NAVER (035420)

두나무 합병, 선명해진 꿈의 크기

BUY (유지)

목표주가(12M)	350,000원
현재주가(11.27)	251,500원

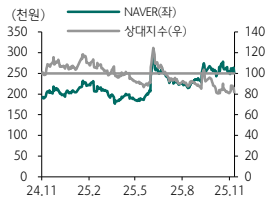
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,986.91
52주 최고/최저(원)	290,500/176,900
시가총액(십억원)	39,448.4
시가총액비중(%)	1.20
발행주식수(천주)	156,852.6
60일 평균 거래량(천주)	1,639.3
60일 평균 거래대금(십억원)	416.6
외국인지분율(%)	39.48
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	9.33
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.12

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	12,081.4	13,496.9
영업이익(십억원)	2,196.4	2,561.3
순이익(십억원)	2,163.7	2,348.0
EPS(원)	13,615	14,585
BPS(원)	184,667	199,986

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,670.6	10,737.7	12,059.1	13,140.9
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,199.2	2,515.1
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,795.6	2,907.5
순이익	1,012.3	1,923.2	2,173.1	2,236.2
EPS	6,180	11,913	13,769	14,257
증감률	33.36	92.77	15.58	3.54
PER	36.25	16.70	18.27	17.64
PBR	1.51	1.20	1.38	1.29
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.35	14.31
ROE	4.41	7.90	8.17	7.78
BPS	148,137	166,221	182,303	195,484
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

네이버파이낸셜-두나무 합병

11월 26일, 네이버파이낸셜과 두나무의 포괄적 주식교환을 통한 합병이 이사회 결의를 통과했다. 네이버파이낸셜과 두나무의 기업가치 비율은 1:3.064569 이며 합병 후 네이버 파이낸셜의 기업가치는 20조원이다. 합병 주주총회는 2026년 5월 22일, 합병은 2026년 6월 30일 예정이다. 합병 후 네이버의 통합 법인 지분은 17%이며 송치형 회장, 김형년 부회장(합계 29.5%)의 의결권을 위임받아 지배력을 확보, 연결 편입한다. 현재 두나무의 거래소 중심 비즈니스 구조를 기준으로 단순 계산 시 네이버는 합병으로 연간 1조원의 FCF를 확보하며 지배주주순이익 8% 증가 효과를 얻는다. 네이버파이낸셜-두나무 합병을 통해 실물 경제 디지털 자산 융합, 온체인 탈중앙화 거래소, RWA, 커스터디 등 신사업 진출을 목표하기에 추가 이익 창출 기대 가능하며, 그에 따른 추가 재무 기여 예상한다.

글로벌 AI/블록체인 기업 도약을 위한 합병

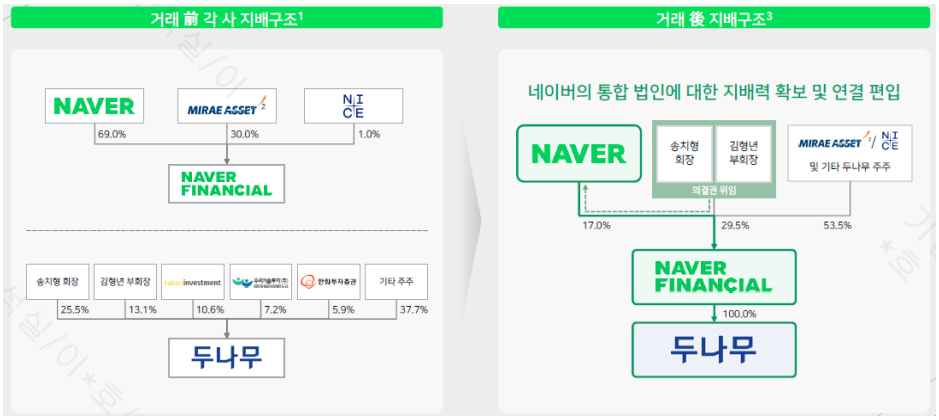
네이버와 두나무는 27일 진행한 합병 간담회에서는 AI와 블록체인의 대중화 시점인 현재가 큰 변곡점이며 글로벌 선도 진출의 적기임을 강조했다. 네이버의 AI/IT 인프라/ 네이버파이낸셜의 결제/웹2, 두나무의 거래, 블록체인 역량을 융합해 글로벌 플레이어들과 경쟁할 계획이다. 기존에 영위하지 않던 신사업을 글로벌 경쟁력이 있는 두나무를 품어 시작한다는 점에서 긍정적이다. 국내에서는 디지털 자산 2단계법, STO 제도화 시 스테이블 코인, RWA 생태계 내 압도적 경쟁력 보유하게 된다. 네이버는 2026년 2분기 이후 AI 탭, 통합 에이전트 출시 예정이기에 에이전트와 블록체인의 강결합으로 새로운 형태의 사용자 경험 제공 가능하다. 국내 경쟁력을 바탕으로 글로벌, 특히 아시아/중동 시장 침투에 집중할 것으로 예상한다.

국내 디지털 자산 생태계 투자의 유일한 선택지

이번 합병으로 국내 실물, 디지털 경제를 아우르는 대형 플랫폼 기업이 탄생한다. 네이버-네이버파이낸셜-두나무의 시너지는 전통 금융을 대체하는 새로운 금융 시스템을 구축하여 모든 사업 요소에 AI/블록체인을 입힐 예정이다. 국내 디지털 자산 관련 법안의 최대 수혜 기업이며 상장사 중 대체재가 없다. 제도화, 사업화에 따라 기업 가치는 상승할 전망이다. 두나무는 과거부터 거래소 외 사업들을 모두 준비해왔으며 최근 기와 체인·월렛도 공개하며 준비를 마쳤다. 제도 마련과 함께 사업화는 즉시 진행되어 숫자로 확인될 것이다. 다만 이번 간담회는 네이버파이낸셜-두나무에 합병에 집중되어 있었기에 네이버의 구체적인 역할이 드러나지 못했다. 현재 기업 가치는 단순 합병으로 인한 재무적 이익을 일부 반영했을 뿐 이들이 이뤄낼 미래 사업 가치를 전혀 반영하지 않고 있다. 보유한 버티컬 서비스들을 극대화 시킬 수 있는 방향, 기술 역량의 글로벌 적용 방안이 제시된다면 네이버가 주도하는 3사 시너지에 대한 밸류에이션이 가능하기에 목표주가 상향 가능하다. 하방은 막혀있고 업사이드는 크게 열려있다. 인터넷 산업 Top Pick을 유지, 매수를 권고한다.

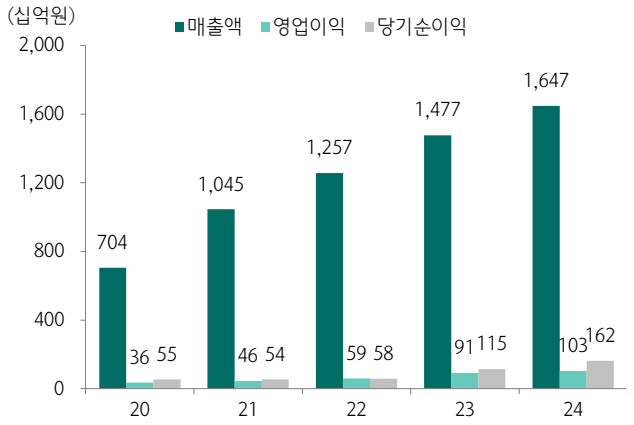
합병 후 네이버 17% 보유. 송치형 회장, 김형년 부회장 의결권 위임으로 지배력 확보 및 연결 편입

도표 1. 합병 후 지배 구조



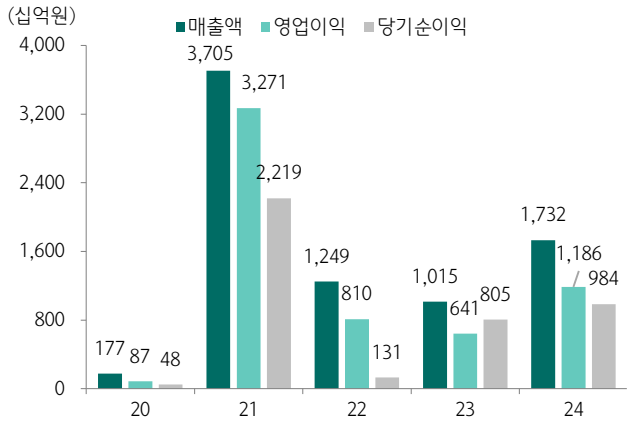
자료: NAVER, 하나증권

도표 2. 네이버 파이낸셜 연간 실적 추이



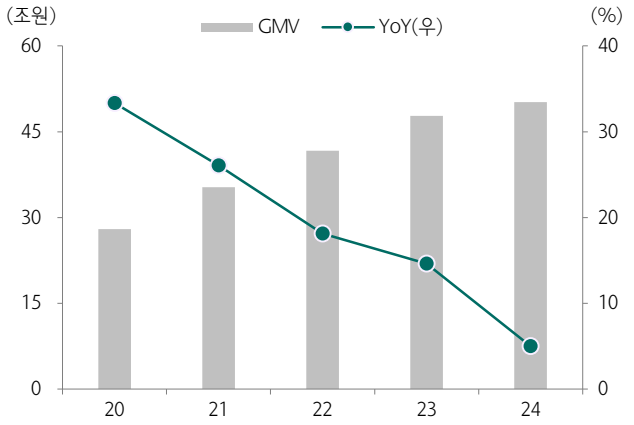
자료: Dart, 하나증권

도표 3. 두나무 연간 실적 추이



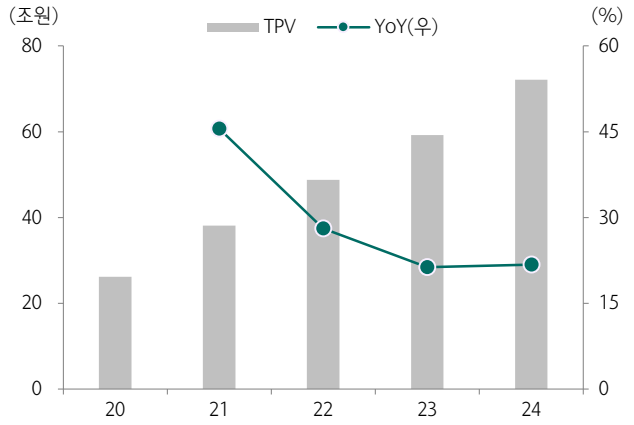
자료: Dart, 하나증권

도표 4. 네이버 커머스 GMV 추이



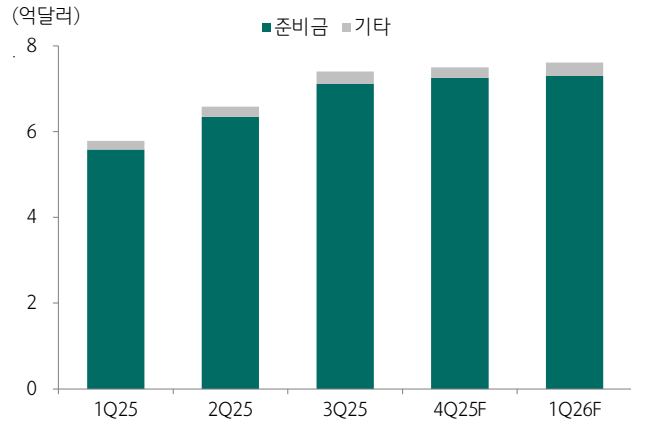
자료: NAVER, 하나증권

도표 5. 네이버 파이낸셜 TPV 추이



자료: NAVER, 하나증권

도표 6. 서클 분기별 매출 추이



자료: NAVER, 하나증권

도표 7. 서클-코인베이스 수익 배분

Distribution, transaction, and other costs

Distribution and transaction costs

We incur distribution costs to incentivize distributors to use and distribute Circle stablecoins. Prior to August 2023, distribution costs were primarily a function of (i) the amount of USDC distributed by Circle and Coinbase and (ii) the amount of USDC held on each respective party's platform. Specifically, we shared any revenue generated from USDC reserves pro rata based on the amount of USDC distributed by each respective party and the amount of USDC held on each respective party's platform in relation to the total amount of USDC in circulation. See "Business—Collaboration with Coinbase." In August 2023, we and Coinbase entered into a Collaboration Agreement, under which we make payments to Coinbase for its role in the distribution of USDC and growth in the USDC ecosystem. These payments are determined based on the daily income generated from the reserves backing USDC, less the management fees charged by non-affiliated third parties for managing such reserves (such as asset management and custody fees) and certain other expenses, which is referred to as the "payment base." From this payment base, (i) we retain a portion ranging from an annualized low-double-digit basis point to high tenth of a basis point based on the amount of USDC in circulation on such day, in consideration of our role as stablecoin issuer (the "issuer retention"), (ii) we and Coinbase each receive an amount equal to the remaining payment base multiplied by the percentage of such stablecoin that is held in the applicable party's custodial products or managed wallet services at the end of such day (after deducting (i) and (ii) above, the "residual payment base"), and (iii) after deducting amounts payable to other approved participants in the USDC ecosystem, Coinbase receives 50% of the residual payment base. See "Business—Collaboration with Coinbase." The issuer retention is designed to reimburse us for indirect costs of issuing stablecoins and the management of the associated reserves, such as maintaining our accounting, treasury, regulatory, and compliance functions, which are generally recognized in various operating expenses including compensation expenses and general and administrative expenses in our consolidated statement of operations.

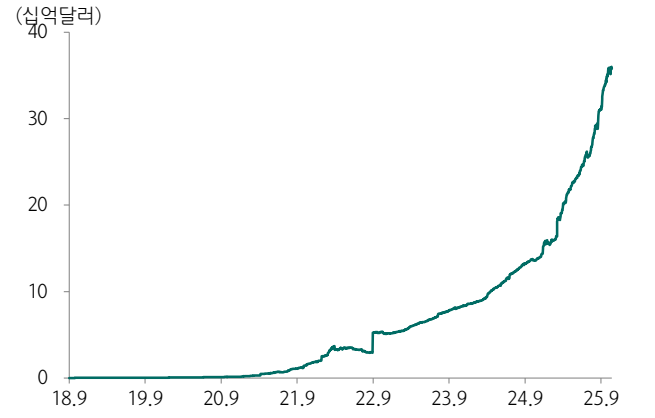
자료: SEC, 하나증권

도표 8. 코인베이스 3분기 매출, 스테이블 코인 유통만으로 높은 수익성 확인

부문	매출(천달러)	비중(%)
거래 수수료		
소비자	843,544	45%
기관	135,009	7%
기타	67,707	4%
합계	1,046,260	56%
구독 및 서비스 수익		
스테이블코인	**354,661**	**19%**
스테이킹	184,647	10%
이자 및 금융수수료	64,758	3%
기타 구독 및 서비스	142,658	8%
합계	746,724	40%
기타 수익	75,709	4%
순매출	**1,868,693**	**100%**

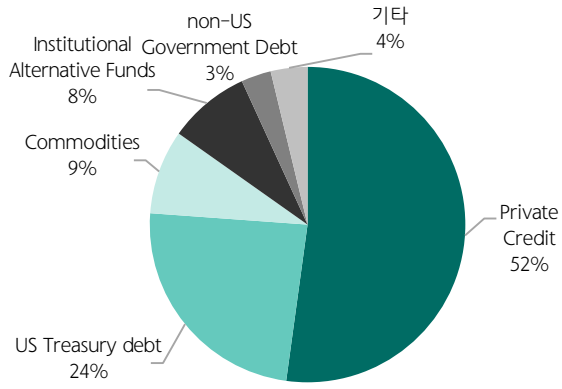
자료: 하나증권

도표 9. 글로벌 RWA 발행량 추이



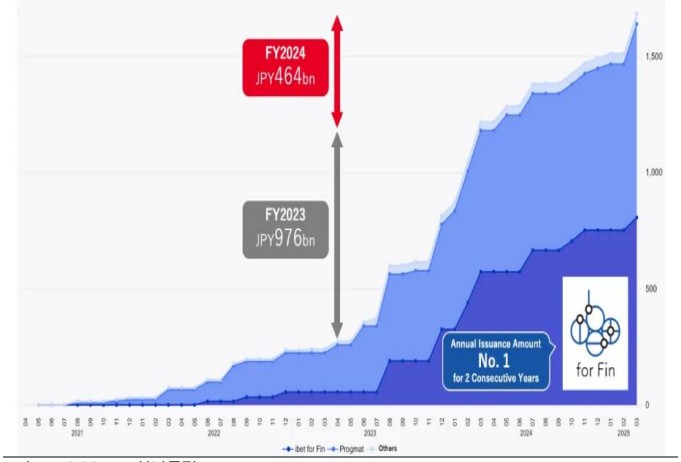
자료: rwa.xyz, 하나증권

도표 10. 글로벌 RWA 발행 비중



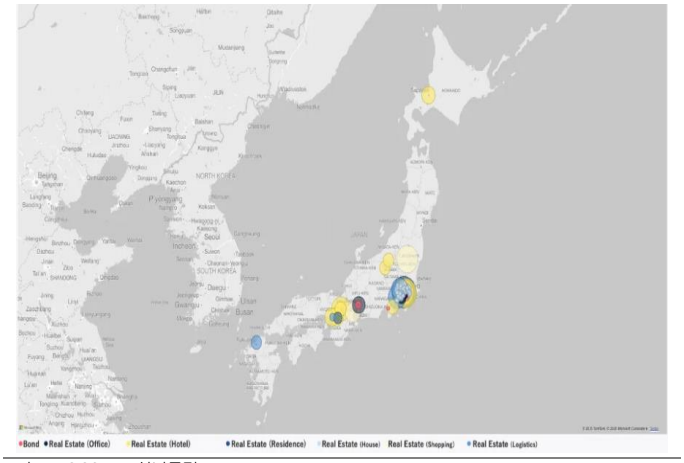
자료: rwa.xyz, 하나증권

도표 11. 일본 STO 누적 발행 추이



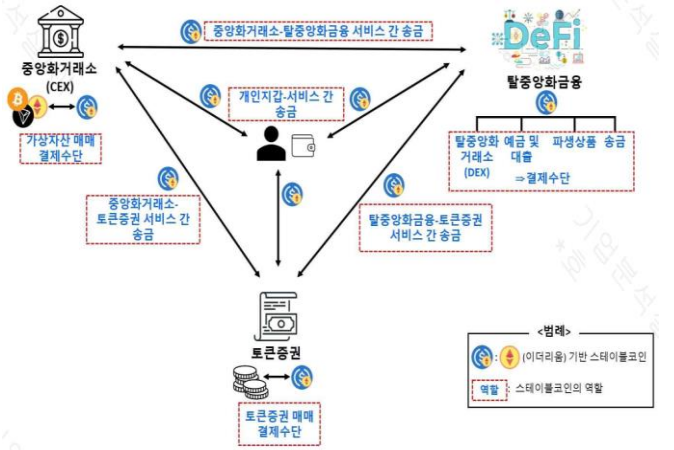
자료: BOOSTRY, 하나증권

도표 12. 일본 RWA 발행 대상



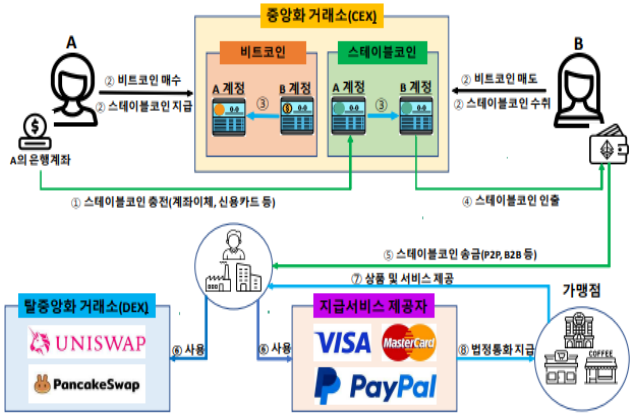
자료: BOOSTRY, 하나증권

도표 13. 스테이블코인과 블록체인 생태계



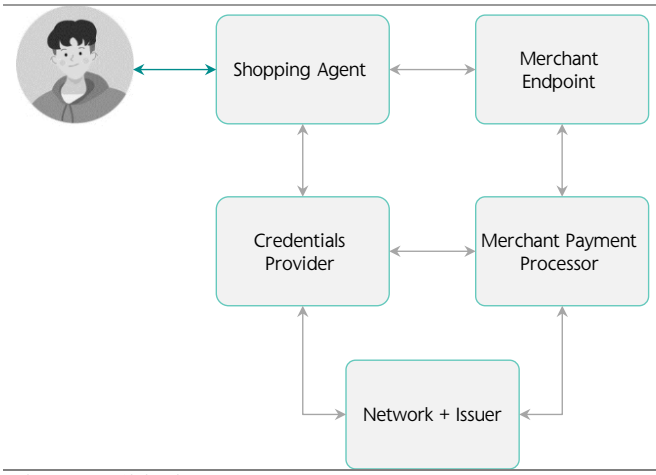
자료: 한국은행, 하나증권

도표 14. 스테이블코인 유통구조



자료: 한국은행, 하나증권

도표 15. 구글 AP2(에이전트 결제 프로토콜) 원리



자료: Google, 하나증권

도표 16. 이더리움 재단 x402 프로토콜

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,670.6**	**10,737.7**	**12,059.1**	**13,140.9**	**14,187.0**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	12,059.1	13,140.9	14,187.0
판관비	8,181.8	8,758.5	9,859.9	10,625.9	11,352.8
영업이익	**1,488.8**	**1,979.3**	**2,199.2**	**2,515.1**	**2,834.3**
금융손익	(79.5)	54.3	144.8	132.7	133.7
종속/관계기업손익	266.5	144.5	508.3	294.4	294.4
기타영업외손익	(194.5)	144.1	(56.8)	(34.7)	(21.2)
세전이익	**1,481.4**	**2,322.2**	**2,795.6**	**2,907.5**	**3,241.1**
법인세	496.4	390.2	620.1	668.7	745.5
계속사업이익	985.0	1,932.0	2,175.4	2,238.8	2,495.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**985.0**	**1,932.0**	**2,175.4**	**2,238.8**	**2,495.7**
비지배주주지분 순이익	(27.3)	8.7	2.3	2.6	2.8
지배주주순이익	**1,012.3**	**1,923.2**	**2,173.1**	**2,236.2**	**2,492.8**
지배주주지분포괄이익	748.8	2,561.2	1,807.2	1,254.3	1,398.2
NOPAT	990.0	1,646.7	1,711.4	1,936.6	2,182.4
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,199.2	2,515.1	2,834.3
성장성(%)					
매출액증가율	17.65	11.03	12.31	8.97	7.96
NOPAT증가율	22.16	66.33	3.93	13.16	12.69
EBITDA증가율	11.02	28.08	(17.10)	14.36	12.69
영업이익증가율	14.11	32.95	11.11	14.36	12.69
(지배주주)순익증가율	33.14	89.98	12.99	2.90	11.47
EPS증가율	33.36	92.77	15.58	3.54	11.48
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	21.42	24.71	18.24	19.14	19.98
영업이익률	15.40	18.43	18.24	19.14	19.98
계속사업이익률	10.19	17.99	18.04	17.04	17.59

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**7,028.1**	**9,374.9**	**9,163.9**	**9,302.2**	**9,576.9**
금융자산	5,100.7	7,535.1	7,120.4	7,103.4	7,202.7
현금성자산	3,576.5	4,195.5	3,445.3	3,179.2	2,997.2
매출채권	491.4	478.0	533.3	574.0	619.9
재고자산	14.8	21.7	24.3	26.1	28.2
기타유동자산	1,421.2	1,340.1	1,485.9	1,598.7	1,726.1
비유동자산	**28,709.8**	**28,793.0**	**32,114.6**	**34,609.8**	**37,298.4**
투자자산	21,231.1	20,910.2	23,799.1	25,294.3	26,982.9
금융자산	3,642.3	3,504.0	4,381.2	4,394.9	4,410.3
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,429.3	4,429.3	5,429.3
무형자산	**3,445.6**	**3,657.2**	**3,476.5**	**3,476.5**	**3,476.5**
기타비유동자산	**1,291.5**	**1,316.0**	**1,409.7**	**1,409.7**	**1,409.7**
자산총계	**35,737.8**	**38,167.9**	**41,278.5**	**43,912.0**	**46,875.3**
유동부채	**6,305.6**	**6,092.2**	**8,169.2**	**8,579.3**	**9,042.4**
금융부채	1,465.5	1,104.9	2,671.1	2,688.9	2,708.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,840.1	4,987.3	5,498.1	5,890.4	6,333.5
비유동부채	**5,194.3**	**5,074.8**	**3,861.1**	**4,014.4**	**4,187.6**
금융부채	**3,417.5**	**3,273.4**	**1,851.5**	**1,851.5**	**1,851.5**
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	2,009.6	2,162.9	2,336.1
부채총계	**11,499.8**	**11,167.0**	**12,030.3**	**12,593.8**	**13,230.0**
지배주주지분	**23,206.0**	**25,459.9**	**27,719.0**	**29,786.5**	**32,110.7**
자본금	**16.5**	**16.5**	**16.5**	**16.5**	**16.5**
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,466.8	1,466.8	1,466.8
자본조정	(607.3)	(638.5)	(644.5)	(644.5)	(644.5)
기타포괄이익누계액	(1,990.2)	(1,305.7)	(1,013.8)	(1,013.8)	(1,013.8)
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,894.1	29,961.6	32,285.7
비지배주주지분	**1,032.0**	**1,541.0**	**1,529.1**	**1,531.7**	**1,534.5**
자본총계	**24,238.0**	**27,000.9**	**29,248.1**	**31,318.2**	**33,645.2**
순금융부채	(217.8)	(3,156.8)	(2,597.8)	(2,563.1)	(2,642.4)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	13,769	14,257	15,893
BPS	148,137	166,221	182,303	195,484	210,301
CFPS	14,111	18,180	16,201	15,772	17,893
EBITDAPS	12,644	16,432	13,934	16,035	18,070
SPS	59,039	66,511	76,407	83,779	90,448
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
주가지표(배)					
PER	36.25	16.70	18.27	17.64	15.82
PBR	1.51	1.20	1.38	1.29	1.20
PCFR	15.87	10.94	15.52	15.95	14.06
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.35	14.31	12.67
PSR	3.79	2.99	3.29	3.00	2.78
재무비율(%)					
ROE	4.41	7.90	8.17	7.78	8.05
ROA	2.91	5.20	5.47	5.25	5.49
ROIC	30.40	41.13	41.13	41.79	40.84
부채비율	47.45	41.36	41.13	40.21	39.32
순부채비율	(0.90)	(11.69)	(8.88)	(8.18)	(7.85)
이자보상배율(배)	11.72	18.87	20.97	23.98	27.02

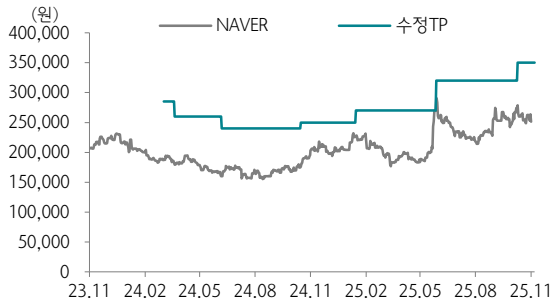
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**2,002.2**	**2,589.9**	**3,081.2**	**2,437.3**	**2,750.0**
당기순이익	985.0	1,932.0	2,175.4	2,238.8	2,495.7
조정	656.4	505.6	(83.9)	(232.6)	(232.5)
감가상각비	582.3	673.5	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(30.5)	135.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(244.3)	(565.2)	(349.8)	(294.4)	(294.4)
기타	348.9	262.2	265.9	61.8	61.9
영업활동자산부채변동	360.8	152.3	989.7	431.1	486.8
투자활동 현금흐름	**(949.8)**	**(1,340.0)**	**(2,987.1)**	**(2,515.4)**	**(2,741.0)**
투자자산감소(증가)	1,920.2	2,330.9	(2,380.6)	(1,200.8)	(1,394.2)
자본증가(감소)	(640.6)	(554.0)	(714.3)	(1,000.0)	(1,000.0)
기타	(2,229.4)	(3,116.9)	107.8	(314.6)	(346.8)
재무활동 현금흐름	**(161.4)**	**(347.2)**	**(234.4)**	**(150.9)**	**(148.7)**
금융부채증가(감소)	(17.7)	(377.0)	144.3	17.7	20.0
자본증가(감소)	(313.8)	180.1	44.1	0.0	0.0
기타재무활동	232.5	(31.3)	(254.4)	0.1	0.0
배당지급	(62.4)	(119.0)	(168.4)	(168.7)	(168.7)
현금의 증감	**891.0**	**902.6**	**(891.6)**	**(266.1)**	**(182.0)**
Unlevered CFO	2,311.4	2,934.9	2,557.0	2,473.8	2,806.5
Free Cash Flow	1,361.6	2,035.9	2,353.8	1,437.3	1,750.0

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NAVER



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.5	BUY	350,000		
25.6.23	BUY	320,000	-24.15%	-9.22%
25.2.10	BUY	270,000	-25.16%	-0.19%
24.11.11	BUY	250,000	-18.33%	-7.20%
24.7.3	BUY	240,000	-29.94%	-25.13%
24.4.16	BUY	260,000	-31.83%	-25.08%
	담당자 변경			

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 11월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.71%	4.29%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 25일