CMRC 자본시장연구회
한국외대 경제금융학회

NAVER

네이버 (035420)

:: 질주하는 네이버, 그 끝은 어디?

1. 사업개요

개요

사업부문 소개

SWOT분석

지배구조분석

2. 산업분석

산업 동향, 경쟁력

경쟁구도 분석

3. 투자포인트

1) 커머스 부문 재평가

2) 후불결제 허용에 따른 핀테크 부문 가치상승

3) 클라우드와 ESG

4) A홀딩스, Z홀딩스를 통한 글로벌 확장력

4. Valuation

절대가치평가법 : DCF method

상대가치평가법 : SOTP method

Recommendation

BUY

목표주가 : 535,519
현재주가 : 417,500
(2021.6.30. 종가 기준)
상승여력 : 28%

Overview

- 시가총액 : 67조 8408억원
- 상장주식수 : 164,263,395
- 외국인 비율 : 57.03%
- 52주 고/ 저
: 436,000 / 260,500
- 주요주주
  국민연금공단: 10%
  BlackRock : 5%
  자사주 : 10%

- 수익률
  - 1개월 : 16.6%
  - 3개월 : 10.9%
  - 6개월 : 42.7%
  - 12개월 : 56.4%

Investment Index

- PER : (2020) 68.5
  (2021E) 4.2
  (2022E) 42.1
- PBR : (2020) 8
  (2021E) 4.1
  (2022E) 2.4
- ROE : (2020) 15.2
  (2021E) 248.3
  (2022E) 9.9

- 부채비율 : (2019) 89%
  (2020) 106%
- 영업이익율 : (2019) 26.5%
  (2020) 22.9%
  (2021E) 20.2%
- 순현금 : 1조 83억원

자본시장연구회 2팀

팀장 : 전도현
팀원 : 김강현, 박민석, 문해솔

발행일 : 2021.06.30

사업 개요

연혁

네이버는 1999년 6월 2일 설립되어 2002년 10월 29일에 주식을 코스닥시장(KOSDAQ) 상장 이후 2008년 11월 28일자로 유가증권시장(KOSPI)에 주식을 이전 상장하였다. 네이버는 국내 1위 인터넷 검색 포털 '네이버(NAVER)' 서비스를 기반으로 광고, 쇼핑(B2B2C), 디지털 간편결제 사업을 영위하고 있다. 또한 국내 최대 IDC를 보유한 기업으로서 공공/금융 분야를 중심으로 클라우드를 비롯한 다양한 IT 인프라 및 솔루션 제공을 확대중이다. 이외에 네이버는 웹툰, 뮤직, V LIVE 등 다양한 콘텐츠 사업을 통해서도 글로벌 사업 기반을 확장하고 있는 ICT 기업이라 볼 수 있다.

현재 모바일 메신저 LINE을 개발하여 2016년 미국과 일본에 동시 상장한 바 있으며, 공시서류제출일 현재 LINE-Z홀딩스 경영통합을 완료하였으며 인공지능, 로보틱스, 모빌리티 등 미래 기술에 대한 지속적인 연구개발을 통해 기술플랫폼의 변화를 시도하고 있다.

사업부문별 영업수익 비중

네이버의 사업부문은 2020년 3분기부터 서치플랫폼, 커머스, 핀테크, 콘텐츠, 클라우드의 5개 부문으로 나누어 관리되고 있다. 2020년 네이버의 영업수익은 5조 3041억원으로, 서치플랫폼이 52.8%, 커머스가 20.5%, 핀테크가 12.8%, 콘텐츠가 8.7%, 클라우드가 5.2%를 차지하고 있다. 2020년 코로나 상황에도 불구하고 모든 사업부문이 성장하여 전체 매출 성장률은 21.8%, 사업부문별로는 서치플랫폼이 5.6%, 커머스가 37.6%, 핀테크가 66.8%, 콘텐츠가 48.8%, 클라우드가 41.4% 성장하였다. 특히 코로나19 상황에서 온라인 쇼핑이 확대되며 커머스, 핀테크 사업이 크게 성장했고, 콘텐츠와 클라우드 사업 역시 높은 성장률을 기록했다.

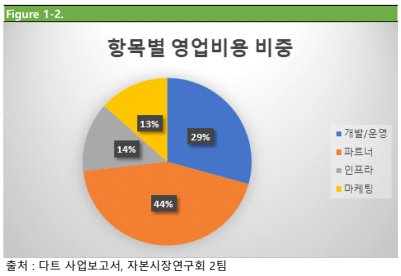
Figure 1-1.

출처 : 다트 사업보고서, 자본시장연구회 2팀

항목별 영업비용 비중

항목별 영업비용 비중은 파트너,개발/운영,인프라 순으로 비용이 가장 높은 것을 볼 수 있다. 파트너 관련 비중이 높은 점은 자체개발도 중요하지만 협력사와의 협업을 통해 시장확대력을 갖추는 네이버의 경영전략을 확인할 수 있으며, 개발/운영 및 인프라 구축에 높은 비용을 지불하는점은 ICT 기업으로서 네이버의 면모를 보여준다고 할 수 있다.

Figure 1-2.



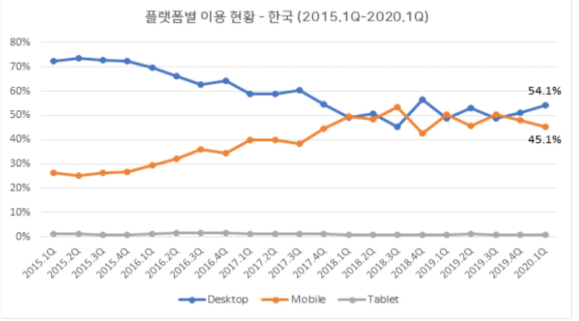
출처 : 다트 사업보고서, 자본시장연구회 2팀

사업부문 소개

1) 서치플랫폼

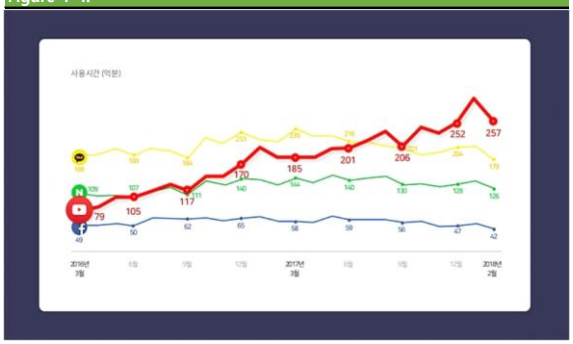
서치플랫폼은 이용자의 정보탐색 수요를 네이버를 통해 연결시켜 비즈니스 활동을 촉진시키는 사업인 검색광고와 광고주가 원하는 상업적 메시지를 사용자에게 노출시켜주는 상품을 제공하는 사업인 디스플레이 광고로 구성된다. 서치플랫폼의 매출은 네이버 매출에서 52.8%를 차지하며 서치플래폼, 커머스, 핀테크, 컨텐츠, 클라우드 5개 사업부문에서 가장 큰 부분을 차지하고 있다. 네이버는 오랜기간동안 검색플랫폼을 기반으로 성장한 기업인 만큼 서치플랫폼 매출비중이 가장 클 뿐만아니라 서치플랫폼 이외의 사업부문은 서치플랫폼과의 높은 연계성을 보이고 있다.

Figure 1-3.



출처 : 스탯카운터

Figure 1-4.



출처 : 앱와이즈

위의 자료와 같이 최근 모바일 시장의 확대와 대용량 데이터 통신기술이 발달함에 따라 인스타그램 ,페이스북, 유튜브, 구글 등과 같은 새로운 검색플랫폼이 성장하며 검색환경의 변화가 빠르게 진행중이다. PC와 텍스트 중심의 검색플랫폼으로서 강점을 가지며 성장한 네이버는 모바일과 이미지, 영상 중심의 검색플랫폼 환경 변화에 따른 빠른 대처가 필요한 상황이다. 이에 대한 대응으로 네이버는 서치플랫폼 이외의 핀테크, 클라우드, 커머스, 컨텐츠 등과 같은 사업 다각화를 시도하고 있다. 또한 PC뿐 아니라 모바일 환경에 맞춰 검색기능을 확대하고 AI기술을 활용한 검색기능을 고도화하며 또한 검색광고의 효과를 높이기 위해 원하는 광고대상을 직접 타겟팅하는 등 변화를 꾀하며 검색환경 변화에 대처하고 있다.

2) 커머스

커머스 사업부문은 2019년 3분기 기존 광고 사업에서 분리되어 나왔다. 코로나19 사태가 장기화되며 온라인 쇼핑 수요와 판매자 수가 빠르게 증가하였고, 커머스 매출액은 가파르게 성장하여 2020년에는 전년 대비 37.6% 성장한 1조 897억 원의 매출을 달성하였고, 이번 1분기에도 무려 전년 동기대비 40.31% 성장했다.

네이버는 중소기업(SME)과 연계한 여러 프로그램을 통해 성장했다. 코로나 이후 비대면 소비 증가로 온라인 창업과 중소기업의 디지털 전환이 급증하며, 연말 기준 스마트스토어 수는 41만개를 기록했고, 4분기 월평균 신규 스마트스토어 개설 수는 3만건 이상을 달성했다. 또한 네이버는 중소기업을 대상으로 온오프라인 멘토링, 데이터 분석을 돕는 '비즈어드바이저' 지원, AI 기반 상품 추천 시스템인 '에이아이템즈(Aitems)' 등 다양한 기술과 서비스 역량을 지원하며 판매자에게 효율적 수단을 제공했다.

Figure 1-5. 판매자 대상 머천트 서비스

출처 : 교보증권 리서치센터

또한 네이버플러스 맴버십 도입, CJ대한통운과의 제휴를 통한 물류 파트너십 구축 등 이용자를 위한 혜택 또한 강화해나가며 성장했다. 또한 작년 7월 런칭된 네이버 쇼핑라이브는 판매자들과 이용자들의 폭넓은 호응을 얻었다.

퀵 에스크로(선결제) 프로그램

네이버 커머스의 퀵 에스크로 프로그램은 상품 판매 후 대금 회수까지 걸리는 기간을 획기적으로 단축시킨 프로그램이다. 네이버의 스마트스토어 빠른정산 서비스는 아마존, 알리익스프레스, 큐텐, 징동 등 글로벌 커머스 업체들보다도 빠르다.

네이버 파이낸셜은 지난해 11월 빠른정산 서비스를 도입하며 3개월 연속 매출액이 월 100만원 이상 등 요건에 해당하는 네이버 스마트스토어 국내 사업자라면 누구에게나 판매대금의 90%를 한도 제한 없이 이틀 후에 무료로 정산해왔는데, 지난 1월부터는 빠른정산 주기를 '배송완료 익일'로 하루 더 앞당겼다.

Figure 1-6. 스마트스토어 빠른 정산 서비스

출처 : 당사 홈페이지

이러한 세계적 수준의 정산주기가 가능했던 건 네이버의 이용자 데이터와 이를 기반으로 한 위험탐지기술(FDS) 덕분이었다고 한다. 정산주기는 중소기업들의 자금회전 및 사업운영에 결정적 영향을 미치기 때문에 이러한 차별적 서비스를 기반으로 한 생태계 확장은 유망해 보인다.

스마트 스토어와 브랜드 스토어

네이버는 스마트스토어와 브랜드스토어라는 두가지 축을 기반으로 빠르게 성장하고 있다. 최근 중소사업자 중심의 네이버 스마트스토어는 무려 45만개, 기업 중심의 브랜드스토어는 320여개로 확대됐다. 브랜드스토어는 스마트스토어와 함께 장기적인 관점에서의 성장 독력이 될 것으로 점쳐진다. 네이버는 이러한 스마트스토어, 브랜드스토어에 머천트 솔루션(전략, 광고, 페이, 캠페인 등)을 제공하면서 수익화할 계획을 가지고 있다.

현재 네이버는 지분교환 제휴를 맺은 신세계와의 협력을 통해 브랜드 상품군을 다변화하고, '자주', '메종마르지엘라', '디젤', '끌로에' 등 대표 패션 브랜드와 다양한 명품 브랜드를 유치하기 위해 노력하고 있다.

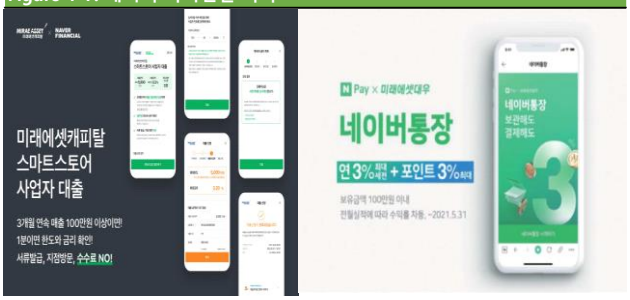
3) 핀테크

핀테크는 IT를 기반으로 한 새로운 금융서비스를 의미하는 용어로, 크게 페이와 디지털금융 서비스로 구성되어 있다.

네이버는 2015년 사내독립기업(CIC)인 네이버페이로 간편결제 시장에 진출했는데 이때까지만 해도 전자상거래의 결제를 대행하는 수준에 그쳤다. 이후 2019년 11월 '네이버페이 CIC(사내독립기업)'를 물적 분할 형태로 분사해, 테크핀 사업을 담당할 자회사 '네이버파이낸셜주식회사'를 설립했다. 이어 2019년 12월에는 금융사업 파트너인 미래에셋대우가 약 8,000억 원 규모의 투자를 단행하면서, 현재 네이버파이낸셜은 네이버가 약 82%, 미래에셋대우가 18%의 지분을 가지고 있다.

네이버페이는 편의성을 강점으로 높은 시장 점유율을 확보하고 있으며, 오프라인 포인트 QR 결제 출시를 통해 포인트 생태계를 확장하고 이용자 편의를 확대하고 있다. 또한, 신용등급이 낮은 스마트스토어 사업자를 대상으로 대출 시장을 확장하고 있다. 특히 스마트스토어를 기반으로 다양한 테크핀 사업 모델이 기대된다. 또한 스마트스토어 빠른 정산 서비스, 스마트스토어 판매자 대출 출시를 통해 중소상공인(SME)들을 위한 핀테크를 본격적으로 제공하기 시작하였다.

Figure 1-7. 네이버 파이낸셜 서비스



출처 : 당사 홈페이지

4) 콘텐츠

콘텐츠는 창작자와 사용자가 자유롭게 창작하고 소비하는 콘텐츠 생태계를 제공하는 사업으로, 당사는 웹툰, 웹소설, 뮤직, V LIVE, 스노우 등의 다양한 서비스를 운영하고 있다. 그 중 네이버웹툰은 국내에서의 독보적인 지위를 바탕으로 글로벌 리더십을 강화해 나가고 있다. 네이버웹툰은 네이버만의 우수한 기술을 바탕으로 차별화된 콘텐츠와 서비스를 제공함에 따라 네이버웹툰의 글로벌 사용자 수와 거래액이 크게 증가하여, 12월 말 기준 월간활성이용자(MAU)와 글로벌 거래액이 각각 7,200만 명, 7,800억 원을 기록하였다.

국내 웹툰 시장은 작가 수가 2010년 443명에서 2020년 11월 8,679명으로 약 20배, 웹툰 누적 작품수가 2010년 667편에서 2020년 11월 11,630편으로 약 17배 증가하는 등 빠르게 성장 중이다. 또한, 네이버웹툰을 비롯한 국내 주요 웹툰 플랫폼 업체들이 미국, 일본 등 전통적으로 출판만화가 강세를 보이던 시장에서 최근 수년간 유의미한 사업적 성과를 만들어내고 있어, 이들 플랫폼을 통한 국내 작품의 해외 진출 사례 및 작가/제작사/스튜디오의 수익도 크게 증가할 것으로 기대된다.

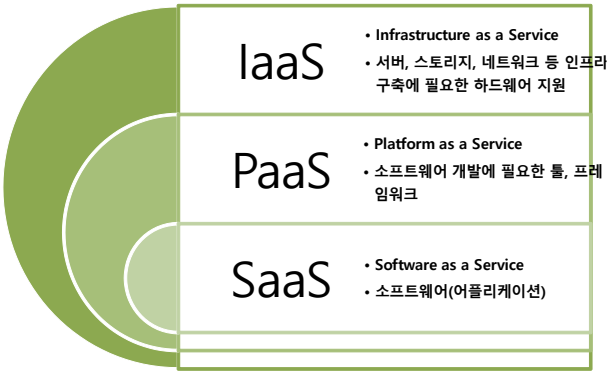
뿐만 아니라 네이버 웹툰의 글로벌 플랫폼을 통해 1차적으로 검증된 작품들이 영상화를 통해 또 한번 흥행하면서, 네이버가 보유한 IP에 대한 글로벌 가치가 재부각되고 있다. 이러한 콘텐츠 서비스들은 우수한 기술을 바탕으로 매년 글로벌 사용자 수가 크게 증가하고 있으며, 다양한 수익모델 개발에도 힘쓰는 중이다. 2021년에는 Wattpad 인수를 통해 한국에서 검증된 웹툰과 웹소설간의 시너지 효과를 확대하며 글로벌 1위 스토리텔링 플랫폼으로 진화하고, 원천 IP 확보를 통한 IP 사업 다각화에 집중할 계획이다.

또한 글로벌 엔터테인먼트로의 도약을 위해 YG, SM에 이어 빅히트 엔터테인먼트의 자회사인 위버스컴퍼니(구 비엔엑스)와 함께 V LIVE와 위버스 간의 플랫폼 통합을 진행할 예정이다.

5) 클라우드

클라우드는 서버, 스토리지, 소프트웨어 등 필요한 IT 자원을 시간과 장소의 제약없이 탄력적으로 제공받아 사용하는 서비스를 가리킨다. 과거에는 IT 자원을 직접, 소유 관리하였으나, 클라우드에서는 인터넷 네트워크로 연결된 데이터센터에서 필요한 IT 자원을 필요한 만큼 서비스를 제공받는 형태로 변경되어 IT 투자가 CAPEX개념에서 OPEX 개념으로 전환되었다.
네이버클라우드는 네이버에서 2009년 5월에 IT 기술 전문 기업으로 분할하여 출범한 법인으로, 클라우드에는 '네이버 클라우드 플랫폼'과 라인에게 제공하는 인프라, 네이버웍스, 클로바 CIC의 AI솔루션, 하드웨어 매출이 포함되어 있다. 네이버 클라우드 플랫폼은 2020년 6월 기준 16개의 상품 카테고리와 160여 개의 클라우드 서비스를 제공하고 있으며, 서버·스토리지 등의 인프라 자원을 제공하는 IaaS를 비롯하여, 플랫폼을 제공하는 PaaS, 웹에서 소프트웨어를 사용할 수 있게 하는 SaaS를 아우르는 서비스 영역을 갖추고 있다.

Figure 1-8. 클라우드 유형 분류



출처 : 하나금융투자, 자본시장연구회 2팀

SWOT 분석

1) Strength

국내 1위 검색 플랫폼
네이버는 명실상부 국내 1위 검색 플랫폼으로, 최근 1년 국내 검색엔진으로서의 비중은 58.5%로 1위이다. 구글의 빠른 성장으로 최근 점유율 하락이 있었지만, 커지는 모바일 광고 시장에서 선제적으로 대응함으로써 2020년도에도 서치플랫폼 사업부는 5.6%의 매출 성장이 있었다.

빠르게 성장하는 커미스, 핀테크 사업부
커머스와 핀테크 사업부는 2020년도 기준 각각 37.6%, 66.6%의 매출 성장을 보이며 높은 성장을 기록했다. 코로나 19 영향으로 온라인 쇼핑부문이 수혜를 받았는데, 동사는 네이버 쇼핑 스마트스토어와 네이버 페이의 시너지를 통해 주목할만한 성장을 이뤄내며 이커머스 기업으로서의 입지를 다졌다. 클라우드 사업부 또한 매출액이 41.4% 성장하며 새로운 성장동력으로 자리잡고 있다.

2) Weakness

광고 부문에의 지나친 매출 의존도
동사는 전체 영업이익의 52.8%가 광고 매출을 위주로 하는 서치플랫폼 사업부에서 발생하고 있다. 회사의 검색엔진 점유율이 지속적으로 하락하는 상황에서의 광고 부문에의 지나친 매출 의존도는 향후 불확실성을 가중시키는 요인이 될 수 있다. 광고부문은 경기변동의 영향 또한 많이 받는다.

신사업 투자에 대한 투명성 문제
네이버는 미래 먹거리를 위해 다양한 사업들에 투자하는데, 이러한 신사업 투자내역과 성과를 주주들에게 투명하게 공개하지 못하고 있다는 점은 마이너스 요인이 될 수 있다.

3) Opportunity

Z홀딩스와 라인 합병 시너지를 통한 동아시아 이커머스 시장 진출
지난 19년도말 네이버는 소프트뱅크 Z홀딩스와 Line을 합병하기로 결정했고, 21년 3월 21일 경영통합이 완료되어 네이버와 소프트뱅크가 A홀딩스 지분을 절반씩 가지고 A홀딩스가 Z홀딩스의 지분 65.3%를 가지는 구조가 되었다. 야후재팬은 2020년 5월 기준 일본에서 이커머스 점유율 3위를 차지하고 있다. 이번 합병을 통해 네이버가 소프트뱅크와 함께 일본과 동남아 시장에서 이커머스 점유율 확대를 위해 노력할 것으로 전망된다(라인은 일본, 대만, 태국, 인도네시아 1위 메신저).

콘텐츠 부문의 글로벌 확장
21년 1월 글로벌 최대 웹소설 플랫폼 '왓패드' 인수. NAVER는 왓패드 인수를 통해, 통합 1.6억명(네이버웹툰 7,200만명 + 왓패드 9,000만명)의 이용자를 보유한 컨텐츠 플랫폼으로 도약하게 된다. 네이버 웹툰은 태국, 대만, 인도네시아는 물론 미국과 프랑스에서도 지속적으로 가입자 수가 늘어나고 있고, 향후 영화나 스트리밍 콘텐츠와 같은 2차 창작물로의 전환 시너지도 기대된다.

4) Threat

Google의 빠른 점유율 상승
네이버는 2016년도 포털 점유율이 86%로 국내에서 압도적 1위였지만(당시 구글은 2%), 이후 구글의 지속적인 MS 확대로 2020년 기준 네이버 58%, 구글 35%로 점유율의 상당 부분을 구글에게 내어줬다. 현재 모바일 광고 다각화 전략으로 매출을 방어하고 있지만, 구글의 지속적 침투는 네이버에게는 위협 요인이다.

국내외에서 늘어나는 빅테크 규제에 관한 의견
국내외에서 빅테크 금융 규제에 대한 의견이 나오고 있다. 또한 개인정보를 활용해 맞춤형 광고를 제공하는 페이스북과 같은 빅테크 기업들은 개인정보 관련 이슈로 문제가 생기고 있다. 또한 반독점법에 의거한 빅테크 규제와 구글세 등도 네이버에게 장기적 위협 요인이 될 수 있다.

지배구조 분석

네이버는 2017년 자산 5조 원 이상이 되면서 '공시대상 기업집단'이 되었다. 이 과정에서 이해진 GIO(네이버 창업자 現 글로벌 투자책임자) 본인은 지분이 당시 4.3%로 적고, 네이버가 투명한 거버넌스를 갖추고 있어 본인이 총수(동일인)가 아님을 강조했지만, 공정거래위원회는 이해진 GIO가 사실상 네이버를 지배하는 것으로 보고 이해진 GIO를 총수로 지정했다. 총수로 지정되면 친인척의 기업활동 내용을 공개해야 하고, 기업이 위법행위를 할 경우 총수가 고발당할 수 있다.

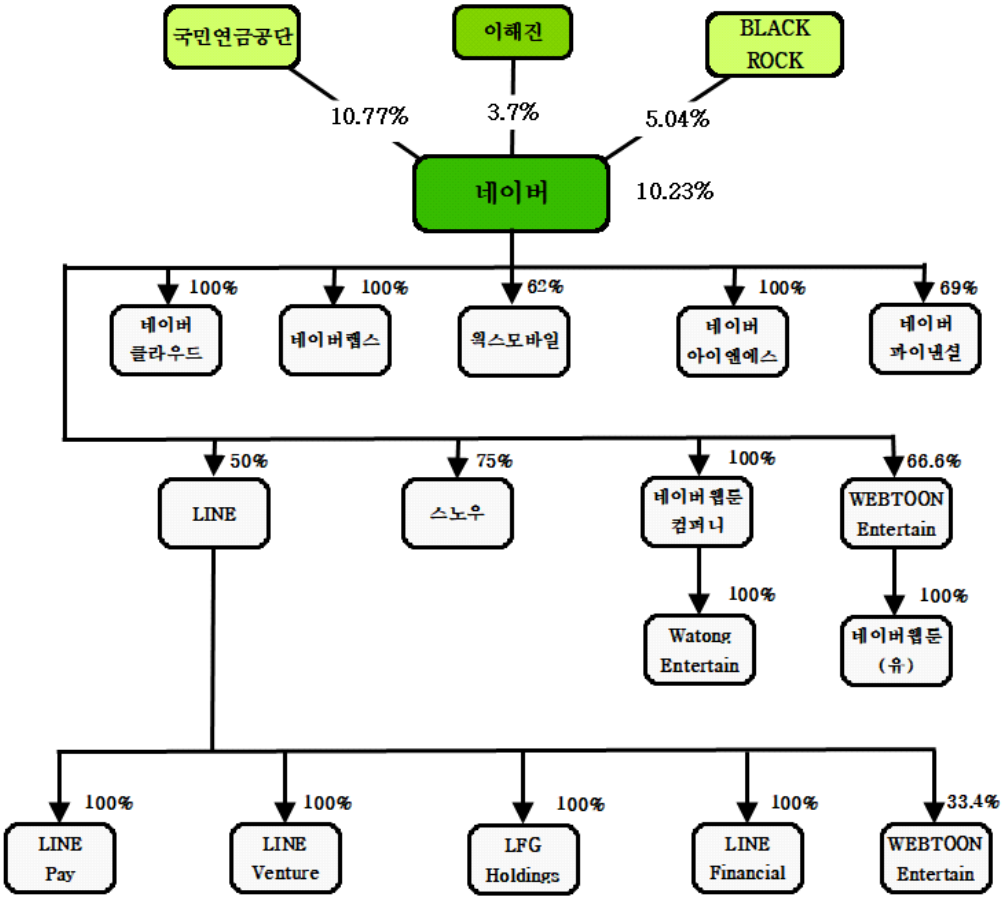
네이버의 최대 주주는 국민연금으로 지난 3월 5일 기준 10.77%를 보유하고 있다. 2대 주주는 블랙록으로 5.04% 지분을 가진다. 이해진 GIO의 지분은 3.7%에 불과하여, 이해진 GIO는 최대 주주도 아니고, 이사회 의장도 아니고, 대표이사도 아니다. 2020년 12월 31일 기준 당사가 보유하고 있는 자기주식 수는 16,804,360주(총 발행주식 대비 10.23%)이다.

네이버는 자산 5조 이상인 '공시대상 기업집단'에 포함되는데, 그 이유는 라인을 포함한 네이버의 해외 계열사들이 자산 총액 계산에서 제외되었기 때문이다.

2020년 12월 말 기준 네이버 주식회사(이하 '당사' 또는 '지배회사')의 K-IFRS기준 연결대상 종속회사는 133개사로, 전년말대비 15개 기업이 증가하고, 3개 기업이 감소하였다.

당사(네이버)는 독점규제 및 공정거래에 관한 법률상 네이버 기업집단에 속한 계열회사로서 2020년 12월 말 현재 네이버 기업집단에는 당사를 포함하여 총 47개의 계열회사가 있으며, 이 중 상장회사는 당사 1개, 나머지 46개사는 비상장사이다.

Figure 1-9. 네이버 지배구조



출처 : 자본시장연구회 2팀

2. 산업 분석

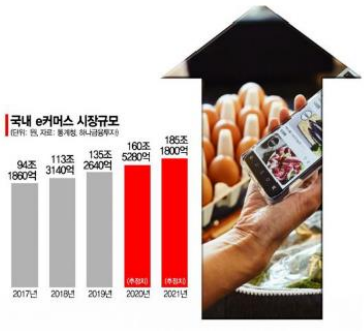
2.1 최신 산업 동향

'빅테크'는 본래 대형 정보기술(IT) 기업을 뜻하는 말이지만, 국내 금융산업에서는 네이버와 카카오 등 온라인 플랫폼 제공 사업을 핵심으로 하다가 금융시장에 진출한 업체를 지칭하는 용어로 쓰인다.

코로나19로 온라인 소비의 확산과 언택트에 대한 선호도가 높아지면서, 금융 부분에서도 디지털화가 가속되고 있고, 특히 온라인 결제규모가 빠르게 증가하고 있다. 정책변화 또한 디지털 금융혁신을 촉진시키고 있는 바, 핀테크 업체들의 금융업 진출이 더욱 활발해질 것으로 예상되어 기존 금융사들의 대응속도 또한 빨라질 것으로 보인다.

통계청에 따르면 2020년 국내 e커머스(전자상거래) 시장 거래액은 161조 원대로, 2019년 대비 19.1%(135조 2640억 원) 증가했다. 쿠팡 기업공개(IPO) 자금유입에 따른 공격경영 가능성과 대기업의 이베이코리아 인수 가능성 등의 배경에서 앞으로 e커머스 시장경쟁은 더욱 격화될 것으로 시장 주도권을 잡기 위해 기업들의 경쟁은 더 치열해질 것으로 보인다. 플랫폼 비즈니스의 특성상 1등만 살아남을 가능성이 높다는 게 일반적이다.

Figure 2-1.



출처 : 하나금융투자

2.2 네이버의 산업 경쟁력

네이버는 국내 대표 정보기술(IT) '플랫폼' 기업으로서의 정체성을 유지하며 서비스 영역을 확장하고 있는데, 특히 검색엔진에서 출발했기 때문에 자사 플랫폼 안에 방대한 데이터를 수집하고 분석하는 기술이 강점이다.

금융정보업체 에프앤가이드가 추정한 네이버 올 1·4분기 매출 및 영업이익은 전년 동기 대비 매출은 14.1% 줄어든 반면, 영업이익은 34.8% 상승해, 각각 1조4873억원, 2985억원을 기록했다. 라인 부문이 분리되었음에도 지난해 1·4분기 매출 1조7000억원에서 14.1% 감소에 그친 것은 네이버 사업역량이 더 커졌다는 것을 의미한다.

Figure 2-2.

구분	추정치	전년동기대비
매출	1조4873억원	-14.1%
영업이익	2985억원	34.8%

출처 : 에프앤가이드, 자본시장연구회 2팀

플랫폼 사업자와 경쟁분야 역시 e커머스와 콘텐츠 등 신사업으로 다각화되고 있다. 네이버가 쿠팡 '로켓배송'과 같은 익일배송 서비스를 연내 가동하기 위해 주력하고, 국내외 웹툰 및 웹소설 업체를 잇달아 인수하는 것도 같은 맥락이다. 이외에도 네이버는 금융(미래에셋증권), 유통(신세계), 물류(CJ) 면에 있어 전통강자와 혈맹을 이어가고 있는 반면 카카오, 쿠팡, SK텔레콤 등 플랫폼 사업자와는 전방위적으로 경쟁구도를 그려가고 있다.

한편 증권업계에서는 네이버 성장 동력으로 e커머스를 꼽고 있다. 네이버쇼핑은 검색 트래픽 기반 오픈마켓 모델이어서 수익성이 경쟁업체 대비 월등히 높은 상황이라고 전망하였다. 또 네이버 e커머스 경쟁력은 해외 수익 창구로 이어질 것이란 관측이다. 네이버가 합작법인을 통해 지분을 보유하고 있는 Z홀딩스가 일본에서 e커머스와 간편결제 등 다양한 산업의 핵심 플레이어로 성장할 것이라는 점도 투자포인트이다.

Figure 2-3.

출처 : 메리츠증권

2.3.1 네이버와 쿠팡의 경쟁구도

네이버-신세계-쿠팡의 물류 협력

네이버는 쿠팡에 비해 취약한 물류시스템 보완을 위해 신세계그룹, CJ 등 주요 기업들과 지분교환 방식으로 물류·콘텐츠 혈맹을 맺고 있다. 앞서 네이버는 이마트 자사주 1500억원, 신세계인터내셔널 주식 1000억원과 상호 지분을 교환한다고 밝힌 바 있는데, 여기에서 신선식품 중심의 장보기 관련 물류 강화가 중요하게 협의되었다. 한편 네이버와 대한통운의 지분 스왑 가능성이 알려지면서 기존 유통업계가 또 한 번 긴장하고 있다. 네이버쇼핑은 그동안 즉시배송 및 새벽배송 등을 앞세우는 e커머스 업체들과 비교했을 때, 상대적으로 배송 경쟁력이 떨어진다는 평가를 받아왔다. 하지만, 네이버가 CJ대한통운 지분을 투자해 배송 경쟁력을 갖추게 되면, 물류·배송을 빠르게 강화할 수 있다. 직접 물류 인프라를 확충할 때보다 CJ대한통운이 보유한 물류·배송 역량을 활용할 경우 시간과 비용 측면에서 자사 쇼핑 부문을 보다 효율적으로 접근할 수 있기 때문이다. 특히, 네이버와 CJ대한통운이 개장한 풀필먼트 서비스 센터를 통해 판매자들의 물류 관련 부담을 줄이고, 익일배송 시스템을 더욱 확대할 수 있을 것으로 기대된다.

네이버-쿠팡의 물류 경쟁

지금까지 쿠팡은 소비자들이 구매하고자 하는 상품을 검색할 때 포털이 아닌, 쿠팡을 찾도록 하는 것을 목표로 삼아 왔다. 쿠팡이 급속한 성장을 이어올 수 있었던 배경으로는 '로켓배송(현재 제트배송)'이라는 이름의 빠른 물류 경쟁력을 들 수 있다. 네이버는 여기에 '빠른 정산'을 내세우며 대응하고 있는데, 네이버는 스마트스토어 판매자가 배송을 완료한 다음날 대금 전액을 지급하고 있다. 이에 반해 쿠팡은 최장 60일이 걸리는 정산 문제 등 중소 상인과의 상생에서 취약점을 보이고 있다. 뿐만 아니라, 물류센터를 운영하며 배송 기사들을 직접 고용하고 있는 쿠팡은 상대적으로 노동 이슈에 취약하다는 점에서 네이버에 비해 약점을 보유하고 있다.
네이버는 쇼핑 등 검색을 통한 빅데이터 얻기가 용이하다는 이점이 있어, 물류가 뒷받침되면 향후 시너지가 더 커질 것으로 예상된다.

Figure 2-4.

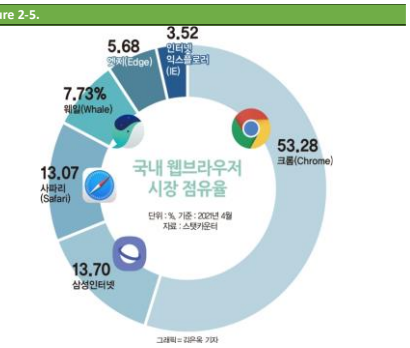
출처 : CJ대한통운 IR 자료

2.3.2 네이버와 구글의 경쟁구도

웹 브라우저 '웨일'로 구글 '크롬'에 도전

구글 '크롬'이 장악한 국내 웹브라우저 시장에 네이버 '웨일'이 도전장을 던졌다. 네이버 웨일은 2017년 네이버가 자체 기술을 바탕으로 출시한 웹 브라우저이다.
웨일은 하나의 창을 두 개로 나눠 동시에 작업할 수 있는 '듀얼 탭', 처음 보는 단어도 드래그하면 바로 뜻을 알려주는 '퀵서치', 다양한 편의 도구를 한데 모아볼 수 있는 '사이드바' 등 신기능을 장점으로 내세우고 있다. 이외에도 HWP 파일을 브라우저에서 바로 볼 수 있는 '한글 뷰어'를 탑재하는 등 차별화를 꾀하고 있으며, 일 기반 차량용인포테인먼트(IVI) 등 모빌리티 서비스를 중장기적으로 준비하는 한편 LG전자와 만드는 웨일 기반 노트북(웨일북)을 올 하반기에 내놓을 예정이다.
네이버 측은 자체적으로 개발한 웹브라우저 '웨일'로 유저 퍼스트(User-First) 차별성을 강화해 3년내에 국내 브라우저 시장 1위를 석권하겠다는 포부를 밝혔다.

Figure 2-5.



출처 : 스탯카운터

2.3.3 네이버와 특허청의 협력

네이버클라우드-특허청, IP 디지털전환 시대 연다

지식재산서비스업은 특허정보를 분석해 기업과 연구소 등이 데이터 기반으로 객관적 결정을 할 수 있도록 지원하는 분야로, 네이버 클라우드는 특허청, 한국특허정보원과 디지털 기반 지식재산서비스 상용화 지원을 위한 업무협약을 체결했다. 인공지능(AI)과 빅데이터 등 디지털 기술 기반 서비스를 개발하는 기업을 발굴하고 지원한다는 목표다.
네이버클라우드는 우수 중소기업의 연구개발(R&D) 역량을 강화하고, 기술 컨설팅, 솔루션 검증, 세미나 및 교육 등 관련 프로그램을 기업별 상황 진단에 따라 맞춤형으로 제공할 예정이다. 또 우수 중소기업이 동남아 국가를 비롯한 글로벌 시장 판로를 개척하고, 사업을 안착할 수 있도록 거래 플랫폼 및 기업 홍보를 지원한다. 네이버클라우드는 경쟁력을 갖춘 우수 중소기업과 동반 성장하고 시너지를 창출할 수 있도록 지원해 왔으며, 네이버클라우드가 보유한 글로벌 수준 인프라를 바탕으로 지식재산서비스 분야에 IT 기술을 접목, 국내기업의 해외진출을 적극 돕겠다고 밝혔다.

2.3.4 네이버와 카카오의 경쟁구도

네이버웹툰, '왓패드' 인수와 미 증시 상장 준비

네이버는 카카오와 포털, 메신저에 이어 웹툰·웹소설 등 콘텐츠 분야에서 새로운 경쟁을 모색 중이다. 콘텐츠 플랫폼 시장 우위를 놓고 승부를 예고하고 있다. 특히, 네이버웹툰은 글로벌 엔터테인먼트 시장 공략을 위해 올해 총 세자릿수 개발자를 뽑는 등 기술 역량과 스토리텔링 경쟁력을 높이고 있다. 또한, 글로벌 시장에서 공격적인 투자와 인수에 나선데 이어 북미 시장을 중심으로 지배구조도 재편함으로써 네이버 웹툰의 미국 증시 상장 가능성을 열어두고 있다.

Figure 2-6.

카카오·네이버 주요 사업 비교

카카오		네이버
65조7016억원	시가총액 (6월 17일 종가)	63조9806억원
4조1567억원	연매출(2020년)	5조3041억원
4560억원	영업이익(2020년)	1조2153억원
11%	영업이익률	22.9%
카카오톡	핵심사업	네이버(포털)

주요사업 비교

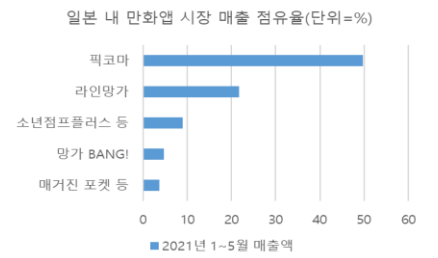
카카오뱅크, 카카오페이	금융, 핀테크	네이버파이낸셜, 네이버페이
카카오커머스	커머스	네이버쇼핑
카카오모빌리티	모빌리티	네이버랩스
카카오엔터테인먼트, 픽코마	웹툰, 웹소설	네이버웹툰, 시리즈
멜론	음악	바이브
카카오TV	영상	V라이브
카카오게임즈	게임	-
카카오엔터프라이즈	클라우드, AI	네이버클라우드, 클로바
-	페이메스	네이버제트(제페토)
그라운드X	블록체인	라인

출처 : 중앙일보

올해 1월 네이버는 캐나다 웹소설 업체 왓패드 지분 100%를 약 6억달러(6533억원)에 인수하기로 결정했다고 밝힌 바 있는데 5월 중에 '왓패드' 인수를 마치고 본격적인 사업 모델 구축에 나설 예정이다. 왓패드 9000만명과 네이버웹툰 7000만명 등 매달 전 세계 1억6000만명이 이용하는 초대형 웹소설·웹툰 플랫폼으로 거듭나는 것이다. 지난 3월에는 글로벌 웹툰 플랫폼인 태피툰 운영사 콘텐츠퍼스트 지분 25%를 334억 원에 인수했다. 태피툰은 국내 웹툰을 번역해 190개국 300만 명 이상에게 서비스하는 플랫폼이다. 또, 네이버는 미국 웹툰 자회사 '웹툰 엔터테인먼트'의 주식 43만3669주를 약 2040억원에 추가 취득한다는 발표를 했다.

현재 네이버 웹툰은 미국을 거점으로 잡고 글로벌 사업을 확대하고 있는데 네이버의 이번 투자는 미국 웹툰 시장에서 선두를 달리고 있는 네이버 웹툰의 경쟁력을 한 단계 더 끌어 올리겠다는 취지로 풀이된다. 지난해 12월에는 지배구조 개편을 실행하고 네이버 웹툰의 본사를 미국 법인인 '웹툰 엔터테인먼트'로 변경했다. 기존에는 네이버웹툰 한국 법인 아래에 미국 법인이 있었으나, 개편을 통해 미국 법인이 한국 법인을 관리하는 방식으로 바뀌게 됐다. 미국 법인은 글로벌 엔터테인먼트 기업들과의 협업을 통해 국내외 웹툰 IP의 활성화 및 글로벌 웹툰 시장 저변 확대에 집중할 계획이며, 네이버는 미국에서 영향력을 확대한 이후 유럽, 남미 등으로 사업을 확대할 예정이다.

Figure 2-7.



출처 : 앱애니, 자본시장연구회 2팀

네이버는 지난해 미국과 서구권 웹툰 시장 공략 강화를 위해 웹툰 엔터테인먼트 본사를 미국으로 이전한 후, 네이버웹툰(한국), 라인망가(일본), 웹툰(미국·유럽), 라인웹툰(동남아) 등 지역별 거점을 설립해 공략 중이다. 이처럼 한국이 만들어 낸 새로운 디지털 콘텐츠, 웹툰은 글로벌 시장에서도 독자적인 산업 영역으로 성장하고 있다.

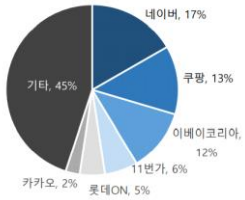
한편 유일하게 일본에서는 '픽코마'에 밀려, 라인의 구축에도 불구하고 2위로 밀렸는데, 라인과 Z홀딩스 경영 통합을 통해 현지 커머스 시장 공략에 나서고 있다.

투자포인트

투자포인트 1) 커머스 부문 재평가

2020년 네이버와 쿠팡의 시장점유율은 각각 17%, 13%로 추정된다.
해외에서 아마존을 통해 온라인쇼핑 검색이 이뤄지는 것과 같이 국내에서는 네이버를 통해 온라인쇼핑 검색이 이루어진다.
쿠팡은 배송 인프라를 보유하며 자기상품판매(B2C)에 강점을 가지지만, 네이버는 스마트스토어, 브랜드스토어 등을 통한 상품 중계(B2B)에서 강점을 가지고 있으며, CJ대한통운, 신세계그룹과의 협력을 통해 상품의 폭과 질, 유통망을 모두 확장해나가고 있다.
시장조사업체 와이즈앱 추정치에 따르면 네이버와 쿠팡의 1월 결제 금액은 전년 동기 대비 각각 65%, 68% 성장하였다. 영업이익의 경우 현재까지는 동사 커머스 부문은 영업이익률 10% 중반대의 흑자를 시현하고 있는 반면 쿠팡은 적자 상태이다.

Figure 3-1. 국내 이커머스 점유율



출처 : 자본시장연구회 2팀

통상 이커머스 업체는 거래액이 기업가치를 결정짓는다고 한다. 작년 기준 네이버와 쿠팡의 거래액은 각각 28조원, 24조원으로 양사 GMV(주어진 기간 동안의 총 매출액) 규모는 대등하다. 현재 네이버는 쿠팡에 비해 물류에서는 열위에 있지만, 네이버의 생태계를 고려했을 때, 쿠팡의 기업가치가 64조원에 육박함에 따라 보수적으로 70%의 할인율을 가정해도 네이버 쇼핑의 가치는 최소 20조원 이상일 것으로 판단된다.

투자포인트 2) 인당 월 30만원 후불결제 허용에 따른 네이버페이 가치상승

1) 테크핀 입장에서 신용카드 결제보다 송금/이체 방식 결제가 수익구조 훨씬 유리

신용카드 결제의 경우 결제수수료 매출은 결제액의 3.5-4%인데 카드사 수수료만 결제액의 3%나 되기 때문에 마케팅비(포인트 지급 등)나 기타 비용을 제외한 기술적 공헌이익은 결제액 대비 0.5-1%에 불과하다. 송금/이체 방식 결제는 결제액의 3%에 달하는 카드사 수수료가 없기에 판매자, 구매자, 테크핀 회사 모두에게 골고루 더 나은 혜택이 돌아갈 수 있다는 장점이 있다.

즉, 결제수수료 매출을 결제액의 3.5-4%보다 낮게 책정하여 판매자에게 더 나은 혜택을 줄 수 있고, 결제액 일부에 대한 Payback(포인트 적립)은 더 크게 하여 구매자에게 더 나은 혜택을 줄 수도 있으며, 테크핀 스스로도 일부 혜택을 취할 수도 있다. 네이버페이가 최대 결제액의 3%(기본 1% + 포인트 결제 시 추가 1.5% + 네이버 통장 충전 포인트로 결제 시 추가 0.5%)에 달하는 공격적인 포인트 지급 혜택을 주는 것도 3%에 달하는 카드사 수수료 절감이 가능하기 때문이다.

2) Payback 포인트는 네이버 생태계 내에서 커머스 재구매 결제로 소진, 선순환 구조 생성

네이버페이의 '포인트'는 전액 네이버 생태계 내에서 커머스 재구매 결제로 소진되므로 커머스 거래액 증가를 위한 불쏘시개로 활용된다. 즉, 네이버 생태계 내에서 결제액과 커머스 거래액 성장성 강화라는 선순환 구조 창출이 가능하다.

네이버페이는 신용카드(일반, 간편) 결제, 송금/이체 방식 결제, 휴대폰 결제, 상품권 결제 등 모든 결제 수단을 지원하는 종합 결제 테크핀이지만, 아직은 신용카드 결제 비중이 80% 이상의 압도적 비중을 차지하고 있다.

기존의 네이버페이는 신용카드사와 달리 여신(후불) 혜택이 없다는 점은 큰 약점이었다. 일반 고객의 대다수는 카드를 통해 외상 구매를 하고 월말에 월급을 받아 카드 대금을 갚는 패턴에 익숙해져 있는데, 월급이 입금되기 전 통장에서 즉시 현금이 인출되는 송금/이체 방식 결제는 부담스러운 부분이었다. 그러나 금번 네이버페이의 월 30만 원의 여신(후불) 허용은 송금/이체 방식 결제 비중 확대에 날개를 달아 준 것이라고 볼 수 있다. 네이버페이 월평균 ARPU가 19만 원 정도임을 감안하면 일차적으로 허용한 한도인 30만 원도 작지 않은 규모다. 더구나 이 한도는 향후 갈수록 상향 예상될 것으로 기대된다.

투자포인트 3) 클라우드와 ESG

네이버 클라우드는 친환경 데이터센터의 구축으로 ESG 경영전략과 클라우드 경쟁력 강화를 동시에 추구하고 있다. 2022년 12월 완공을 목표로 하는 '각 세종'이 대표적인 예로, 각 세종은 총 면적 29만 3697㎡ 규모 공간에 최소 10만대 이상의 서버로 구축되는 하이퍼 스케일의 데이터센터이다. 지난 2013년 6월 오픈한 네이버 제1데이터센터 '각 춘천'의 6배 규모로 설계되었다. 앞서 각 춘천은 세계적 친환경 건물 인증 제도인 LEED에서 데이터센터로는 세계 최고 점수인 95점으로 플래티넘등급을 획득했는데, 각 세종도 플래티넘 등급 획득을 목표로 하고 있다.

Figure 3-2. 네이버 '각 세종' 조감도

출처 : 당사 홈페이지

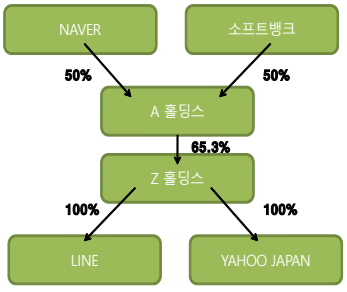
네이버클라우드는 그간 각 춘천의 운영 노하우를 살려 건물 에너지 사용량과 전력사용효율(PUE)을 최적화한 데이터센터 인프라 관리(DCIM) 시스템을 구축하였으며, 데이터센터 '각'은 전기 사용을 대체할 수 있는 친환경 기술과 운영으로 평균 PUE 1.1을 기록했다. 이외에도 재생에너지, 자연풍, 수자원 등 친환경 요소를 최대한 활용해 에너지 소비 절감을 목표로 하고 있으며, 주요 인프라 장비 선정 시 ESG 참여 기업과 친환경 인증 제품에 가산점도 부여할 예정이다. 이처럼 '각 세종'은 ESG 경영의 일환으로 탄소중립을 실현하는 등 그린테크 기능 구현에 역점을 두었고, 입지 선정, 설계, 건축, 운영 등의 각 단계에서 자연과 공존하면서 최적의 에너지 효율을 추구한다.

한편 세종시는 네이버와 협력을 통해 행정수도 세종이 스마트시티, 자율주행차 분야를 선도하는 4차 산업혁명시대의 경제와 산업 중심지로 성장할 것을 기대하고 있다. 네이버클라우드 측 역시 각 세종은 단일 사업자 기준 세계 최대의 하이퍼 스케일 데이터센터로 AI, 로보틱스, 자율주행 등 첨단 기술을 실현하고 지속가능한 친환경 데이터센터의 표본으로 거듭날 것이라고 밝혔다. 네이버는 세종시와 손잡고 '각 세종' 인허가 완료 시점부터 지속해서 세종시 SME(중소상공인)들의 디지털 전환을 돕고, 미래 세대를 위한 소프트웨어 교육 활동을 펼치고 있다.

투자포인트 4) A홀딩스, Z홀딩스를 통한 글로벌 확장력

지난 3월 2일 Line과 야후재팬이 통합되며 A홀딩스가 출범하였다. 네이버와 소프트뱅크는 A홀딩스 지분을 각각 50%씩 보유하고, A홀딩스는 통합 Z홀딩스 지분을 65% 보유할 예정이다. 이로써 Z홀딩스는 야후재팬과 라인의 지분을 100% 가지게 되었다.

Figure 3-3. 라인, 야후재팬 통합



출처 : 이베스트투자증권, 자본시장연구회 2팀

일본 내 이커머스 시장은 Rakuten과 Amazon이 1, 2위를 달리고 있고, 야후 재팬은 4위를 달리고 있다. 야후재팬의 이러한 이커머스 장악력과 더불어 성장하는 네이버 커머스 부문과 핀테크 부문의 사업 경쟁력을 결합시키면, 일본 내 전자상거래 분야에서도 경쟁우위를 가질 수 있을 것으로 예상된다.
또한 Line이 일본, 대만, 태국, 인도네시아에서 모바일 1위 사업자임을 고려했을 때 향후 모바일 메신저를 기반으로 한 커머스와 핀테크의 아시아지역 확산력은 더욱 강할 것으로 생각된다.

기존 LINE은 2018년도부터 라인페이를 중심으로 한 금융사업과 라인망가, 해외확장 등 신사업에 대한 공격적인 투자로 영업손익 적자를 기록하고 있었다. 하지만 Z 홀딩스는 LINE 적자폭보다 훨씬 큰 흑자를 내고 있는 업체로, 경영통합 후 Line 실적이 네이버 연결실적에서 제외되고 Z홀딩스 실적에 대해 32.65%(50%*65.3%)의 지분법 손익이 적용되므로 네이버의 연결실적이 개선되게 된다.

Valuation

1) 개요

애스워드 다모다란 교수에 따르면 성장기업이란 이전에 투자로 거두어들인 가치보다 미래에 같은 수준의 투자를 통해 더 많은 가치를 거두어들일 기업을 가리킨다. 성장기업의 가치는 얼마나 높은 성장률이 예상되는지도 중요하지만, 자본비용 대비 투하자본이익률로 측정되는 성장성의 질에 따라서도 달라진다고 한다.

네이버의 경우 2017년 이전 안정적으로 25% 이상의 영업이익률, 2016년 이전 25% 이상의 ROE가 나오던 기업이었지만, 이후 자회사 Line의 해외 확장과 이에 따른 투자가 확대되며 영업이익률과 ROE가 하락하는 국면에 놓였었다. 영업이익률의 경우 2018년 17%, 2019년 26%, 2020년 23%를 달성하였고, ROE의 경우 2017년 18%, 2018년 13%, 2019년 10%, 2020년 15%로 이전에 비해 확연히 줄어든 모습을 보였다. 기업의 장기평균 ROE는 일반적으로 그 기업에 장기투자를 했을 경우 얻을 수 있는 장기평균수익률이라고도 해석될 수 있다. 하지만 지난 3월부터 Line과 야후재팬이 통합되어 Z홀딩스가 출범하며 Line의 투자에서 비롯되던 적자폭은 흑자전환할 것으로 예상되며, 향후 ROE도 유의미하게 올라올 것으로 예상된다.

또한 네이버 사업부 중 커머스, 핀테크, 콘텐츠, 클라우드 사업부가 이번 1분기에 각각 전년대비 40%, 52%, 40%, 71% 성장하며 높은 성장률을 보였는데, 네이버가 그동안 투자한 R&D 성과가 본격적으로 실적에 반영되기 시작했다고 볼 수 있다.

이러한 관점에서 우리는 현재 네이버가 성장기업의 분류에 속한다는 관점 하에 가치평가를 수행하였다.

절대가치평가법은 DCF 방법을 이용했으며, 상대가치평가법은 사업부별로 나누어 목표 multiple을 곱하여 전체 기업가치를 추정하였다.

2) 절대가치평가법 : DCF method

2-1) 매출액, 영업이익, 당기순이익

(단위 : 억원)	15~20Y CAGR	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액		40,226	46,785	55,869	65,934	53,041	14,991	15,775	16,732	18,550	66,048	81,117	99,946	121,911	148,265
YOY		24%	16%	19%	18%	-20%									
서치플랫폼					26,545	28,032	7,527	6,850	7,172	7,625	29,174	30,633	31,858	32,814	33,798
YOY						6%	-2%	1%	1%	-1%	4%	5%	4%	3%	3%
커머스					7,919	10,897	3,244	3,459	3,710	4,118	14,531	17,873	21,984	25,722	29,580
YOY						38%	40.31%	35%	30%	30%	33%	23%	23%	17%	15%
핀테크					4,067	6,775	2,095	2,800	2,958	3,419	11,272	15,893	22,409	30,700	41,446
YOY						67%	52.25%	70%	70%	70%	66%	41%	41%	37%	35%
콘텐츠					3,093	4,602	1,308	1,641	1,671	2,018	6,638	9,625	13,764	19,270	26,015
YOY						48.8%	40.04%	45.32%	45.32%	45.32%	44%	45.00%	43.00%	40.00%	35.00%
클라우드					1,936	2,737	817	1,026	1,221	1,370	4,433	7,093	9,930	13,405	17,427
YOY						41%	71.28%	60%	60%	60%	62%	60%	40%	35%	30%
사업부문조정(Line 및 기타)					22,374	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
매출총이익		40,226	46,785	55,869	65,934	53,041	14,991	15,775	16,732	18,550	66,048	81,138	100,199	123,412	153,022
GPM(매출총이익률)	1737.92%	100%	100%	100%	100%	100%					100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
YoY		24%	16%	19%	18%	-20%									
판매비와 관리비		29,206	34,993	46,444	32,012	40,888					46,760	57,429	70,759	86,310	104,968
판관비율(매출액 대비)	820.14%	73%	75%	83%	49%	77%					70.80%	70.80%	70.80%	70.80%	70.80%
YoY			20%	33%	-31%	28%									
영업이익		11,020	11,792	9,425	11,550	12,153	2,888				13,530	16,618	20,475	24,975	30,373
OPM(영업이익률)	115.30%	27.40%	25.20%	16.90%	10.80%	22.90%					20.49%	20.49%	20.49%	20.49%	20.49%
YoY		33%	7%	-20%	23%	5%									
당기순이익		7,591	7,701	6,279	3,968	8,450	153,145				8,989	11,040	13,603	16,593	20,179
당기순이익률(매출액 대비)	68.16%	18.87%	16.46%	11.24%	6.02%	15.93%					13.61%	13.61%	13.61%	13.61%	13.61%

네이버 같은 경우 사업부별로 다른 성장률을 보였기 때문에 우리는 사업부를 나누어 5개년치 매출 증가율을 추정하였다. 영업이익률과 당기순이익률의 경우 2017년 이후로 하향 추세를 보였지만, 향후 Line 통합에 따라 이익률이 개선될 것으로 판단했기 때문에, 과거 5개년 평균치인 20.5%, 13.6%를 각각 적용하였다. 네이버는 높은 경제적 해자를 가진 기업으로 향후 Line에서 매분기 발생하던 1000억원 가량의 적자폭이 사라지게 되면 이익률도 유의미하게 다시 올라올 것으로 판단했다.

매출액 성장률의 경우 2019년 이후 각 사업부의 분기별 YOY 매출액 성장률을 참고하였다. 네이버의 경우 2019년 3분기부터 사업부문이 바뀌었기 때문이다. 성장기업의 경우 성장함에 따라 1) 규모가 커지고 2) 경쟁이 심화되어 이전과 같은 성장률을 유지할 가능성이 떨어진다는 점을 참고하여 5년 후의 성장률은 각 사업부별 특성에 따라 둔화시켰다.

서치플랫폼 사업부의 경우 국내에서 구글의 MS가 점점 상승하고 있다는 점과, 광고 다각화로 매출을 방어하고 있지만 사업부 특성상 이미 성숙기에 접어들었다는 점을 감안하여 3~4%의 보수적인 성장률을 가정하였다.
커머스 사업부의 경우 지난해 코로나 상황 속에서 이커머스가 활성화되며 가파르게 상승한 점이 있지만, 사람들의 습관은 쉽게 변하지 않는다는 점과 시장점유율 1위 플랫폼의 장점, 네이버 쇼핑만의 다양한 혜택에 기반하여 경쟁력을 가지고 있다고 생각했기 때문에, 향후 2~3년간은 작년과 같은 높은 성장률, 이후로는 점차 둔화되어 5년후 목표성장률이 현재 북미지역의 이커머스 성장률인 15%가 되도록 설정하였다.
핀테크 사업부의 경우 성장 초기에 있다는 점과 성장동력이 크다는 점을 고려해 향후 5년간 30~40%의 높은 성장률을 가정하였다.
컨텐츠 사업부의 경우도 성장초기라는 점과 해외에서의 매출 비중이 유의미하게 올라오기 시작했다는 점을 고려하여 향후 5년간 30~40%의 높은 성장률을 가정하였다.
클라우드 사업부의 경우도 성장초기라는 점과 전세계적으로 산업 자체가 높은 성장률을 보인다는 점, 국내 기업들의 저조한 도입률을 고려하여 향후 2년간 60%, 이후는 점차 둔화되어 5년 후 30%의 성장률을 가정하였다.

2-2) Dep, NWC, Capex, FCF

당기순이익		7,591	7,701	6,279	3,968	8,450		8,989	11,040	13,603	16,593	20,179
당기순이익률(매출액 대비)	68.16%	18.87%	16.46%	11.24%	6.02%	15.93%		13.61%	13.61%	13.61%	13.61%	13.61%
가산 : 유무형자산상각비				2,611	4,980	4,953		4,736	5,818	7,185	8,850	10,973
차감 : 순운전자본 증가분				-1,848	-5,640	-344		-3,887	-5,321	-7,250	-9,837	-13,302
차감 : CAPEX				5,350	4,359	7,594		6,686	8,213	10,143	12,493	15,490
FCFF				**5,388**	**10,229**	**6,153**		**10,926**	**13,966**	**17,895**	**22,787**	**28,964**

잉여현금흐름(FCF: Free Cash Flow)은 다음과 같이 계산된다.

FCF = NI + Dep - NWC - Capex

NI : 당기순이익

Dep : 감가상각비 (유,무형자산)

NWC : 순운전자본

CAPEX : 자본적 지출

당기순이익(NI)의 경우 앞에서 서술한 바와 같이 과거 5개년 기하평균치인 13.6%를 적용하여 도출하였다. (21년 1분기의 Z홀딩스 관련 일회성 이익 제외)

감가상각비는 유형,무형자산을 포함한 것을 기준으로 기존 3개년(2018년~2020년) 감가상각비의 매출액 대비 비율을 기하평균으로 추정하여 예상 감가상각비를 산출하였다.

순운전자본의 증감은 기존 3개년(2018년~2020년) 재고와 매출채권의 증감을 가산하고, 매입채무의 증감을 차감하여 산출하였다. 재고와 매출채권, 매입채무의 증감은 당사 사업보고서를 참조하여 도출하였다.

예상 운전자본의 증감은 기존 운전자본 증감의 매출액 대비 비율을 기하평균하여 예상 매출액과 비율을 곱하여 측정하였다.

운전자본의 증감 = 재고의 증감 + 매출채권의 증감 - 매입채무의 증감

자본적 지출(Capex)의 경우 Big Finance의 보고서를 참조하여 기존 3개년(2018년~2020년) 매출액 대비 비율을 기하평균하여 예상 CAPEX를 산출하였다.

2-3) WACC

현금흐름할인법을 이용하여 가치를 평가하기 위해서는 추정된 잉여현금흐름에 내재된 위험을 적절히 반영한 할인율을 추정해야한다. 할인율로는 일반적으로 가중평균자본비용(WACC: Weighted Average Cost of Capital)이 이용되며, WACC은 다음과 같이 계산된다.

WACC = Ke x E/V + Kd x (1 – Tc) x D/V

Ke : 자기자본비용

Tc : 한계법인세율

Kd : 타인자본비용

D : 이자부부채의 시장가치

E : 자기자본의 시장가치

V:D+E

자기자본비용(Ke)은 자본자산가격결정모형(CAPM: Capital Asset Pricing Model)에 의하여 다음과 같이 무위험수익률에 위험프리미엄을 가산하여 계산한다.

Ke = Rf + (Rm – Rf) x β

Rf : 무위험수익률

Rm : 기대시장수익률

β : 네이버의 베타값

구분	산출내역	비고
Rf	2.1%	2021년 6월 25일 10년만기 한국 국채수익률 자료참고
Rm - Rf	5.2%	공신력있는 뉴욕대 damodaran 교수의 2021년 1월 8일 한국 시장 위험프리미엄을 참고
β	0.73	Fnguide 베타값 참고
Ke	5.896%	Rf + (Rm - Rf) x β

자기자본의 시장가치(E)는 평가기준일 2020년 12월 31일 이전 최종거래일의 종가를 자기주식을 제외한 발행주식수, 즉 유통주식수에 곱하여 산출하였다.

2020년 12월 30일 종가(원)		유통주식수(발행주식의 총수-자기주식수)	시가총액(E) (단위: 백만원)
네이버	292,500	147,459,035	43,131,767

(출처 : 네이버 금융,DART 공시 사업보고서)

네이버의 타인자본비용(Kd)은 2020년 12월 말 기준 신용등급(AA)에 따른 5년 만기 회사 채 이자율인 1.99%를 적용하였다. 해당 이자율은 한국신용평가에 공시된 자료를 참조하였다. Kd = 1.99%

이자부부채(D)는 2020년 12월 31일 기준 DART 공시 사업보고서의 연결재무제표를 참조하였다.

이자부부채(D)	(단위 : 백만원)
단기차입금	576,223
장기차입금	150,678
회사채	752,270
총합	1,479,171

당기 법인세율(Tc)은 2020년 12월 31일 기준 DART 공시 사업보고서의 연결재무제표 주석을 참조하였다.

당기 법인세율(2020년)	
네이버	30.15%

*V = E + D = 44,610,938 (단위:백만원)

WACC = 자기자본비용(Ke) x 자기자본비율(E/V) + 타인자본비용(Kd) x (1-Tax Rate) x 타인 자본비율(D/V) a

5.74% = 5.896% x 96.68% + 1.99% x (1 – 30.15%) x 3.32% 에 의해 네이버의 WACC는 5.74%로 도출되었다.

2-4) TV, EV, 주당가치, 상승여력

5년 이후의 Terminal Value를 구할 때의 영구성장률은 2%로 가정하였다.
이를 바탕으로 구한 TV는 약 59조 7576억원, EV는 67조 5675억원이 나왔다.
여기에 Z홀딩스의 지분가치, 자사주 가치, cj그룹 보유지분가치, 순현금을 합산해 구한 시가총액은 87조 9661억원, 이를 주식수로 나누어 구한 주당가치는 53만 5519원으로, 6월 30일 종가기준 28%의 상승여력이 있는 것으로 보인다.

DCF Method	
WACC	5.74%
영구성장률	2%
TV	597,576
영업가치	675,675
Z홀딩스 지분가치	120,555
자사주	66,881
CJ그룹 보유지분가치	6,467
순현금	10,083
총가치	879,661
주식수	164,263,395
목표주가	535,519
현재주가	417,500
상승여력	28%

3) 상대가치평가법 : SOTP method

상대가치평가법에서는 각 사업부별로 쪼개어 가치를 계산하는 SOTP Valuation을 이용하였다. 네이버의 경우 각 사업부별로 서로 다른 peer group을 가지고 있었는데, 사업부별 특성과 접근가능한 자료를 고려해 서치플랫폼, 핀테크, 클라우드 사업부는 P/E를 기준으로, 커머스와 콘텐츠 사업부는 P/S를 이용하여 가치평가하였다. 네이버의 경우 국내에서 비교에 적절한 peer group을 찾는 데에 어려움이 있었기 때문에 해외 기업들을 peer group으로 참고하였다.

각 사업부별 peer group의 경우
서치플랫폼의 경우 카카오, 줌인터넷, google의 P/E를 참고하여 목표 P/E를 40으로 설정하였다. 커머스의 경우, amazon, coupang, pinduoduo, mercadolibre의 P/S를 참고하여 목표 P/S를 15로 설정하였다.
핀테크의 경우, 카카오, 핑거, paypal, square의 P/E를 참고하여 목표 P/E를 50으로 설정하였다. 콘텐츠의 경우 netflix, disney, amazon, at&t의 P/S를 참고하여 목표 P/S를 10으로 설정하였다. 클라우드의 경우 amazon, microsoft, google, IBM의 P/E를 참고하여 목표 P/E를 40으로 설정하였다.
이렇게 각 사업부별 목표 multiple에 각각 fwd EPS, SPS를 곱하여 각 사업부별 가치를 도출하였고, 여기에 z홀딩스 지분가치, 순현금, 자사주와 cj그룹 보유지분가치를 더하여 총 기업가치를 산출했다. 이를 발행주식수인 164,263,395로 나누어 455,365라는 목표주가가 도출되었다.

절대가치평가법에 비해 상대가치평가법에서는 상승여력이 9%로 적게 나왔는데, 이는 단기적으로 주가 변동성이 생길 수 있음을 경고해준다고 볼 수 있다.

Multiple Method						
단위(:억원)	예상매출액	예상당기순이익률	예상당기순이익	목표 multiple	사업부가치	사용 multiple
서치플랫폼	29,174	13.61%	3,971	40	158,827	예상 p/e
커머스	14,531	13.61%	1,978	15	217,965	예상 p/s
핀테크	11,272	13.61%	1,534	50	76,706	예상 p/e
콘텐츠	6,638	13.61%	903	10	66,380	예상 p/s
클라우드	4,433	13.61%	603	40	24,134	예상 p/e
총 사업부 가치					544,012	
z홀딩스 지분가치					120,555	
순현금					10,083	
자사주					66,881	
cj그룹 보유지분가치					6,467	
총 기업가치					747,998	
발행주식수					164,263,395	
목표 주가					455,365	

사업부	peer group	multiple(fwd)	목표 multiple
서치플랫폼 (P/E)	다음카카오	90	40
	줌인터넷	20	
	google	28	
커머스 (P/S)	amazon	3.5	15
	coupang	0.5	
	pinduoduo	14	
	mercadolibre	15	
핀테크 (P/E)	카카오	90	50
	핑거	28	
	paypal	61	
	square	160	

사업부	peer group	multiple(fwd)	목표 multiple
콘텐츠 (P/S)	netflix	8.5	10
	disney	5.5	
	amazon	3.5	
	AT&T	1.3	
클라우드 (P/E)	amazon	58.8	40
	microsoft	32	
	google	27	
	IBM	22	

<NOTICE>

본 보고서에 수록된 내용은 자본시장연구회가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그에 대한 정확성과 완전성을 보장할 수 없으므로 투자에 있어 참고 자료로만 활용하시기 바랍니다. 따라서, 유가증권 투자에 있어 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시기 바라며 어떠한 경우에도 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 한국외국어대학교 금융 학회 '자본시장연구회'에 있으며, 어떠한 경우에도 무단 배포, 무단 복제될 수 없음을 알립니다.