NAVER (035420)

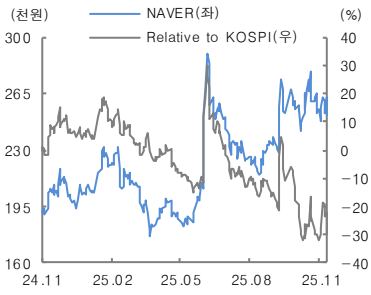
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	330,000 유지
현재주가 (25.11.27)	251,500
	인터넷업종

KOSPI	3,986.91
시가총액	39,448십억원
시가총액비중	1.19%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	290,500원 / 176,900원
120일 평균거래대금	3,792억원
외국인지분율	39.48%
주요주주	국민연금공단 9.33% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	15.4	36.8	23.9
상대수익률	1.6	-7.8	-9.5	-22.2



Issue Comment

두나무로 채워진 숫자, 그 이상의 서사는 장기적 관점으로

- 네이버파이낸셜, 두나무 주식 교환 결정. 거래 성사 시, 네이버 연결 실적 편입
- 이번 거래는 글로벌 디지털자산 산업의 주도권 확보 위한 결합, 신성장 동력 확보
- 파이낸셜 가치는 장기적 리레이팅 가능하나, 아직 규제 미비로 단기 모멘텀 제한적

투자의견 매수, 목표주가 330,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.9조원, 2) 커머스 18.1조원, 3) 파이낸셜 3.4조원, 4) 웹툰 1.0조원, 5) 엔터프라이즈 2.4조원, 6) LY 지분가치 5.3조원 등

참고) SOTP로 방식으로 추정한 총 기업가치는 2026 EPS 기준 23배 수준

네이버파이낸셜 – 두나무 포괄적 주식 교환 결정

11/26 네이버는 두나무와 네이버파이낸셜의 포괄적 주식 교환을 공시 발표, 두나무가 네이버파이낸셜의 100% 자회사로 편입될 예정. 이후11/27 기자 간담회를 통해 관련 내용 발표

두나무와 네이버파이낸셜의 기업가치비율은 1:3.06으로 산정. 두나무의 기업가치 약 15.3조원, 네이버파이낸셜의 기업가치 약 4.9조원. 이에 따라 합병 법인의 최대 주주는 송치형 회장(지분율 19.25%)이며, 네이버가 보유하게 되는 합병 법인의 지분율은 17%(표1 참고). 네이버는 2대 주주이나, 송치형 회장, 김형년 부회장의 의결권을 확보하여 네이버파이낸셜을 연결 종속 법인으로 유지. 주식 교환이 빠르게 진행된다면 2026년 3분기부터 연결 실적 편입 예정이며, 이렇게 된다면, 네이버의 2026년 매출 약 2.4조원, 영업이익 약 2.9조원, 지배지분순이익 약 2.45조원 예상. 참고) 두나무의 2025년 3분기 누적 매출 1조 1,878억원(YoY 22%), 누적 영업이익 7,844억원(YoY 36%), 당기순이익 6,572억원(YoY 44%)

채워진 숫자, 그 이상의 성장 서사는 장기적인 관점으로

이번 거래의 핵심 목표는 네이버–네이버파이낸셜–두나무 3사가 웹3 기술을 기반으로 글로벌 시장에서 디지털 자산 산업의 주도권을 확보하는 것. 네이버는 컨텐츠, 커머스 전반에 AI를 결합하며, 대규모 유저 기반, 데이터, 그리고 AI 인프라 등을 확보. 또한 네이버파이낸셜은 국내 최대 규모의 결제, 핀테크 플랫폼이며, 두나무는 글로벌 수준의 블록체인 인프라와 기술 역량을 기반으로 웹3 생태계 구축. 세 회사가 그리는 청사진은, 1) 글로벌 디지털 자산(스테이블코인, RWA 등)에서의 주도권 확보, 2) 블록체인 기반의 결제 혁신 가속화, 3) 웹3 서비스의 글로벌 확장 등임

네이버의 2026년 광고, 커머스 등 기존 본업 성장의 둔화가 예상되는 가운데, 두나무와의 결합은 장기 성장 동력을 확보했다는 점에서 긍정적. 다만 양사의 통합 이후 디지털 금융 사업을 확대하기 위해서는 규제 정비 등 해결해야 할 과제가 여전히 많으며, 주식 교환 공시 직후 기자회견에서 발표된 내용 역시 규제가 미비한 현 시점에서 가능한 범위의 원론적 수준에 머무를 수밖에 없었던 것으로 판단. 국내 디지털자산 법제화 속도가 더딘 상황이지만, 제도 환경이 우호적으로 전환될 경우 세 회사가 추진할 수 있는 사업 기회는 확대될 것으로 전망. 이번 거래 완료 시, 네이버에 반영될 네이버파이낸셜의 가치는 약 20조원 수준이지만, 장기적으로 사업 확장이 현실화될 경우 기업가치의 구조적 리레이팅 가능할 것으로 판단. 단기적으로는 네이버 연결 실적의 개선 효과가 현 주가에 일정 부분 반영된 것으로 판단, 주가 측면의 추가 모멘텀 제한적 판단

표 1. 네이버파이낸셜 – 두나무 포괄적 주식 교환 후 기존 주요 주주 지분율

주식 수	
네이버파이낸셜(기존)	28,571,420주
두나무(기존)	32,133,954주 = 34,865,870주(기존) – 2,713,916(감자)
주식 교환 후 주식 수	**116,130,618주** **= 28,571,420주(기존) + 87,559,198(신주 발행)**

기업가치비율 (두나무:네이버파이낸셜 = 1:3.06)	
두나무	34,865,870주 x 439,252원 = 15.3조원
네이버파이낸셜	28,571,420주 x 172,780원 = 4.9조원

지분율(비율 1:3.06)	
주식 교환 후 네이버파이낸셜 지분율	**24.6%** = 28,571,420주/116,130,618주
주식 교환 후 두나무 지분율	**75.4%** = 87,559,198주/116,130,618주

주식 교환 후 기존 주요 주주 지분율 변화

	주식 교환 전		**주식 교환 후**
	네이버 파이낸셜	두나무	
네이버	69.0%		**17.0%**
미래에셋금융그룹	30.0%		**7.4%**
송치형		25.5%	**19.5%**
김형년		13.1%	**10.0%**
카카오인베스트먼트		10.6%	**8.1%**
우리기술투자		7.2%	**5.5%**
한화투자증권		5.9%	**4.5%**
기타 주주 (자사주 제외)		35.8%	**27.4%**

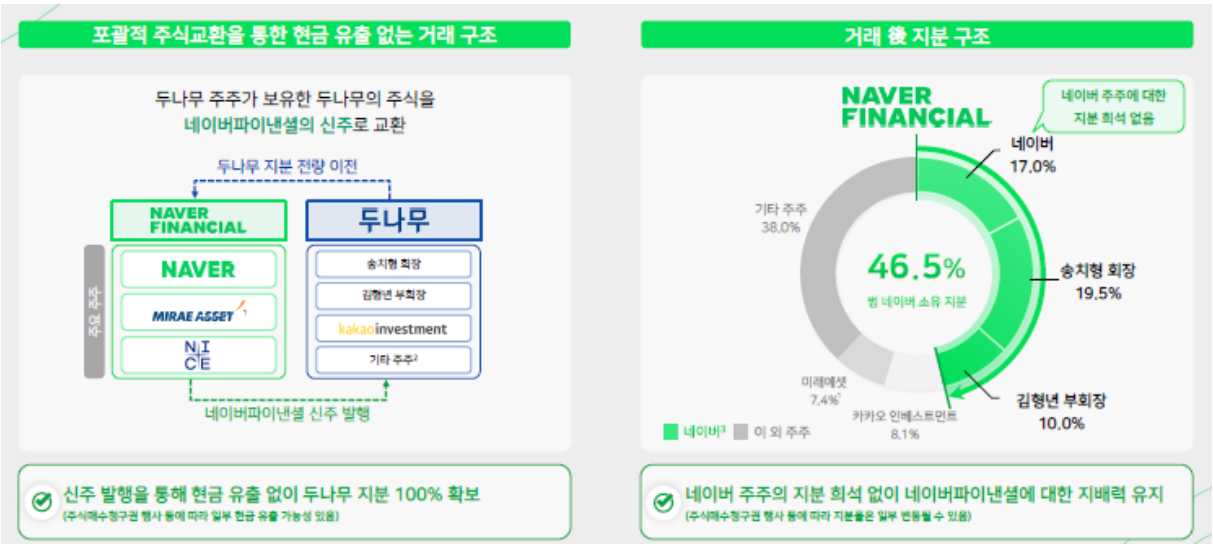
자료: 네이버파이낸셜, 두나무, 대신증권 Research Center

표 2. 네이버파이낸셜 – 두나무 포괄적 주식 교환 일정

내용	일정
교환 · 이전 계약일	2025년 11월 26일
주주확정기준일	2026년 04월 27일
주식교환 · 이전 반대의사 통지접수기간	2026년 05월 07일 ~ 2026년 05월 21일
주주총회 예정 일자	2026년 05월 22일
주식매수청구권 행사기간	2026년 05월 22일 ~ 2026년 06월 11일
교환 · 이전일자	2026년 06월 30일

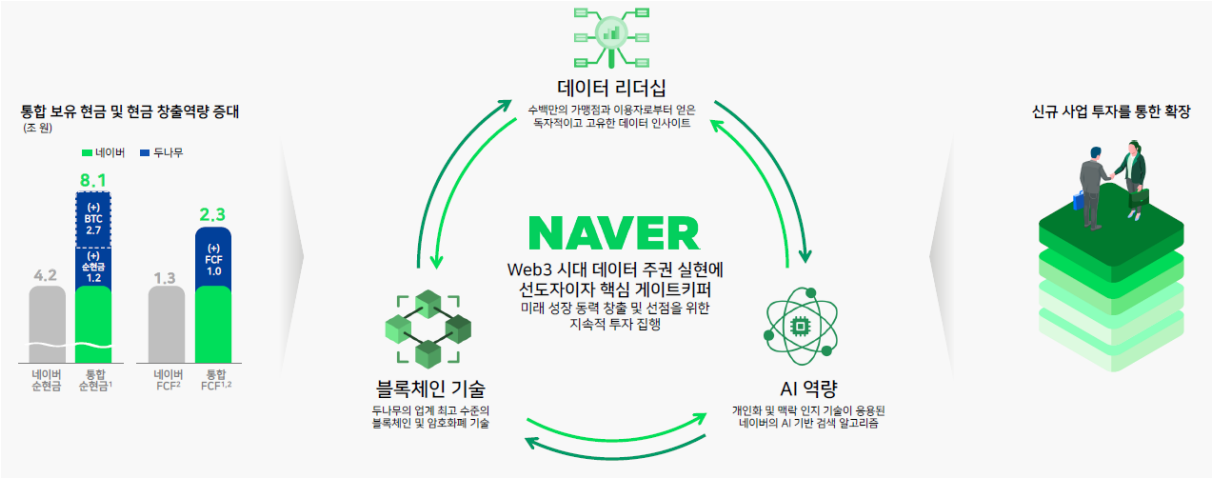
자료: Dart, 대신증권 Research Center

그림 1. 포괄적 주식 교환 이후 지분 구조



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 2. 데이터, AI, 블록체인 융합으로 웹3 시대에서의 성장 기회 확대



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 3. NAVER 목표주가 산출 (단위: 십억원)

(12MF 기준)		내용	주요 가정
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	4,338.6	당사 추정
	12MF 영업이익	1,518.5	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	1,154.1	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	21,927.4	
(2) 커머스	12MF 매출액	4,176.9	당사 추정
	12MF 영업이익	1,253.1	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	952.3	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	커머스 적정가치 (b)	18,094.2	
(3) 파이낸셜	네이버파이낸셜 기업가치	4,936	2025.11 두나무와의 주식 교환 결정 시 평가받은 기업가치 적용
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버 페이) 지분 가치 (c)	3,405.8	
(4) 웹툰	웹툰 시총(십억달러)	1.78	현재가 반영
	웹툰 시총(십억원)	2,604.5	
	지분율	63.3%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	웹툰 지분 가치 (d)	989.2	
(5) 엔터프라이즈	12MF 매출액	672.0	
	Target PSR	3.5x	글로벌 peer 12 MF PSR 평균 대비 30% 할인 적용
	엔터프라이즈 적정 가치 (e)	2,351.9	
(6) LY	LY 시총(십억엔)	2,931.9	현재가 반영
	LY 시총(십억원)	27,454.6	
	A홀딩스의 LY 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	LY 지분가치 (f)	5,328.9	
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f)		52,097.3	
주식 수(천주)		156,852.0	
적정 주가(원)		332,143	
목표 주가(원)		**330,000**	반올림 적용
현재 주가(원)		251,500	
상승 여력		31.2%	

자료: 대신증권 Research Center

표 4. NAVER 연결 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,526.0	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,915.0	3,138.1	3,278.9	10,737.7	12,118.7	13,399.0
서치 플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,036.5	1,060.2	1,092.0	3,946.2	4,201.4	4,390.7
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	985.5	1,035.4	2,922.9	3,669.8	4,274.2
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	335.6	366.3	389.2	1,132.1	1,399.3	1,588.7
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	468.2	558.9	584.9	1,595.8	2,036.2	2,430.0
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	57.2	60.3	61.3	195.2	234.2	255.5
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.7	433.1	465.7	1,508.4	1,703.3	1,917.7
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	474.0	509.3	518.8	1,796.4	1,961.4	2,114.9
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	433.7	471.9	476.6	1,544.6	1,804.9	1,954.6
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	28.5	26.2	28.4	160.2	106.6	109.8
기타	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	11.8	11.1	13.8	62.3	49.8	50.4
엔터프라이즈	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	131.7	150.0	166.8	563.8	582.8	701.5
YoY Growth rate	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	15.6%	13.6%	11.0%	12.9%	10.6%
서치 플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	11.9%	5.9%	6.3%	2.6%	10.0%	6.5%	4.5%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	19.8%	35.9%	33.6%	14.8%	25.6%	16.5%
커머스 광고	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	19.8%	31.2%	26.4%	2.3%	23.6%	13.5%
중개 및 판매	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	19.6%	39.7%	41.4%	25.8%	27.6%	19.3%
멤버십	24.0%	12.6%	5.0%	16.0%	15.5%	20.7%	30.5%	14.4%	14.2%	20.0%	9.1%
핀테크	11.2%	8.5%	13.0%	12.6%	11.0%	11.7%	12.5%	16.2%	11.3%	12.9%	12.6%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	2.9%	12.9%	10.0%	11.0%	3.7%	9.2%	7.8%
엔터프라이즈	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	14.7%	5.7%	3.7%	-6.1%	26.1%	3.4%	20.4%
영업비용	2,086.9	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,393.4	2,567.4	2,693.9	8,758.6	9,936.2	11,032.9
개발/운영	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	749.8	792.7	2,664.5	2,929.6	3,204.8
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,097.0	1,154.7	3,790.0	4,240.0	4,729.0
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	218.6	228.4	704.8	834.0	1,006.1
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	502.0	518.1	1,599.3	1,932.7	2,093.0
영업이익	439.1	472.7	525.3	542.0	505.3	521.6	570.6	585.0	1,979.1	2,182.5	2,366.2
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	18.2%	17.8%	18.4%	18.0%	17.7%
지배주주 순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	424.8	488.8	726.4	563.0	1,878.0	2,203.0	2,292.4
순이익률	20.2%	13.0%	19.2%	17.6%	15.2%	16.8%	23.1%	17.2%	17.5%	18.2%	17.1%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	12,119	13,399	14,950
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	12,119	13,399	14,950
판매비와관리비	8,182	8,758	9,936	11,033	12,420
영업이익	1,489	1,979	2,183	2,366	2,530
영업이익률	15.4	18.4	18.0	17.7	16.9
EBITDA	2,071	2,653	2,752	2,934	3,096
영업외손익	-7	343	687	685	685
관계기업손익	267	145	545	453	453
금융수익	603	633	553	521	521
외환관련이익	62	38	38	38	38
금융비용	-683	-579	-403	-238	-238
외환관련손실	53	72	72	72	72
기타	-195	144	-8	-51	-51
법인세비용차감전순손익	1,481	2,322	2,870	3,051	3,215
법인세비용	-496	-390	-645	-732	-772
계속사업순손익	985	1,932	2,225	2,319	2,443
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	2,225	2,319	2,443
당기순이익률	10.2	18.0	18.4	17.3	16.3
비지배지분순이익	-27	9	22	26	27
지배지분순이익	1,012	1,923	2,203	2,293	2,417
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-26	70	70	70	70
포괄순이익	724	2,631	2,924	3,017	3,142
비지배지분포괄이익	-24	70	29	33	35
지배지분포괄이익	749	2,561	2,895	2,984	3,108

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028	9,375	11,902	14,689	17,655
현금및현금성자산	3,576	4,196	6,592	9,250	12,070
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	1,661	1,729	1,809
재고자산	15	22	25	27	30
기타유동자산	1,731	3,570	3,625	3,683	3,745
비유동자산	28,710	28,793	28,406	27,928	27,453
유형자산	2,742	2,910	2,920	2,929	2,936
관계기업투자금	17,589	17,406	17,058	16,618	16,178
기타비유동자산	8,379	8,477	8,428	8,381	8,339
자산총계	35,738	38,168	40,308	42,618	45,108
유동부채	6,306	6,092	5,958	5,935	5,961
매입채무 및 기타채무	3,873	3,866	3,866	3,866	3,866
차입금	333	135	55	22	9
유동성채무	443	200	90	41	18
기타유동부채	1,657	1,891	1,947	2,006	2,067
비유동부채	5,194	5,075	5,154	5,234	5,314
차입금	2,649	2,870	2,925	2,979	3,034
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,545	2,204	2,229	2,255	2,280
부채총계	11,500	11,167	11,112	11,169	11,275
지배지분	23,206	25,460	27,529	29,654	31,902
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,458	1,458	1,458
이익잉여금	24,544	25,965	27,999	30,124	32,372
기타자본변동	-2,597	-1,944	-1,944	-1,944	-1,944
비지배지분	1,032	1,541	1,666	1,795	1,931
자본총계	24,238	27,001	29,196	31,449	33,833
순차입금	-218	-3,157	-5,718	-8,433	-11,265

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	13,904	14,474	15,253
PER	36.2	16.7	13.2	12.6	12.0
BPS	141,671	157,703	173,755	187,165	201,354
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	12,644	16,432	17,370	18,519	19,543
EV/EBITDA	18.0	11.3	12.9	11.2	9.7
SPS	59,039	66,511	76,489	84,570	94,360
PSR	3.8	3.0	3.3	3.0	2.7
CFPS	14,111	18,180	20,081	21,794	22,819
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	2,913	3,102	3,212
당기순이익	985	1,932	2,225	2,319	2,443
비현금항목의 가감	1,326	1,003	957	1,134	1,172
감가상각비	582	674	570	568	566
외환손익	-30	135	147	147	147
지분법평가손익	-267	-145	-545	-453	-453
기타	1,041	339	785	872	912
자산부채의 증감	361	152	356	360	348
기타현금흐름	-670	-497	-624	-712	-751
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	-366	-314	-69
투자자산	603	1,226	346	438	438
유형자산	-633	-522	-728	-768	-522
기타	-919	-2,044	15	15	15
재무활동 현금흐름	-110	-770	-106	-34	13
단기차입금	-371	-463	-80	-33	-13
사채	177	-51	-51	-51	-51
장기차입금	218	105	105	105	105
유상증자	0	0	35	0	0
현금배당	-62	-119	-168	-169	-169
기타	-71	-242	53	113	140
현금의 증감	852	619	2,397	2,658	2,820
기초 현금	2,724	3,576	4,196	6,592	9,250
기말 현금	3,576	4,196	6,592	9,250	12,070
NOPLAT	990	1,647	1,692	1,798	1,923
FCF	881	1,742	1,502	1,566	1,935

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	17.6	11.0	12.9	10.6	11.6
영업이익 증가율	14.1	32.9	10.3	8.4	6.9
순이익 증가율	46.3	96.1	15.2	4.2	5.4
수익성					
ROIC	20.4	27.2	27.4	29.2	31.3
ROA	4.3	5.4	5.6	5.7	5.8
ROE	4.4	7.9	8.3	8.0	7.9
안정성					
부채비율	47.4	41.4	38.1	35.5	33.3
순차입금비율	-0.9	-11.7	-19.6	-26.8	-33.3
이자보상배율	11.7	18.9	0.0	0.0	0.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

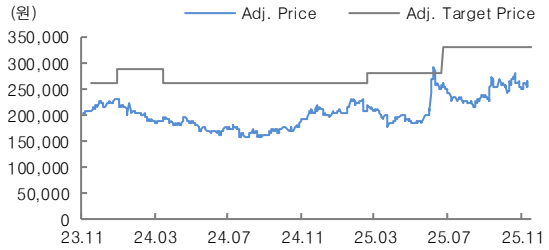
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.28	25.07.08	25.03.05	24.10.01	24.04.01	24.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	330,000	330,000	280,000	260,000	260,000	290,000
괴리율(평균,%)		(26.24)	(26.15)	(23.59)	(33.61)	(30.75)
괴리율(최대/최소,%)		(15.61)	3.75	(10.77)	(25.08)	(20.69)
제시일자	23.12.02					
투자의견	Buy					
목표주가	260,000					
괴리율(평균,%)	(15.06)					
괴리율(최대/최소,%)	(10.96)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251124)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상