3월 '쇼핑 라이브', 4월 '폴필먼트', 6월 '플러스(멤버십)', 8월 장보기 서비스를 오픈하며 비즈니스 성장의 가속페달을 밟고 있다. 또한 A홀딩스를 출범하며 야후재팬과의 시너지 가시화될 경우 네이버쇼핑의 해외 진출도 가능하다.

그림6 네이버쇼핑 연간 거래액 30조원 돌파 예상



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 2020E 쿠팡 거래액도 23조원 예상



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림8 네이버쇼핑, 성장의 속도 빨라지다



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

N쇼핑 분사 가능할까?

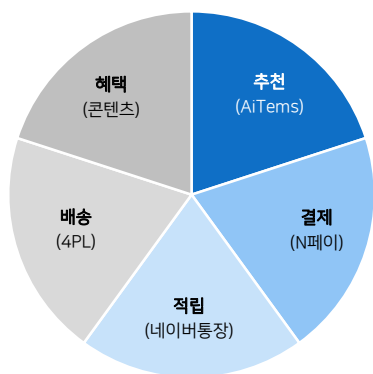
네이버쇼핑의 독립법인 출범이
필요한 이유

네이버쇼핑의 비즈니스 생태계는 이미 완성형으로 추천(AiTems), 결제(N페이), 적립(네이버통장), 배송(4PL), 혜택(콘텐츠) 등으로 검색, 파인넬, 콘텐츠와의 시너지 협업은 성숙 단계이다. 향후 1) 사업부별 신속한 의사결정, 2) 외부투자 유치를 통한 재무적, 사업적 파트너십 강화, 3) 전문성과 경쟁력 강화 등을 위해선 네이버 쇼핑도 19년 파인넬에 이어 독립법인의 출범이 필요한 시점이다.

쿠팡 130억달러 기업가치의 의미

한편 쿠팡은 지난 8월 해외 기관투자자를 대상으로 나선 기업설명회에서 130억달러(약 15조원)의 기업가치를 제시한 것으로 보도되었다. 2020년 쿠팡의 GMV(총거래액: Gross Merchandise Value)이 23조원 수준으로 추정시 GMV대비 multiple은 0.7배 수준이다. 130억 달러의 기업가치는 2015년 50억달러 → 2018년말 90억 달러 대비 44.4% 가파르게 상승한 수치이다. 쿠팡은 2021년 나스닥 상장을 준비하고 있으며 거래액 성장에 따른 규모의 경제 확보, 생필품에서 의류, 신선식품, 음식 배달 등으로 포트폴리오 확대하며 수익성 개선이 기대된다.

그림9 네이버쇼핑의 생태계



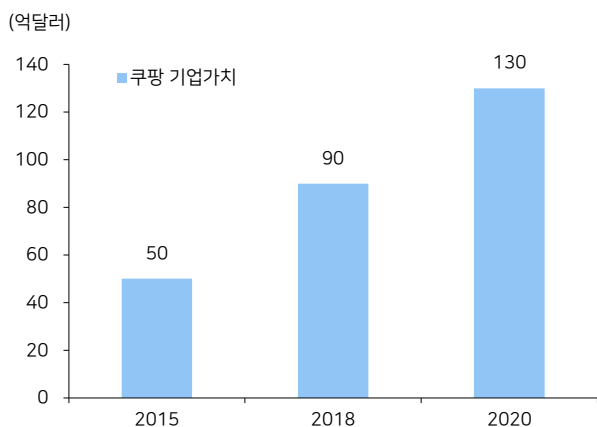
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표2 잼라이브 인수하며 라이브쇼핑 경쟁력 강화

구분	내용
영업양도자	스노우
양수 일자	2020년 10월 05일
양수 목적물	잼라이브 서비스
양수가액	150억원
목적	서비스 경쟁력 강화
영향	라이브 커머스 경쟁력 제고 및 서비스 우영 효율화
이사회 의결일	2020년 08월 26일
비고	<ul style="list-style-type: none"> 계열회사 스노우의 잼라이브 서비스 양수하는 거래 해당 사업과 관련한 자산, 부채, 권리 포함 양수일자와 양수가액은 추후 변경 가능

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림10 쿠팡의 가치 - 130억 달러로 제시



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

표3 네이버쇼핑의 가치는?

(조원)	기업가치	2020E 총매출액	2020E PSR (배)
쿠팡	15.0	23.0	0.7
이베이코리아	5.0	19.0	0.3
마켓컬리	0.8	1.0	0.8
11번가	3.0	12.0	0.3
위메프	2.8	6.8	0.4
티켓몬스터	1.7	4.0	0.4
평균	4.7	11.0	0.5
네이버쇼핑	14.0	30.0	0.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

N쇼핑과 쿠팡 비교

네이버쇼핑, 쿠팡보다
저평가될 이유 없다

쿠팡과 NAVER의 쇼핑 비즈니스를 비교해보면 쿠팡은 유통과 물류가 결합된 전통적인 전자상거래 기업모델을 추구하며, NAVER는 스마트스토어(오픈마켓)를 서비스하는 IT 기업이다. 전자상거래 시장의 성장으로 1) 유통과 물류를 구분하는 전통적인 시장 기준은 의미가 없어졌으며 2) 쿠팡의 '풀필먼트(재고 사입해서 주문, 배송까지 전 과정 책임) 비즈니스'와 NAVER의 택배기업과 전략적 제휴를 맺어 대여한 창고에서 물량을 처리하는 '중개식 비즈니스'가 존재하게 되었다.

2020년 코로나19로 쿠팡과 NAVER 모두 e커머스 시장의 성장을 주도하고 있으며 두 기업 모두 지속적인 가치 재평가가 기대된다. 특히 네이버 쇼핑의 성장 잠재력은 무궁무진하며 1) 쇼핑사업자도 트래픽/데이터를 관리하는 플랫폼 사업자의 능력이 더욱 중요해지고 있으며, 2) NAVER는 재고/물류 리스크 부담이 적어 관리가 용이하며, 3) 쇼핑광고라는 캐쉬카우와 자본력에 있어 유리하다.

표4 NAVER와 쿠팡의 유통비즈니스 비교

구분	NAVER	쿠팡
법인	Forest (NAVER CIC)	쿠팡
대표	한성숙(이윤숙)	김범석
사업개시 시점	2001년 5월	2013년 2월
거래액	20조원	17조원
물류방식	CJ대한통운 곤지암허브터미널 창고 대여하는 '중개형'	재고 사입해 구매부터 배송까지 전 과정 책임지는 '자체 물류형'
강점	데이터를 통한 플랫폼 확장성	자체 물류 확장 가능성
약점	<ul style="list-style-type: none"> 상대적으로 느린 배송 중개식 모델이어서 규모의 경제/가격경쟁력 확보 어려움 	<ul style="list-style-type: none"> 영업손실 감소하고 있으나 아직 적정 마진 확보의 어려움 추가 자본조달 리스크

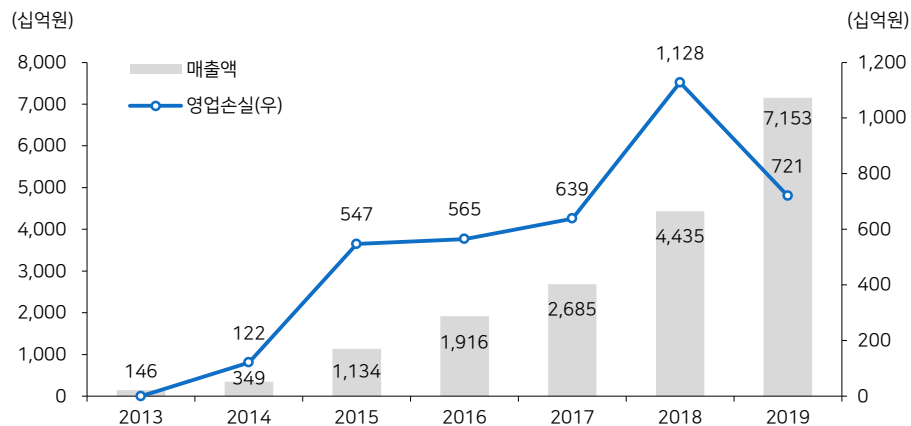
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

표5 국내 쇼핑 멤버십 도입현황

기업명	멤버십	월이용료	출시시기	회원수	비고
이베이코리아	스마일클럽	2,500원	2017.4	200만명 (2020년)	<ul style="list-style-type: none"> G마켓과 옥션 공통 사용 매년 35,000원 스마일캐시 제공, 최대 3% 상시 적립, 12% 최고등급 할인, 스마일배송 상품 무료배송
쿠팡	로켓와우	2,900원	2018.10	300만명 (2020.4)	<ul style="list-style-type: none"> 로켓배송이 금액대 상관없이 가능. 회원전용 특가상품 아침주문 저녁도착. 첫 30일 최대 5% 캐시적립. 30일 이내 무료반품
티켓몬스터	슈퍼세이브	10,000원	2018.4	24만명 (2019.7)	<ul style="list-style-type: none"> 2% 구매적립, 슈퍼세이브 전용 쿠폰, 슈퍼세이브 우선 고객상담 100원딜&특가딜 이용, 전용딜 균일가, 전용딜 무료배송
위메프	특가클럽	825원	2019.1	10만명 (2019.5)	<ul style="list-style-type: none"> 월 적립한도 무제한 2% 기본적립 특가클럽 전용 딜. 무료배송
NAVER	플러스	4,900원	2020.6	100만명 (2020.8)	<ul style="list-style-type: none"> 첫달 무료 이용, 네이버페이 결제시 추가 4% 적립 웹툰, 클라우드, 오디오, 바이브 등 4가지 디지털콘텐츠 이용

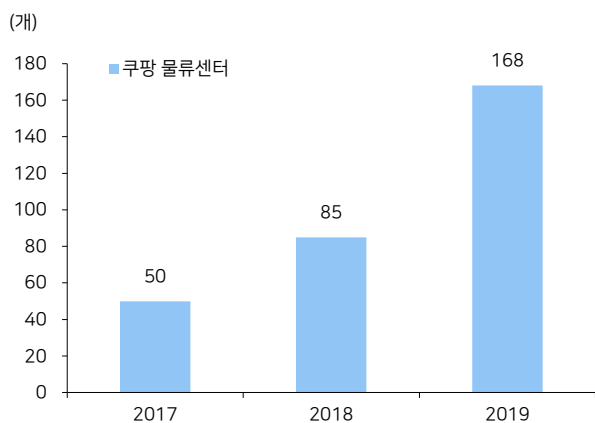
자료: 각사, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림11 쿠팡의 연간 실적 추이 - 20년 의미있는 수익성 개선 가능성



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림12 쿠팡 - 로켓배송이 강점



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림13 쿠팡 연혁

2012	▪ 1,000만 회원 돌파
2014	▪ 자체 익일배송 서비스 '로켓배송' 실시 ▪ 블랙록, 세쿼이아캐피탈에서 4억 달러 규모 투자 유치
2015	▪ 소프트뱅크에서 10억 달러 규모 투자 유치 ▪ 자체 개발 간편결제 서비스 '쿠팡페이' 도입
2017	▪ '로켓직구' 서비스 론칭
2018	▪ 소프트뱅크 비전 펀드에서 20억 달러 추가 투자 유치 ▪ '로켓와우 멤버십' 서비스 론칭
2019	▪ 음식배달 서비스 '쿠팡이츠' 론칭 ▪ 간편결제 '쿠팡페이' 가입자 1,000만 돌파

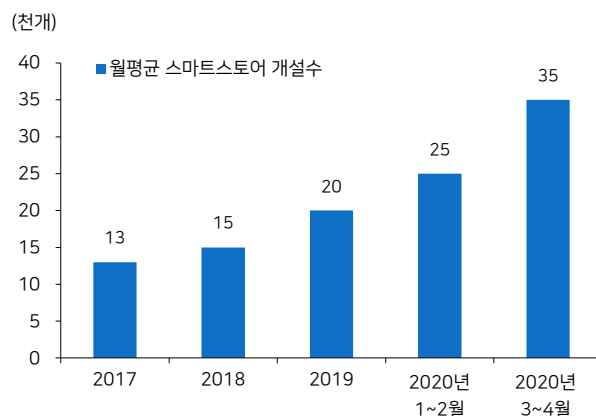
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림14 네이버쇼핑의 이윤숙 대표



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림15 NAVER - 스마트스토어를 통한 소상공인 네트워크 구축



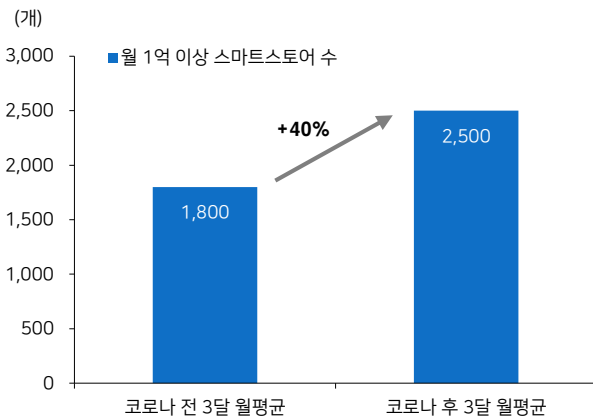
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER의 쇼핑 본색

언택트 소비의 최대 수혜

올해 네이버 쇼핑의 성장은 스마트 스토어가 주도하고 있다. 스마트 스토어란 개인 자영업자들이 입점한 오픈마켓 형태의 플랫폼으로 2Q20 기준 입점 판매자수는 35만개에 달한다. 코로나로 오프라인보다 온라인 창업에 대한 관심 더욱 커졌으며 연 1억원 이상 매출 기록하는 스마트스토어 판매자수는 2만 5천개를 기록하고 있다. 7월 정식 출범한 '쇼핑 라이브'는 3월부터 시범사업을 통해 안착, 장기적으로 네이버쇼핑의 생태계를 강화시킬 전망이다. 브랜드스토어의 경우 연말 200개는 충분히 가능하며 빅브랜드 위주로 강화한다. 8월 시작한 '장보기' 서비스는 동네 시장부터 홈플러스, 하나로마트, 현대백화점 식품관 등이 연합한 형태이다.

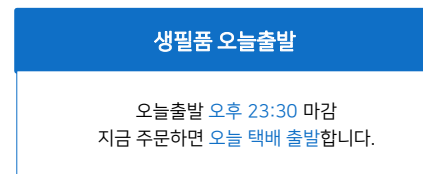
그림16 월 1억원 이상 판매하는 스마트스토어 수



주: 코로나 전(2019.11~2020.1), 코로나 후(2020.3~2020.5)
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림17 NAVER의 '오늘 출발' 서비스

브랜드본사와 택배사를 연결하면
밤 늦게 주문해도 택배가 바로 출발하는 생필품 빠른 배송이 가능



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림18 3월 '쇼핑라이브' 오픈



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림19 8월 시작한 '장보기' 서비스



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

A홀딩스 출범의 의미

아시아 대표 플랫폼 기업의 탄생

8월 4일 일본 공정거래위원회의 라인과 야후재팬의 기업 결합에 대한 반독점심사가 완료되며 라인-Z홀딩스 합병과 관련 불확실성이 해소되었다. 일본 공정위는 양사의 결합이 경쟁저해, 소비자 불이익 등의 측면에서 경쟁을 제한하지 않는다는 판단 하에 라인과 Z홀딩스 경영통합을 최종 승인하였다. 이제 9월 15일까지 NAVER의 J허브가 라인의 공개매수를 진행하며, 2021년 3월에는 합병 작업이 마무리된다.

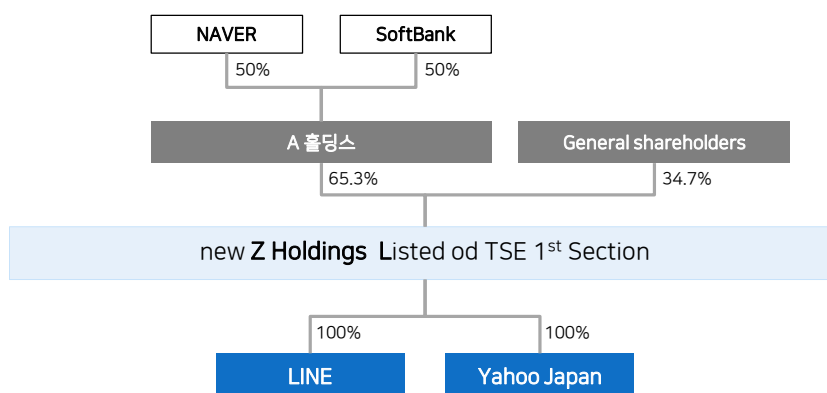
이해진 GIO가 A홀딩스 경영 지휘

또한 NAVER의 이해진 창업자가 NAVER와 소프트뱅크의 합작 법인 'A홀딩스'의 초대 회장을 맡게 되었다. 한일 인터넷 플랫폼 연합의 리더로서 미국, 중국 등의 글로벌 테크 기업과 본격 경쟁한다. 참고로 A홀딩스의 이사회는 총 5명의 멤버로 구성되며 이해진 GIO가 회장을, 소프트뱅크의 미야우치 겐 최고 경영자가 대표이사 사장을, 황인준 라인 최고재무책임자와 후지하라 가즈히코 소프트뱅크 CFO가 참여, 나머지 1명은 소프트뱅크와 NAVER가 협의해 선임키로 하였다.

어떤 시너지 가능할까?

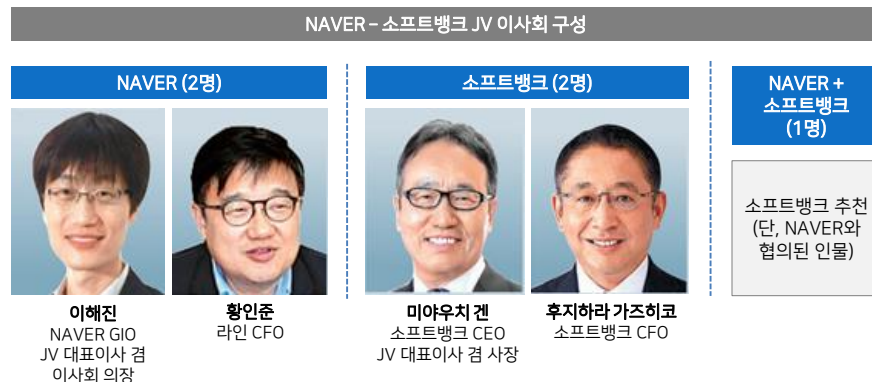
라인과 야후재팬, 그리고 소프트뱅크와 NAVER의 협력은 광고, 쇼핑, 핀테크 등으로 구체화될 전망이다. 첫째, 라인과 야후재팬의 온라인과 모바일 광고 상품은 서로의 플랫폼에서 교차 판매가 가능하다. 둘째, 라인의 8,400만명의 메신저 이용자들이 손쉽게 야후쇼핑,페이페이몰 등으로 이동하여 물건을 구매하는 커머스 사업 시너지도 구체화된다. 셋째, 가장 중요한 핀테크의 경우 라인페이와 페이페이 비즈니스의 운영과 결합은 양사간의 합의가 진행 중이다. 향후 Z홀딩스는 프로덕트 위원회(NAVER 5명, 소프트뱅크 5명)를 구성하여 Z홀딩스의 사업계획, 개발, 예산 등의 경영 전략을 구체화한다.

그림20 경영통합 후 최종 구조



자료: LINE, 메리츠증권 리서치센터

그림21 NAVER- 소프트뱅크 JV 이사회 구성



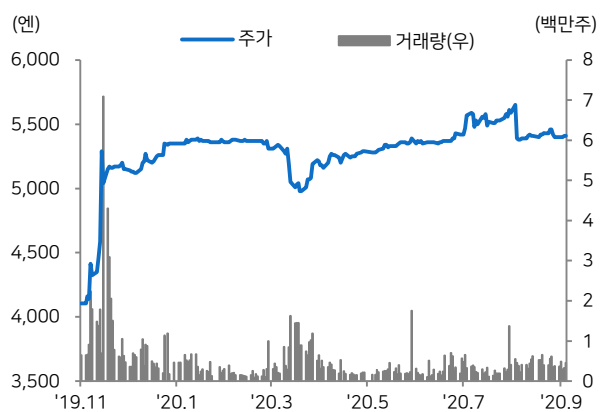
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표6 경영 통합 관련 일정

일시	내용
2019년 11월	라인-Z홀딩스 합병에 대한 MOU 서명
2019년 12월	최종 경영통합 본계약 체결
2020년 8월	일본 공정위의 경영통합 관련 반독점 심사 완료, 최종 승인
2020년 8월 4일~9월 15일	라인 잔여 주식에 대한 공개매수 진행
2021년 1월 중	Z홀딩스 공개 매수
2021년 2월	합병 계약 승인 주주 총회 개최 흡수형 기업분할 계약 승인을 위한 주주총회 개최
2021년 3월	합병 발효일 기업분할 계약의 발효일 주식 교환 계약의 발효일

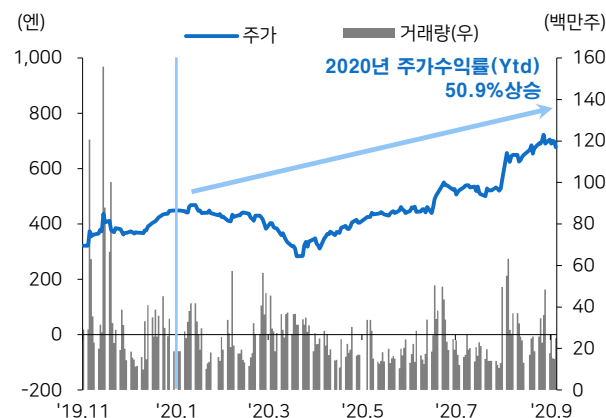
자료: LINE, 메리츠증권 리서치센터

그림22 라인 주가 및 거래량 (19년 11월 이후)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 Z홀딩스 주가 및 거래량 (19년 11월 이후)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표7 라인 손익계산서

(십억엔)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	179.2	235.3	230.7	251.9	290.2
코어비즈니스	149.2	178.4	196.7	-	-
전략비즈니스	18.0	28.8	30.8	-	-
(% YoY)	22.2	31.3	-1.9	9.2	15.2
영업비용	154.1	219.2	269.7	-	-
영업이익	25.1	16.1	-39.0	-19.5	0.3
OPM(%)	14.0	6.8	-16.9	-7.7	0.1
세전이익	18.1	3.4	-51.6	-27.1	-3.7
지배순이익	8.1	-3.7	-46.9	-22.0	-3.1
NPM(%)	4.5	-1.6	-20.3	-8.8	-1.1

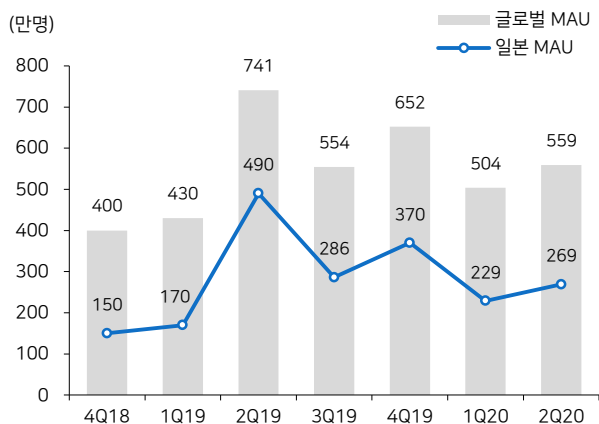
주: J-IFRS 기준, 12월 결산 기업
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표8 Z홀딩스 손익계산서

(십억엔)	2018	2019	2020	2021E
영업수익	897.2	954.7	1,052.9	1,173.4
커머스	596.6	649.6	742.7	-
미디어	288.4	303.5	308.7	-
기타	24.4	9.9	8.0	-
(% YoY)	5.1	6.4	10.3	11.4
영업비용	339.6	406.7	473.6	-
영업이익	185.8	140.5	152.3	165.9
OPM(%)	20.7	14.7	14.5	14.1
세전이익	193.2	123.4	135.7	141.6
지배순이익	131.2	78.7	81.7	84.1
NPM(%)	14.6	8.2	7.8	7.2

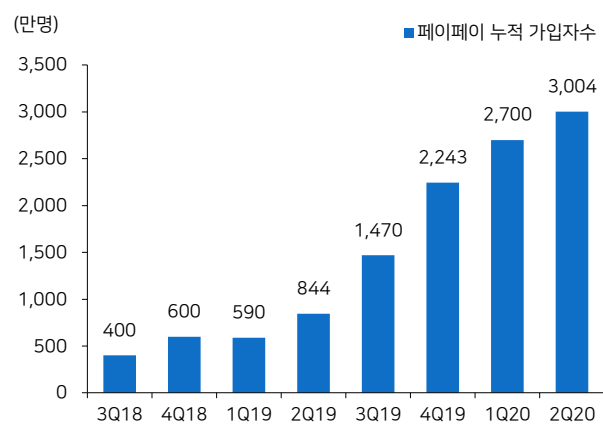
주: J-IFRS 기준, 3월 결산 기업
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 라인페이 MAU



자료: LINE, 메리츠증권 리서치센터

그림25 페이페이 가입자수



자료: Z Holdings, 메리츠증권 리서치센터

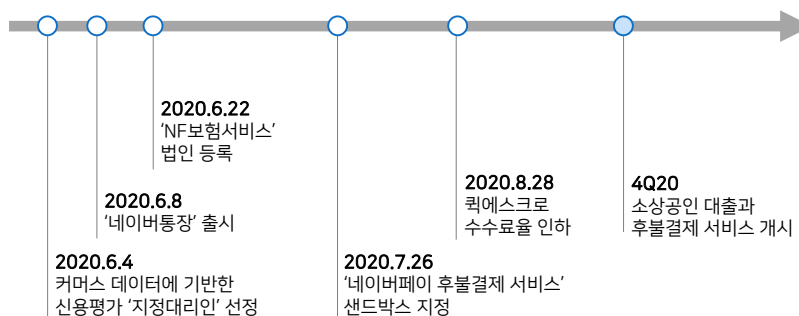
네이버파이낸셜 - 양호한 스타트

네이버파이낸셜, 예상대로 잘 성장하고 있다

네이버파이낸셜은 6월 8일 통장 출시를 시작으로 22일 NF보험서비스 법인 등록, 8월 쿼에스크로(선정산 서비스) 수수료율 인하(일 0.015% → 0.013%), 4Q20 중 소상공인 대출과 후불결제 서비스를 개시할 예정이다. NAVER 대출 서비스의 주체는 미래에셋 캐피탈이나 대출 심사는 네이버파이낸셜이 맡는다. NAVER 자체 대안 신용평가시스템(ACSS)가 핵심으로 기존 금융사로부터 대출 받기 어려운 사업자들에게 대출을 중개하는 역할을 하게 된다.

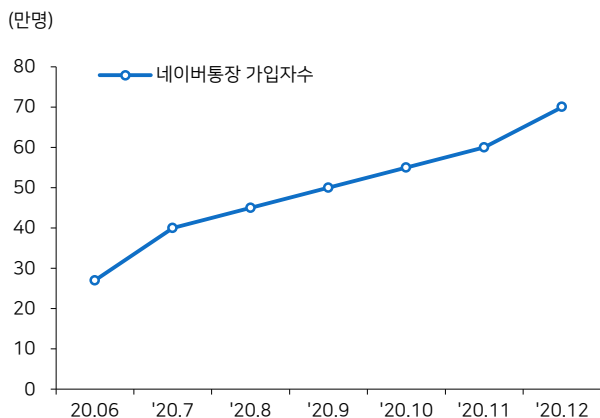
한편 6월 8일 출시된 네이버통장의 가입자수는 2달간 약 40만명으로 추정되며 예상보다 더디다는 시장반응 있으나 올해 6~7월 국내 CMA 순증 계좌수가 총 98.7만이었다는 점 감안시 약 40%가 NAVER를 택한 것으로 양호한 출발로 판단된다. 또한 네이버파이낸셜 비즈니스는 이제 시작 단계로 이미 P2P 금융상품, 펀드, 보험 등의 다양한 금융 포트폴리오 구축하고 있는 카카오페이와 직접 비교는 이른다.

그림26 네이버파이낸셜의 금융 비즈니스 타임라인



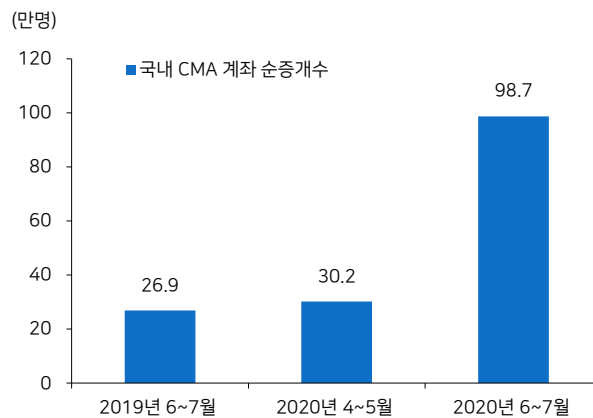
자료: 네이버파이낸셜, 메리츠증권 리서치센터

그림27 네이버통장 가입자수 - 연말 70만명 예상



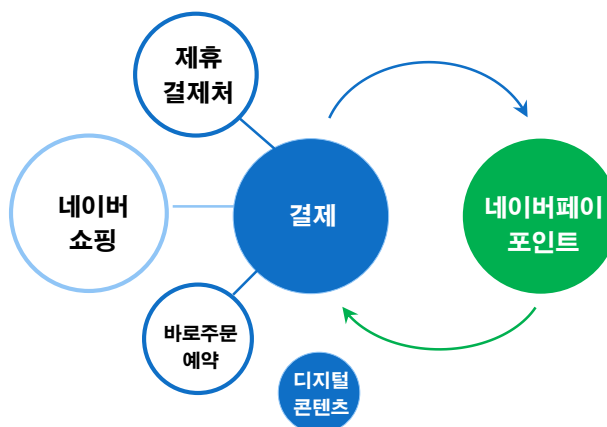
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림28 국내 CMA 순증 계좌개수 고려시 절반이 '네이버뱅크'



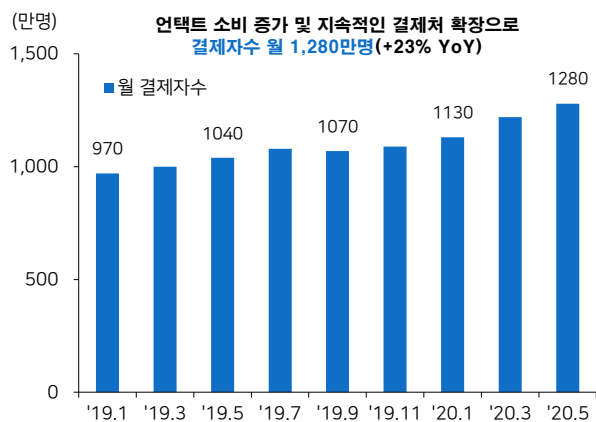
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림29 NAVER Pay 포인트가 NAVER 금융 시스템의 핵심



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림30 네이버페이 결제자수 의미있는 성장



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림31 4Q20 SME 대출 출시 계획



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

2020년 연간 실적 전망

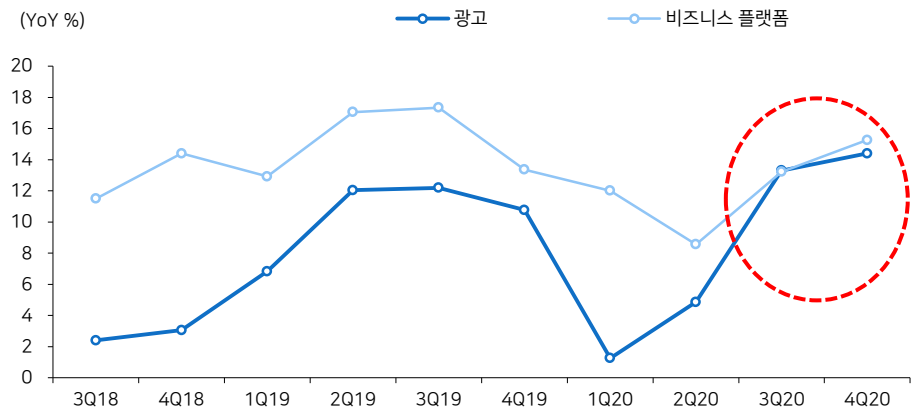
광고가 끌고 신사업이 뒤따르고

2020년 매출액과 영업이익은 각각 7.1조원(+7.5% YoY), 1.1조원(+49.7% YoY)로 예상한다. 올해 광고와 비즈니스 플랫폼 매출액은 각각 6,882억원(+8.7% YoY), 3.2조원(+12.3% YoY)으로 추정한다. 올해 국내 전체 광고시장은 COVID19로 인해 부진하지만 NAVER는 쇼핑광고, 스마트채널 등의 상품 경쟁력 강화를 통해 1위 사업자로서의 지배력은 굳건하다. IT플랫폼 역시 61.1% YoY 성장한 7,368억원으로 온라인 쇼핑 증가로 인해 네이버페이 결제액이 크게 증가한다. 콘텐츠 매출액도 웹툰의 복미/유료 비즈니스 성장에 힘입어 61.5% YoY 증가할 것으로 기대한다. NAVER의 2020년 영업이익률은 15.0%로 외형확대에 힘입어 4.2%p YoY 향상된다.

스마트채널 론칭

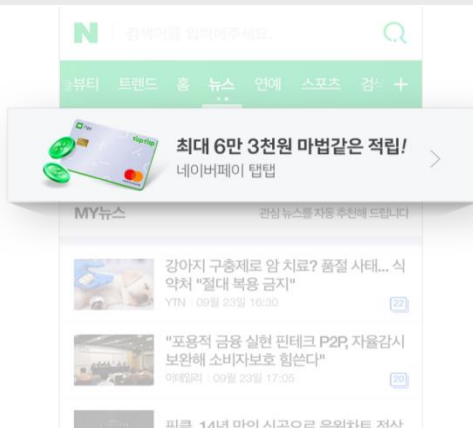
5월 중순 NAVER는 메인 상단에 신규 상품 '스마트채널'을 베타 런칭 하였는데 뉴스/연예/스포츠 판 최상단에 위치하여 주목도 높으며 프리미엄 광고판으로 포지셔닝, 보장형과 성과형을 유연하게 선택할 수 있어 향후 네이버 광고 성장의 주도적인 역할이 기대된다.

그림32 NAVER 광고 매출 증감률 성장세 크게 회복



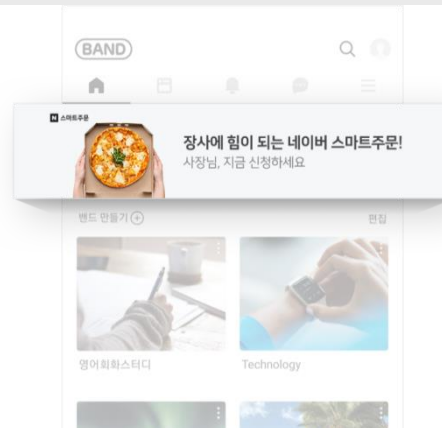
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림33 NAVER '스마트 채널' 예시



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림34 Band '스마트 채널' 예시



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

3Q20 Preview: 기대치 충족 전망

광고 매출 성장성 확대

NAVER의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2.0조원(+20.5% YoY), 2,801억원(+38.6% YoY)로 추정, 컨센서스(매출액 1.9조원, 영업이익 2,745억원)에 무난히 부합할 전망이다. 3Q 광고 매출액은 1,730억원(+13.3% YoY)로 스마트채널로 상반기 부진 떨쳐내고, 비즈니스 플랫폼 매출액은 쇼핑광고 호조로 13.2% YoY 증가한 8,144억원으로 추정한다. 쇼핑 거래액 성장률은 상반기 60% 수준이 하반기에도 지속된다. 라이브커머스, 브랜드스토어, 특가창고 등의 새로운 쇼핑 카테고리 확장하고 있으며 스마트스토어의 성장세가 워낙 두드러진다. 3분기 IT플랫폼과 콘텐츠 서비스 역시 각각 67.2% YoY, 68.1% YoY 성장하며 견조하다.

9월 15일 라인의 잔여주식에 대한 공개매수 완료되면 9월 16일부터 라인은 NAVER 연결 실적에서 영업외 지분법평가손익으로 반영된다. 2020년 4분기 영업이익은 3,306억원, 2021년 영업이익은 1.5조원으로 올해보다 41.8% 증가 예상된다. 2021년 NAVER 연결 실적의 영업이익률도 23.8%로 NAVER 플랫폼의 수익성이 극대화된다.

표9 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	1,732.1	1,902.5	2,005.8	1,448.3	1,454.1	1,536.7	1,616.1	1,712.3	6,593.4	7,088.7	6,319.3
광고	144.0	174.7	173.0	196.5	162.5	195.1	194.3	212.6	633.3	688.2	764.5
비즈니스플랫폼	749.7	777.2	814.4	860.4	844.3	852.3	905.4	938.5	2,851.0	3,201.7	3,540.5
IT플랫폼	148.2	180.2	194.4	214.0	228.0	236.4	242.0	261.6	457.4	736.8	968.0
콘텐츠서비스	55.4	79.6	91.6	111.8	131.1	150.5	166.7	186.6	209.5	338.4	634.9
LINE 및 기타플랫폼	634.8	690.8	732.4	65.5	88.3	102.5	107.6	113.0	2,442.1	2,123.6	411.4
영업비용	1,510.6	1,671.9	1,725.7	1,117.6	1,108.7	1,171.9	1,229.2	1,302.5	5,883.3	6,025.8	4,812.3
플랫폼개발/운영	259.4	263.7	269.0	152.0	155.0	163.2	168.1	217.3	934.1	944.1	703.7
대행/파트너	320.5	361.0	380.6	225.0	225.9	238.7	251.1	266.0	1,219.5	1,287.1	981.8
인프라	89.2	110.0	112.2	72.9	74.4	76.6	78.9	81.3	336.0	384.3	311.2
마케팅	120.7	138.1	140.9	91.6	93.4	100.9	108.9	117.6	413.9	491.2	420.8
LINE 및 기타플랫폼	720.8	799.1	823.1	576.2	560.0	592.5	622.1	620.2	2,979.8	2,919.1	2,394.8
영업이익	221.5	230.6	280.1	330.6	345.4	364.8	387.0	409.8	710.1	1,062.9	1,507.0
세전이익	253.9	175.8	390.3	397.5	411.6	431.5	453.7	476.3	866.7	1,217.5	1,773.2
지배순이익	184.8	139.5	277.9	277.9	282.4	290.8	300.9	311.6	583.1	880.1	1,185.7

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy, 적정주가 40만원으로 상향 조정

쇼핑, 파이낸셜, 동영상 가치 상향

NAVER에 대한 투자의견 Buy를 유지하며 하반기 인터넷업종 Top Pick으로 지속 추천한다. 적정주가는 기존 32만원에서 40만원으로 25% 상향 조정한다. 적정주가 조정은 쇼핑, 파이낸셜, 동영상 비즈니스 가치 상향에 근거한다. 네이버 쇼핑은 최근 쿠팡의 밸류에이션(PSR 0.7배) 대비 28% 할인한 0.5배를 적용하여 14.0조원, 파이낸셜은 올해 예상 매출 추정치 상향으로 평균 PSR 10배 적용한 7.4조원, 동영상 비즈니스는 네이버TV에 V라이브 가치 반영하며 2.0조원으로 평가한다. V라이브 플랫폼은 2020년부터 언택트 콘서트 주축로 수익창출 본격화되고 있으나, 콘서트 유무에 따른 매출 변동성이 존재한다. 따라서 연간 100만명의 유료 회원이 2~3회 콘서트 관람을 가정하여 인당가치 10만원을 적용하였다. Z홀딩스 지분가치 재평가의 Upside도 열어두어야 하는데 연내 아시아 인터넷 시장에서 4자간(소프트뱅크, NAVER, Z홀딩스, 라인)의 성장 전략과 시너지 방안 구체화될 경우 Z홀딩스 출범에 대한 기대감이 고조될 수 있다.

표10 적정주가 산출 내역

(십억원)	2020E	비고
NAVER (A)	48,206.2	
검색 플랫폼	14,587.3	검색, 뉴스, 로컬, 예약 등 기존 NAVER 사업가치
2020E NP	729.4	
Target PER(배)	20.0	글로벌 인터넷 업종 평균 밸류에이션
쇼핑	14,010.5	
2020E GMV(거래액)	30.0	NAVER 플랫폼 통한 전체 상거래 거래금액
Target PSR(배)	0.5	국내 전자상거래 기업의 평균 PSR. 쿠팡 대비 28% 할인
파이낸셜	7,368.0	
2020E 매출액	736.8	올해 네이버파이낸셜 예상 매출액
PSR(배)	10.0	
웹툰	6,993.0	
네이버웹툰	4,662.0	올해 예상 결재액 대비 PSR 10 배/지분율 66.6% 적용
라인망가	2,331.0	올해 예상 결재액 대비 PSR 10 배/지분율 66.6% 적용
동영상	2,032.4	네이버TV, V라이브의 가치
네이버TV	1,032.4	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
V라이브	1,000.0	유료회원 100만명 * 인당가치 10만원 적용
기타	3,215.0	스노우, 네이버랩스 등 관계사/투자자산 장부가액 30% 할인
Z홀딩스 (B)	11,695.0	NAV대비 30% 할인
Z홀딩스 시가총액	51,406.8	라인 122억달러+ Z홀딩스 306억달러=428억 달러, 51조원
지분율(%)	32.5	
현금성자산 (C)	2,716.1	
자사주 (D)	2,825.0	
총 기업가치 (A+B+C+D)	65,442.3	
적정주가(원)	400,000	
현주가(9/4, 원)	328,500	
상승여력(%)	21.8%	
주식수(천주)	164,813	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,586.9	6,593.4	7,088.7	6,319.3	7,090.0
매출액증가율 (%)	19.4	18.0	7.5	-10.9	12.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,586.9	6,593.4	7,088.7	6,319.3	7,090.0
판매관리비	4,644.4	5,883.3	6,025.8	4,812.3	5,219.7
영업이익	942.5	710.1	1,062.9	1,507.0	1,870.3
영업이익률	16.9	10.8	15.0	23.8	26.4
금융손익	52.1	245.6	201.9	145.6	160.2
종속/관계기업손익	-85.1	-64.4	-67.6	-71.0	-74.6
기타영업외손익	202.2	-24.5	-35.0	57.0	59.9
세전계속사업이익	1,111.7	866.7	1,217.5	1,773.2	2,124.3
법인세비용	488.8	466.3	519.2	709.3	701.0
당기순이익	627.9	396.8	698.3	1,063.3	1,423.3
지배주주지분 순이익	648.8	583.1	880.1	1,185.7	1,548.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	973.5	1,356.8	1,525.2	1,695.5	1,823.3
당기순이익(손실)	627.9	396.8	698.3	1,063.3	1,423.3
유형자산상각비	228.0	460.3	474.2	488.4	503.0
무형자산상각비	33.1	37.7	38.8	40.0	41.2
운전자본의 증감	220.2	566.5	289.7	459.2	541.2
투자활동 현금흐름	-388.3	-1,078.1	503.4	-720.6	-1,279.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-535.0	-435.9	-449.0	-462.5	-476.3
투자자산의 감소(증가)	-945.1	-1,304.1	-1,343.2	-1,383.5	-1,425.0
재무활동 현금흐름	751.0	52.3	235.6	578.5	48.1
차입금의 증감	756.1	923.4	454.0	437.7	450.8
자본의 증가	33.1	34.3	35.4	36.4	37.5
현금의 증가(감소)	1,415.3	417.6	-1,781.3	1,777.1	1,096.7
기초현금	1,907.6	3,322.9	3,740.5	1,959.2	3,736.3
기말현금	3,322.9	3,740.5	1,959.2	3,736.3	4,833.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,385.6	5,643.7	3,481.2	5,228.0	6,420.4
현금및현금성자산	3,322.9	3,740.5	1,959.2	3,736.3	4,833.0
매출채권	585.5	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	57.4	55.1	65.0	76.6	90.3
비유동자산	4,495.6	6,655.8	6,552.8	6,858.9	7,358.1
유형자산	1,457.3	1,596.3	1,117.4	1,095.0	1,182.6
무형자산	307.0	341.4	239.0	234.2	253.0
투자자산	2,247.7	3,487.4	3,850.6	4,183.8	4,576.7
자산총계	9,881.2	12,299.5	8,338.9	9,474.4	10,966.3
유동부채	2,619.7	3,773.1	2,641.2	3,194.0	3,257.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	349.9	509.6	324.5	334.2	344.3
유동성장기부채	0.0	50.0	100.0	100.0	100.0
비유동부채	1,312.4	2,022.5	1,027.0	1,236.9	1,296.3
사채	711.6	752.3	125.0	142.0	142.0
장기차입금	100.1	50.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,932.1	5,795.6	3,668.2	4,430.9	4,554.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,541.0	1,575.3	1,102.7	954.0	954.0
기타포괄이익누계액	-221.8	-91.1	-91.1	-91.1	-91.1
이익잉여금	5,229.2	5,712.1	3,998.5	4,520.0	5,888.6
비지배주주지분	708.9	698.7	709.8	141.2	-525.9
자본총계	5,949.1	6,503.9	4,670.7	5,043.5	6,412.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,898	40,005	43,132	38,471	43,162
EPS(지배주주)	3,937	3,538	5,355	7,218	9,425
CFPS	7,493	7,702	11,021	11,534	14,611
EBITDAPS	7,303	7,330	9,588	12,391	14,699
BPS	31,795	35,223	24,113	29,844	42,237
DPS	314	376	376	376	376
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	31.0	52.7	61.3	45.5	34.9
PCR	16.3	24.2	29.8	28.5	22.5
PSR	3.6	4.7	7.6	8.5	7.6
PBR	3.8	5.3	13.6	11.0	7.8
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,575.9	2,035.3	2,414.5
EV/EBITDA	14.9	24.3	33.6	24.8	20.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	10.6	18.0	26.8	26.1
EBITDA 이익률	21.5	18.3	22.2	32.2	34.1
부채비율	66.1	89.1	78.5	87.9	71.0
금융비용부담률	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	68.7	20.4	29.0	39.2	46.3
매출채권회전율(x)	9.3	22.5			
재고자산회전율(x)	119.3	117.2	118.1	89.3	85.0

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 하시기 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	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.13	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-33.9	-29.2	
2018.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.1	-12.6	
2019.08.29	기업분석	Buy	190,000	김동희	-19.1	-15.8	
2019.10.31	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-16.6	-10.0	
2019.11.21	기업브리프	Buy	225,000	김동희	-19.4	-14.9	
2020.02.28	기업브리프	Buy	240,000	김동희	-25.4	-8.5	
2020.05.20	산업분석	Buy	260,000	김동희	-10.6	-7.3	
2020.06.03	산업분석	Buy	290,000	김동희	-11.8	-2.9	
2020.07.08	산업브리프	Buy	320,000	김동희	-5.2	5.9	
2020.09.07	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-	-	