

NAVER × DUNAMU ON-CHAIN ERA



NAVER × DUNAMU ON-CHAIN ERA

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr



인터넷/게임

종목	투자판단	적정주가
NAVER (035420)	Buy	410,000원

이 보고서는 요약본입니다

Contents

산업분석

1	네이버-두나무 합병	9
2	각사의 현재	13
3	합병 시너지는?	21
4	디지털 자산 2단계 입법	27
5	해외 사례-암호화폐 거래소와 금융사, 더욱 흐릿해지는 경계	31

기업분석

1	NAVER (035420)	39
---	----------------	----

Summary

NAVER X DUNAMU ON-CHAIN ERA

1 네이버X두나무

- 지난 9월, 네이버파이낸셜과 두나무 합병 가능성이 언론을 통해 제기되었고 조율을 통해 연내 네이버 산하로 편입될 전망
- 이후 합병 법인의 송치형 회장 지분을 네이버 주식으로 교환하며 네이버가 합병 법인의 지배력을 유지하는 방안이 언급됨
- 현재 양사는 각각 결제 수수료와 거래 수수료로 단조로운 수익 구조를 보유하고 있음

2 합병 시너지

1. 스테이블 코인

- 합병을 통해 디지털 자산 사업자로 거듭날 것으로 예상함. 일차원적 협업은 스테이블 코인, 수수료 절감 가능
- 코인베이스X서클 사례 감안 시 업비트는 이자 수익 기대 가능. 다만 거래에 대한 수익은 미미할 것으로 예상
- 2027년 네이버페이 결제액 100조원을 예상함. 이 중 5% 스테이블 코인 대체마다 영업이익은 250억원 증가 효과 기대

3 합병 시너지

2. RWA 토큰화

- 특히 RWA 토큰화를 가능하게 할 규제 마련된다면 합병의 시너지가 본격적으로 드러날 것으로 예상함. 최근 논의 가속화
- 디지털 자산법의 가장 중요한 시사점은 가상자산 플랫폼과 전통 금융사의 경계를 흐릿하게 만들 계기라는 것
- 미국이 스테이블 코인에서 앞서간다면 유럽은 RWA 토큰화를 위한 규제 마련하며 글로벌 기업들의 다양한 시도가 이어짐
- 로빈후드를 비롯하여 토큰화 증권 거래(채권 제외)는 24시간 트레이딩이 가능한 암호화폐 거래소를 중심으로 이루어짐
- 크라켄(Kraken, 글로벌 10위권)을 비롯하여 제미니 (Gemini, 글로벌 20위권)등 글로벌 유수의 암호화폐 사업자들은 최근 유럽 고객에게 미국 주식을 토큰화하여 제공함. 나스닥은 제미니에 투자하며 증권 토큰화에 대비 중
- 네이버파이낸셜은 부동산, 비상장주식 거래 플랫폼, 증권 커뮤니티 및 국내 6개 증권사 자산을 연계하고 있음
- 증권플러스는 비상장주식 거래가 가능한 플랫폼. 제도가 마련된다면 이를 활용하여 RWA 자산 수급에 활용, 토큰화 후 24시간 거래가 가능한 업비트를 통해 거래할 수 있음(로빈후드 모델)
- 부동산, 비상장 등 低유동성 자산은 적정 가격 산출이 중요. 토큰화 시 네이버의 방대한 거래 데이터가 수익화될 것

4 결론

- 변하는 규제 환경과 신규 사업 가능성을 반영하여 네이버 적정주가를 41만원으로 상향, 플랫폼 최선호주 의견을 유지함

NAVER × DUNAMU ON-CHAIN ERA

기업분석

종목	투자판단	적정주가
NAVER (035420)	Buy	410,000원



Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	410,000원
현재주가 (10.13)	262,500원
상승여력	56.2%

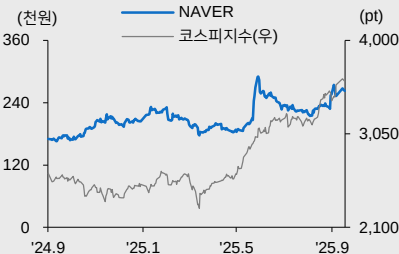
KOSPI	3,584.55pt
시가총액	411,738억원
발행주식수	15,685만주
유동주식비율	85.85%
외국인비중	41.02%
52주 최고/최저가	290,500원/167,800원
평균거래대금	3,107.2억원

주요주주(%)

국민연금공단	9.33
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.2	43.4	51.5
상대주가	5.4	-2.7	9.7

주가그래프



디지털 자산법 2단계 입법 시 합병 법인의 시너지 본격화: 스테이블 코인 + RWA토큰화

- 지난 9월, 네이버파이낸셜과 두나무 합병 가능성이 언론을 통해 제기되었고 조율을 통해 네이버 산하로 편입될 전망
- 양사는 합병을 통해 디지털 자산 사업자로 거듭날 것으로 예상함. 일차원적 협업은 스테이블 코인, 수수료 절감 효과 기대
- 금융위는 디지털 자산 2단계 로드맵을 연내 발표할 예정. 특히 최근 관련 논의 속도 가팔라짐. 국내 디지털 자산법이 스테이블 코인은 미국의 방식을, RWA 토큰화는 유럽의 방식을 택한다고 가정 시 '가상자산 → 디지털 자산 → 금융자산'으로의 확장이 가능해짐
- 네이버파이낸셜은 부동산, 증권, 비상장 주식 관련 플랫폼을 보유 중. 해당 자산의 거래 데이터를 보유하고 있으며 비상장주식 등 RWA 토큰화를 위한 기반 자산/거래 데이터 제공이 가능함. 해외 사례를 통해 전통 금융사와의 경계가 흐릿해지는 것을 확인 가능

두나무 인수 반영하여 적정주가 41만원으로 상향, 플랫폼 섹터 최선호주 유지

- 당사가 반영한 추정치는 각사의 단순 합산치. 오는 10월 29일 정기 국회를 통해 디지털 자산 규제가 마련된다면 글로벌 암호화폐 기업들이 유럽에서 보여준 바와 같은 사업 확장 가능해짐. 그간 네이버가 보유한 '데이터'라는 무형 자산이 본격 활용될 수 있는 통로
- 2026년 두나무의 연결 편입을 가정하여 적정주가를 41만원으로 상향함. 1) 대상 기간을 2026년으로 변경하였고, 2) 신규 비즈니스 확대를 감안하여 밸류에이션을 기존 25배에서 30배로 상향 및 3) 합병 법인의 네이버 지분율을 17%로 가정하여 산출함
- 언론에서 언급된 바대로 합병 법인의 송치형 회장 지분을 네이버 주식으로 변경할 경우 지배 순이익은 이보다 상향됨(TP 상향 요인)
- 네이버를 플랫폼 섹터 최선호주로 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	33.4	142,887	36.2	1.6	18.0	4.4	47.4
2024	10,737.7	1,979.3	1,923.2	11,913	92.8	160,694	16.7	1.2	11.3	7.9	41.4
2025E	11,916.6	2,206.2	2,065.2	13,085	9.8	171,238	20.4	1.6	13.3	7.9	37.1
2026E	14,549.6	3,510.6	2,551.5	16,267	24.3	192,937	16.4	1.4	9.3	8.9	34.4
2027E	15,794.8	4,045.1	2,965.4	18,905	16.2	213,608	14.1	1.3	7.8	9.3	32.1

네이버 적정주가 산정

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA

네이버 적정주가 산출

(원)		비고
EPS	16,267	2026년 EPS
적정배수 (배)	30	디지털 자산 사업 신규 확대 가능성 감안, 25배에서 30배로 상향
적정주가	410,000	406,673 반올림
현재주가	262,500	
상승여력 (%)	56.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

네이버 12M Fwd PER



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

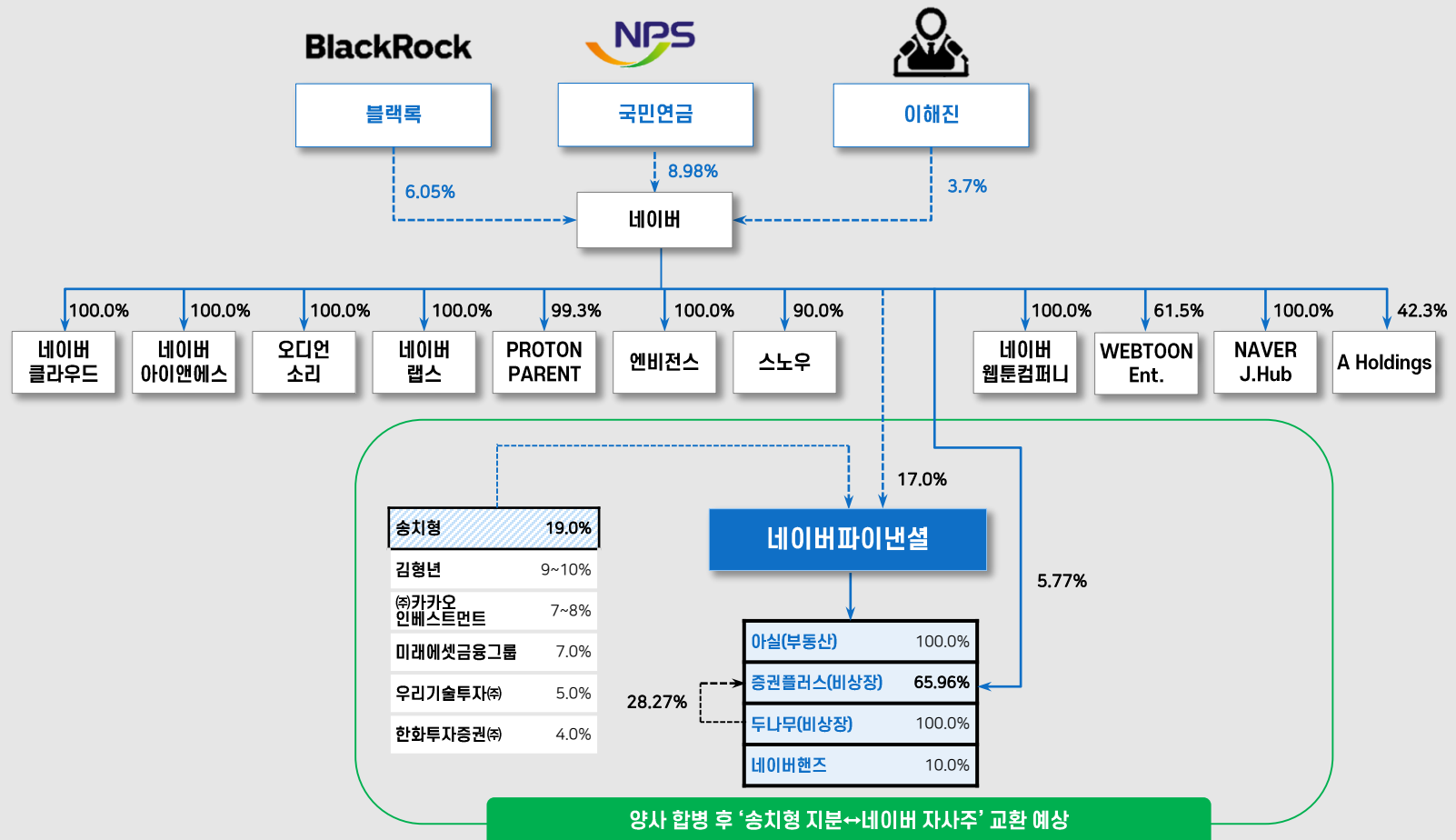
네이버 12M Fwd PBR



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

네이버 지배구조도(TO-BE)

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA



주: 주식교환비율 (네이버파이낸셜:두나무) 1:3 기준
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

스테이블 코인: 네이버페이에 미치는 효과

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA

수수료 감소

- 원화 스테이블 코인이 활성화되고 네이버페이에서 결제 수단으로 대체될 경우 이론적으로 부담 수수료는 0.5% 미만으로 추정(transaction 관련 gas fee 등 거래 관련 수수료)됨
- 카드 결제 대비 소폭 낮은 2.0%의 거래 수수료 수취를 가정할 경우, 순영업수익은 1.5%. 이는 기존 대비 50% 높은 수치
- 2027년 100조원 네이버페이 거래액 기준 원화 스테이블 코인 대체 5%마다 영업이익 250억원 상승

기존 거래와 원화 스테이블 코인 거래 순영업수익 비교

기존		원화 스테이블 코인	
거래액 발생 수수료 (영업수익)	2.2%	거래액 발생 수수료 (영업수익)	2.0%
— 카드사 지급 수수료 (영업비용)	1.2%	— 거래 관련 수수료 (gas fee 등)	0.5% 내외 추정
순영업수익		순영업수익	
1.0%		1.5%	

50%

주: 상기 계산은 매출 연동비(지급수수료)만을 고려한 수치
자료: 메리츠증권 리서치센터

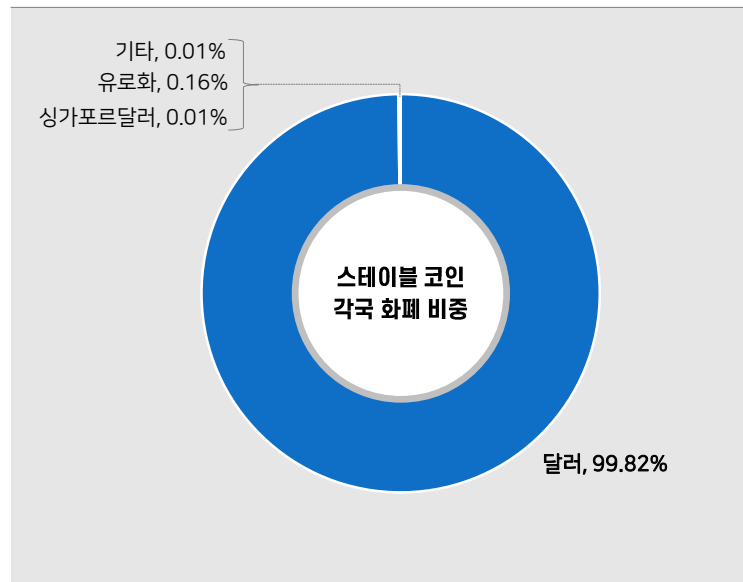
스테이블 코인: 두나무에 기대 가능한 효과

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA

거래 수익은 X. 이자 수익은
가능

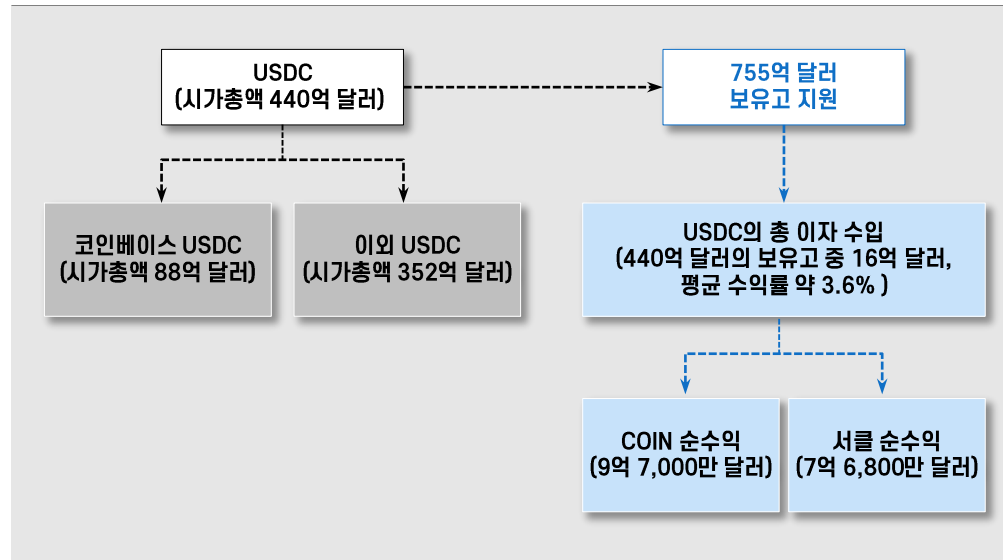
- 두나무는 원화 스테이블 코인의 유통 수익을 기대 가능. 그러나 활발한 거래에 대한 기대치는 낮음
- 유로/엔/싱가포르달러 기반 스테이블 코인이 발행되어 있으나 수요 미미
- 현재 각국 통화 기반 스테이블 코인 내 달러 외 비중은 0.2%에 불과하며 거래량은 이보다 더 낮을 것
- 다만 코인베이스-서클과 유사한 계약 형태를 가정할 때 이자 수익 기대 가능

스테이블 코인 중 각국 화폐 비중: 달러 외 수요 창출 실패



자료: RWA.xyz, 메리츠증권 리서치센터

USDC 수익 배분 구조: 서클과 코인베이스



주: 2024년 기준
자료: COINMETRICS, 메리츠증권 리서치센터

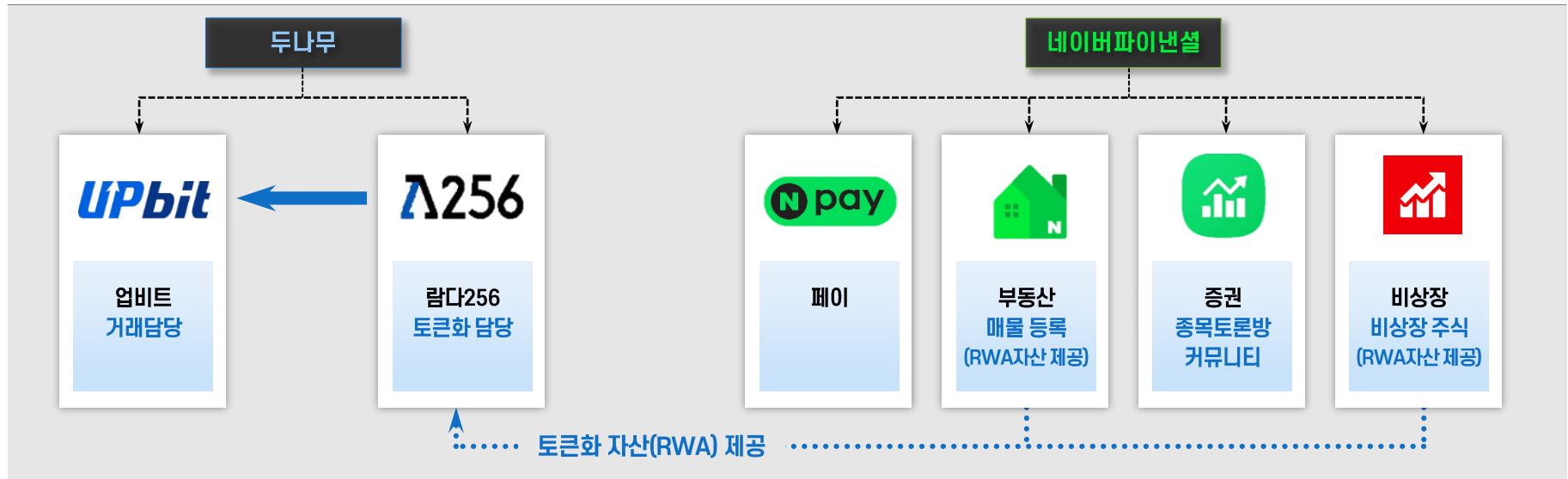
RWA 토큰화: 가상자산 외 상품으로 확대

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA

네이버(자산 및 거래 데이터
제공)-두나무(토큰화 및 거래)

- 네이버부동산은 중개 매물이 국내에서 가장 많이 등록되는 장소이며 거래 데이터를 대량 보유함
- 증권플러스는 비상장주식 거래가 가능한 플랫폼. 제도가 마련된다면 이를 활용하여 RWA 자산 수급이 가능하며 토큰화 후 24시간 거래가 가능한 업비트를 통해 거래할 수 있음(로빈후드 모델)
- 부동산, 비상장 주식과 같은 자산은 적정 산출 가격이 중요. 네이버의 수많은 거래 데이터가 활용될 수 있음
- 파생상품의 증가가 해당 시장의 성장을 촉진한다는 점을 고려했을 때 제도가 마련된다면 현재 부동산, 비상장 주식, 블록체인 등 양사가 보유한, 가치를 드러내지 못했던 사업 영역은 빠르게 수익화 가능해질 것
- 규제 마련으로 해당 사업 가능해질 경우 국내 M/S 5% 확보 당 관련 수익은 2,300억원 예상(2024년 기준)

네이버-두나무 RWA 토큰화 시너지 효과



자료: 현재 각사의 보유 사업에 기반하여 메리츠증권 리서치센터 추정

네이버파이낸셜X두나무 양사 사업 전망 단순 합산

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA

두나무 실적표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
거래대금(조원)	7,409.1	2,429.1	1,972.3	3,418.9	2,856.9	3,040.6	3,485.7
% YoY	1,996.0%	-67.2%	-18.8%	73.3%	-16.4%	6.4%	14.6%
영업수익	3,704.6	1,249.3	1,015.4	1,731.6	1,457.4	1,549.9	1,773.0
수수료 매출	3,685.0	1,214.5	986.1	1,709.4	1,428.4	1,520.3	1,742.8
서비스 매출	19.6	34.7	29.3	22.1	29.0	29.6	30.2
% YoY							
영업수익	1,996.0%	-66.3%	-18.7%	70.5%	-15.8%	6.3%	14.4%
수수료 매출	1,996.0%	-67.2%	-18.8%	73.3%	-16.4%	6.4%	14.6%
서비스 매출		77.7%	-15.8%	-24.4%	31.1%	2.0%	2.0%
영업비용	433.2	439.1	374.5	545.2	506.7	574.3	660.3
% YoY	380.8%	1.4%	-14.7%	45.6%	-7.1%	13.3%	15.0%
인건비	174.8	232.6	161.0	260.6	194.8	214.6	244.8
주식보상비용	1.2	12.9	24.2	22.9	11.0	13.1	14.9
지급수수료	17.7	39.5	38.3	43.9	63.8	71.6	78.8
광고선전비	39.1	25.0	22.2	27.2	41.4	54.3	67.2
전산운영비	49.1	52.6	33.0	47.9	64.0	72.0	79.2
기타	32.0	35.3	95.7	142.8	131.7	148.6	175.4
영업이익	3,271.4	810.1	640.9	1,186.3	950.7	975.5	1,112.7

네이버파이낸셜 실적표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
거래액(조원)	38.2	48.2	58.7	71.1	84.1	94.8	107.3
% YoY	43%	26%	22%	21%	18%	13%	13%
영업수익	1,045.3	1,257.3	1,476.5	1,647.4	1,952.6	2,198.2	2,481.0
페이관련	1,030.1	1,206.2	1,407.9	1,563.2	1,850.9	2,086.3	2,361.3
etc	15.3	51.1	68.7	84.2	101.7	111.9	119.7
영업비용	999.4	1,197.9	1,385.3	1,543.9	1,826.2	2,046.8	2,314.5
인건비	63.5	81.4	93.7	102.3	111.7	122.1	133.5
주식보상비용	11.0	-11.4	6.0	1.1	11.0	6.0	11.0
지급수수료	584.6	688.0	799.4	890.8	1,054.8	1,189.0	1,345.7
% 거래액	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
광고선전비	332.9	432.5	478.3	537.5	636.4	717.4	811.9
% 거래액	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
기타	7.4	7.5	7.9	12.2	12.3	12.4	12.5
영업이익	45.9	59.4	91.2	103.5	126.4	151.5	166.5

두나무+ 네이버파이낸셜

합산 영업수익	4,749.9	2,506.6	2,491.9	3,378.9	3,410.0	3,748.1	4,254.0
합산 영업이익	3,317.2	869.5	732.1	1,289.8	1,077.1	1,127.0	1,279.1

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터 전망

Meritz Research 46

네이버 연간 실적 전망

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	8,220	9,671	10,738	11,917	14,550	15,795
서치플랫폼	3,568	3,589	3,946	4,175	4,455	4,690
검색	2,609	2,725	2,950	3,119	3,346	3,521
디스플레이	941	846	919	967	1,042	1,096
커머스	1,801	2,547	2,923	3,523	3,943	4,219
커머스 광고	1,078	1,107	1,132	1,330	1,415	1,490
중개 및 판매	604	777	1,092	1,449	1,725	1,867
포시마크		474	503	506	514	522
핀테크	1,187	1,355	1,508	1,678	3,459	3,960
콘텐츠	1,262	1,733	1,796	1,966	2,012	2,066
클라우드	403	447	564	574	681	860
% YoY						
매출	20.6	17.6	11.0	11.0	22.1	8.6
서치플랫폼	7.9	0.6	9.9	5.8	6.7	5.3
검색	8.7	4.5	8.2	5.7	7.3	5.2
디스플레이	6.2	-10.0	8.6	5.2	7.7	5.2
커머스	21.0	41.4	14.8	20.5	11.9	7.0
커머스 광고	14.3	2.6	2.3	17.5	6.4	5.3
중개 및 판매	26.8	28.7	40.5	32.6	19.1	8.2
포시마크			6.2	0.5	1.5	1.7
핀테크	21.2	14.2	11.3	11.2	106.2	14.5
콘텐츠	91.3	37.4	3.7	9.5	2.3	2.7
클라우드	5.3	11.0	26.1	1.9	18.6	26.3
영업비용	6,915	8,182	8,758	9,710	11,039	11,750
% to sales	84.1	84.6	81.6	81.5	75.9	74.4
% YoY	25.9	18.3	7.0	10.9	13.7	6.4
개발/운영비용	2,070	2,573	2,664	2,831	3,675	3,950
주식보상비용	96	272	219	168	172	173
파트너	2,964	3,534	3,790	4,105	4,325	4,544
인프라	581	596	705	816	927	1,009
마케팅	1,301	1,480	1,599	1,959	2,112	2,246
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,206	3,511	4,045
% YoY	-1.6	14.1	32.9	11.5	59.1	15.2
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.4	18.5	24.1	25.6
별도 영업이익	1,554	1,713	1,905	2,085	2,315	2,468
자회사 합산	-249	-224	74	122	1,196	1,577
세전이익	1,084	1,481	2,322.2	2,691.4	4,100.1	4,756.6
% YoY	-49.0	36.7	56.8	15.9	52.3	16.0
지배주주순이익	760	1,012	1,923	2,065	2,552	2,965
% YoY	-95.4	33.2	90.0	7.4	23.6	16.2

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

네이버 분기별 실적 전망

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,915	3,038	3,177	10,738	11,917	14,550
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,048	1,077	3,946	4,175	4,455
검색	696	731	753	768	754	775	791	799	2,950	3,119	3,346
디스플레이	202	235	230	252	217	247	241	262	919	967	1,042
커머스	703	719	725	775	788	861	920	954	2,923	3,523	3,943
커머스 광고	265	280	279	308	308	336	338	349	1,132	1,330	1,415
중개 및 판매	268	255	266	303	295	338	386	430	1,092	1,449	1,725
포시마크	123	136	134	110	129	131	135	112	503	506	514
핀테크	354	368	385	401	393	412	425	448	1,508	1,678	3,459
콘텐츠	446	420	463	467	459	474	501	532	1,796	1,966	2,012
클라우드	117	125	145	178	134	132	143	165	564	574	681
% YoY											
매출	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.7	11.9	10.1	11.0	11.0	22.1
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	5.9	5.1	1.2	9.9	5.8	6.7
검색	6.2	6.1	9.5	11.0	8.2	6.0	5.0	4.0	8.2	5.7	7.3
디스플레이	5.3	8.1	11.0	9.7	7.3	5.0	5.0	4.0	8.6	5.2	7.7
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	19.8	26.9	23.1	14.8	20.5	11.9
커머스 광고	0.3	-0.1	-1.1	10.0	16.4	19.8	21.0	13.3	2.3	17.5	6.4
중개 및 판매	46.2	34.8	47.2	35.4	10.3	32.1	45.2	41.7	40.5	32.6	19.1
포시마크	2.4	11.2	10.5	0.0	5.0	-3.9	0.4	1.2	6.2	0.5	1.5
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	11.7	10.4	11.9	11.3	11.2	106.2
콘텐츠	8.5	-0.1	6.4	0.2	2.9	12.8	8.3	13.8	3.7	9.5	2.3
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	5.8	-1.1	-7.0	26.1	1.9	18.6
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,394	2,463	2,573	8,758	9,710	11,039
% to sales	82.6	81.9	80.7	81.2	81.9	82.1	81.1	81.0	81.6	81.5	75.9
% YoY	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	12.0	12.4	9.8	7.0	10.9	13.7
개발/운영비용	636	683	657	689	688	699	707	737	2,664	2,831	3,675
주식보상비용	34	55	50	80	67	31	39	31	219	168	172
파트너	913	917	938	1,022	974	1,014	1,028	1,089	3,790	4,105	4,325
인프라	170	172	178	185	189	198	210	219	705	816	927
마케팅	367	367	417	448	430	482	518	528	1,599	1,959	2,112
영업이익	439	473	525	542	505	522	575	604	1,979	2,206	3,511
% YoY	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	10.3	9.5	11.5	32.9	11.5	59.1
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	17.9	18.9	18.5	18.4	18.5	24.1
별도 영업이익	407	497	472	529	483	490	541	570	1,905	2,085	2,315
자회사 합산	33	-25	53	13	22	31	34	34	74	122	1,196
세전이익	660	467	653	541	580	684	656	771	2,322.2	2,691.4	4,100.1
% YoY	466.3	11.0	29.5	23.3	-12.1	46.3	0.5	42.5	56.8	15.9	52.3
지배주주순이익	511	338	520	554	425	489	528	624	1,923	2,065	2,552
% YoY	827.4	26.4	38.5	76.5	-16.8	44.4	1.4	12.6	90.0	7.4	23.6

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER(035420)

NAVER × DUNAMU
ON-CHAIN ERA

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,670.6	10,737.7	11,916.6	14,549.6	15,794.8
매출액증가율(%)	17.6	11.0	11.0	22.1	8.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,916.6	14,549.6	15,794.8
판매비와관리비	8,181.8	8,758.5	9,710.3	11,039.0	11,749.7
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,206.2	3,510.6	4,045.1
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.5	24.1	25.6
금융손익	-79.5	54.3	85.8	80.6	-379.5
종속/관계기업관련손익	266.5	144.5	329.2	438.9	553.6
기타영업외손익	-194.5	144.1	70.2	70.1	76.9
세전계속사업이익	1,481.4	2,322.2	2,691.4	4,100.1	4,296.0
법인세비용	496.4	390.2	612.0	924.8	1,075.1
당기순이익	985.0	1,932.0	2,079.4	3,175.4	3,681.6
지배주주지분 순이익	1,012.3	1,923.2	2,065.2	2,551.5	2,965.4
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028.1	9,374.9	9,019.1	7,999.0	9,670.7
현금및현금성자산	3,576.5	4,195.5	4,003.9	2,968.6	4,245.0
매출채권	491.4	478.0	530.5	647.7	703.2
재고자산	14.8	21.7	24.1	29.5	32.0
비유동자산	28,709.8	28,793.0	29,978.6	34,085.7	36,074.7
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,159.0	3,351.3	3,508.6
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,993.4	3,929.7	3,866.1
투자자산	21,231.1	20,910.2	21,510.2	25,488.7	27,384.0
자산총계	35,737.8	38,167.9	38,997.6	42,084.8	45,745.4
유동부채	6,305.6	6,092.2	6,041.7	6,542.6	6,717.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	333.0	135.4	135.4	135.4	135.4
유동성장기부채	442.9	200.0	0.0	300.0	0.0
비유동부채	5,194.3	5,074.8	4,515.1	4,237.8	4,400.7
사채	1,655.7	2,007.3	2,007.3	1,707.3	1,707.3
장기차입금	993.6	863.1	263.1	263.1	263.1
부채총계	11,499.8	11,167.0	10,556.7	10,780.4	11,118.0
자본금	16.5	16.5	16.3	16.3	16.3
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,054.5	1,054.5	1,054.5
기타포괄이익누계액	-1,990.2	-1,305.7	-1,305.7	-1,305.7	-1,305.7
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,415.8	30,819.2	34,061.5
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,581.7	1,041.7	1,122.4
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,440.9	31,304.4	34,627.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,872.5	3,954.8	5,025.6
당기순이익(손실)	985.0	1,932.0	2,079.4	3,175.4	3,681.6
유형자산감가상각비	528.0	608.6	750.6	837.7	903.6
무형자산상각비	54.3	64.9	63.8	63.7	63.6
운전자본의 증감	360.8	152.3	-21.3	-121.9	376.8
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	-1,707.3	-4,745.1	-3,159.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-640.6	-554.0	-1,000.0	-1,030.0	-1,060.9
투자자산의 감소(증가)	1,379.5	465.5	-600.0	-3,978.6	-1,895.3
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-1,356.8	-245.0	-590.1
차입금증감	-70.1	-504.7	-820.0	26.1	-278.2
자본의증가	-313.8	180.1	-368.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	852.3	619.1	-191.6	-1,035.3	1,276.4
기초현금	2,724.2	3,576.5	4,195.5	4,003.9	2,968.6
기말현금	3,576.5	4,195.5	4,003.9	2,968.6	4,245.0
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	59,039	66,511	75,507	92,760	100,698
EPS(지배주주)	6,180	11,913	13,085	16,267	18,905
CFPS	14,111	18,180	21,384	31,151	35,722
EBITDAPS	12,644	16,432	19,140	28,128	31,955
BPS	142,887	160,694	171,238	192,937	213,608
DPS	1,205	1,130	1,816	2,089	2,402
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	16.7	20.4	16.4	14.1
PCR	15.9	10.9	12.5	8.6	7.5
PSR	3.8	3.0	3.5	2.9	2.7
PBR	1.6	1.2	1.6	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	2,071.2	2,652.8	3,020.6	4,412.0	5,012.3
EV/EBITDA	18.0	11.3	13.3	9.3	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	7.9	7.9	8.9	9.3
EBITDA이익률	21.4	24.7	25.3	30.3	31.7
부채비율	47.4	41.4	37.1	34.4	32.1
금융비용부담률	1.3	1.0	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)	11.7	18.9	24.5	43.4	51.8
매출채권회전율(x)	18.9	22.2	23.6	24.7	23.4
재고자산회전율(x)	824.3	587.5	519.5	543.0	514.1

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 추천 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 발생 할 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 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)	
2022.11.03	Indepth	Buy	210,000	이효진	-12.5	-6.4	
2023.01.10	산업브리프	Buy	230,000	이효진	-12.4	-2.8	
2023.02.06	기업브리프	Buy	240,000	이효진	-10.6	-4.0	
2023.03.13	Indepth	Buy	260,000	이효진	-23.0	-16.7	
2023.05.26	Indepth	Buy	290,000	이효진	-30.2	-19.1	
2024.05.26		1년 경과			-41.7	-38.3	
2024.07.08	기업브리프	Buy	260,000	이효진	-	-	
2025.02.10	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-30.2	-3.2	
2025.07.08	산업브리프	Buy	350,000	이효진	-31.6	-25.9	
2025.08.11	기업브리프	Buy	283,000	이효진	-17.7	-3.0	
2025.10.14	기업분석	Buy	410,000	이효진	-	-	