

네이버쇼핑과 쿠팡은 올해도 시장대비 3배 성장

매수
(유지)목표가: 490,000원
상승여력: 33.0%

김창권 changkwean.kim@miraasset.com

임희석 heeseok.lim@miraasset.com

1월 시장은 +22%, NAVER와 쿠팡은 각각 +65%, +68% 성장

2021년 1월 NAVER와 쿠팡 시장점유율은 각각 18.6%, 16%로 추정

- 언론에 보도된 시장조사업체 와이즈앱 추정치에 따르면 NAVER와 쿠팡의 1월 결제 금액은 전년동기와 비교해 각각 65%, 68% 성장(그림 1)
- 통계청에서 발표한 국내 온라인쇼핑 1월 거래액 YoY 증가율 22%를 3배 상회
- 2021년 1월 NAVER 전자상거래 시장점유율은 18.6%(2020년 1월 13.9%), 쿠팡 시장점유율은 16.0%(2020년 1월 11.7%)로 추정, 시장 과점화 현상 지속

2021년 네이버쇼핑(C2C)과 쿠팡(B2C)의 시장점유율 추가 상승 전망

2021년 NAVER는 해외 역량 강화, 쿠팡은 M&A와 투자 확대 예상

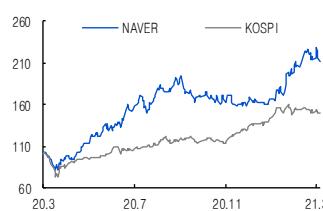
- 국내 온라인쇼핑 정보 검색 경로는 NAVER(그림 3~11), 미국은 아마존(그림 12)
- 쿠팡은 배송 인프라 보유가 장점, 미국은 아마존이 그런 배송 인프라를 운영
- 아마존 거래액의 60%는 NAVER와 같은 상품 중계(C2C)에서 40%는 쿠팡과 같은 자기 상품 판매(B2C)에서 발생
- NAVER는 Z홀딩스 1대주주가 되면서 글로벌 커머스 플랫폼 전략 본격화. 글로벌 상품 DB와 결제, 배송 시스템을 구축하여 2021년 하반기 해외 거래액 인식 시작 전망

쿠팡의 Peer는 아마존, 네이버쇼핑 가치 부각 전망

아마존보다 빠르게 성장하는 쿠팡과 NAVER 가치 상승 전망

- 쿠팡은 공모가 27~30달러, 최대 기업가치 57조원으로 3/11일 뉴욕증시 상장 예정
- 이는 쿠팡의 2020년 거래액 22조원(그림 2)을 아마존의 2019~2020년 거래액 기준 PSR(그림 16) 평균인 2.6배 수준에 대입한 것으로 해석
- 국내 전자상거래 시장의 높은 침투율과 성장을 그리고 쿠팡 점유율의 지속적인 상승 기대감이 반영된 것으로 분석
- 쿠팡 IPO로 NAVER 커머스부문 가치 재평가 예상, 매수와 목표주가 49만원 유지

Key data



현재주가(21/3/8,원)	368,500	시가총액(십억원)	60,531
영업이익(20F,십억원)	1,215	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(20F,십억원)	1,176	유동주식비율(%)	78.4
EPS 성장률(20F,%)	44.5	외국인 보유비중(%)	57.3
P/E(20F,x)	57.2	베타(12M) 일간수익률	0.41
MKT P/E(20F,x)	21.0	52주 최저가(원)	143,000
KOSPI	2,996.11	52주 최고가(원)	399,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	18.5	105.3
상대주가	6.3	-5.0	39.8

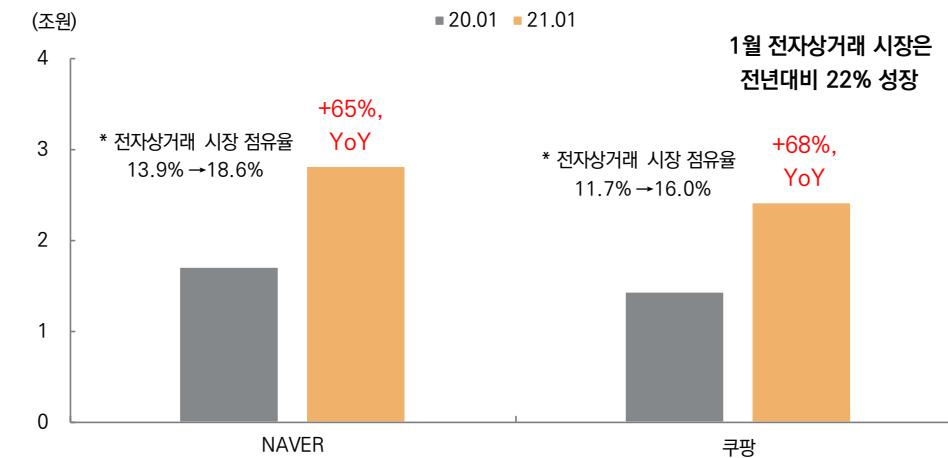
Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	4,678	5,587	6,593	5,304	6,655	8,269
영업이익 (십억원)	1,179	943	710	1,215	1,472	2,081
영업이익률 (%)	25.2	16.9	10.8	22.9	22.1	25.2
순이익 (십억원)	773	649	583	840	1,437	1,859
EPS (원)	4,689	3,937	3,538	5,112	8,751	11,315
ROE (%)	18.5	13.0	10.6	13.6	19.7	20.9
P/E (배)	37.1	31.0	52.7	57.2	42.1	32.6
P/B (배)	4.8	3.1	4.3	6.0	6.5	5.4
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

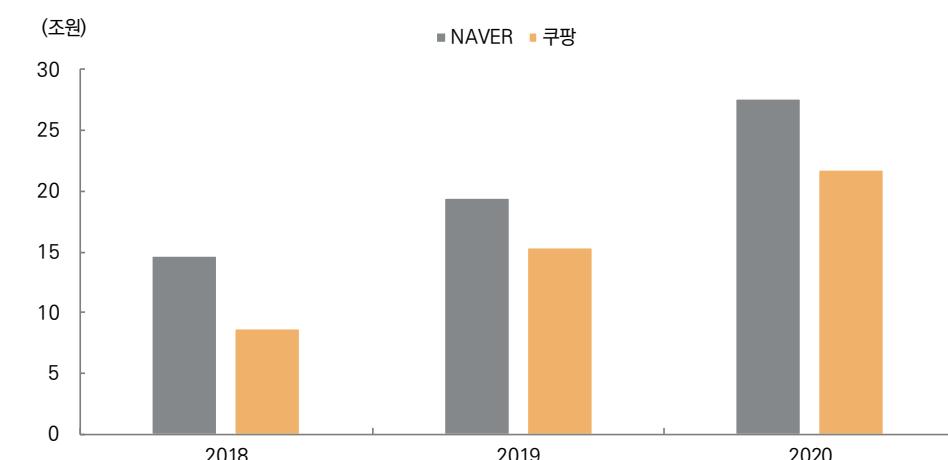
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. NAVER, 쿠팡 1월 결제액 추이



자료: 와이즈앱, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 2. NAVER, 쿠팡 연간 결제액 추정



자료: 언론사 종합, 미래에셋대우 리서치센터 추정

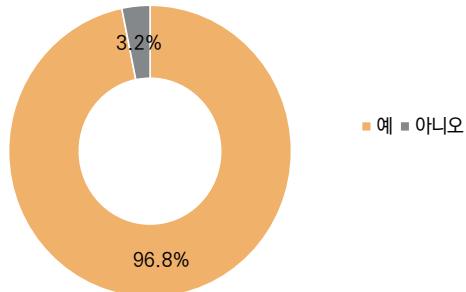
표 1. NAVER 전자상거래 시장 점유율 및 결제액 대비 매출 인식률

(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
국내 전자상거래 시장 규모	31,589	32,529	33,737	37,408	36,893	37,495	41,690	45,304
YoY	19%	19%	20%	20%	17%	15%	24%	21%
NAVER 결제액	4,408	4,637	5,230	5,229	5,800	6,167	7,427	8,170
YoY	46%	35%	50%	31%	32%	33%	42%	56%
NAVER 전자상거래시장 점유율	14.0	14.3	15.5	14.0	15.7	16.4	17.8	18.0
NAVER 커머스 매출액	177	193	203	219	231	256	285	317
YoY					30%	33%	41%	45%
NAVER 결제액 대비 매출인식률	4.0%	4.2%	3.9%	4.2%	4.0%	4.2%	3.8%	3.9%
거래수수료율	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
광고수수료율	2.0%	2.2%	1.9%	2.2%	2.0%	2.2%	1.8%	1.9%

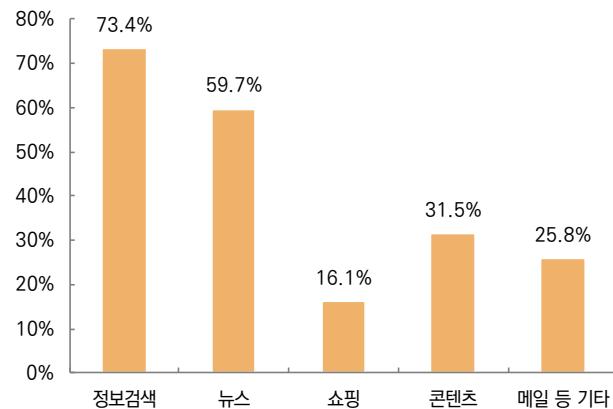
자료: 통계청, NAVER, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 3. 설문1. NAVER를 1일 1회 이상 사용하시나요?(PC, 모바일, 각종 NAVER 어플 포함)



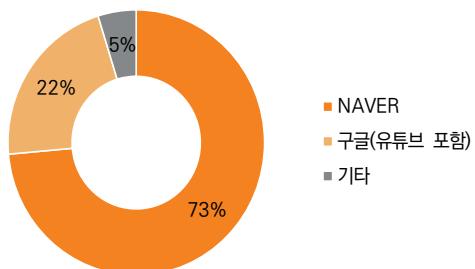
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 설문2. NAVER에서 주로 어떤 서비스를 이용하시나요?(사용빈도수가 높은 서비스 2개 선택)



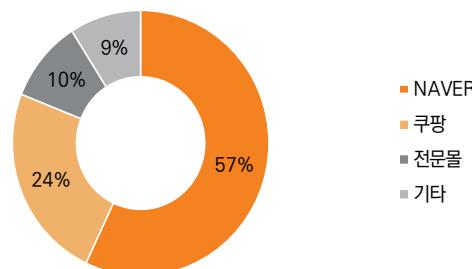
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 설문3. 정보 검색(생활, 여행, 맛집, 운동, 교육 등)에 가장 많이 이용하는 채널은 무엇인가요?



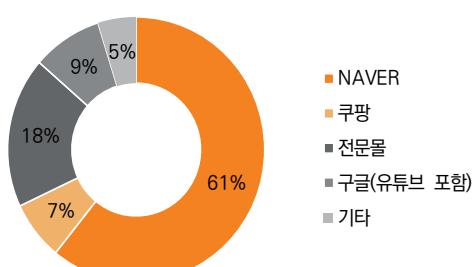
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 설문4. 주로 어떤 경로로 온라인 쇼핑을 하시나요?



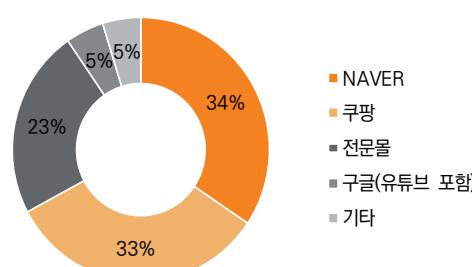
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 설문5. 의류, 가전제품 등을 구매할 시 상품 정보를 주로 어디에서 찾으시나요?



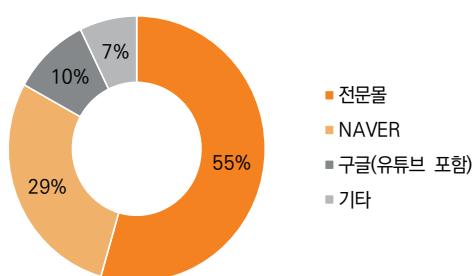
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 설문6. 식료품, 생활용품 등을 구매할 시 상품 정보를 주로 어디에서 찾으시나요?



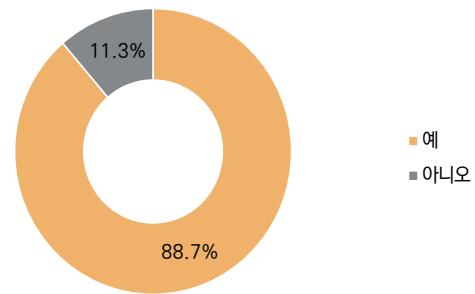
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 설문7. 항공권, 호텔, 콘서트 티켓 등의 서비스 상품을 구매할 시 상품 정보를 주로 어디서 찾으시나요?



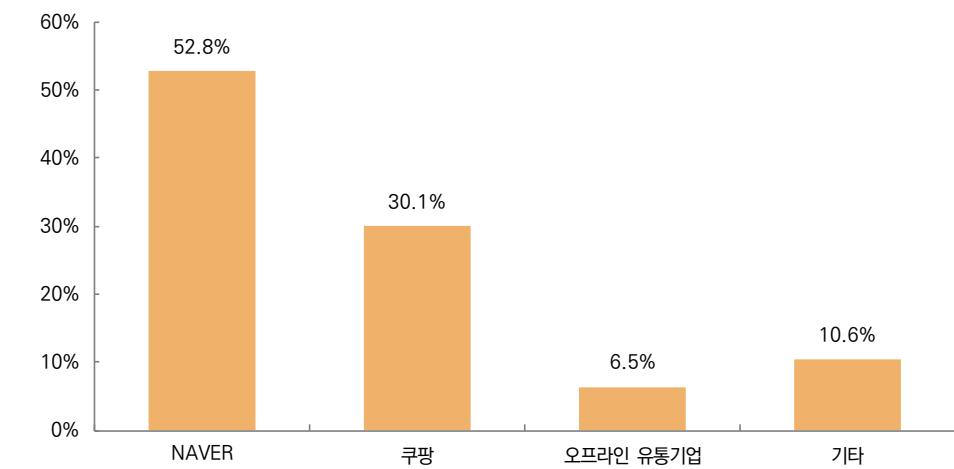
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 설문8. 오프라인이나 타 사이트에서 쇼핑하실 때도 NAVER 정보를 참고하시나요?



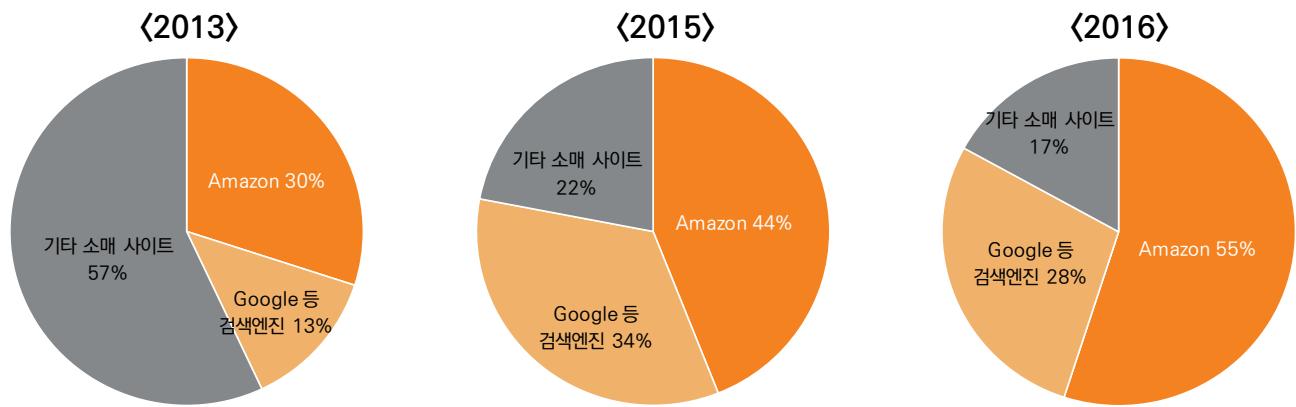
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 설문9. 10년 후 1위 전자상거래 사이트는 어디일 것이라고 생각하시나요?



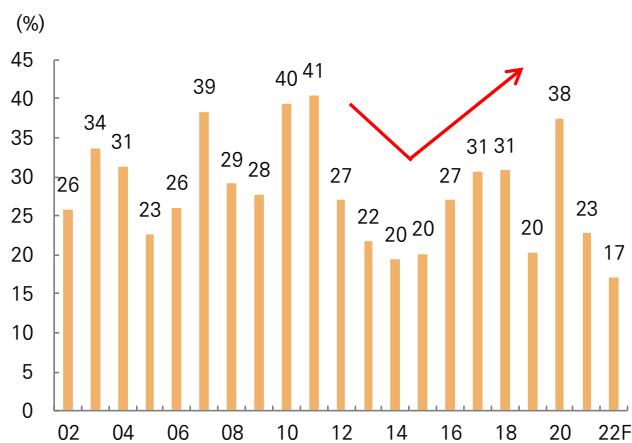
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 미국 전자상거래 소비자의 상품 검색 소스



자료: Bloomberg Intelligence, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 아마존 매출 성장률



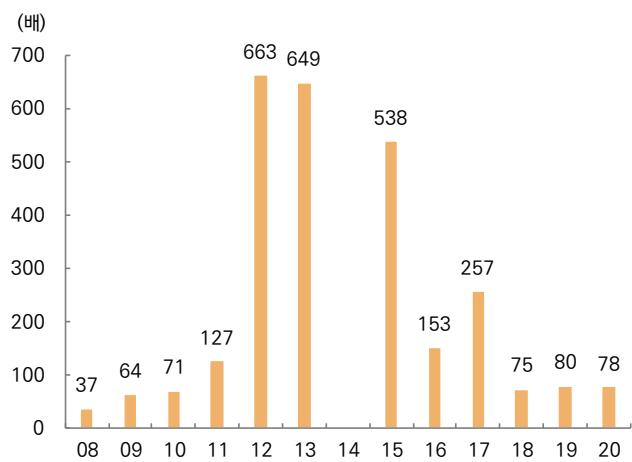
자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 아마존 주가



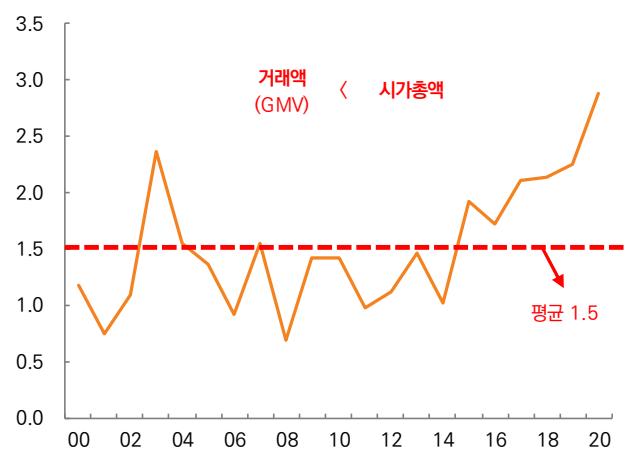
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 아마존 PER



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 아마존 PSR(거래액대비)



자료: 아마존, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	6,593	5,304	6,655	8,269
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	6,593	5,304	6,655	8,269
판매비와관리비	5,883	4,089	5,183	6,188
조정영업이익	710	1,215	1,472	2,081
영업이익	710	1,215	1,472	2,081
비영업손익	157	880	642	524
금융손익	-18	-27	-22	-16
관계기업등 투자손익	-64	0	0	0
세전계속사업손익	867	2,095	2,114	2,605
계속사업법인세비용	466	632	593	731
계속사업이익	400	1,132	1,496	1,863
중단사업이익	-4	-296	-65	-13
당기순이익	397	836	1,431	1,850
지배주주	583	840	1,437	1,859
비지배주주	-186	-4	-7	-9
총포괄이익	536	836	1,431	1,850
지배주주	660	1,030	1,762	2,278
비지배주주	-124	-194	-331	-428
EBITDA	1,208	1,721	2,012	2,708
FCF	921	318	1,133	1,669
EBITDA 마진율 (%)	18.3	32.4	30.2	32.7
영업이익률 (%)	10.8	22.9	22.1	25.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.8	15.8	21.6	22.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,644	5,895	6,676	7,811
현금 및 현금성자산	3,741	4,153	4,507	5,131
매출채권 및 기타채권	0	199	249	310
재고자산	55	44	56	69
기타유동자산	1,848	1,499	1,864	2,301
비유동자산	6,656	6,531	7,065	7,876
관계기업투자등	1,558	1,254	1,573	1,954
유형자산	1,596	1,674	1,815	1,930
무형자산	341	348	367	626
자산총계	12,300	12,426	13,742	15,686
유동부채	3,773	3,247	3,052	3,042
매입채무 및 기타채무	759	762	568	430
단기금융부채	729	646	411	287
기타유동부채	2,285	1,839	2,073	2,325
비유동부채	2,022	1,894	2,029	2,189
장기금융부채	1,358	1,366	1,366	1,366
기타비유동부채	664	528	663	823
부채총계	5,796	5,141	5,081	5,231
지배주주자분	5,805	6,590	7,973	9,776
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	5,712	6,498	7,880	9,683
비지배주주자분	699	695	688	679
자본총계	6,504	7,285	8,661	10,455

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,357	868	1,783	2,319
당기순이익	397	836	1,431	1,850
비현금수익비용가감	873	1,015	1,109	1,348
유형자산감가상각비	460	472	509	536
무형자산상각비	38	34	31	91
기타	375	509	569	721
영업활동으로인한자산및부채의변동	567	-473	-187	-158
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	11	-11	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	178	0	0	0
법인세납부	-478	-504	-568	-726
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,078	-623	-820	-1,134
유형자산처분(취득)	-429	-550	-650	-650
무형자산감소(증가)	-71	-40	-50	-350
장단기금융자산의 감소(증가)	180	67	-70	-84
기타투자활동	-758	-100	-50	-50
재무활동으로 인한 현금흐름	52	-138	-290	-180
장단기금융부채의 증가(감소)	925	-83	-235	-125
자본의 증가(감소)	34	0	0	0
배당금의 지급	-47	-55	-55	-55
기타재무활동	-860	0	0	0
현금의 증가	418	412	354	624
기초현금	3,323	3,741	4,153	4,507
기말현금	3,741	4,153	4,507	5,131

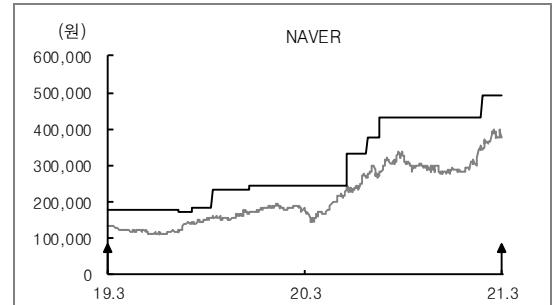
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	52.7	57.2	42.1	32.6
P/CF (x)	24.2	26.0	23.8	18.9
P/B (x)	4.3	6.0	6.5	5.4
EV/EBITDA (x)	24.4	26.9	28.9	21.1
EPS (원)	3,538	5,112	8,751	11,315
CFPS (원)	7,702	11,265	15,458	19,467
BPS (원)	43,659	48,587	57,000	67,978
DPS (원)	376	376	376	376
배당성향 (%)	13.8	6.6	3.9	3.0
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	18.0	-19.6	25.5	24.3
EBITDA증가율 (%)	0.3	42.5	16.9	34.6
조정영업이익증가율 (%)	-24.7	71.1	21.2	41.4
EPS증가율 (%)	-10.1	44.5	71.2	29.3
매출채권 회전율 (회)	22.5	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	117.2	106.7	133.1	132.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.6	6.8	10.9	12.6
ROE (%)	10.6	13.6	19.7	20.9
ROIC (%)	29.4	54.4	52.2	56.2
부채비율 (%)	89.1	70.6	58.7	50.0
유동비율 (%)	149.6	181.6	218.7	256.8
순차입금/자기자본 (%)	-30.3	-33.8	-36.0	-37.7
조정영업이익/금융비용 (x)	20.4	27.7	36.4	56.8

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2021.01.29	매수	490,000	-	-
2020.07.24	매수	430,000	-30.25	-17.44
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



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

투자의견 분류 및 적용기준

기법	산업
매수	비증확대 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy	증립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립	비증축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
매도	비증축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 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 NAVER(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 저작자산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.