

# NAVER (035420)

## 소프트웨어 부진+늦춰진 모멘텀

인터넷/게임

Analyst 이효진

hyojinlee@meritz.co.kr

### 1Q26 Preview: 매출 양호하나 인프라비 30% 증가하며 부담

네이버의 1분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 3조 1,863억원(+14.3% YoY)과 5,496억원(+8.8% YoY)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 스마트스토어 거래액은 YoY 14.6% 성장하며 쿠팡 효과 등 높은 성과를 거둔 것으로 예상되나 4분기부터 본격 도입된 GPU 등 컴퓨팅 자산의 감가상각 부담으로 인프라비가 YoY 30% 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 반면, 3월 완료 예정이던 두나무와의 합병은 관련 법안이 하반기로 지연되며 양사의 예정일자 또한 기존 6월말에서 9월로 늦춰졌다.

### 모멘텀 공백기, 상대 매력 제고를 위해 네이버만의 조치가 필요한 때

적정주가를 41만원에서 33만원으로 하향한다. 글로벌 소프트웨어의 부진에 더해 두나무 합병 이벤트가 하반기로 이연된 점을 감안하여 밸류에이션을 20배로 하향했다. 디지털 자산 2단계 입법에 따른 수혜가 기대되는 점은 여전히 법안과 함께 금융당국의 합병 승인 또한 9월 이후로 지연되며 모멘텀 공백기에 해당한다.

지난 6주간 중국/한국 소프트웨어 주식은 약 20% 하락하며 6개월 기준 글로벌 소프트웨어 업체들과의 수익률 부진 갭을 메웠다. 네이버의 경우 디지털자산 2단계 입법이 하반기로 이연된 점도 영향을 미쳤다.

높아지는 반도체 가격과 엔트로픽/오픈AI의 IPO에 앞선 신모델 공개 이벤트는 소프트웨어 업체들에게 부담으로 작용하고 있다. 구글, 아마존 등 글로벌 사업자는 시설투자 비용 증가를 인건비 등 기타 비용 절감을 통해 상쇄하는 모습을 보이거나 네이버는 그렇지 못하고 있다. 기대 요소는 멀어진 반면 네이버웹툰 국내 사업은 2025년 적자로 돌아섰고 왈라팝 등 해외 적자 사업부가 연결 실적에 부담으로 더해지는 시점이다.

26/27 두나무 제외한 당사 추정 기준 네이버의 PER은 14.6배, 11.7배로 텐센트/알리바바와 유사해 기존 사업 기준 peer 대비 저평가라고 보기 어렵다. 상대적 매력 제고를 위해서는 CAPEX를 상쇄할 비용 절감 플랜이 필요해 보인다. 동사만의 조치가 부재하다면 디지털 자산에서의 새로운 활로 전까지 peer의 주가 반등을 기대하는 것을 기대하는 수밖에 없다.

Meritz Research 2026. 4. 6

**Buy**

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	330,000원
현재주가 (4.3)	197,500원
상승여력	67.1%

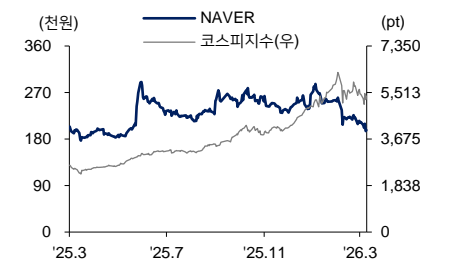
KOSPI	5,377.30pt
시가총액	309,784억원
발행주식수	15,685만주
유동주식비율	86.03%
외국인비중	38.19%
52주 최고/최저가	290,500원/176,900원
평균거래대금	3,473.3억원

#### 주요주주(%)

국민연금공단	9.33
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.12

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.3	-21.9	-0.6
상대주가	-9.9	-48.5	-54.0

#### 주가그래프



(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
2025	12,035.0	2,208.1	1,953.2	12,376	3.9	175,846	19.6	1.4	11.8	7.4	41.9
2026E	13,970.5	2,622.0	2,180.4	13,901	12.3	187,239	14.2	1.1	8.4	7.7	34.7
2027E	17,072.6	4,038.4	2,824.8	18,009	29.6	202,372	11.0	1.0	5.9	9.2	35.8

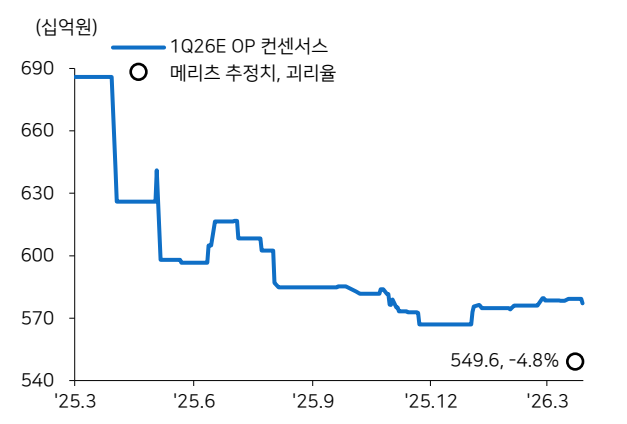
(십억원)	1Q26E	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,186.3	2,786.8	14.3	3,195.1	-0.3	3,184.4	0.1	3,150.3	1.1
영업이익	549.6	505.3	8.8	610.6	-10.0	582.8	-5.7	577.1	-4.8
세전이익	650.6	580.1	12.2	299.5	117.2	683.9	-4.9	675.9	-3.7
순이익	480.1	424.8	13.0	313.2	53.3	503.9	-4.7	521.4	-7.9
영업이익률(%)	17.2	18.1		19.1		18.3		18.3	
세전이익률(%)	20.4	20.8		9.4		21.5		21.5	
순이익률(%)	15.1	15.2		9.8		15.8		16.5	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	13,970.5	14,473.7	-3.5	17,072.6	16,984.5	0.5
영업이익	2,622.0	3,147.9	-16.7	4,038.4	4,231.8	-4.6
세전이익	3,049.3	3,928.3	-22.4	4,631.3	5,141.9	-9.9
순이익	2,180.4	2,694.5	-19.1	2,824.8	3,256.7	-13.3
영업이익률(%)	18.8	21.7	-2.9%p	23.7	24.9	-1.2%p
세전이익률(%)	21.8	27.1	-5.3%p	27.1	30.3	-3.2%p
순이익률(%)	15.6	18.6	-3.0%p	16.5	19.2	-2.7%p

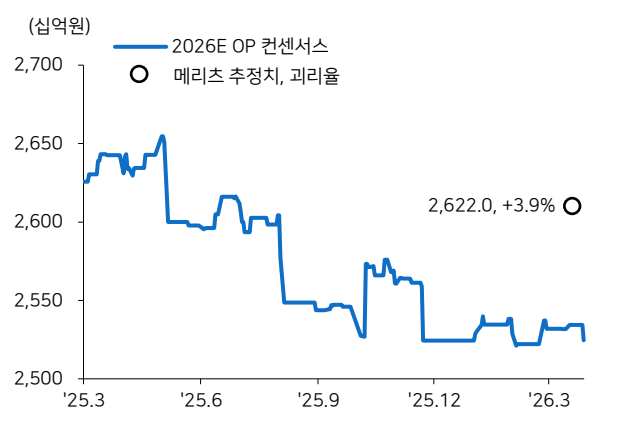
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26E 영업이익, 컨센서스 5% 하회 전망



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 4% 상회 전망



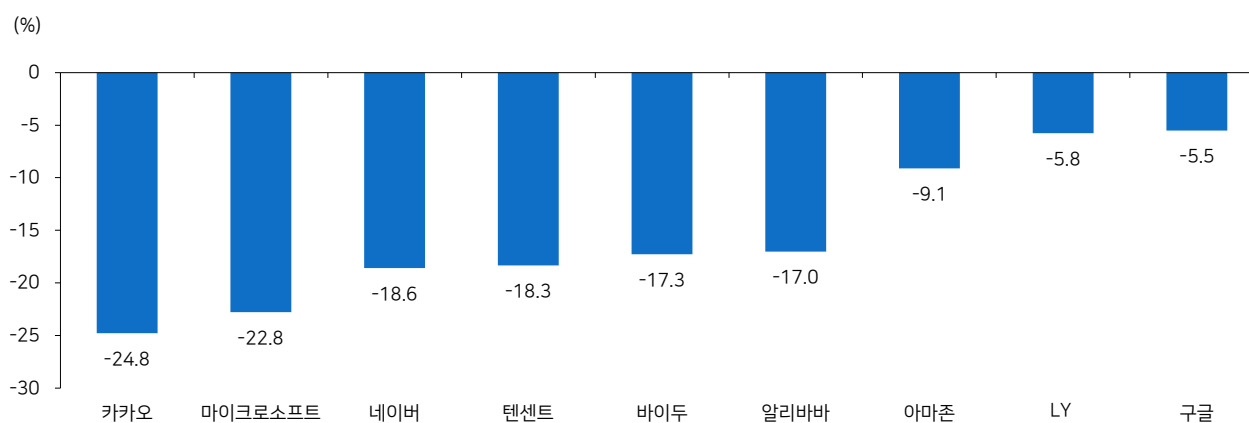
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

### 표3 NAVER 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	16,450 Fwd 12M EPS (지배 기준)
적정배수(X)	20 디지털 자산 관련 신규 사업 반영 30배로 상향했으나 하반기로 이연된 점을 감안
<b>적정주가(원)</b>	<b>330,000</b> 328,990 천원 단위 반올림
현재주가(원)	197,500
<b>상승여력(%)</b>	<b>67.1</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

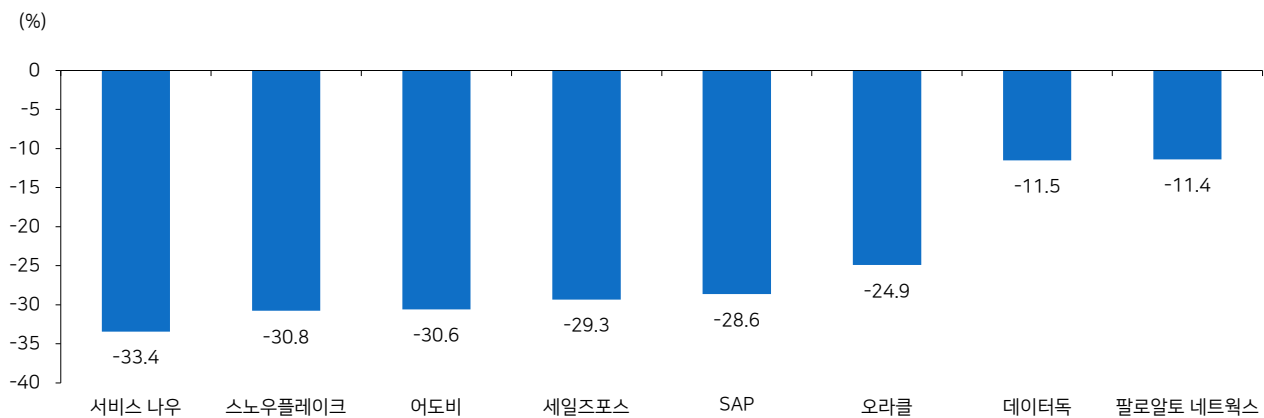
### 그림3 글로벌 클라우드 사업자 YTD 수익률



주: 2026.4.2 종가 기준 (한국/일본 기업들은 2026.4.3 종가 기준)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 그림4 특화 소프트웨어 클라우드 사업자 YTD 수익률



주: 2026.4.2 종가 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 클라우드 사업자 주가 수익률 및 밸류에이션

(수익률, %)	네이버	카카오	텐센트	알리바바	알파벳	바이두	LY	아마존	마이크로소프트
1W	-7.1	-7.4	-1.3	-3.7	5.3	-0.5	2.1	1.1	2.0
1M	-16.3	-19.6	-4.8	-13.1	-3.5	-8.2	4.7	0.7	-6.3
3M	-20.0	-27.2	-21.5	-20.5	-6.1	-24.3	-5.8	-7.4	-21.0
<b>6M</b>	<b>-21.9</b>	<b>-24.2</b>	<b>-27.7</b>	<b>-35.3</b>	<b>20.4</b>	<b>-21.8</b>	<b>-14.9</b>	<b>-5.7</b>	<b>-27.6</b>
1Y	-0.6	5.5	-2.9	-8.8	88.3	20.9	-24.4	7.0	-2.3
(PER, 배)									
2025	19.6	53.1	21.7	23.8	33.9	20.3	14.7	33.0	36.4
<b>2026E</b>	<b>13.9</b>	<b>30.8</b>	<b>14.0</b>	<b>15.6</b>	<b>24.2</b>	<b>13.6</b>	<b>14.6</b>	<b>22.9</b>	<b>22.1</b>
2027E	12.6	25.8	12.5	11.8	21.0	11.8	12.2	19.4	19.6

주: 2026.4.2 종가 기준 (한국/일본 기업들은 2026.4.3 종가 기준)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 특화 소프트웨어 클라우드 사업자 주가 수익률 및 밸류에이션

(수익률, %)	서비스나우	세일즈포스	오라클	어도비	스노우플레이크	데이터독	SAP	팔로알토 네트워크스
1W	-1.6	0.8	2.5	0.8	-6.5	-3.2	1.8	4.4
1M	-6.8	-3.0	-1.9	-6.9	-10.8	8.3	-11.5	8.7
3M	-30.8	-26.2	-25.2	-27.1	-29.9	-10.0	-26.2	-9.0
<b>6M</b>	<b>-44.0</b>	<b>-21.6</b>	<b>-49.3</b>	<b>-30.9</b>	<b>-36.9</b>	<b>-20.6</b>	<b>-36.0</b>	<b>-22.0</b>
1Y	-38.1	-31.1	0.4	-37.0	-1.3	18.3	-40.3	-5.8
(PER, 배)								
2025	82.0	24.3	26.2	14.4	N/A	427.6	33.9	89.2
<b>2026E</b>	<b>24.4</b>	<b>14.2</b>	<b>19.9</b>	<b>10.3</b>	<b>88.7</b>	<b>55.0</b>	<b>20.7</b>	<b>45.3</b>
2027E	20.3	12.6	15.5	9.2	63.6	44.5	17.7	38.6

주: 2026.4.2 종가 기준, 결산 시기는 캘린더 기준으로 통일

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 두나무 연결 실적: 4Q25에만 매출연동수수료 1,300억원 발생

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>영업수익</b>	<b>3,704.6</b>	<b>1,249.3</b>	<b>1,015.4</b>	<b>1,731.6</b>	<b>1,557.8</b>	<b>516.2</b>	<b>285.7</b>	<b>385.9</b>	<b>370.0</b>
수수료 매출	3,704.6	1,214.5	986.1	1,709.4	1,530.7	510.0	277.5	375.9	367.4
서비스 매출	19.6	34.7	29.3	22.1	27.0	6.3	8.2	10.0	2.6
%YoY									
영업수익	1996.0%	-66.3%	-18.7%	70.5%	-10.0%	-2.8%	11.2%	103.8%	-50.9%
수수료 매출	1996.0%	-67.2%	-18.8%	73.3%	-10.5%	-2.8%	10.0%	103.8%	-50.9%
서비스 매출	N/A	77.7%	-15.8%	-24.4%	22.3%	-1.1%	71.2%	104.7%	-57.9%
<b>영업비용</b>	<b>433.2</b>	<b>439.1</b>	<b>374.5</b>	<b>545.2</b>	<b>688.5</b>	<b>119.9</b>	<b>132.9</b>	<b>150.6</b>	<b>285.1</b>
%YoY	380.8%	1.4%	-14.7%	45.6%	26.3%	-38.7%	35.6%	42.9%	94.8%
인건비	174.8	232.6	161.0	260.6	196.1	52.4	45.8	49.5	48.4
주식보상비용	1.2	12.9	24.2	22.9	18.5	3.5	4.3	4.9	5.8
지급수수료	17.7	39.5	38.3	43.9	69.8	15.0	15.7	22.0	17.2
광고선전비	39.1	25.0	22.2	27.2	65.0	8.0	11.0	16.8	29.0
전산운영비	49.1	52.6	33.0	47.9	65.8	16.1	14.6	17.3	17.8
기타	151.2	76.5	95.7	142.8	273.4	24.8	41.6	40.1	166.9
<b>영업이익</b>	<b>3,271.4</b>	<b>810.1</b>	<b>640.9</b>	<b>1,186.3</b>	<b>869.3</b>	<b>396.3</b>	<b>152.8</b>	<b>235.3</b>	<b>84.9</b>
%YoY	3676.3%	-75.2%	-20.9%	85.1%	-26.7%	18.1%	-3.9%	180.3%	-86.0%
영업이익률	88.3%	64.8%	63.1%	68.5%	55.8%	76.8%	53.5%	61.0%	22.9%
세전이익	3,151.9	263.9	1,078.9	1,338.4	1,011.4	426.9	165.6	330.0	88.8
당기순이익	2,217.8	130.8	805.0	983.8	708.9	320.5	97.6	239.0	51.7

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

표7 네이버웹툰 유한회사 별도 실적: 2025년 적자 전환

(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>영업수익</b>	<b>132.3</b>	<b>355.3</b>	<b>548.9</b>	<b>754.2</b>	<b>873.5</b>	<b>861.0</b>
광고	31.0	76.2	96.4	111.0	127.4	125.2
컨텐츠	101.1	278.4	451.1	630.9	729.2	730.4
제품	0.2	0.7	1.4	12.3	16.8	5.4
<b>영업비용</b>	<b>126.8</b>	<b>285.2</b>	<b>484.6</b>	<b>690.0</b>	<b>827.2</b>	<b>894.6</b>
종업권급여	18.9	63.6	83.2	88.3	92.6	99.9
복리후생비	2.9	8.5	14.0	17.0	17.9	20.0
주식보상비용	-0.4	4.7	1.5	6.8	19.3	37.1
지급수수료	55.3	160.4	302.5	472.0	590.4	615.2
% 상품판매	54.7%	57.6%	67.1%	74.8%	81.0%	84.2%
광고선전비	45.6	34.8	58.4	69.6	60.4	94.2
대손/기타	4.4	13.3	24.9	36.3	46.6	28.1
<b>영업이익</b>	<b>5.5</b>	<b>70.2</b>	<b>64.3</b>	<b>64.3</b>	<b>46.3</b>	<b>-33.6</b>
영업외수익	0.7	18.9	59.9	17.1	43.7	16.7
영업외비용	15.0	9.5	26.7	110.4	50.2	99.4
세전이익	-8.8	79.5	97.4	-29.1	39.8	-116.3
<b>당기순이익</b>	<b>-5.9</b>	<b>58.5</b>	<b>68.6</b>	<b>-48.2</b>	<b>15.1</b>	<b>-121.5</b>
특수관계자 영업수익	2.2	1.3	7.4	9.5	9.0	6.2
특수관계자 영업비용	54.8	59.1	93.7	83.9	70.4	79.0

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

표8 NAVER 실적 전망											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출</b>	<b>2,787</b>	<b>2,915</b>	<b>3,138</b>	<b>3,195</b>	<b>3,186</b>	<b>3,320</b>	<b>3,440</b>	<b>4,024</b>	<b>12,035</b>	<b>13,971</b>	<b>17,073</b>
서치플랫폼	1,013	1,037	1,060	1,060	1,016	1,072	1,108	1,150	4,169	4,347	4,569
커머스	788	861	985	1,054	1,099	1,161	1,194	1,293	3,688	4,747	5,532
커머스 광고	308	336	366	390	391	414	426	454	1,401	1,686	2,068
중개 및 판매	202	242	323	322	341	356	366	393	1,089	1,455	1,644
C2C	222	226	236	279	302	323	330	372	963	1,328	1,498
핀테크	393	412	433	453	461	483	495	914	1,691	2,354	4,135
콘텐츠	459	474	509	457	449	443	458	461	1,899	1,812	1,933
엔터프라이즈	134	132	150	172	160	162	184	206	588	711	903
<b>% YoY</b>											
<b>매출</b>	<i>10.3</i>	<i>11.7</i>	<i>15.6</i>	<i>10.7</i>	<i>14.3</i>	<i>13.9</i>	<i>9.6</i>	<i>25.9</i>	<i>12.1</i>	<i>16.1</i>	<i>22.2</i>
서치플랫폼	<i>11.9</i>	<i>5.9</i>	<i>6.3</i>	<i>-0.5</i>	<i>0.4</i>	<i>3.4</i>	<i>4.5</i>	<i>8.5</i>	<i>5.6</i>	<i>4.3</i>	<i>5.1</i>
커머스	<i>12.0</i>	<i>19.8</i>	<i>35.9</i>	<i>36.0</i>	<i>39.5</i>	<i>34.8</i>	<i>21.1</i>	<i>22.7</i>	<i>26.2</i>	<i>28.7</i>	<i>16.5</i>
커머스 광고	<i>16.4</i>	<i>19.8</i>	<i>31.2</i>	<i>26.8</i>	<i>26.8</i>	<i>23.4</i>	<i>16.4</i>	<i>16.4</i>	<i>23.7</i>	<i>20.4</i>	<i>22.7</i>
중개 및 판매	<i>9.7</i>	<i>41.7</i>	<i>73.3</i>	<i>70.5</i>	<i>68.4</i>	<i>46.9</i>	<i>13.4</i>	<i>22.1</i>	<i>49.1</i>	<i>33.6</i>	<i>13.0</i>
C2C	<i>7.6</i>	<i>2.5</i>	<i>10.5</i>	<i>24.0</i>	<i>36.2</i>	<i>42.9</i>	<i>39.9</i>	<i>33.3</i>	<i>11.3</i>	<i>37.8</i>	<i>12.8</i>
핀테크	<i>11.0</i>	<i>11.7</i>	<i>12.5</i>	<i>13.0</i>	<i>17.4</i>	<i>17.3</i>	<i>14.4</i>	<i>101.8</i>	<i>12.1</i>	<i>39.2</i>	<i>75.7</i>
콘텐츠	<i>2.9</i>	<i>12.8</i>	<i>10.0</i>	<i>-2.3</i>	<i>-2.1</i>	<i>-6.6</i>	<i>-10.0</i>	<i>0.9</i>	<i>5.7</i>	<i>-4.6</i>	<i>6.7</i>
엔터프라이즈	<i>14.7</i>	<i>5.8</i>	<i>3.8</i>	<i>-3.2</i>	<i>19.2</i>	<i>22.6</i>	<i>22.5</i>	<i>20.0</i>	<i>4.3</i>	<i>21.0</i>	<i>26.9</i>
<b>영업비용</b>	<b>2,281</b>	<b>2,394</b>	<b>2,567</b>	<b>2,584</b>	<b>2,637</b>	<b>2,767</b>	<b>2,835</b>	<b>3,110</b>	<b>9,827</b>	<b>11,349</b>	<b>13,034</b>
% to sales	<i>81.9</i>	<i>82.1</i>	<i>81.8</i>	<i>80.9</i>	<i>82.8</i>	<i>83.3</i>	<i>82.4</i>	<i>77.3</i>	<i>81.7</i>	<i>81.2</i>	<i>76.3</i>
% YoY	<i>9.3</i>	<i>12.0</i>	<i>17.2</i>	<i>10.3</i>	<i>15.6</i>	<i>15.6</i>	<i>10.4</i>	<i>20.3</i>	<i>12.2</i>	<i>15.5</i>	<i>14.9</i>
개발/운영비용	688	699	750	759	754	809	819	1,007	2,896	3,388	4,127
주식보상비용	67	31	69	65	60	61	71	67	232	259	261
파트너	974	1,014	1,097	1,114	1,114	1,135	1,183	1,249	4,200	4,681	5,125
인프라	189	198	219	205	249	251	261	272	811	1,032	1,218
마케팅	430	482	502	506	520	572	573	582	1,920	2,247	2,564
<b>영업이익</b>	<b>505</b>	<b>522</b>	<b>571</b>	<b>611</b>	<b>550</b>	<b>554</b>	<b>605</b>	<b>914</b>	<b>2,208</b>	<b>2,622</b>	<b>4,038</b>
% YoY	<i>15.0</i>	<i>10.3</i>	<i>8.6</i>	<i>12.7</i>	<i>8.8</i>	<i>6.2</i>	<i>6.0</i>	<i>49.7</i>	<i>11.6</i>	<i>18.7</i>	<i>54.0</i>
<b>영업이익률(%)</b>	<i>18.1</i>	<i>17.9</i>	<i>18.2</i>	<i>19.1</i>	<i>17.2</i>	<i>16.7</i>	<i>17.6</i>	<i>22.7</i>	<i>18.3</i>	<i>18.8</i>	<i>23.7</i>
별도 영업이익	483	490	540	432	447	426	476	496	1,946	1,845	2,156
자회사 합산	22	31	31	178	103	128	129	418	263	777	1,882
<b>세전이익</b>	<b>580</b>	<b>684</b>	<b>857</b>	<b>300</b>	<b>651</b>	<b>733</b>	<b>937</b>	<b>729</b>	<b>2,420</b>	<b>3,049</b>	<b>4,631</b>
% YoY	<i>-12.1</i>	<i>46.3</i>	<i>31.2</i>	<i>-44.7</i>	<i>12.2</i>	<i>7.3</i>	<i>9.3</i>	<i>143.3</i>	<i>4.2</i>	<i>26.0</i>	<i>51.9</i>
<b>지배주주순이익</b>	<b>425</b>	<b>489</b>	<b>726</b>	<b>313</b>	<b>480</b>	<b>530</b>	<b>753</b>	<b>417</b>	<b>1,953</b>	<b>2,180</b>	<b>2,825</b>
% YoY	<i>-16.8</i>	<i>44.4</i>	<i>39.6</i>	<i>-43.5</i>	<i>13.0</i>	<i>8.5</i>	<i>3.6</i>	<i>33.3</i>	<i>1.6</i>	<i>11.6</i>	<i>29.6</i>

주: 4Q24 LY 정산금의 매출 및 영업이익 효과는 각각 594억원과 474억원. 1Q25 LY 정산금 267억원 매출 발생한 바 있음  
 자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

## NAVER (035420)

## Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>9,670.6</b>	<b>10,737.7</b>	<b>12,035.0</b>	<b>13,970.5</b>	<b>17,072.6</b>
매출액증가율(%)	17.6	11.0	12.1	16.1	22.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	12,035.0	13,970.5	17,072.6
판매관리비	8,181.8	8,758.5	9,826.9	11,348.6	13,034.2
<b>영업이익</b>	<b>1,488.8</b>	<b>1,979.3</b>	<b>2,208.1</b>	<b>2,622.0</b>	<b>4,038.4</b>
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.3	18.8	23.7
금융손익	-79.5	54.3	245.1	241.3	-410.6
중속/관계기업손익	266.5	144.5	495.2	624.2	760.1
기타영업외손익	-194.5	144.1	-528.3	-438.2	-410.4
세전계속사업이익	1,481.4	2,322.2	2,420.1	3,049.3	4,631.3
법인세비용	496.4	390.2	601.4	734.1	1,112.2
<b>당기순이익</b>	<b>985.0</b>	<b>1,932.0</b>	<b>1,818.8</b>	<b>2,315.2</b>	<b>3,519.1</b>
지배주주지분 순이익	1,012.3	1,923.2	1,953.2	2,180.4	2,824.8

## Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>7,028.1</b>	<b>9,374.9</b>	<b>10,928.5</b>	<b>7,155.9</b>	<b>7,359.3</b>
현금및현금성자산	3,576.5	4,195.5	5,984.0	2,257.7	1,512.4
매출채권	491.4	478.0	491.7	570.8	697.5
재고자산	14.8	21.7	20.2	23.5	28.7
<b>비유동자산</b>	<b>28,709.8</b>	<b>28,793.0</b>	<b>30,156.0</b>	<b>34,419.9</b>	<b>38,748.0</b>
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,607.6	4,466.8	4,533.2
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,421.0	4,148.1	4,067.6
투자자산	21,231.1	20,910.2	21,394.1	24,071.6	28,413.8
<b>자산총계</b>	<b>35,737.8</b>	<b>38,167.9</b>	<b>41,084.5</b>	<b>41,575.7</b>	<b>46,107.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,305.6</b>	<b>6,092.2</b>	<b>8,018.9</b>	<b>6,928.8</b>	<b>7,974.7</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	333.0	135.4	132.2	132.2	132.2
유동성장기부채	442.9	200.0	1,597.2	300.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>5,194.3</b>	<b>5,074.8</b>	<b>4,112.6</b>	<b>3,772.1</b>	<b>4,189.8</b>
사채	1,655.7	2,007.3	382.3	82.3	82.3
장기차입금	993.6	863.1	874.1	874.1	874.1
<b>부채총계</b>	<b>11,499.8</b>	<b>11,167.0</b>	<b>12,131.5</b>	<b>10,700.9</b>	<b>12,164.5</b>
<b>자본금</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,586.3	1,586.3	1,586.3
기타포괄이익누계액	-1,990.2	-1,305.7	-1,194.5	-1,194.5	-1,194.5
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,625.7	29,412.7	31,786.3
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,371.1	1,505.8	2,200.1
<b>자본총계</b>	<b>24,238.0</b>	<b>27,000.9</b>	<b>28,953.0</b>	<b>30,874.8</b>	<b>33,942.7</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,002.2</b>	<b>2,589.9</b>	<b>3,095.8</b>	<b>3,283.5</b>	<b>5,971.8</b>
당기순이익(손실)	985.0	1,932.0	1,818.8	2,315.2	3,519.1
유형자산상각비	528.0	608.6	680.0	940.8	1,193.6
무형자산상각비	54.3	64.9	65.3	72.9	80.5
운전자본의 증감	360.8	152.3	461.7	-45.4	1,178.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-949.8</b>	<b>-1,340.0</b>	<b>-743.7</b>	<b>-5,036.5</b>	<b>-6,083.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-640.6	-554.0	-1,234.7	-1,800.0	-1,260.0
투자자산의감소(증가)	1,379.5	465.5	11.3	-2,677.5	-4,342.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-110.0</b>	<b>-770.3</b>	<b>-524.5</b>	<b>-1,973.3</b>	<b>-633.3</b>
차입금의 증감	-70.1	-504.7	230.3	-1,579.7	-239.9
자본의 증가	-313.8	180.1	163.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	852.3	619.1	1,788.5	-3,726.3	-745.4
기초현금	2,724.2	3,576.5	4,195.5	5,984.0	2,257.7
기말현금	3,576.5	4,195.5	5,984.0	2,257.7	1,512.4

## Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	59,039	66,511	76,258	89,068	108,845
EPS(지배주주)	6,180	11,913	12,376	13,901	18,009
CFPS	14,111	18,180	20,154	25,131	37,100
EBITDAPS	12,644	16,432	18,714	23,179	33,870
BPS	142,887	160,694	175,846	187,239	202,372
DPS	1,205	1,130	2,630	2,630	3,017
배당수익률(%)	0.5	0.6	1.1	1.3	1.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	36.2	16.7	19.6	14.2	11.0
PCR	15.9	10.9	12.0	7.9	5.3
PSR	3.8	3.0	3.2	2.2	1.8
PBR	1.6	1.2	1.4	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	2,071.2	2,652.8	2,953.4	3,635.7	5,312.5
EV/EBITDA	18.0	11.3	11.8	8.4	5.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.4	7.9	7.4	7.7	9.2
EBITDA 이익률	21.4	24.7	24.5	26.0	31.1
부채비율	47.4	41.4	41.9	34.7	35.8
금융비용부담률	1.3	1.0	0.9	0.7	0.4
이자보상배율(x)	11.7	18.9	20.3	28.4	57.4
매출채권회전율(x)	18.9	22.2	24.8	26.3	26.9
재고자산회전율(x)	824.3	587.5	573.4	639.0	654.2

**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 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)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	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026년 3월 31일 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)	
2024.04.09	기업브리프	Buy	290,000	이호진	-38.9	-32.8	
2024.07.08	기업브리프	Buy	260,000	이호진	-29.7	-10.8	
2025.02.10	기업브리프	Buy	300,000	이호진	-30.2	-3.2	
2025.07.08	산업브리프	Buy	350,000	이호진	-31.6	-25.9	
2025.08.11	기업브리프	Buy	283,000	이호진	-17.4	-3.0	
2025.10.14	기업분석	Buy	410,000	이호진	-40.0	-30.0	
2026.04.06	기업브리프	Buy	330,000	이호진	-	-	