

2021. 3. 12



## ▲ 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) 520,000 원

현재주가 (3.11) 373,500 원

상승여력 39.2%

KOSPI 3,013.70pt

시가총액 613,524억원

발행주식수 16,426만주

유동주식비율 79.00%

외국인비중 57.21%

52주 최고/최저가 399,500원/143,000원

평균거래대금 4,008.2억원

## 주요주주(%)

국민연금공단 10.77

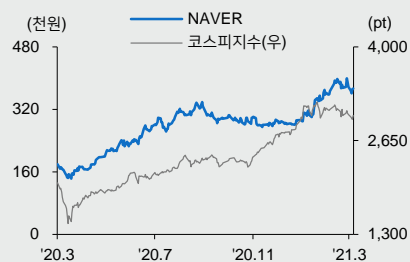
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.9 22.1 119.7

상대주가 4.8 -2.9 39.1

## 주가그래프



## NAVER 035420

## 쿠팡 친구, 같이 가자!

- ✓ 3월 11일 쿠팡의 NYSE 상장을 계기로 네이버쇼핑의 재평가. 쿠팡의 공모 기업가치는 주당 35달러, 630억달러 수준에서 결정. 21년 예상 GMV 대비 PSR 2.3배 수준
- ✓ 네이버쇼핑의 가치를 기존 20.8조원에서 28.0조원으로 34.6% 상향. 쿠팡대비 70% 할인된 값으로 30~50%로 축소시 네이버쇼핑의 가치는 47~65조원으로 상향
- ✓ 한편 스마트스토어의 일본시장 진출 가능성. 국내 전자상거래 플랫폼 최초로 해외 시장 성과 확인될 경우 밸류에이션 할증도 가능할 것
- ✓ 투자조건 Buy 유지, 쇼핑가치 상향으로 네이버 적정주가도 52만원으로 상향

## 쿠팡 기업공개, 국내 e커머스 시장을 재평가하다

3월 11일 쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장이 성공적으로 진행되었다. 공모가 밴드 최상단 주당 35달러, 기업가치 630억달러에서 거래 개시되었다. 총 1.2억주를 공모하게 되어 42억달러의 자금 조달을 진행한다. 상장 첫날 주가는 41% 급등한 49.25달러를 기록하며 매우 양호한 주가 흐름을 시현하였다. 쿠팡은 기업공개로 통해 조달된 자금을 경쟁력 강화, 인력 채용, 그리고 쿠팡플레이/쿠팡이츠 등의 신규사업에 투자할 계획이다. 현재 운영 중인 30개 도시, 150개의 물류센터를 더욱 확장, 강화하며 2025년까지 현재 인력의 2배 규모로 추가 고용한다는 계획을 갖고 있다. 쿠팡플레이는 로켓와우 멤버십으로 이용 가능하며 쇼핑과 콘텐츠를 본격 결합한다.

쿠팡의 기업공개로 계기로 국내 전자상거래 시장의 성장은 가속화되고 경쟁은 더욱 치열해진다. NAVER는 이마트와 쇼핑사업 제휴 결정, 이베이코리아의 매각 가시화되며 상위사업자들의 인력, 자본력, 물류 등에 기반한 과점 현상이 심화된다.

## 네이버쇼핑의 가치 28.0조원으로 상향

쿠팡의 기업가치는 공모가 밴드 기준 71.8조원 수준으로 21E GMV 대비 PSR 2.3배 수준이다. 네이버쇼핑의 가치를 기존 20.8조원에서 28.0조원으로 34.6% 상향. 쿠팡대비 70% 할인된 값으로 30~50%로 축소시 네이버쇼핑의 가치는 46.7~65.3조원으로 상향 가능하다. 한편 스마트스토어의 일본시장 진출 가능성. 국내 전자상거래 플랫폼 최초로 해외 시장 성과가 확인될 경우 밸류에이션 할증도 가능해진다. 3월초 NAVER는 기자간담회를 통해 SME를 위한 물류, 동대문 패션의 글로벌 진출 청사진을 실현하겠다고 밝힌 바 있다. 올해 스마트스토어는 일본 시장 진출을 준비 중으로 상반기 라인 선물하기와 공동구매, 하반기에는 야후재팬, 조조타운 등에 입점하여 서비스를 제공할 계획이다.

(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
2020	5,304.1	1,215.3	993.2	6,044	111.3	46,440	48.4	6.3	26.3	14.8	98.6
2021E	6,602.0	1,494.1	1,472.2	8,963	61.2	34,657	41.7	10.8	29.2	22.1	151.1
2022E	7,835.6	1,858.3	1,691.8	10,299	19.5	44,671	36.3	8.4	24.5	26.0	124.2

# 1. 쿠팡 NYSE IPO - 한국 e커머스에 대한 재평가

## How did we ever live without Coupang?

‘와우’ 경험, IPO는 시작일 뿐,  
쿠팡 없이 살수 없을 것

We start from our customers’ biggest needs, and find ways to deliver the ‘wow’ experience. We are proud of what we’ve built. But this is just the beginning. We are still far from realizing the world we envision. We remain as energized as ever to transform the lives of every customer, employee, and merchant we touch, and to create a world where everyone wonders: How did we ever live without Coupang?

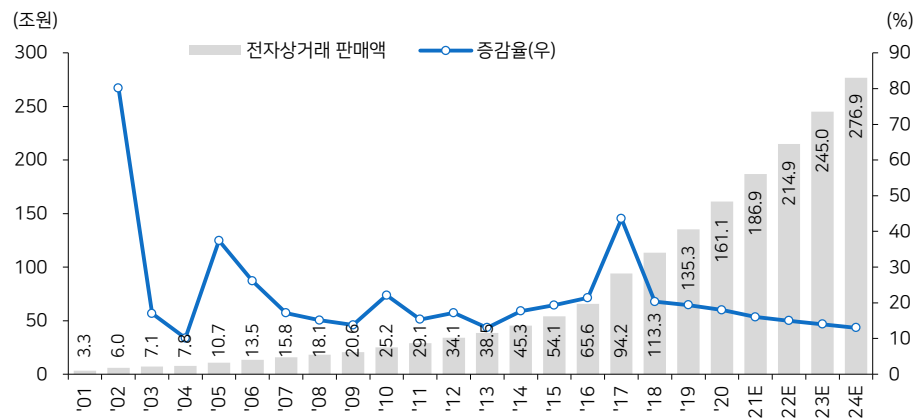
- 쿠팡의 김범석 의장

2021년 3월 쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장을 계기로 한국 전자상거래 시장에 대한 재평가가 진행 중이다. 국내 전자상거래 시장규모는 글로벌 5위 수준이나 소매 유통 시장에서 차지하는 비중은 글로벌 가장 높은 수준이다. 한국의 테크 기술력과 높은 인터넷 이용률에 기반하여 전자상거래 비즈니스 모델의 성숙도 또한 매우 높다. 2021년 한국의 전자상거래 시장 규모는 187조원 규모로 추정, 16% YoY 성장이 기대되며 전체 소매 시장 대비 침투율은 39% 수준으로 전망한다.

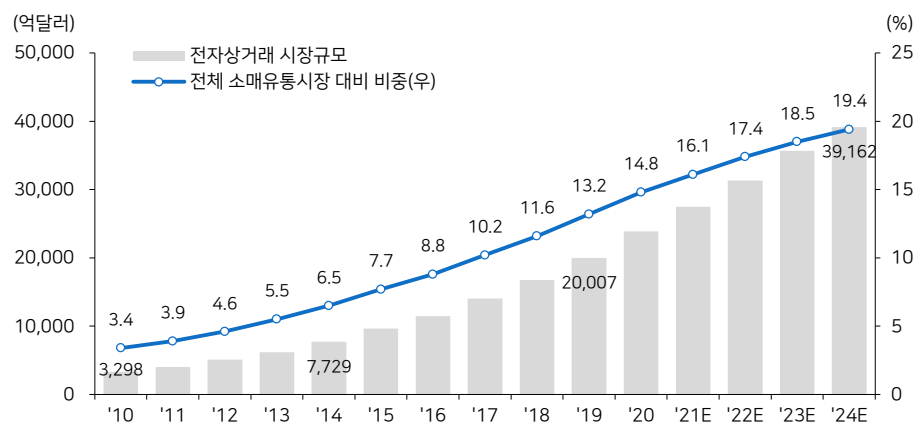
한국 전자상거래 시장의 경쟁력  
- 기술력, 모바일 이용률, 라이프  
스타일의 빠른 변화 등에 기인

Euromonitor에 따르면 2020년 전자상거래 시장 규모는 2.4조달러 규모로 5년간 연평균 CAGR 20%를 상회한다. 가장 큰 시장은 중국(2조 8천억달러)이며 미국(7천 98억달러), 영국(1천 536억달러), 일본(1천 870억달러) 순이다. 전자상거래 시장은 코로나19로 인해 언택트 소비가 대중화되며 성장세 강화되고 있다. 글로벌 시장 내 중국의 시장 비중은 36.6% 수준이다. 알리페이, 위챗페이 등의 간편 결제 서비스에 기반하여 알리바바, 징둥, 핀뎬뎬 등이 빠르게 성장 중이다. 중국에 이어 규모가 큰 나라는 미국이며 아마존이 36%의 높은 점유율 갖고 있고 이베이, 월마트, 애플 등의 순으로 시장을 점유하고 있다.

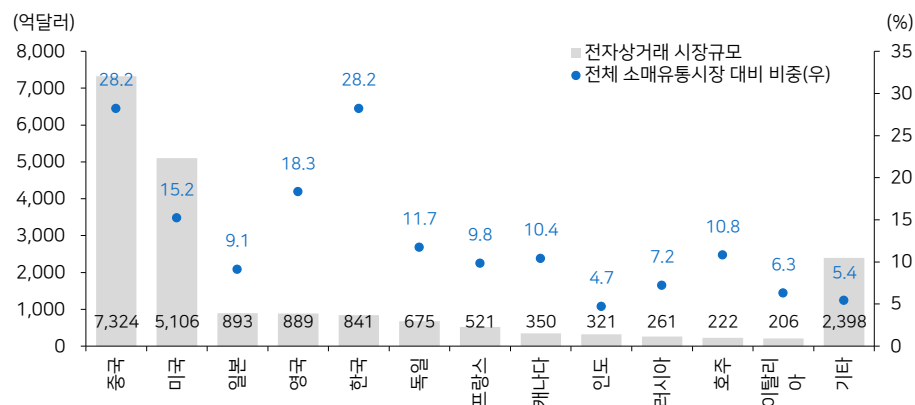
한국은 아시아에서 4번째로 큰 GDP 규모를 갖고 있으며 한국의 유통, 식품, 음식배달, 여행 시장 규모는 2019년 기준으로 4,700억달러를 상회, 2024년에는 5,340억달러 규모로 증가할 전망이다. 한국의 e커머스는 높은 모바일 이용률, 강화되는 리테일 경쟁, 라이프 스타일 변화, 테크 기반의 리테일 혁신 등에 힘입어 빠르게 성장하고 있다.

**그림1 한국 전자상거래 시장 규모 및 증감율 - 21년에도 16% 성장 전망**


자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 글로벌 전자상거래 시장 규모 및 소매시장 침투율**


자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

**그림3 글로벌 주요 국가의 전자상거래 시장 규모 및 비중 (2019년 기준)**


자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

## 지금 전자상거래가 주목받는 이유

### 코로나로 언택트 소비 보편화

글로벌 전자상거래 시장은 1) 품목의 다변화, 2) 고령층 쇼핑 증가, 3) 온-오프라인 융합, 4) IT 기술과의 결합 등에 기반하여 고성장하고 있다. 코로나의 확산은 전통 소매 시장의 혁신을 가져왔고 변화된 전자상거래 트렌드는 지속적으로 강화될 가능성이 높다.

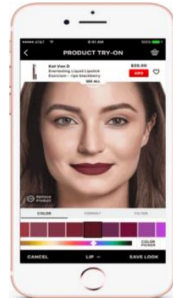
### 쇼핑에 IT 기술 결합

국내에서도 쿠팡, 네이버 등 상위 쇼핑 사업자들의 경쟁력은 지속적으로 강화되고 있다. 쇼핑에 IT 기술이 결합되고 있기 때문인데, 이용자 취향과 관심사에 맞는 상품 추천, 라이브 쇼핑, 화장품/의류/가구 등의 제품을 보거나 테스트하는 AR 기술이 도입되며 언택트 소비가 용이해졌다. 코로나로 인해 홈코노미(가정용 경제활동), 오프라인에서 소비되던 식료품, 생활용품, 생필품 등도 적극적으로 전자상거래 시장으로 이동하고 있다. 또한 코로나로 중장년층 소비자들이 온라인쇼핑에 적극 나서며 '실버 서퍼'가 중요한 고객층으로 부상하였다. 인터넷 쇼핑 비기너가 쉽게 학습이 가능하고 논스톱 쇼핑(로그인, 쇼핑검색, 결제, 배송까지)이 가능하며 접근성이 높은 플랫폼인 NAVER, 쿠팡, 카카오 등의 경쟁력이 지속적으로 강화되는 이유이다.

그림4 쇼핑에 증강현실(AR) 도입

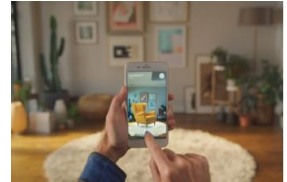
#### ① 세포라(미국)

- 뷰티 전문점 세포라는 고객이 매장에서 자유롭게 제품을 체험하고, 직원으로부터 피부 특성에 맞는 뷰티 컨설팅을 제공받을 수 있도록 하는 마케팅 전략으로 인기
- 미국 내 봉쇄령으로 5월 중순까지 매장 영입이 중단되며 고객과의 접점이 사라지자, AR 메이크업 서비스인 '버추얼 아티스트(Virtual Artist)'를 내세워 온라인 쇼핑 유도
- 고객은 자신의 셀카카메라 상에 다양한 제품들을 테스트해본 뒤 구매를 결정하고, 가상 튜토리얼의 도움을 받아 직접 메이크업을 해볼 수 있음



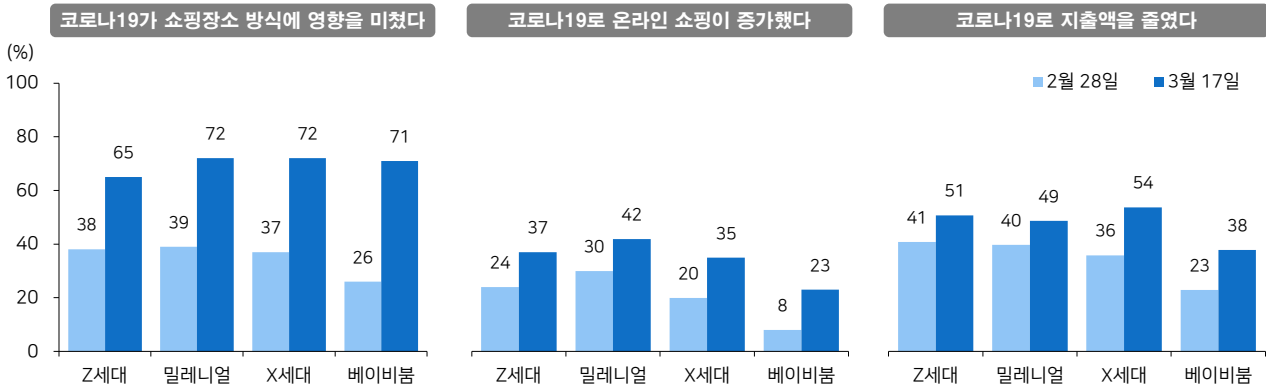
#### ② 이케아(스웨덴)

- 가구 기업 이케아는 2017년 스마트폰 카메라로 집안 공간을 비추고 가상 가구들을 배치해볼 수 있는 '이케아 플레이스' 앱을 출시해, 온라인 고객이 가구의 크기, 집안과의 조화 등을 고려해 제품을 구매할 수 있도록 함
- 2020년 3월 중국 알리바바그룹과 협업해 티몰 내 가상 스토어를 열고, 고객이 직접 쇼룸을 걸어다니며 제품을 둘러보는 듯한 VR 체험 서비스를 제공
- 4월에는 AI·AR 기술 기업 지오매지컬 랩스(Geomagical Labs)를 인수, 향후 카메라가 스캔한 공간을 3차원(3D)으로 구현하는 기술을 보강할 예정



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림5 코로나19로 연령층별 소비변화



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

## 2. 한국 e커머스 - 결국 쿠팡과 네이버의 경쟁

### 쿠팡 뉴욕증권거래소 IPO

#### 성공적인 기업공개 진행

3월 11일 쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장이 성공적으로 진행되었다. 공모가 밴드 최상단 주당 35달러, 기업가치 630억달러에서 거래 개시되었다. 총 1.2억주의 공모하게 되어 42억달러의 자금 조달을 진행한다. 상장 첫날 주가는 공모가 대비 41% 상승한 49.25달러를 기록하며 매우 양호한 주가흐름 시현하였다. 쿠팡의 성공적인 상장은 1) 한국 e커머스 시장에 대한 재평가, 2) 쿠팡의 시장 선도 능력에 대한 밸류에이션 프리미엄 등 때문이다. 쿠팡은 공모 자금을 물류 경쟁력 강화, 인력 채용, 쿠팡플레이/쿠팡이츠 등의 신규사업에 투자할 계획이다. 현재 운영 중인 30개 도시, 150개의 물류센터를 더욱 확장, 강화하며 2025년까지 현재 인력의 2배 규모로 추가 고용한다는 계획을 갖고 있다. 쿠팡플레이는 로켓와우 멤버십으로 이용 가능하며 쇼핑과 콘텐츠를 본격 결합한다.

쿠팡의 2020년 매출액은 90.8% YoY 증가한 119억달러, 영업손실은 5.3억달러를 기록하였다. GMV 성장을 상회하는 매출 성장은 직매입에 근거한 판매호조를 의미하며 매출 원가 상승은 코로나로 인해 물류센터 인건비 등의 비용 증가했기 때문이다. 영업손실은 외형 성장에 힘입어 19년 대비 17.2% 축소되었다. 2020년 EBITDA는 55% YoY 개선된 -2.5억달러, 영업현금흐름은 3.0억달러 수준으로 흑자전환하였다. 향후 물류, 마케팅, 인건비에 대한 비용 효율화시 이익을 낼 수 있는 체력이 확보된 것으로 판단된다.

표1 쿠팡 손익계산서

(백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>매출액</b>	<b>1,674.6</b>	<b>2,403.6</b>	<b>4,053.6</b>	<b>6,273.3</b>	<b>11,967.3</b>
(% YoY)		43.5	68.6	54.8	90.8
리테일 매출	1,489.9	2,232.1	3,799.1	5,787.1	11,045.1
기타 매출	184.7	171.5	254.5	486.2	922.2
<b>영업비용</b>	<b>2,173.3</b>	<b>2,989.7</b>	<b>5,106.0</b>	<b>6,917.1</b>	<b>12,495.1</b>
매출원가	1,544.0	2,206.2	3,864.2	5,240.2	9,981.2
판관비	629.2	783.5	1,241.8	1,676.9	2,513.9
<b>영업이익</b>	<b>-498.7</b>	<b>-586.0</b>	<b>-1,052.4</b>	<b>-643.8</b>	<b>-527.7</b>
이자수익	3.3	3.2	3.9	19.1	11.0
이자비용	-2.1	-14.1	-70.9	-96.9	-107.8
기타수익	3.1	-19.8	24.2	22.6	149.9
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>-494.4</b>	<b>-616.7</b>	<b>-1,095.3</b>	<b>-699.0</b>	<b>-474.6</b>
법인세비용	0.2	0.3	2.3	-0.2	0.3
<b>당기순이익</b>	<b>-494.5</b>	<b>-617.0</b>	<b>-1,097.5</b>	<b>-698.8</b>	<b>-474.9</b>

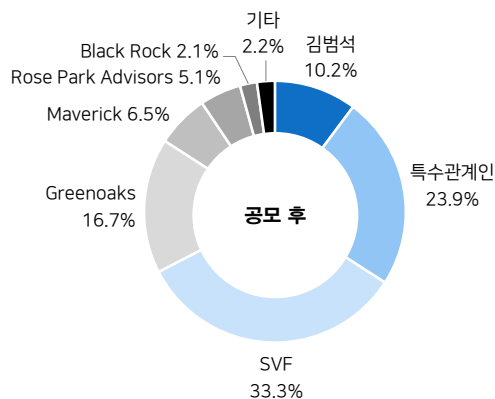
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

표2 쿠팡 상장 개요

구분	내용
가격 결정일	3월 10일
상장일	3월 11일
공모가격	35달러 (시가총액 718억달러)
공모주식수	1.2억주 (신주 1억주, 구주 2천만주)
발행주식총수	17.1억주
주요 주주	SVF 33.3%, 김범석 10.2%

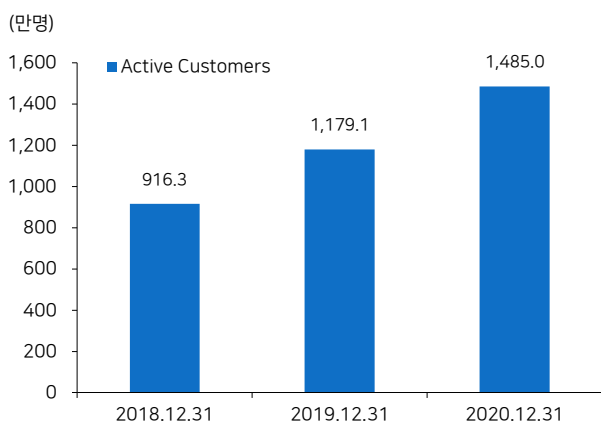
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림6 공모 후 지분구조



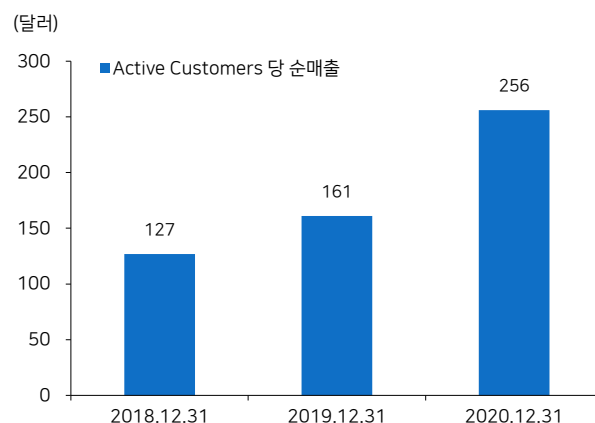
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림7 쿠팡 고객수 1,485만명



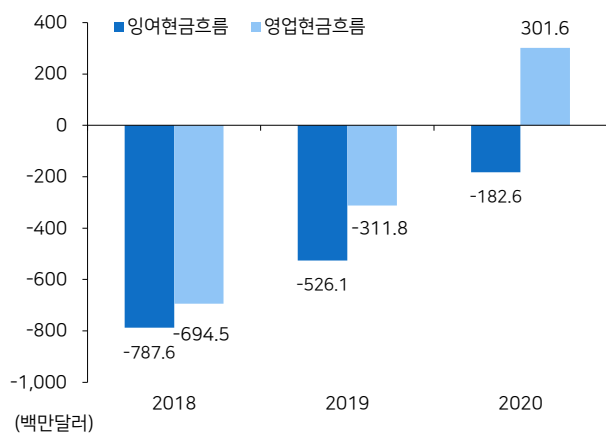
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2020년 객단가 256달러로 59% 상승



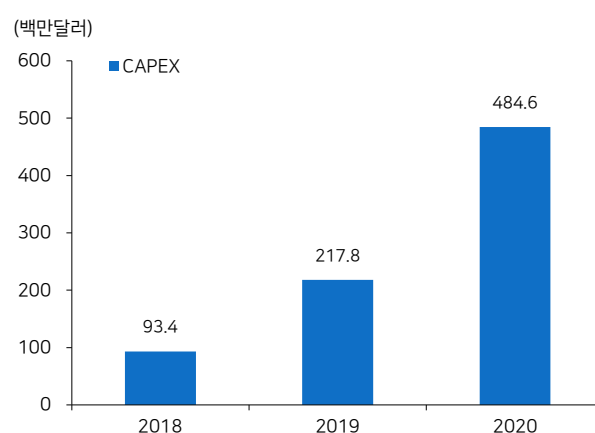
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림9 영업현금흐름과 잉여현금흐름



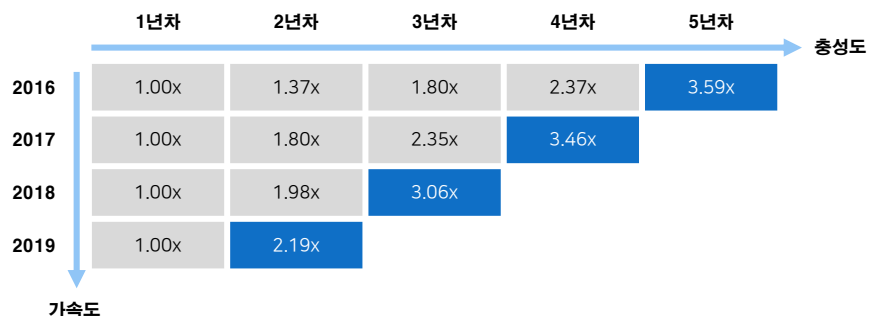
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림10 CAPEX 투자 지속



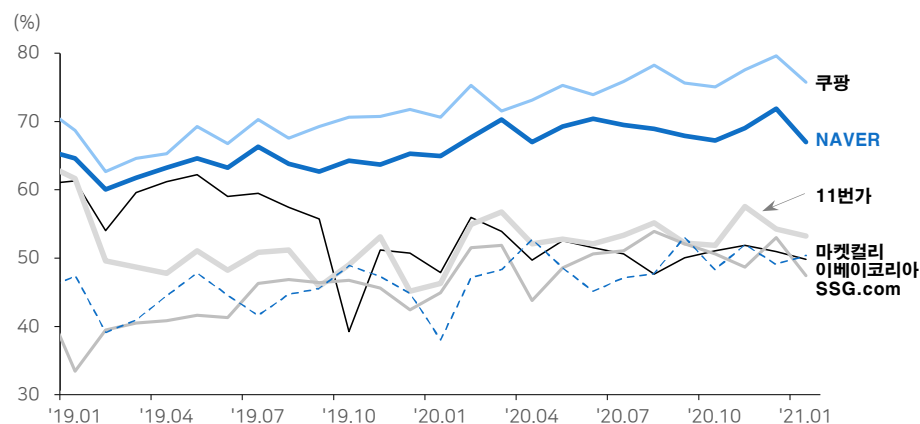
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림11 고객의 충성도



주: 2016년 유입된 고객은 5년 뒤 처음의 3.59배 지출, 2019년 유입된 고객은 2년만에 전년의 2.19배 이상 지출  
 자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림12 재구매율 추이



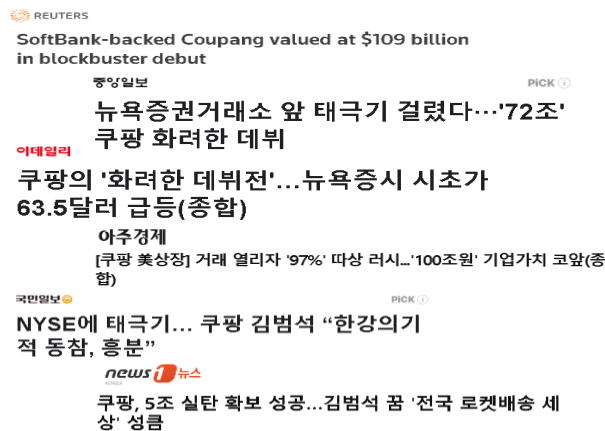
자료: 와이즈리테일, 메리츠증권 리서치센터

그림13 쿠팡, 미국 증시에 성공적 데뷔



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림14 3월 11일 쿠팡 뉴욕증권거래소에 성공적인 기업공개



자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터



## 네이버쇼핑의 재평가는 현재진행형

### 쿠팡과 네이버쇼핑 비교

쿠팡의 성공적인 기업공개에 힘입어 네이버쇼핑의 재평가가 진행 중이다. NAVER와 쿠팡의 쇼핑 비즈니스는 전략, 매출 구성 등에 있어서 차이점이 존재하나, 궁극적인 지향점은 '쇼핑과 콘텐츠'의 결합이라는 측면에서 유사하게 수렴할 것으로 전망한다. 첫째, 쿠팡의 유통 사업은 풀필먼트(물류/배송) 경쟁력에 근거, 쿠팡(쿠팡 친구)로 대표되는 빠른 배송이 강점이다, 반면 NAVER는 중개형 거래 플랫폼으로 소상공인, 자영업자들이 온라인에서 손쉽게 물건을 팔고 상생할 수 있는 스마트스토어 구축을 노력해왔다. 둘째, 2020년 쿠팡 거래액은 22조원, 영업손실은 6,000억원 수준으로 물류/배송에 대한 부담이 영업손실 지속으로 나타나고 있다. 쿠팡은 전체 거래의 상당 부분을 직매입하여 유통, 재고에 대한 부담을 가져가지만 매출 성장 양호할 때 이익레버리지는 급격히 강화될 수 있다. 반면 2020년 NAVER 커머스 거래액은 30조원, 매출액은 1.1조원, 순이익률은 20% 상회할 것으로 추정되는데 네이버쇼핑의 매출은 70%는 CPC, 30%는 CPS로 구성되어 쇼핑검색광고라는 캐쉬카우에 기반한 수익창출 능력이 강점이다.

쿠팡은 상장심사 보고서를 통해 Addressable Market(진출 가능한 시장)으로 유통, 요식업, 여행업, 광고업 등을 제시하였다. 한국의 전자상거래는 금융(쿠팡페이, 네이버페이), 콘텐츠(쿠팡플레이, 네이버웹툰/TV), 모빌리티(쿠팡, 네이버예약) 등과 결합되며 빠르게 확장, 성장할 전망이다.

### 네이버쇼핑의 가치는 47~65조원까지 평가 가능

당사는 네이버쇼핑의 가치를 기존 20.8조원에서 28.0조원으로 34.6% 상향 조정한다. 이는 쿠팡의 21E PSR 2.3배 대비 70% 할인된 수준으로 30~50%로 축소 시 네이버쇼핑의 가치는 46.7~65.3조원으로 상향된다. NAVER 전체 기업가치도 103.7조원~122.3조원으로 상향될 수 있다.

표3 네이버쇼핑의 Re-rating 필요한 시점

구분	기업가치 (조원)	2021E 총매출액 (조원)	2021E PSR (배)
쿠팡	70.0	30.0	2.3
이베이코리아	5.0	19.0	0.3
마켓컬리	1.0	1.5	0.7
11번가	3.0	14.0	0.2
위메프	2.8	7.0	0.4
티켓몬스터	1.5	4.0	0.4
평균	28.0	40.0	0.70
네이버쇼핑	65.3	40.0	1.63

자료: 각 사, 언론자료, 메리츠증권 리서치센터

표4 네이버쇼핑의 가치 Simulation table

	(조원)	쿠팡 기업가치				
		30조원	40조원	50조원	60조원	70조원
할인율	70%	12.0	16.0	20.0	24.0	28.0
	50%	20.0	26.7	33.3	40.0	46.7
	30%	28.0	37.3	46.7	56.0	65.3

자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

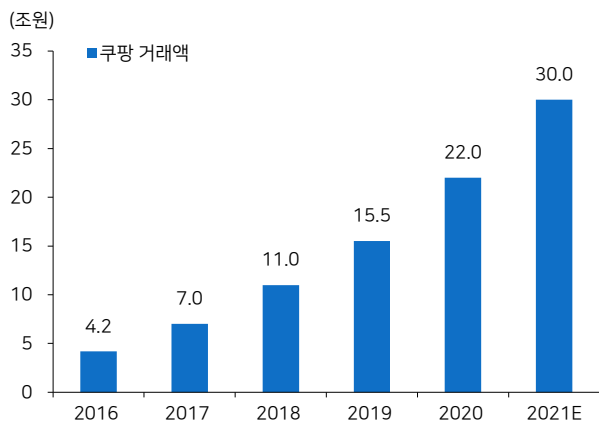
표5 NAVER 전체 기업가치에 미치는 영향

	(조원)	쿠팡 기업가치				
		30조원	40조원	50조원	60조원	70조원
할인율	70%	69.0	73.0	77.8	81.0	85.0
	50%	77.0	83.7	90.3	97.0	103.7
	30%	85.0	94.3	103.7	113.0	122.3

자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

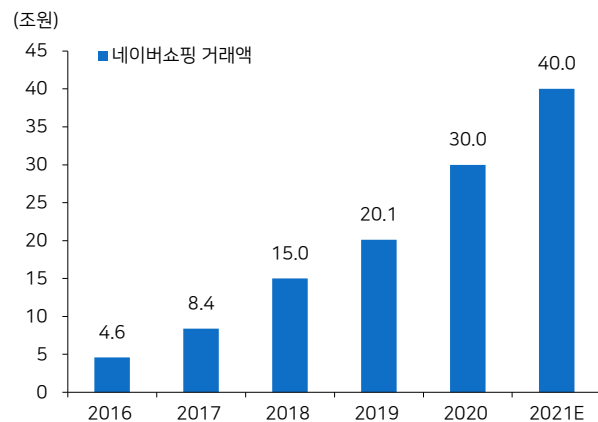


그림15 쿠팡 거래액



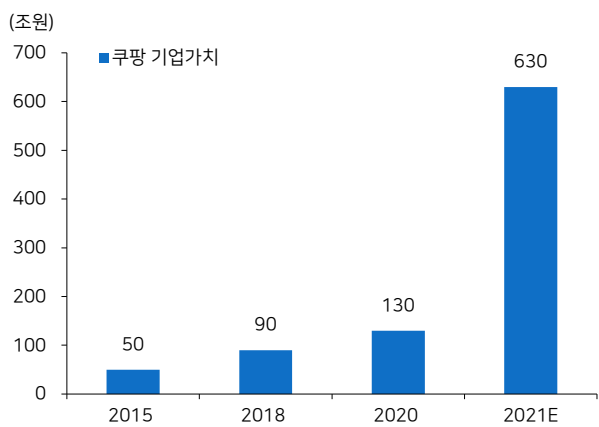
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림16 네이버쇼핑 거래액



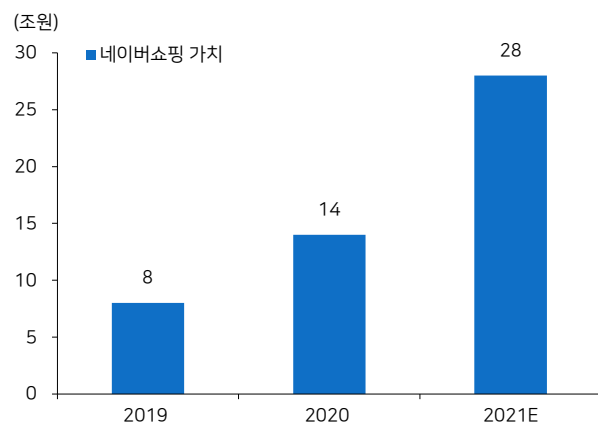
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림17 쿠팡의 가치



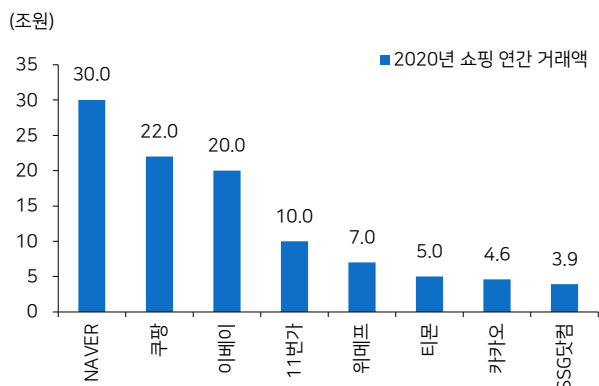
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림18 네이버쇼핑의 가치



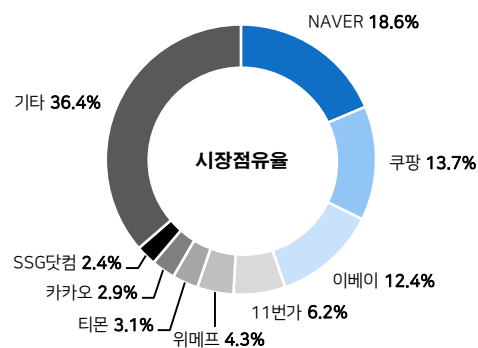
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림19 국내 주요 전자상거래 사업자별 거래액 (2020)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림20 국내 E커머스 시장점유율 (2020)



자료: 각사, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표6 NAVER 적정주가 산출 내역

(십억원)	2021E	비고
<b>NAVER (A)</b>	<b>67,531.5</b>	
검색 플랫폼	18,437.3	검색, 뉴스, 로컬, 예약 등 기존 NAVER 사업가치
2021E NP	921.9	
Target PER(배)	20.0	글로벌 인터넷 업종 평균 밸류에이션
<b>네이버쇼핑</b>	<b>28,000.0</b>	
2021E GMV(거래액)	40.0	NAVER 플랫폼 통한 전체 상거래 거래금액
Target PSR(배)	0.7	국내 전자상거래 기업의 평균 PSR. 쿠팡 대비 70% 할인
<b>네이버파이낸셜</b>	<b>10,606.2</b>	
2021E 매출액	1,060.6	21E 네이버파이낸셜 예상 매출액
PSR(배)	10.0	
<b>네이버웹툰</b>	<b>7,979.3</b>	
네이버웹툰	4,662.0	21E 결제액 대비 PSR 10 배, 지분율 66.6% 적용
라인망가	2,664.0	21E 결제액 대비 PSR 10 배, 지분율 66.6% 적용
왓패드	653.3	지분 100% 인수한 가치
<b>동영상</b>	<b>1,558.7</b>	<b>네이버 TV, V 라이브의 가치</b>
네이버 TV	1,146.8	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
위버스컴퍼니	411.9	위버스플랫폼 가치 0.9 조원, 지분율 49% 반영
<b>기타</b>	<b>950.0</b>	<b>스노우, 네이버랩스 등 관계사/투자자산 장부가액 30% 할인</b>
<b>Z 홀딩스 (B)</b>	<b>12,316.5</b>	<b>NAV 대비 30% 할인</b>
Z 홀딩스 시가총액	54,138.4	Z 홀딩스 합병 후 기업가치 472 억달러, 54 조원 가정
지분율(%)	32.5	
<b>현금성자산 (C)</b>	<b>1,145.0</b>	
<b>자사주 (D)</b>	<b>3,897.3</b>	왓패드 인수금액 제외, 30% 할인
<b>총 기업가치 (A+B+C+D)</b>	<b>84,890.3</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>520,000</b>	
현주가(3/11, 원)	373,500	
상승여력(%)	39.2%	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표7 글로벌 전자상거래 기업 Valuation 비교

기업명	시가총액 (십억달러)	PER (X)		PBR (X)		PSR (X)		EV/EBITDA (X)	
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Amazon	1,567.9	51.0	38.9	11.6	8.9	3.3	2.8	21.5	17.4
Shopify	141.3	296.4	230.9	25.4	23.5	35.2	26.6	277.7	195.8
Alibaba	652.8	23.4	20.4	4.7	3.9	6.0	4.6	18.6	15.0
Baozun	3.5	30.4	21.9	4.3	3.7	1.9	1.5	20.5	15.6
JD.com	140.9	41.1	29.6	6.0	5.3	1.0	0.8	27.5	19.4
<b>평균</b>	<b>501.3</b>	<b>36.5</b>	<b>27.7</b>	<b>6.7</b>	<b>5.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>	<b>22.0</b>	<b>16.9</b>

주: 2021. 3. 11 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## NAVER의 스마트스토어, 해외시장 진출 가능성

3월 1일 Z홀딩스는 사업전략 발표회를 통해 일본 내 NAVER 스마트스토어 모델을 선보이는 사업 전략을 공개하였다. 일본 판매자들이 온라인 쇼핑몰을 구축하고 관리하는 수고를 덜어주고, 판매자들이 상품 개발과 비즈니스 성장에 집중하도록 종합적인 e커머스 솔루션을 제공할 계획이다. NAVER는 상반기 일본 라인 선물하기, 공동구매 등에 비즈니스 모델 협업, 하반기에는 야후재팬 쇼핑, 조조타운 등과 협업을 본격화한다.

3월 2일 한성숙 대표는 네이버 밋업 기자간담회에서 “올해는 SME를 위한 물류에 집중하고 동대문 패션의 글로벌 진출 청사진을 반드시 실현할 겁니다. 개인사업자부터 큰 브랜드까지 NAVER에서 물류 고민 없이 창업하고 성장하고 글로벌까지 진출해 볼 수 있게 하겠다. 앞으로 3년동안 판매자별 풀필먼트 솔루션 구축에 집중할 것이다”라고 밝힌바 있다. NAVER 스마트스토어의 해외진출 가시화된다면 국내 전자상거래 사업자로선 처음으로 글로벌 시장에 진출한 것으로 쿠팡 대비 밸류에이션 할증도 가능할 것으로 기대한다.

그림21 NAVER 한성숙 대표, 3월 기자간담회에서 동대문 SME들의 글로벌 진출 청사진 발표



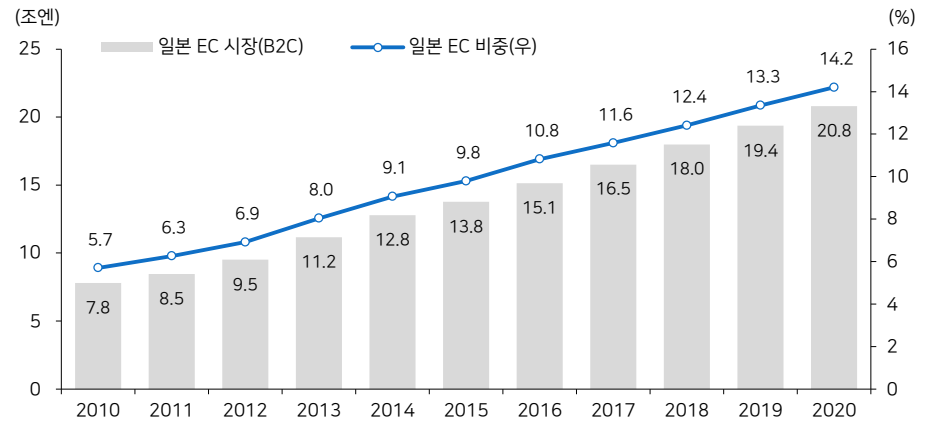
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표8 프로젝트 꽃 2.0

구분	내용
사업특성에 맞는 '물류솔루션' 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>푸드·생필품 판매자들을 위한 '빠른배송' 상품군 확대</li> <li>산지직송 생산자들의 물류 품질 관리와 브랜딩까지 지원할 수 있는 대형 프레스센터들과의 협업 모델 구축</li> <li>동네시장 내 물류 인프라 마련을 위한 다양한 물류 스타트업 및 기업들과 협업 진행 중</li> </ul>
'동대문 스마트 물류 솔루션'	<ul style="list-style-type: none"> <li>브랜드, 신상마켓 등과 제휴, 물류 과정 솔루션 제공</li> <li>국내 동대문 스마트 물류의 글로벌 연결 진행</li> </ul>
'네이버 장보기' 80곳 → 160곳 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>오프라인을 중심 사업 SME들의 온라인 진출 지원</li> </ul>
'스마트플레이스(업체정보 노출 서비스)' 개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ai Call, 예약, 스마트주문 등 고도화. 고객 특성, 상권 분석, 포스 연동 데이터 등 다양한 분석틀 도입</li> </ul>
'풀필먼트(보관·배송 일괄대행) 데이터 플랫폼'	<ul style="list-style-type: none"> <li>NAVER가 쌓아온 스마트스토어 데이터와 여러 파트너 기업들의 물류 데이터 구축</li> </ul>
중소사업자 지원 현금 100억원 출연	<ul style="list-style-type: none"> <li>플랫폼 밖 사각지대에서 어려움을 겪는 SME 지원</li> </ul>
'네이버 비즈니스 스쿨' 통한 전문 교육	<ul style="list-style-type: none"> <li>2H21 40여명의 NAVER 소속 '프로'와 함께 7개 코스, 255개 클래스 오픈</li> <li>사업자와 창작자들의 교육 이력과 성과를 체계적으로 분석. 사업 컨설팅 코스 워크를 제공</li> </ul>
'스타트 올인원 프로그램'	<ul style="list-style-type: none"> <li>12개월 결제수수료 지원 + 6개월 매출연동수수료 + 6개월 스마트주문 최초 사업자 수수료 지원</li> <li>+ 스마트 주문 및 현장 결제 수수료 6월까지 연장</li> <li>월 200만원, 800만원 거래액을 달성한 중소상공인이 온라인 마케팅을 시도할 수 있는 '성장포인트' 제공</li> <li>네이버 엑스퍼트(expert)에게 노무·재무·회계 분야의 컨설팅을 받을 수 있는 '비즈 컨설팅포인트' 제공</li> </ul>

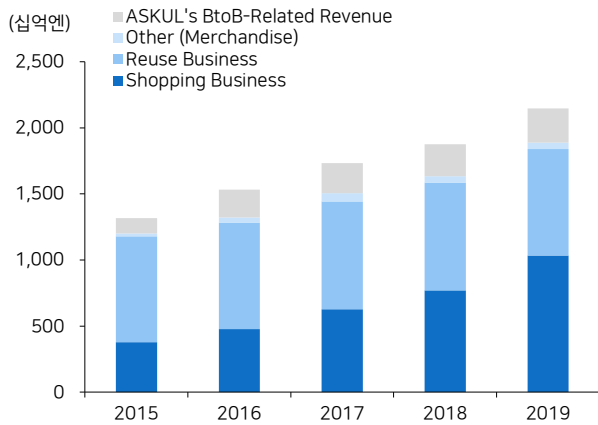
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림22 일본 소매시장 규모와 전자상거래 비중



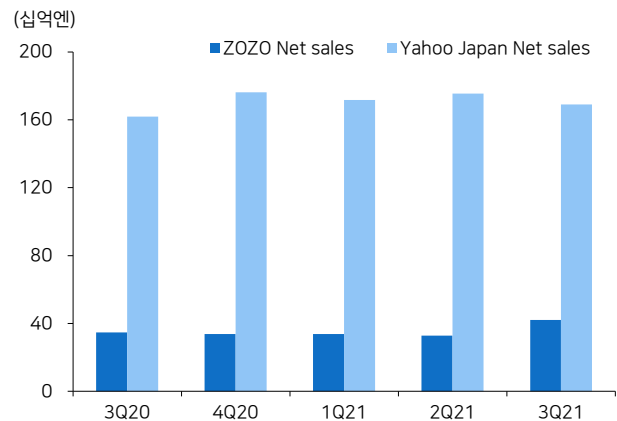
자료: 일본경제산업성, NRI, 메리츠증권 리서치센터

그림23 Z홀딩스의 커머스 GMV



자료: Z홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림24 야후재팬과 조조타운 커머스 순매출액



자료: Z홀딩스, ZOZO, 메리츠증권 리서치센터

## NAVER (035420)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,586.9	6,593.4	5,304.1	6,602.0	7,835.6
매출액증가율 (%)	19.4	18.0	-19.6	24.5	18.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,586.9	6,593.4	5,304.1	6,602.0	7,835.6
판매관리비	4,644.4	5,883.3	4,088.8	5,107.9	5,977.2
영업이익	942.5	710.1	1,215.3	1,494.1	1,858.3
영업이익률	16.9	10.8	22.9	22.6	23.7
금융손익	52.1	245.6	198.5	111.7	113.1
종속/관계기업손익	-85.1	-64.4	-67.6	-71.0	-74.6
기타영업외손익	202.2	-24.5	-62.7	-96.2	-108.3
세전계속사업이익	1,111.7	866.7	1,621.4	1,797.0	2,463.4
법인세비용	488.8	466.3	489.2	449.2	536.8
당기순이익	627.9	396.8	836.2	1,347.0	1,609.7
지배주주지분 순이익	648.8	583.1	993.2	1,472.2	1,691.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	973.5	1,356.8	4,083.7	2,263.1	2,907.8
당기순이익(손실)	627.9	396.8	836.2	1,347.0	1,609.7
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	3,624.2	459.2	541.2
투자활동 현금흐름	-388.3	-1,078.1	-2,006.3	-1,583.3	-1,693.4
유형자산의증가(CAPEX)	-535.0	-435.9	-449.0	-462.5	-476.3
투자자산의감소(증가)	-945.1	-1,304.1	-425.2	-455.5	-497.5
재무활동 현금흐름	751.0	52.3	1,671.5	1,035.7	429.2
차입금의 증감	756.1	923.4	951.1	979.7	1,009.0
자본의 증가	33.1	34.3	35.4	36.4	37.5
현금의 증가(감소)	1,415.3	417.6	70.7	-561.1	215.7
기초현금	1,907.6	3,322.9	3,740.5	3,811.2	3,250.1
기말현금	3,322.9	3,740.5	3,811.2	3,250.1	3,465.7

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	5,385.6	5,643.7	5,860.4	5,450.8	5,838.2
현금및현금성자산	3,322.9	3,740.5	3,811.2	3,250.1	3,465.7
매출채권	585.5	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	57.4	55.1	38.6	38.6	38.6
비유동자산	4,495.6	6,655.8	6,032.8	6,542.2	7,128.8
유형자산	1,457.3	1,596.3	1,623.6	1,786.0	1,964.6
무형자산	307.0	341.4	138.0	151.8	167.0
투자자산	2,247.7	3,487.4	3,954.8	4,288.1	4,680.9
자산총계	9,881.2	12,299.5	16,228.4	15,341.1	17,201.2
유동부채	2,619.7	3,773.1	7,230.4	7,741.8	7,890.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	349.9	509.6	1,296.0	1,296.0	1,296.0
유동성장기부채	0.0	50.0	10.0	10.0	10.0
비유동부채	1,312.4	2,022.5	828.0	1,490.1	1,639.1
사채	711.6	752.3	0.0	0.0	0.0
장기차입금	100.1	50.0	158.9	158.9	158.9
부채총계	3,932.1	5,795.6	8,058.4	9,231.8	9,529.1
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,541.0	1,575.3	1,793.3	1,446.1	1,446.1
기타포괄이익누계액	-221.8	-91.1	112.3	112.3	112.3
이익잉여금	5,229.2	5,712.1	6,233.6	4,520.0	6,082.8
비지배주주지분	708.9	698.7	541.6	416.4	334.3
자본총계	5,949.1	6,503.9	8,170.0	6,109.3	7,672.1

## Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,898	40,005	32,273	40,191	47,701
EPS(지배주주)	3,937	3,538	6,044	8,963	10,299
CFPS	7,493	7,702	13,307	16,664	35,294
EBITDAPS	7,303	7,330	10,516	12,312	14,626
BPS	31,795	35,223	46,440	34,657	44,671
DPS	314	376	376	376	376
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	31.0	52.7	48.4	41.7	36.3
PCR	16.3	24.2	22.0	22.4	10.6
PSR	3.6	4.7	9.1	9.3	7.8
PBR	3.8	5.3	6.3	10.8	8.4
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,728.2	2,022.5	2,402.5
EV/EBITDA	14.9	24.3	26.3	29.2	24.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	10.6	14.8	22.1	26.0
EBITDA 이익률	21.5	18.3	32.6	30.6	30.7
부채비율	66.1	89.1	98.6	151.1	124.2
금융비용부담률	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	68.7	20.4	33.8	40.4	48.7
매출채권회전율(x)	9.3	22.5			
재고자산회전율(x)	119.3	117.2	113.2	171.1	203.1

## 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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 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)	
2019.02.01	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-26.7	-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	-5.0	5.9	
2020.09.07	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-27.0	-20.5	
2021.01.15	산업브리프	Buy	430,000	김동희	-23.8	-17.4	
2021.01.29	기업브리프	Buy	470,000	김동희	-20.3	-15.0	
2021.03.12	기업브리프	Buy	520,000	김동희	-	-	