

## NAVER (035420)

## 인터넷

## 이창영



02 3770 5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	500,000원 (M)
현재주가 (3/22)	339,500원
상승여력	47%

시가총액	556,947억원
총발행주식수	164,049,085주
60일 평균 거래대금	2,067억원
60일 평균 거래량	619,518주
52주 고	454,000원
52주 저	302,500원
외인지분율	54.64%
주요주주	국민연금공단 9.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.5	(10.3)	(14.4)
상대	8.3	(1.2)	(4.1)
절대(달러환산)	6.2	(12.2)	(20.7)

## 간단한 비교, 쉬운 계산

## 네이버쇼핑 vs 쿠팡

12조원(네이버 시총 X 커머스매출비중) vs 41조원(쿠팡 시총), 21년 성장률 35% vs 49%. 쿠팡의 고성장은 1.8조원의 순적자 희생에 기반. 네이버의 당일배송 비중 증가는 쿠팡과의 성장률 = 기업가치 갭 축소 전망. 또한, 네이버의 고마진 오픈마켓 모델은 향후 격화될 국내 e커머스 시장에서 가장 유리한 위치

## 네이버웹툰 vs 카카오 피코마

4조원(네이버 시총 X 웹툰매출비중) vs 10조원(피코마 도쿄증시 상장 최소 예상 시총), 매출액 3,700억원 vs 2,290억원, MAU 8,200만명 vs 2,500만명(추정), 21년 성장률 32%(추정) vs 83%. 네이버 웹툰의 8,200만 사용자는 피코마의 '기다리면 무료'와 같은 유료모델 도입시 유료사용자 비중 증가로 피코마 성장률 = 기업가치를 넘어설 수 있다는 의견임. 일본 중심의 피코마와 달리 북미/유럽 만화 앱 1위이며, 최근 프랑스에서 '여신강림' 구독자가 70만명을 넘어서는 등 잠재 가치현실화가 기대됨

## 네이버페이 vs 카카오페이

8조원(네이버 시총 X 핀테크매출비중) vs 18조원(카카오페이 시총), 21년 매출액 9,790억원 vs 4,586억원, 21년 순이익 543억원 vs -339억원, 21년 결재액 38조원 vs 16조원. 양사의 시총차이는 네이버페이에는 없는 카카오페이의 금융서비스 매출에 기인. 21년 카카오페이의 금융상품비교서비스 라이선스 획득 및 규제문제 해소로 인해 네이버 페이도 결제외에 금융플랫폼사업 진출 가능성 높아짐. 이로 인해 양사 기업가치 갭도 축소 전망

## 제페토 vs 로블록스

1.2조원(최근 피투자시 평가금액) vs 35조원, 3억명(가입자) vs 5천만명(MAU), 매출액 361억원 vs 2.4조원. 현재는 매출액 및 사용자 간극이 크지만 제페토 '블랙핑크' 팬사인회 접속자수 4,600만명 등 K컨텐츠를 활용한 글로벌 사용자 모객 콘텐츠 경쟁력 우수, 2분기 MAU 8,200만명 네이버 웹툰 IP 활용한 테마파크 오픈, 로블록스와 같은 게임제작기능 추가 등 사용자 증가, 수익 증가로 가치 증가 기대

## Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	19,352	29.1	0.4	18,939	2.2
영업이익	3,644	26.2	3.8	3,582	1.7
세전계속사업이익	5,156	21.4	-7.8	5,145	0.2
지배순이익	3,936	-97.4	23.1	3,820	3.0
영업이익률 (%)	18.8	-0.5 %pt	+0.6 %pt	18.9	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	20.3	-	+3.7 %pt	20.2	+0.1 %pt
		1,001.0 %pt			

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	53,041	68,176	85,940	102,663
영업이익	12,153	13,255	17,174	22,128
지배순이익	10,021	164,898	18,018	22,368
PER	40.4	3.9	30.9	24.9
PBR	4.9	2.5	2.0	1.9
EV/EBITDA	23.0	36.8	22.1	18.2
ROE	15.2	106.7	7.4	8.5

자료: 유안타증권

## 간단한 비교, 쉬운 계산

한 기업의 가치를 계산하는 방법 중에 비슷한 사업모델을 가진 측정 가능한 다른 기업과의 비교를 통해 계산을 하는 방식이 있다. 동사의 경우는 검색은 구글, 모바일 광고는 카카오, 커머스는 쿠팡, 네이버 웹툰은 카카오 피코마, 제페토는 로블록스, 네이버 페이는 카카오 페이, LINE(A 홀딩스) 등 비교 가능한 기업들이 상장되어 있어 동사의 기업가치를 계산하기가 상대적으로 어렵지 않다.

검색사업부문을 먼저 예로 들면 NAVER 2021년 검색매출액이 전체 매출액에서 차지하는 비중인 35%를 NAVER의 현재(3/22) 시가총액(이하 시총)인 56.6조원에 곱해서 NAVER의 검색사업부문이 차지하는 가치를 19.9조원이라고 가정하자.

마찬가지로 Alphabet(Google) 2021년 검색매출액 비중인 57%와 NAVER의 Alphabet 대비 검색매출액 비율인 4.6%를 Alphabet 시총에 곱하면 57.5조원으로 현재 Alphabet 검색매출액 중에서 NAVER 검색매출액만큼 Alphabet이 평가받고 있는 시장가치를 구할 수 있다. 동일한 금액의 검색매출액이지만 NAVER는 19.9조원을 Alphabet은 57.5조원을 평가받고 있다고 생각할 수 있다.

Alphabet의 전체 시총 2,165조원 중 (1) YouTube의 미래 성장성이 더 높아 매출액 당 가치를 더 인정 해주기 때문에 위와 같은 결론이 나올 수도 있고, (2) 2021년 NAVER 검색매출 성장률 11.5%와 Alphabet의 35.7%에서 나온 결과 일수도 있으며 (3) 미국주식시장(Nasdaq)과 한국주식시장(KOSPI)의 차이일 수도 있다.

(1), (2)의 차이에서 나오는 시총 차이는 어쩔 수 없다고 보지만, (3)에서 나오는 차이 또는 국내상장된 다른 기업과의 벨류차이는 향후 갭을 축소할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 왜냐하면, NAVER의 외국인 투자비중이 55%이고, 현재는 여러가지 이유에서 저평가 되어 있지만 관련 영업지표/매출액이 증가하거나 증가할 가능성이 높아지면 벨류차이는 줄어들 수 있기 때문이다. 이하에서는 NAVER의 커머스, 네이버웹툰, 네이버 페이, 제페토, LINE(A홀딩스)의 가치를 유사기업과 비교하면서 향후 가치 상승여부를 분석해보도록 하겠다.

(단위: 조 원)								
시총(A)	매출비중	'21 성장률	비교 가능 기업&사업	시총	매출비중 (또는 기업간 매출 비율)	'21 성장률	매출비중 * 시총 (B)	(B) - (A)
56.5		28.5%						
19.9	35%	11.5%	Google	2,165	4.6%	35.7%	57.5	37.6
5.2	9%	36.9%	카카오 특광고	48	15%	50%	7.2	2.1
12.2	22%	35.4%	쿠팡	41	100%	54%	40.5	28.3
4.0	7%	31.7%	피코마	10	100%	58%	10.0	6.0
8.1	14%	44.5%	카카오 페이	19	69%	61%	13.3	5.2
1.2	0.5%	318.0%	로블록스	35	10%	83%	3.5	2.3
5.3	지분법	18.8%	카카오	47	50%	48%	22.3	17.0

자료: 유안타증권 리서치센터

## 네이버 쇼핑 vs 쿠팡

네이버 쇼핑과 쿠팡의 본질적 차이는 마진이 월등한 오픈마켓 커머스 모델과 재고관리, 배송이 뛰어난 직매입 방식의 차이이다. 이 차이로 인해 네이버 쇼핑은 쿠팡 성장률 49% 대비 낮은 35%를 기록하였고, 쿠팡은 1.85조원의 적자를 기록하였다.

하지만 이러한 차이가 거래액당 양사의 시가총액의 차이가 4배가 날 정도는 아니라는 판단이다. 네이버 쇼핑의 쿠팡 대비 가장 큰 약점인 배송경쟁력은 이마트, 제3자 물류업체 등과 협력하며 당일 배송 물품 비중을 증가시키고 있으며, CJ대한통운과 지난해부터 곤지암, 군포, 용인 등 각지의 풀필먼트 센터에 이어 20만 평 이상 규모의 풀필먼트를 설립하고 있어 두회사의 배송경쟁력 차이는 축소될 것으로 예상된다.

(단위: 억원, 원)

	2020 매출액	2021 매출액	YOY	2020 순이익	2021 순이익	2020 거래액	2021 거래액	YOY	시가총액	거래액 당 시가총액
	10,896	14,752	35%	2,495	2,862	270,000	360,000	33%	122,255	0.3
	143,604	220,872	49%	-5,556	-18,511	220,000	340,000	55%	405,348	1.2

자료: 유안타증권 리서치센터, 와이즈앱(거래액). 주 : NAVER 쇼핑 순이익은 전체 영업이익률을 적용하였음

또한, 쿠팡의 빠른 배송경쟁력으로 네이버 쇼핑 대비 2021년 14%pt 높은 매출 성장률을 기록하고 있지만, 이는 1.85조원의 순적자라는 희생 위에서 기록하고 있는 성장이다.

그러나, SSG.COM, eBay, 롯데온 등 대기업의 공격적인 국내 e커머스 시장 진출로 시장경쟁은 더욱 격화될 것이기 때문에 적자를 통한 고성장 유지는 향후 지속가능한 것은 아니라는 판단이다. 네이버쇼핑처럼 오픈마켓을 통한 안정된 마진율을 실현할 수 있는 구조가 국내 e커머스 시장 경쟁 격화에서 궁극적으로 살아남을 수 있는 구조란 판단이다.

네이버 쇼핑은 최근 커머스 솔루션(데이터분석, 배송, 재고관리, 마케팅, 금융, 결제 등)의 수익모델이 추가되었고, 새로이 라이브 커머스 거래액이 21년 4.7배로 급증하고 있으며, 스마트스토어 보다 상품거래 수수료율이 1%가 높은 브랜드스토어 거래액이 21년 110% 증가하여 네이버쇼핑 외형 성장에 기여함은 물론 마진율 개선에도 기여 중인 것으로 예상된다.

따라서 양사의 시가총액 차이인 28.3조원은, 네이버 쇼핑이 지금처럼 배송 경쟁력이 강화되어, 고성장이 유지/증가되며, 마진율도 증가한다면, 네이버 쇼핑이 추가로 증가할 수 있는 기업가치(사업부문 가치)일 수 있다는 전망이다.

## 네이버 웹툰 vs 카카오 피코마

네이버 웹툰은 최소 10조원 이상의 시총으로 일본 도쿄증시 상장을 준비하고 있는 카카오의 피코마와 직접적인 비교가 가능하다. 양사의 차이는 일본 중심이란 것과 국내 및 전세계 중심이란 차이만 있을 뿐이지 모바일 웹툰 서비스란 점에서 동일하기 때문이다.

성장률은 피코마가 83%로 네이버 웹툰 성장률 32%(추정치)보다 월등히 앞선다. 그리고, 피코마는 6조원 규모의 일본 만화시장에서 모바일 웹툰으로 1위를 지속하고 있다는 점이 거래액당 시가총액 3배 이상의 차이로 나타나고 있다.

(단위: 억원, 백만명, 원)

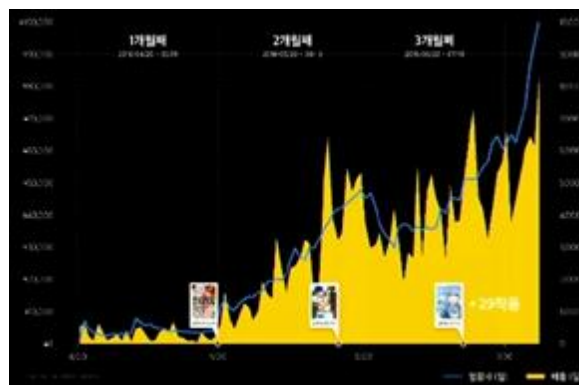
	2021년 거래액	2020 매출액	2021 매출액	YOY	MAU	시총	거래액 당 시총
	10,000(추정)	3,682	4,850	32%	8,200	40,197	4.0
	7,227	2,290	4,195	83%	2,500(추정)	100,000	13.8

자료: 유안타증권 리서치센터, 네이버, 카카오. 주 : 네이버 웹툰 매출액은 콘텐츠 매출액에 20년 80%, 21년 70%를 적용하였다.

지금은 1위 피코마가 네이버 웹툰 대비 높은 성장률, 1위 프리미엄을 받고 있지만, 네이버 웹툰은 일본 외에 (일본은 라인 망가가 있음) 전세계 100여 개 국가에서 만화부문 1위로 높은 성장을 하며, 전세계 8,200만명이라는 월사용자수를 확보하고 있다.

2019년 처음 진출한 유럽지역은 최근 '여신강림'의 프랑스 구독자수가 70만명, '재혼황후' 39만명, '전지적 독자시점' 32만명 등 피코마가 일본에서 그랬던 것처럼 네이버의 K웹툰이 유럽 및 미국의 웹툰 시장을 새로이 만들어 가고 있다. 네이버 웹툰은 2021년 매출액이 피코마보다 15% 더 많고, MAU는 월등하게 많아 피코마가 성공한 '기다리면 무료'와 같은 수익모델이 도입되어 유료결제자 비중이 증가하게 되면 매출 성장률도 증가할 것으로 예상된다.

### 매출액 추이











자료: 유안타증권 리서치센터

북미/유럽 등 전세계에서 웹툰이라는 콘텐츠 시장이 아직 초기 단계에 있기 때문에 잠재 성장률은 일본 피코마보다 더 클 수 있어 향후 더 높은 성장이 가능하다는 판단이다.






또한, 네이버 웹툰 작품을 기반으로 한 탄탄한 스토리의 IP들이 넷플릭스 드라마, 영화로의 2차 판권 제작 열풍은 제2의 '스위트홈', '사내맞선'과 같은 작품들처럼 흥행할 가능성이 높아 네이버 웹툰의 가치는 현재 카카오 피코마 가치와의 차이를 메꾸고 남은 만큼의 가치상승 여력이 충분하다는 전망이다.

#### 프랑스 구글플레이 만화앱 매출순위 (3/21)

수익		전체 보기 >
1	 WEBTOON Webtoon	=
2	 Tappytoon Comics & Novels Contents First	=
3	 POCKET COMICS: Premium NHN comico	=
4	 Toomics - Read unlimited co Toomics	=
5	 MangaToon - Manga Reade MangaToon	=
6	 izneo - Comics, Manga, Wet izneo	=
7	 Tapas - Comics and Novels Tapas	=
8	 Manta: Unlimited Comics RIDI	=

자료: 유안타증권 리서치센터

#### 미국 구글플레이 만화앱 부문 매출순위 (3/21)

수익		전체 보기 >
1	 WEBTOON Webtoon	=
2	 Tapas - Comics and Novels Tapas	=
3	 Tappytoon Comics & Novels Contents First	=
4	 Manta: Unlimited Comics RIDI	=
5	 POCKET COMICS: Premium NHN comico	=

자료: 유안타증권 리서치센터

## 네이버페이 vs 카카오페이

네이버페이(네이버 파이낸셜, 지분율 69%)는 시가총액(3/21) 18.4조원의 카카오페이(377300)보다 2021년 매출액은 2.1배 크고 카카오페이는 339억원 순손실인데 반해 네이버페이는 543억원의 순이익을 기록하였다.

하지만, 현재 NAVER(035420) 주가에 네이버페이가 카카오페이만큼의 가치가 반영되고 있는 것 같지는 않다. 양사의 가장 큰 차이는, 수익의 대부분을 차지하는 결제금액이 네이버페이가 카카오페이보다 2.4배 크고 성장률도 비슷하지만, 카카오페이가 하고 있는 대출, 펀드 등 금융상품 비교 판매 서비스가 없어 전체 매출액 성장률이 카카오페이가 높다는 점이다.

(단위: 억원)

	2020 매출액	2021 매출액	YOY	2020 순이익	2021 순이익	2020년 결제액	2021년 결제액	YOY	시총	결제부문 매출비중
	6,774	9,790	45%	549	543	258,000	382,000	48%	81,133	99%
	2,844	4,586	61%	-251	-339	108,307	160,897	49%	184,376	66%

자료: 유안타증권 리서치센터, DART. 주1) 2021년 카카오페이 결제액은 2020년 카카오페이 결제액과 결제매출액 비중을 2021년 결제매출액에 적용하여 산정한 추정치임

주2) 네이버페이 매출액은 네이버 핀테크 매출액이며, 순이익은 네이버 2021년 감사보고서 상 네이버파이낸셜 순이익임

카카오페이는 21.5백만명의 월사용자의 트래픽을 활용, 42개 금융회사의 대출, 투자(펀드 등), 보험상품의 비교서비스를 제공해주며, 아래와 같이 결제이외의 금융 및 기타서비스 부문에서 전체 매출의 33.7%에 해당하는 매출액과 YoY 94%의 높은 성장을 기록하고 있다.

이러한 결제서비스 이외의 금융플랫폼으로서의 고성장이 카카오페이의 21년 PSR 40배라는 전무후무한 밸류에이션을 부여받고 있는 가장 중요한 요인이다.

(단위: 억원)

	2019	2020	2021	YoY
매출액	126	798	1,547	94%
는 비중	8.9%	28.1%	33.7%	5.7%pt
액	1,285	2,046	3,039	49%

자료: DART

카카오페이 모바일금융플랫폼의 고성장은 21.5백만명의 사용자 트래픽 덕분이며, 네이버페이가 카카오페이의 2.4배에 달하는 결제금액과 NAVER의 월사용자 4천만명의 메가트래픽을 활용하면 카카오페이 이상의 금융플랫폼서비스가 가능할 수 있다는 판단이다.

네이버페이가 이처럼 유리한 금융플랫폼 조건을 가지고 있음에도 불구하고 그동안 결제 및 스마트스토어 대출서비스 외에 금융상품서비스를 본격화 하지 않았던 것은 금융과 관련된 규제가능성 때문이었다.

하지만, 2021년 카카오페이가 금감위로부터 받았던 금융상품 비교판매 금지가 대출성 금융상품 대리중개업 등록 및 중계판매를 명시하는 문구 및 사용자 화면(User Interface) 을 변경함으로서, 금융상품 비교판매가 가능하게 되어, 이제는 네이버파이낸셜도 카카오페이와 같은 금융상품비교판매를 하지 않을 이유가 없게 되었다는 판단이다.

이처럼 카카오페이대비 매출액 및 결제액은 2배, 높은 순이익임에도 불구하고 카카오페이만큼의 가치를 제대로 평가받지 못했던 원인인, 금융상품비교서비스 부분이 출시된다면 향후 카카오페이만큼 또는 그 이상 재평가될 가능성이 높다는 의견이다.

## 제페토 vs 로블록스

아시아 최대의 메타버스 공간 제페토의 가입자는 최근 1년(2021년 2월~2022년 3월) 만에 1억명이 증가한 3억명이 되었다. 이중 90%가 해외 이용자이며, 80%는 미래 핵심 소비층인 Z세대(1990년 중반~2000년 초반 출생)이다.

제페토의 가입자 및 MAU(YoY +57%)가 급증한 이유는 K콘텐츠 덕분이다. 포트나이트에서 'Travis Scott'의 온라인 콘서트 접속자수가 2,700만명이었던데 반해 '블랙핑크'가 제페토에서 팬사인회 접속자는 4,600만명이 몰렸기 때문이다.

제페토의 가치는 로블록스(RBLX, NYSE)와 비교할 수 있다. 매출액이나 사용자수의 차이는 아직 많이 나지만 제페토를 경험한 3억명은 향후 사용가능성이 높은 잠재적 사용자이기 때문에 성장 잠재력은 제페토가 더 크다고 할 수 있다.

							(단위: 억원)
	2020 매출액	2021 매출액	YOY	2020 순이익	2021 순이익	DAU(백만명)	시총
	86	361	318%	-192	-	?	12,000
	11,550	23,990	108%	-3,163	-6,146	49.5	349,980

자료: 유안타증권 리서치센터

제페토는 이러한 향후 성장가능성으로 지난해 말 소프트뱅크 비전펀드(SVF)로부터 1.2조원의 기업가치로 2,235억원의 투자를 받은바 있다. 로블록스의 주 수익모델은 사용자이자 창작자들이 직접 제작하여 판매하는 게임 및 아이템 거래 수수료이다.

제페토는 개인창작자를 위한 가상세계 구축, 방송제작, 아이템 제작 등의 3D콘텐츠 제작기능을 제공하고 있지만, 향후 게임제작, 교육, 엔터테인먼트, 쇼핑, 테마파크 등 다양한 기능 및 콘텐츠를 추가할 예정이어서, 사용자수 및 매출 증가가 기대된다.

특히, 제페토는 BTS소속의 하이브(352820), 와이지엔터테인먼트(122870), JYP엔터(035900)등이 주주로 참여하고 있어, 향후 지속적인 K콘텐츠를 통한 글로벌 팬덤들이 유입될 것으로 기대된다.

2분기에는 네이버 웹툰 IP를 활용하여 '디즈니랜드'나 '유니버셜스튜디오'와 같은 가상세계 테마파크를 선보일 계획이다. 지난해 10월 오픈했던 '롯데월드'맵이 300만명 이상 방문한 경험이 있고, 네이버 웹툰 IP는 전세계 8,200만명(MAU)의 구독자를 보유하고 있어, 제페토 사용자수 증가에 크게 기여할 것으로 예상된다.

제페토는 이처럼 지속적인 콘텐츠 및 기능 추가로 사용자 증가 및 수익모델을 추가시키며 로블록스와 같은 벨류로 커져 갈 것으로 기대된다.



## LINE vs 카카오

(단위: 억원)

	2020 매출액	2021 매출액	YOY	2020 영업이익	2021 영업이익	MAU(백만명)	시총	시장규모(국가 GDP)
	26,072	30,986	19%	2,940	3,098	174	53,000	일본 \$5.3조 + 인도네시아 \$1조 + 대만 \$0.7조 + 태국 \$0.5조 = \$7.5조
	41,568	61,361	48%	4,561	5,969	53	468,429	\$1.6조(한국)

자료: 유안타증권 리서치센터, 주 1) : 원/엔 환율 = 10.5 적용, 주2) : LINE 시총은 2020년 12월 상장폐지시 공개매수가 적용

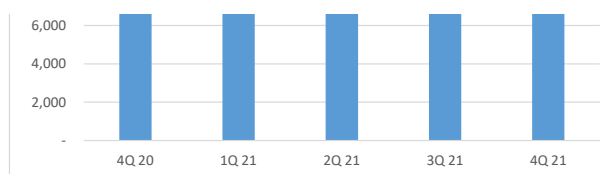
잠재적 가치와 현재가치의 괴리가 가장 큰 자회사는 LINE이다. LINE은 카카오톡보다 사용자수는 3.3배, 속해 있는 시장은 4.7배나 되지만, 기업가치는 거의 1/10 수준밖에 되지 않는다.

수익성 측면에서 매출액, 영업이익 모두 카카오의 아직 절반 수준이긴 하지만 그래도 기업가치가 1/10인 것은 플랫폼의 핵심 가치인 사용자수를 감안 시 차이가 너무 크다는 의견이다.

LINE은 2021년 3월 A홀딩스로 일본의 소프트뱅크와 통합한 이후로 일본 최대 포털 야후재팬 등과 함께 모바일 인터넷 사업을 확대하고 있다.

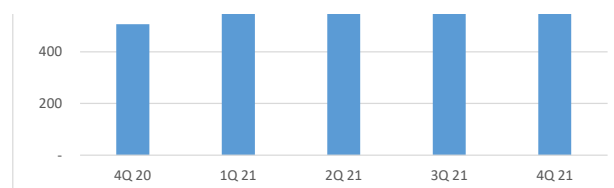
먼저 모바일 페이먼트 1위였던 LINEPay와 PayPay의 통합은 PayPay의 결제금액과 결제 건수를 각각 82%, 91% 증가시키며, 양사의 시너지효과가 나타나고 있다

PayPay GMV (단위 : 억 엔)



YoY +82%

No. of PayPay Payments (단위 : 백만)

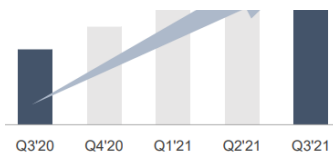


자료: Z Holdings

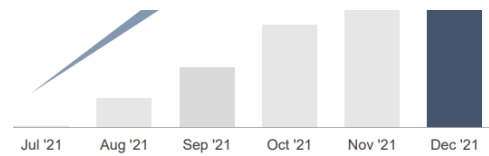
자료: Z Holdings

일본 e커머스 2위 사업자인 야후재팬쇼핑 상품 DB와 모바일 메신저 1위 LINE의 결합은 국내 선물하기와 유사한 모델인 'LINE GIFT'의 거래액을 1년만에 3.9배 증가시켰고, LINE 메신저 광고주인 공식계정수를 야후재팬 쇼핑 점주들과 PayPay 가맹점주들이 합쳐지며 급격하게 증가하게 되었다.

LINE GIFT - Transaction Value



No. of Cumulative Registered Friends

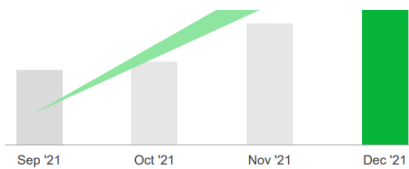


자료: Z Holdings. Q321 = CY Q421

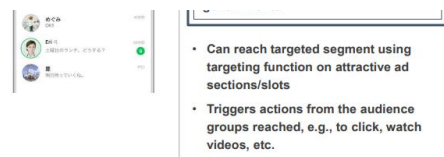
자료: Z Holdings, 주 : No. of registered friends at the end of month of Yahoo! JAPAN Shopping and PayPay Mall merchants with LINE Official Accounts

또한, Z홀딩스(야후재팬, 소프트뱅크)와의 광고주 통합으로 국내 카카오톡의 토크헤드보드와 유사한 LINE의 'Talk Head View Custom' 광고도 아래 그림과 같이 매출액이 급증하였다.

Talk Head View Custom - Revenue



No. of PayPay Payments - Effect

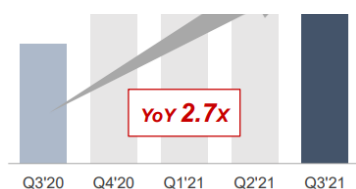


자료: Z Holdings

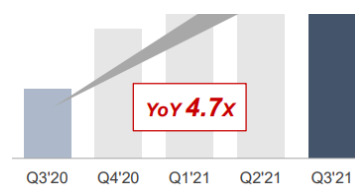
자료: Z Holdings

LINE의 핀테크 서비스도 라인 증권 계좌는 YoY 2.7배, 태국의 라인은행은 대출잔고가 4.7배나 증가하는 등 카카오가 2~3년 전 고속성장하는 모습을 LINE이 현재 해외에서 시현하고 있다는 판단이다.

LINE Securities – No. of Accounts



LINE BK (Thailand) – Loan Balance



자료: Z Holdings

자료: Z Holdings

모바일 커머스, 광고, 금융, 콘텐츠 등은 속도와 과정의 차이는 있겠지만, 일본, 대만, 태국 등 LINE을 전국민이 사용하는 국가에서는 국내 카카오처럼 기존 오프시장을 잠식하며 고성장할 것으로 예상된다.

특히, 국내보다 시장잠재력이 큰 일본시장에서 야후재팬과 소프트뱅크의 사업, 인프라, 사용자의 측면에서 시너지가 지금처럼 나타나면서, LINE 및 A홀딩스의 가치는 장기적으로 카카오 시총 이상의 가치가 실현될 수 있을 것으로 기대된다.

(단위: 억원)

	1Q 21	2Q 21	3Q 21	4Q 21	1Q 22E	2Q 22E	3Q 22E	4Q 22E	2020	2021	2022E	2023E
	14,991	16,635	17,273	19,277	19,352	20,875	22,107	23,607	53,041	68,176	85,940	102,663
YoY	30%	30%	27%	27%	29%	25%	28%	22%	22%	29%	26%	19%
	7,527	8,260	8,250	8,869	8,543	9,046	9,342	9,583	28,032	32,906	36,515	39,657
	5,697	6,032	6,011	6,286	6,222	6,445	6,527	6,755	21,547	24,026	25,949	27,505
YoY	10%	14%	11%	11%	9%	7%	9%	7%	3%	12%	8%	6%
	1,830	2,228	2,238	2,583	2,322	2,602	2,814	2,828	6,485	8,879	10,566	12,151
YoY	46%	48%	33%	26%	27%	17%	26%	9%	17%	37%	19%	15%
	3,244	3,653	3,803	4,052	4,179	4,500	4,825	5,231	10,896	14,752	18,735	23,231
YoY	40%	43%	33%	28%	29%	23%	27%	29%	38%	35%	27%	24%
	2,095	2,326	2,417	2,952	3,033	3,324	3,517	3,831	6,774	9,790	13,705	17,954
YoY	52%	41%	39%	47%	45%	43%	46%	30%	67%	45%	40%	31%
	1,308	1,448	1,841	2,333	2,431	2,718	3,103	3,527	4,602	6,929	11,780	15,314
YoY	40%	28%	60%	68%	86%	88%	69%	51%	49%	51%	70%	30%
	817	949	962	1,072	1,166	1,286	1,320	1,434	2,737	3,800	5,206	6,508
YoY	71%	48%	26%	25%	43%	36%	37%	34%	41%	39%	37%	25%
	12,103	13,279	13,775	15,764	15,708	16,639	17,546	18,874	40,889	54,921	68,766	80,535
	3,743	3,996	3,890	4,662	4,524	4,636	4,852	5,226	11,967	16,291	19,238	21,816
YoY	32%	38%	25%	49%	21%	16%	25%	12%	16%	36%	18%	13%
	5,100	5,817	6,088	7,145	7,096	7,689	8,269	8,918	17,966	24,150	31,973	38,939
YoY	35%	36%	33%	34%	39%	32%	36%	25%	29%	34%	32%	22%
	1,550	1,706	1,782	1,829	1,860	1,928	1,996	2,113	5,497	6,867	7,897	8,687
YoY	40%	25%	23%	16%	20%	13%	12%	16%	31%	25%	15%	10%
	1,710	1,760	2,015	2,129	2,228	2,386	2,428	2,616	5,459	7,614	9,658	11,093
	2,888	3,356	3,498	3,513	3,644	4,236	4,561	4,733	12,152	13,255	17,174	22,128
	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	18.8%	20.3%	20.6%	20.0%	22.9%	19.4%	20.0%	21.6%
YoY	-1%	9%	20%	9%	26%	26%	30%	35%	5%	9%	30%	29%

자료: 유안타증권 리서치센터

(단위: 억원, 주, 원, 배)

밸류에이션 항목	가치산정내역
NAVER 검색 플랫폼 가치 (A) = (a) * (b)	225,076
2021년 NAVER 검색 플랫폼 매출액 (a)	32,906
멀티플 : 글로벌 플랫폼 기업 평균 PSR (b)	6.8
NAVER 커머스 플랫폼 가치 (B) = (c) * (d)	262,800.0
2021년 NAVER 커머스 플랫폼 거래액 :	360,000.0
target 멀티플 : 거래액 대비 0.7배 (d)	0.7
!본 A 홀딩스 지분 가치 (C) = (e) * (f)	133,579
Z 홀딩스 지분율 (e) = 50% x 65%	32.4%
Z 홀딩스 가치 (f) (3/22시총)	427,452
자사주 (14,649,859주) (D)	49,736
! 지분가치 (E) = (g) * (h) * (1-자회사 할인율(30%))	86,940
네이버 파이낸셜 지분율 (g)	69%
파이낸셜 가치 (h (카카오페이 시가총액 18조원)	180,000
!ertainment) 지분 가치 (F) = (i) * ( 77.4% = 66.6% + 10.82%)	61,920
네이버 웹툰 가치 (i) = (j) * (k)	80,000
네이버 웹툰 2021년 거래액 (j)	10,000
Target 멀티플 (k) :	8.0
NAVER 총 가치 (A+B+C+D+E+F)	820,051
발행주식수	164,049,085
NAVER 총 주당가치	499,881

자료: 유안타증권 리서치센터

## NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	53,041	68,176	85,940	102,663	118,255
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	53,041	68,176	85,940	102,663	118,255
판매비	40,888	54,921	68,766	80,535	90,686
영업이익	12,153	13,255	17,174	22,128	27,569
EBITDA	17,106	17,589	25,142	29,864	35,205
영업외손익	4,182	8,009	6,363	7,093	8,067
외환관련손익	-122	-261	770	770	770
이자손익	-57	-252	-375	-368	-337
관계기업관련손익	1,156	5,447	5,340	6,408	7,690
기타	3,205	3,075	627	282	-57
법인세비용차감전순이익	16,336	21,264	23,537	29,220	35,635
법인세비용	4,925	6,487	6,006	7,457	9,094
계속사업순이익	11,410	14,777	17,531	21,764	26,542
중단사업순이익	-2,960	149,999	0	0	0
당기순이익	8,450	164,776	17,531	21,764	26,542
지배지분순이익	10,021	164,898	18,018	22,368	27,278
포괄순이익	10,662	162,251	17,531	21,764	26,542
지배지분포괄이익	12,198	162,334	17,092	21,219	25,877

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	14,472	13,799	-70,211	-67,284	-63,887
당기순이익	8,450	164,776	17,531	21,764	26,542
감가상각비	4,653	4,123	7,260	7,256	7,252
외환손익	202	301	-770	-770	-770
중속, 관계기업관련손익	-696	-5,447	-5,340	-6,408	-7,690
자산부채의 증감	2,271	-101	-670	-677	-676
기타현금흐름	-409	-149,853	-88,221	-88,448	-88,544
투자활동 현금흐름	-25,032	-139,988	-176,567	-177,152	-177,777
투자자산	-15,674	-7,887	-8,352	-8,937	-9,563
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,594	-7,539	0	0	0
유형자산 감소	90	67	0	0	0
기타현금흐름	-1,854	-124,628	-168,215	-168,215	-168,215
재무활동 현금흐름	11,921	116,423	12,214	14,580	14,480
단기차입금	12,014	-2,686	-8,045	-5,632	-5,632
사채 및 장기차입금	1,035	110,019	14,114	14,114	14,114
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-549	-598	-753	-800	-900
기타현금흐름	-577	9,689	6,897	6,897	6,897
연결범위변동 등 기타	-22,764	-877	250,773	250,909	251,682
현금의 증감	-21,402	-10,643	16,209	21,053	24,498
기초 현금	37,405	38,457	27,814	44,023	65,076
기말 현금	16,003	27,814	44,023	65,076	89,573
NOPLAT	12,153	13,255	17,174	22,128	27,569
FCF	6,878	6,260	-70,211	-67,284	-63,887

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

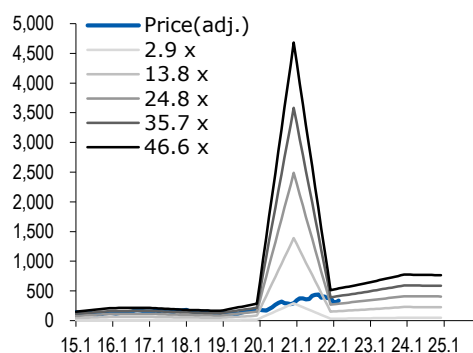
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	105,447	55,279	71,494	93,872	119,824
현금및현금성자산	16,003	27,814	44,023	65,076	89,573
매출채권 및 기타채권	9,851	13,279	13,117	14,428	15,871
재고자산	43	61	68	81	93
비유동자산	64,696	281,631	287,357	295,409	305,509
유형자산	16,846	21,113	13,853	6,597	-655
관계기업 등 지분관련자산	11,994	200,903	214,596	229,941	247,194
기타투자자산	31,471	45,218	45,218	45,225	45,232
자산총계	170,142	336,910	358,851	389,281	425,333
유동부채	79,118	39,233	31,188	27,917	24,882
매입채무 및 기타채무	18,555	23,830	23,830	25,224	26,757
단기차입금	4,812	3,426	-4,619	-10,250	-15,882
유동성장기부채	950	1,187	1,187	1,187	1,187
비유동부채	8,474	57,403	71,517	83,599	96,156
장기차입금	1,507	15,520	29,634	43,749	57,863
사채	0	16,368	16,368	16,368	16,368
부채총계	87,591	96,636	102,706	111,516	121,038
지배지분	73,672	235,356	251,150	272,770	299,300
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	17,933	14,902	14,902	14,902	14,902
이익잉여금	66,548	230,804	248,074	269,694	296,224
비지배지분	8,879	4,917	4,995	4,995	4,995
자본총계	82,551	240,274	256,145	277,765	304,296
순차입금	-19,721	2,969	-7,170	-19,740	-35,755
총차입금	8,442	43,648	49,717	58,200	66,683

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	6,097	100,400	10,983	13,635	16,628
BPS	49,961	157,753	168,239	182,721	200,494
EBITDAPS	10,408	10,709	15,326	18,204	21,460
SPS	32,274	41,510	52,387	62,580	72,085
DPS	402	501	501	501	501
PER	40.4	3.9	30.9	24.9	20.4
PBR	4.9	2.5	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	23.0	36.8	22.1	18.2	14.9
PSR	7.6	9.4	6.5	5.4	4.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	21.8	28.5	26.1	19.5	15.2
영업이익 증가율 (%)	5.2	9.1	29.6	28.8	24.6
지배순이익 증가율 (%)	71.9	1,545.6	-89.1	24.1	22.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	22.9	19.4	20.0	21.6	23.3
지배순이익률 (%)	18.9	241.9	21.0	21.8	23.1
EBITDA 마진 (%)	32.3	25.8	29.3	29.1	29.8
ROIC	63.7	54.2	170.8	-1,880.5	-212.8
ROA	6.8	65.0	5.2	6.0	6.7
ROE	15.2	106.7	7.4	8.5	9.5
부채비율 (%)	106.1	40.2	40.1	40.1	39.8
순차입금/자기자본 (%)	-26.8	1.3	-2.9	-7.2	-11.9
영업이익/금융비용 (배)	56.1	29.3	23.2	25.1	27.0

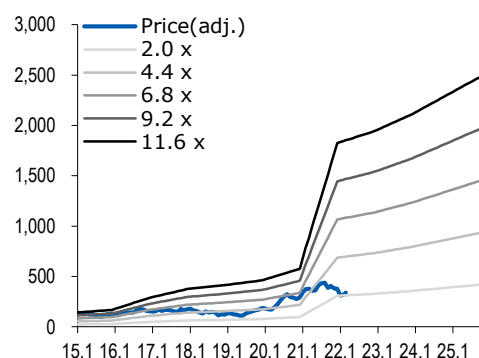
P/E band chart

(천원)



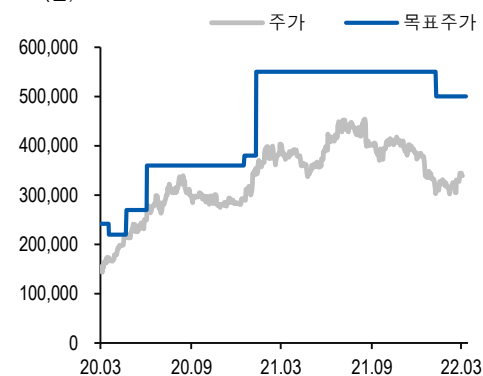
P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-03-23	BUY	500,000	1년		
2022-01-28	BUY	500,000	1년		
2021-01-29	BUY	550,000	1년	-28.85	-17.45
2021-01-05	BUY	380,000	1년	-16.22	-6.58
2020-06-22	BUY	360,000	1년	-18.45	-5.83
2020-05-11	BUY	270,000	1년	-13.94	-7.04
2020-03-20	BUY	220,000	1년	-19.41	-2.05

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-03-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.