

2025. 11. 28



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 410,000 원

현재주가 (11.27) 251,500 원

상승여력 63.0%

KOSPI 3,986.91pt

시가총액 394,484억원

발행주식수 15,685만주

유동주식비율 85.88%

외국인비중 39.48%

52주 최고/최저가 290,500원/176,900원

평균거래대금 4,165.9억원

주요주주(%)

국민연금공단 9.33

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.2	36.8	23.9
상대주가	1.6	-9.5	-22.2

주가그래프



NAVER 035420

1차 이벤트 종료

- ✓ 27일 양사 공동 기자회견에서 새로운 내용 공개 없자 이벤트 셀온
- ✓ 오해 가능한 내용도 있었음. 특히 5년간 10조 투자는 연 1조 순이익에 우려 요인
- ✓ 이는 네이버 기존 GPU 투자가 절반. 또한 네이버 클라우드 활용을 유추 가능
- ✓ 합병 이사회 결의로 1차 이벤트 완료. 법안 통과, 인가를 통해 불확실성 제거하며 주가는 본격적으로 평가받을 수 있을 것으로 예상

기대, 이벤트 소멸, 오해 그리고 앞으로에 대해

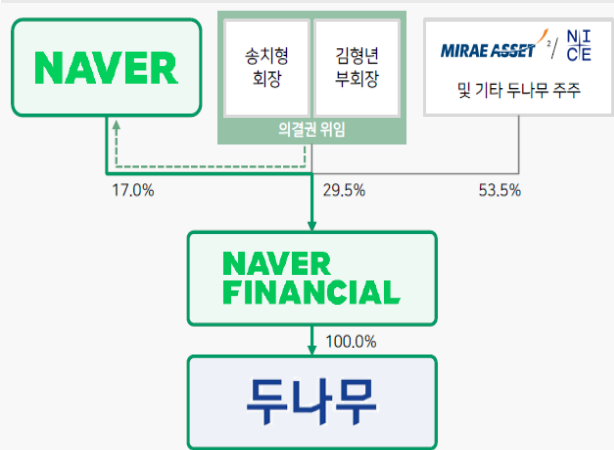
27일 양사 공동 기자회견이 있었으나 새로운 내용이 공개되지 않으며 주가는 -5%로 마감했다. 이벤트 셀온 공식이 이어지고 있는데 두나무 딜 또한 해당 수요가 있었을 것으로 추정된다. 두나무 해킹 소식 또한 투심 악화에 일조했을 수 있다.

기자회견 내용에서 오해 소지가 있는 부분도 존재했다. 최수연 대표는 5년간 10조원의 투자 계획을 밝혔는데 최근 메타의 뚜렷한 매출 상승이 기대되지 못한 상황에서 CAEPX 확대가 주가에 부정적 영향을 미쳤듯 동사에 대한 우려를 키웠다. 질의를 통해 투자금액에는 GPU 등 기반 투자와 인재 확보, 스타트업 투자 등이 고려된다고 밝혔는데 'GPU'에 주목할 필요가 있다. DAN25를 통해 네이버는 2026년 GPU 구매에 1조원(그림7)참고)을 투자할 계획이라고 밝혔다. 즉 연간 2조원에 해당하는 투자 중 1조원은 GPU로 치환된다. 또한 이는 합병 후 두나무가 네이버 클라우드를 활용할 것임을 짐작할 수 있다. 합병 법인 외 시너지 내역이 여지껏 공개되지 못했으나 두나무의 인프라비가 내재화될 수 있음이 유추 가능하다.

투자자들의 주요 우려는 1) 인가 승인 여부, 2) 나스닥 상장 가능성, 3) 네이버 본체와의 시너지로 요약된다. 전일 <합병 결정>자료에서 언급한 바와 같이 디지털 자산 2단계 입법이 진행되고 있다. 디지털 자산 산업 제도화를 국책 과제로 삼고 관련 법안이 물살을 탄 상황에서 이를 시현시켜 줄 책임자인 두 법인의 합병 인가는 승인 가능성이 높다. 추후 상장 추진은 불가피하다. 다만 현재 합병 법인의 수익 구조로는 높은 밸류가 어렵다. <그림3>의 코인베이스와 같이 입법을 통해 사업구조가 다각화되고 지금보다 매출이 크게 증가한 후의 우려 요인이다. 양사의 합병이 이사회를 통과하며 1차 이벤트가 마무리되었다. 1) 법안 통과, 2) 인가를 통해 불확실성이 제거되며 본 딜의 시너지에 대해 주가는 본격적으로 평가받을 것으로 예상된다.

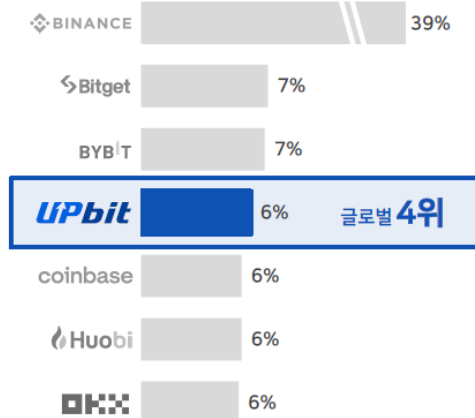
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	33.4	142,887	36.2	1.6	18.0	4.4	47.4
2024	10,737.7	1,979.3	1,923.2	11,913	92.8	160,694	16.7	1.2	11.3	7.9	41.4
2025E	12,080.6	2,214.1	2,374.2	15,044	26.3	173,377	16.7	1.5	12.2	9.0	36.7
2026E	14,289.0	3,126.2	2,871.5	18,307	21.7	189,583	13.7	1.3	9.3	10.1	34.0
2027E	16,341.3	3,901.0	3,217.1	20,510	12.0	207,677	12.3	1.2	7.3	10.3	32.7

그림1 합병법인의 변경될 지배구조



자료: NAVER

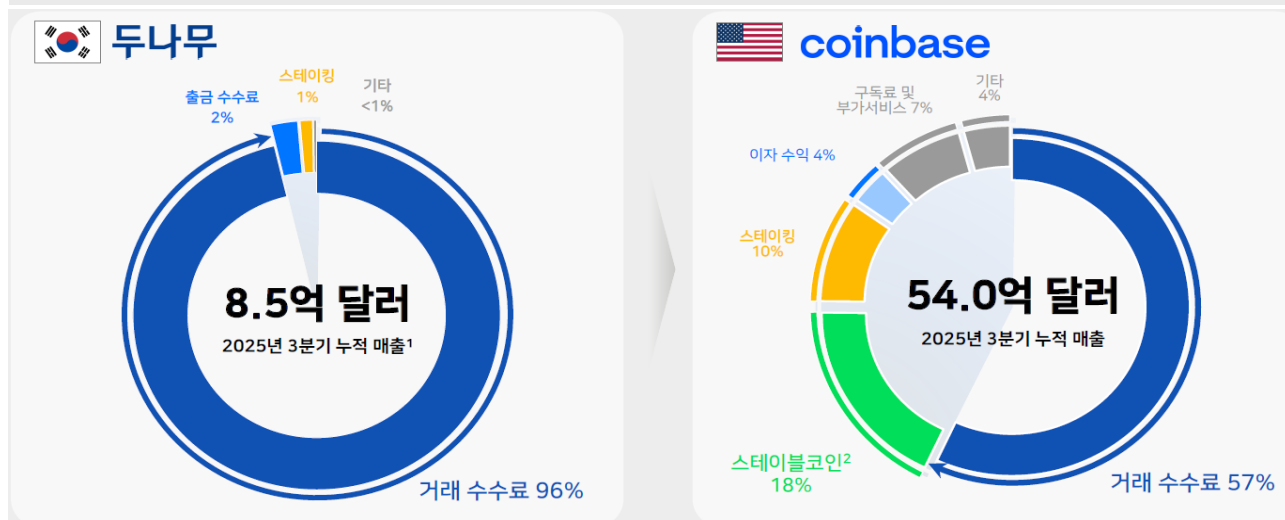
그림2 거래액 기준 글로벌 시장 점유율: 업비트는 글로벌 4위



주: 2025년 7월 기준

자료: NAVER

그림3 두나무 거래량은 코인베이스와 유사하지만 법안 마련되며 수익 다각화 성공해 매출 차이 커



주석: 1) 2025년 3분기 누적 매출, 2) 스테이블코인 '서클' 준비금에서 발생한 이자 수익

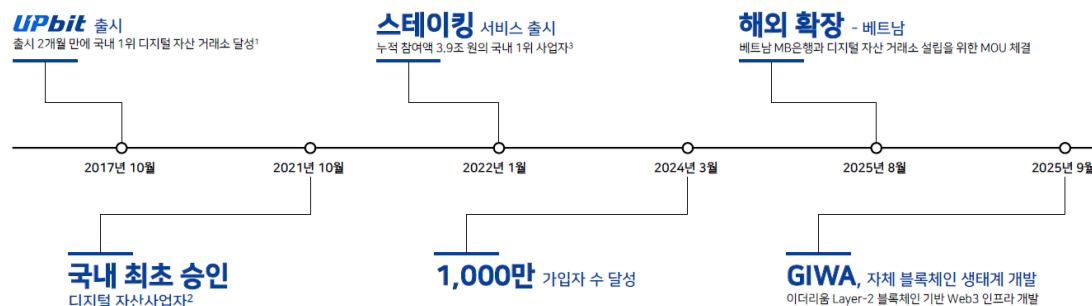
자료: NAVER

그림4 네이버파이낸셜 주요 지표



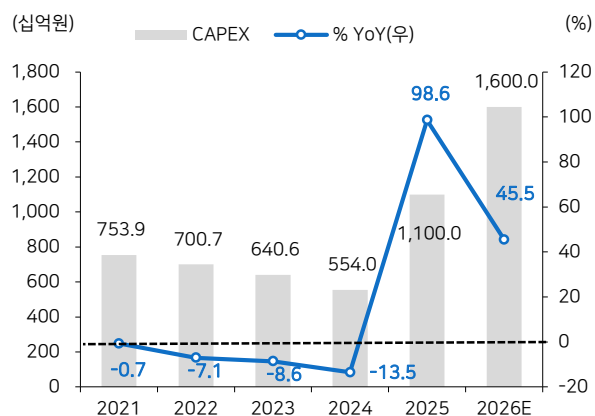
자료: NAVER

그림5 업비트 연혁: 남미/아프리카 블록체인을 전통 금융처럼 사용. 업비트도 동남아 진출 예상돼



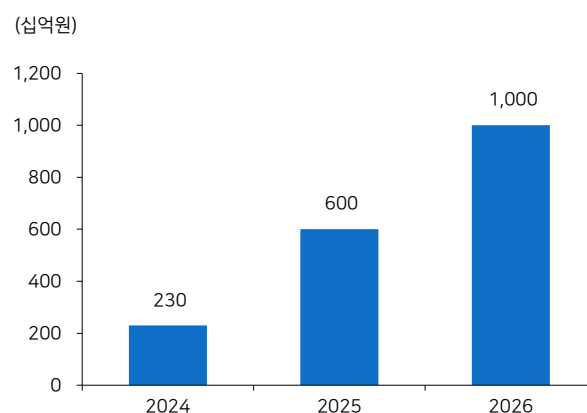
자료: NAVER

그림6 네이버 CAPEX



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림7 연도별 GPU 구매액



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표1 네이버 실적 전망											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,915	3,138	3,241	10,738	12,081	14,289
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,060	1,087	3,946	4,196	4,525
검색	696	731	753	768	754	775	791	816	2,950	3,136	3,410
디스플레이	202	235	230	252	217	247	238	254	919	956	1,032
커머스	703	719	725	775	788	861	985	1,000	2,923	3,635	4,222
커머스 광고	265	280	279	308	308	336	366	369	1,132	1,379	1,564
중개 및 판매	268	255	266	303	295	338	424	457	1,092	1,514	1,870
포시마크	123	136	134	110	129	131	135	112	503	506	514
핀테크	354	368	385	401	393	412	433	451	1,508	1,689	2,833
콘텐츠	446	420	463	467	459	474	509	547	1,796	1,990	2,054
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	132	150	155	564	571	655
% YoY											
매출	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.7	15.6	12.3	11.0	12.5	18.3
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	5.9	6.3	2.1	9.9	6.3	7.8
검색	6.2	6.1	9.5	11.0	8.2	6.0	5.0	6.2	8.2	6.3	8.7
디스플레이	5.3	8.1	11.0	9.7	7.3	5.0	3.5	1.0	8.6	4.0	7.9
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	19.8	35.9	29.0	14.8	24.3	16.2
커머스 광고	0.3	-0.1	-1.1	10.0	16.4	19.8	31.2	20.0	2.3	21.9	13.4
중개 및 판매	46.2	34.8	47.2	35.4	10.3	32.1	59.7	50.7	40.5	38.6	23.5
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	12.5	12.5	11.3	12.0	67.8
콘텐츠	8.5	-0.1	6.4	0.2	2.9	12.8	10.0	17.1	3.7	10.8	3.2
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	5.8	3.8	-12.7	26.1	1.3	14.7
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,394	2,567	2,624	8,758	9,866	11,163
% to sales	82.6	81.9	80.7	81.2	81.9	82.1	81.8	81.0	81.6	81.7	78.1
% YoY	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	12.0	17.2	12.0	7.0	12.7	13.1
개발/운영비용	636	683	657	689	688	699	750	740	2,664	2,877	3,439
주식보상비용	34	55	50	80	67	31	69	35	219	202	177
파트너	913	917	938	1,022	974	1,014	1,097	1,126	3,790	4,211	4,496
인프라	170	172	178	185	189	198	219	236	705	842	1,095
마케팅	367	367	417	448	430	482	502	521	1,599	1,936	2,132
영업이익	439	473	525	542	505	522	571	617	1,979	2,214	3,126
% YoY	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	10.3	8.6	13.8	32.9	11.9	41.2
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	17.9	18.2	19.0	18.4	18.3	21.9
별도 영업이익	407	497	472	529	483	490	540	554	1,905	2,067	2,374
자회사 합산	33	-25	53	13	22	31	31	63	74	147	752
세전이익	660	467	653	541	580	684	857	861	2,322	2,982	4,011
% YoY	466.3	11.0	29.5	23.3	-12.1	46.3	31.2	59.1	56.8	28.4	34.5
지배주주순이익	511	338	520	554	425	489	726	734	1,923	2,374	2,872
% YoY	827.4	26.4	38.5	76.5	-16.8	44.4	39.6	32.6	90.0	23.4	20.9

주: 두나무 연결 효과는 2026년 7월로 가정

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,670.6	10,737.7	12,080.6	14,289.0	16,341.3
매출액증가율(%)	17.6	11.0	12.5	18.3	14.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	12,080.6	14,289.0	16,341.3
판매관리비	8,181.8	8,758.5	9,866.4	11,162.8	12,440.3
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,214.1	3,126.2	3,901.0
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.3	21.9	23.9
금융손익	-79.5	54.3	224.8	219.0	-179.7
종속/관계기업손익	266.5	144.5	516.7	644.2	778.5
기타영업외손익	-194.5	144.1	26.1	21.1	22.8
세전계속사업이익	1,481.4	2,322.2	2,981.8	4,010.5	4,522.6
법인세비용	496.4	390.2	587.7	761.2	974.7
당기순이익	985.0	1,932.0	2,394.1	3,249.3	3,946.7
지배주주지분 순이익	1,012.3	1,923.2	2,374.2	2,871.5	3,217.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028.1	9,374.9	9,257.2	8,531.0	10,081.8
현금및현금성자산	3,576.5	4,195.5	4,224.2	3,528.5	4,420.0
매출채권	491.4	478.0	537.8	636.1	727.5
재고자산	14.8	21.7	24.5	28.9	33.1
비유동자산	28,709.8	28,793.0	30,055.0	33,916.6	36,702.4
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,234.7	3,866.4	3,630.9
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,994.1	3,932.3	3,871.6
투자자산	21,231.1	20,910.2	21,510.2	24,801.9	27,883.9
자산총계	35,737.8	38,167.9	39,312.2	42,447.5	46,784.2
유동부채	6,305.6	6,092.2	6,041.7	6,534.5	7,030.0
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	4,511.3
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	10,772.3	11,541.2
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	27,751.1	30,293.1	33,131.2
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,560.9	1,938.7	2,668.3
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,755.5	31,675.3	35,243.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	3,192.8	4,185.6	5,908.3
당기순이익(손실)	985.0	1,932.0	2,394.1	3,249.3	3,946.7
유형자산상각비	528.0	608.6	774.9	968.3	1,235.5
무형자산상각비	54.3	64.9	63.1	61.9	60.7
운전자본의 증감	360.8	152.3	-39.3	-93.9	665.4
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	-1,807.3	-4,628.3	-4,422.6
유형자산의증가(CAPEX)	-640.6	-554.0	-1,100.0	-1,600.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	1,379.5	465.5	-600.0	-3,291.7	-3,082.1
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-1,356.8	-253.1	-594.1
차입금의 증감	-70.1	-504.7	-820.0	18.1	-264.6
자본의 증가	-313.8	180.1	-368.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	852.3	619.1	28.7	-695.8	891.6
기초현금	2,724.2	3,576.5	4,195.5	4,224.2	3,528.5
기말현금	3,576.5	4,195.5	4,224.2	3,528.5	4,420.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	59,039	66,511	76,546	91,098	104,183
EPS(지배주주)	6,180	11,913	15,044	18,307	20,510
CFPS	14,111	18,180	23,354	31,332	38,793
EBITDAPS	12,644	16,432	19,339	26,498	33,135
BPS	142,887	160,694	173,377	189,583	207,677
DPS	1,205	1,130	1,816	2,207	2,538
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	16.7	16.7	13.7	12.3
PCR	15.9	10.9	10.8	8.0	6.5
PSR	3.8	3.0	3.3	2.8	2.4
PBR	1.6	1.2	1.5	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	2,071.2	2,652.8	3,052.1	4,156.3	5,197.3
EV/EBITDA	18.0	11.3	12.2	9.3	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	7.9	9.0	10.1	10.3
EBITDA 이익률	21.4	24.7	25.3	29.1	31.8
부채비율	47.4	41.4	36.7	34.0	32.7
금융비용부담률	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	11.7	18.9	24.6	38.7	50.0
매출채권회전율(x)	18.9	22.2	23.8	24.3	24.0
재고자산회전율(x)	824.3	587.5	522.9	535.2	526.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 발생할 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -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

