

커머스, 뒷장만 맞으면 4분기 잭팟

김창권 changkwon.kim@miraeeasset.com

임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

- 10월 온라인쇼핑몰 거래액 전년대비 20% 증가한 14.2조원 기록<그림1 참조>
- 4분기는 전자상거래 기업 1년 성과와 다음해 전망치까지 결정하는 중요한 분기
- <그림4> NAVER 본업은 이제 커머스, 1)시장 성장<그림1>, 2)MS 상승<그림3>, 3)관련 광고 매출<표1>이 3대 성장 요인
- 검색엔진에서 커머스, 핀테크, 콘텐츠 플랫폼으로 진화 중인 NAVER에 매수의견과 목표가 43만원 유지

4분기 커머스 매출 증가 속도가 어닝서프라이즈 결정 변수

1) 매출 성장 속도 가속 중 2021년 > 2020년 > 2019년

2020년 NAVER의 외형 성장을 견인하는 사업부는 커머스와 이와 연관된 네이버페이 매출이 인식 되는 핀테크

커머스와 핀테크부문의 매출 비중이 2019년 27%에서 2020년에는 34%로 상승 전망<그림4>

인프라 성격의 핀테크부문은 수익성 기여도가 미미하나 판매수수료와 광고수수료로 이루어진 커머스 매출의 높은 수익성 기여도에 주목

2) 10월 시장 성장 확인, 코로나 영향력이 높아진 11월과 12월 결과에 주목

<그림2>와 같이 4분기는 연말과 크리스마스가 겹치면서 연간 전자상거래 거래액의 30~35%까지 집중되는 최대 성수기

2020년은 커머스가 NAVER 성장의 가장 중요한 변수가 된 첫번째 해, 그래서 이번 성수기는 이전에 경험하지 못한 첫번째 커머스 성수기가 될 전망

<그림1>과 같이 국내 전자상거래 시장은 8월부터 큰 폭 성장 그리고 10월 성장세도 확인. <그림3>, <표1>과 같은 시장점유율의 상승과 커머스 관련 광고 매출 증가 속도에 주목

참고로 지난 3분기의 경우 NAVER 전체 전자상거래 거래액(GMV) 증가율 YoY 42%, 스마트스토어 거래액(GMV) 증가율은 YoY 72%, 커머스 매출액 증가율은 YoY 41%, 커머스 매출액은 2,850억원을 기록

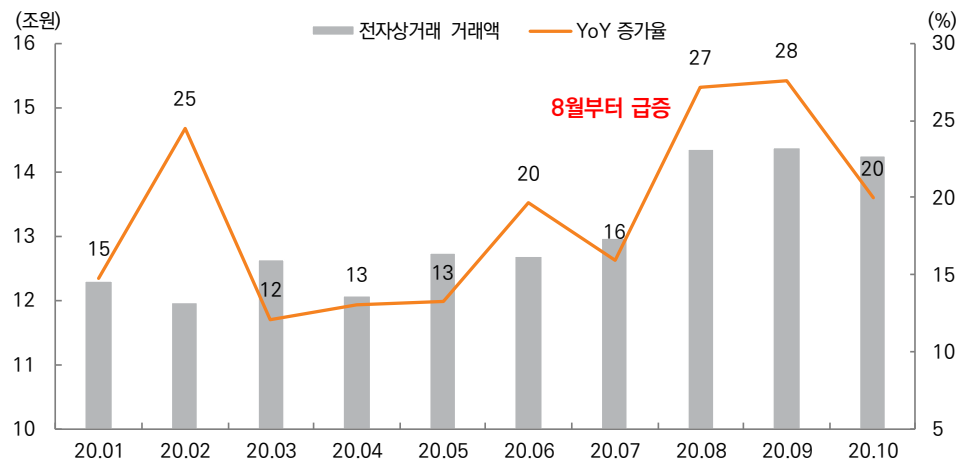
Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	4,678	5,587	6,593	5,302	6,473	7,697
영업이익 (십억원)	1,179	943	710	1,227	1,650	2,016
영업이익률 (%)	25.2	16.9	10.8	23.1	25.5	26.2
순이익 (십억원)	773	649	583	674	1,549	1,859
EPS (원)	4,689	3,937	3,538	4,103	9,431	11,315
ROE (%)	18.5	13.0	10.6	11.0	21.6	21.1
P/E (배)	37.1	31.0	52.7	69.1	30.1	25.1
P/B (배)	4.8	3.1	4.3	6.0	5.0	4.2
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

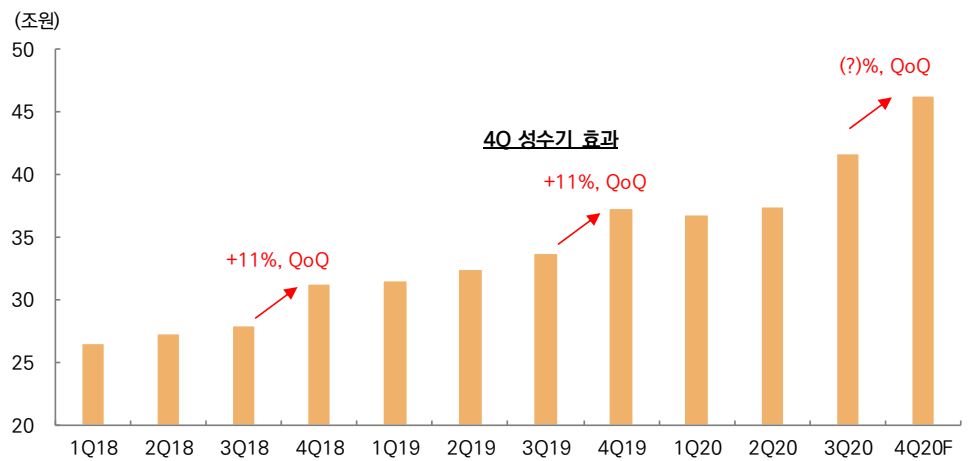
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 국내 전자상거래 월거래액 및 YoY 증가율 추이



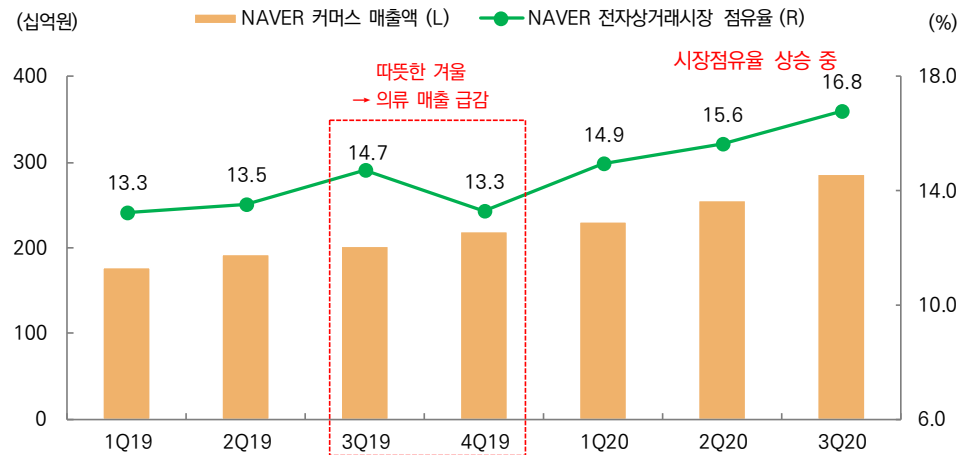
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 국내 전자상거래 분기 거래액 추이



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. NAVER 전자상거래 분기 매출액 및 시장 점유율



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터 추정

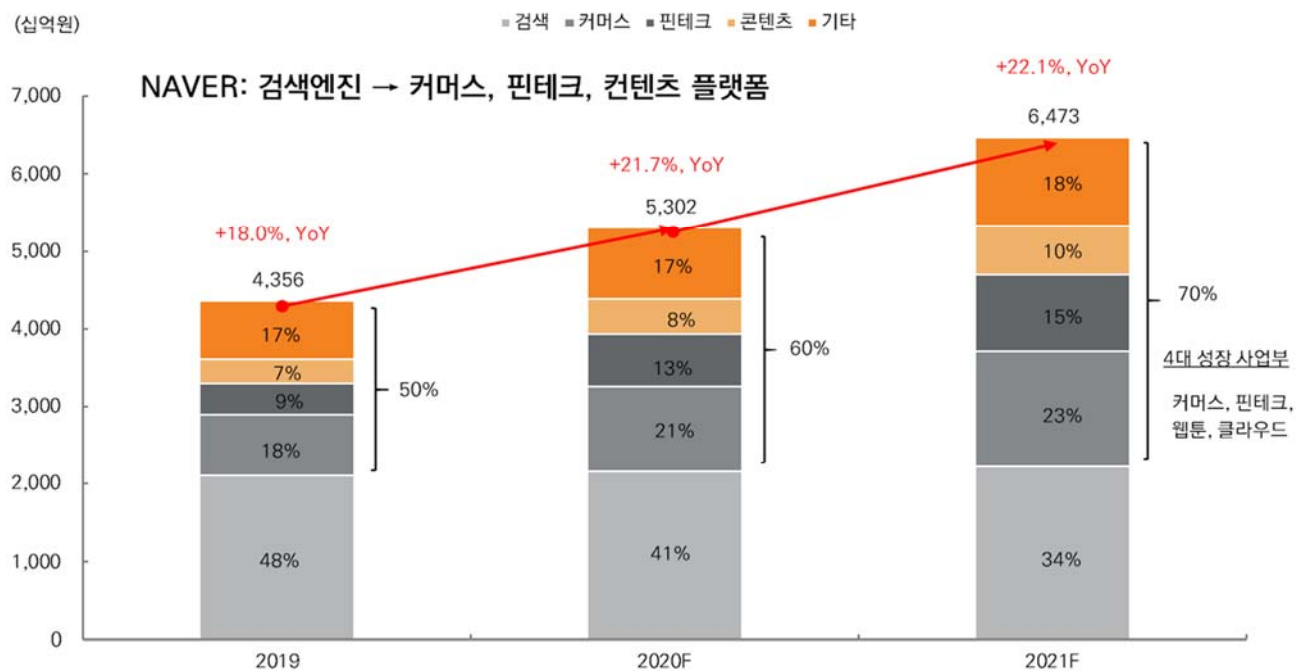
표 1. NAVER 전자상거래 시장 점유율 및 결제액 대비 매출 인식률

(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
국내 전자상거래 시장 규모	31,589	32,529	33,737	37,408	36,893	37,495	42,041
YoY	19%	19%	20%	20%	17%	15%	25%
NAVER 결제액	4,188	4,405	4,969	4,968	5,510	5,859	7,056
YoY	39%	28%	43%	24%	32%	33%	42%
NAVER 전자상거래시장 점유율	13.3	13.5	14.7	13.3	14.9	15.6	16.8
NAVER 커머스 매출액	177	193	203	219	231	256	285
YoY					30%	33%	41%
NAVER 결제액 대비 매출인식률	4.2%	4.4%	4.1%	4.4%	4.2%	4.4%	4.0%
거래수수료율	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
광고수수료율	2.2%	2.4%	2.1%	2.4%	2.2%	2.4%	2.0%

자료: 미래에셋대우 리서치센터 추정

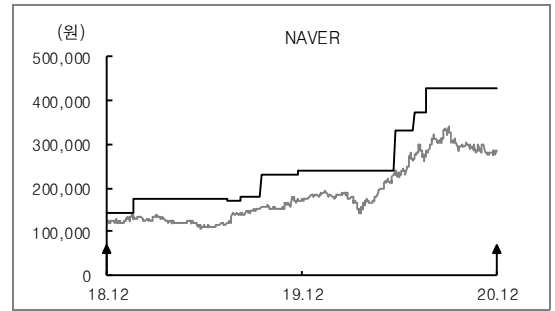
그림 4. NAVER 매출 추이 및 사업부별 매출 비중 변화



자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터 추정

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2020.07.24	매수	430,000	-	-
2020.06.30	매수	375,000	-25.33	-20.27
2020.05.25	매수	330,000	-25.47	-15.45
2019.11.26	매수	241,000	-24.58	-4.36
2019.09.17	매수	230,000	-30.54	-21.74
2019.08.11	매수	181,000	-18.87	-14.64
2019.07.16	매수	172,000	-22.55	-17.15
2019.01.23	매수	176,000	-30.82	-21.31
2018.11.26	매수	141,000	-10.50	-2.48



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.