



2025년 9월 29일 | 기업분석_Comment

BUY (유지)

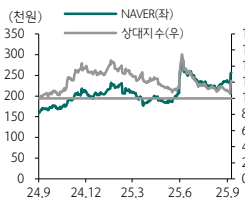
목표주가(12M) 320,000원
현재주가(9.26) 256,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,386.05
52주 최고/최저(원)	290,500/166,100
시가총액(십억원)	40,232.7
시가총액비중(%)	1.44
발행주식수(천주)	156,852.6
60일 평균 거래량(천주)	1,120.4
60일 평균 거래대금(십억원)	266.0
외국인지분율(%)	40.94
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	9.33
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.12

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	11,937.9	13,094.3
영업이익(십억원)	2,218.9	2,545.9
순이익(십억원)	1,927.1	2,175.2
EPS(원)	12,189	13,762
BPS(원)	183,946	197,834

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,908.3	12,851.5
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,221.9	2,579.5
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,542.7	2,848.4
순이익	1,012.3	1,923.2	1,917.1	2,211.5
EPS	6,180	11,913	12,147	14,099
증감률	33.36	92.77	1.96	16.07
PER	36.25	16.70	21.12	18.19
PBR	1.51	1.20	1.42	1.33
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.04	13.41
ROE	4.41	7.90	7.25	7.78
BPS	148,137	166,221	180,301	193,325
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터**NAVER (035420)****두나무 합병설 그리고 분명한 사실****네이버파이낸셜-두나무 합병 가능성 제기**

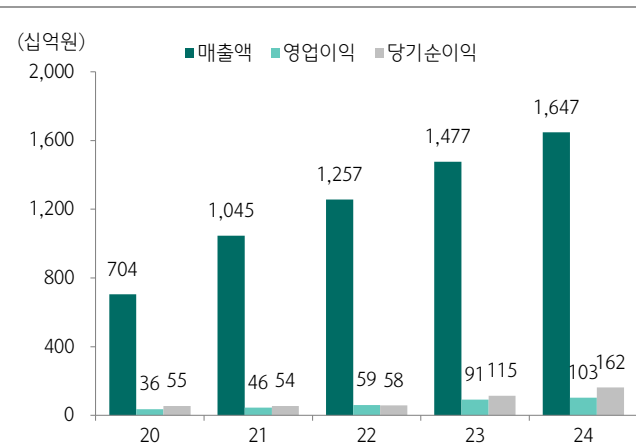
9월 25일, 네이버파이낸셜과 두나무의 포괄적 주식교환을 통한 합병 가능성이 제기되었다. 네이버는 두나무와 스테이블코인, 비상장주식 거래 외에도 기사에 언급된 주식 교환을 포함한 다양한 협력 방안을 논의하고 있으나 확정된 바가 없고 추후 내용 확정 시기 혹은 1개월 내에 재공시하겠다는 해명 공시를 했다. 이후에도 네이버-네이버파이낸셜-두나무의 합병 시나리오까지 보도되며 네이버의 기업 가치는 +12.5% 상승했다. 합병 예정이었다면 네이버파이낸셜이 9월 16일 두나무로부터 100% 자회사 증권플러스 비상장의 지분 70%를 686억원에 별도로 사전에 인수할 필요는 없어 보이는 게 사실이다. 또한 최근 연도 매출, 영업이익, 순이익, 순자산 등 상대 비교에서 두나무가 3배~10배 이상 크기 때문에 네이버가 연결 인식하는 합병비를 산정이 가능한지, 실제 합병이 이뤄질지 여부를 두고 의견들이 오가고 있다. 다만 NAVER는 최근 상승에도 불구하고 26F P/E 18배로 밸류에이션 부담이 없다. 광고/커머스 경쟁력을 바탕으로 한 안정적 이익 성장 지속 예상, 영업이익 성장률 25년/26년 +12.3%/+16.1%로 추정하며 신사업은 멀티플 상방을 열어줄 것으로 전망한다. 4분기 글로벌 LLM와의 협력 가능성도 열려있다. 네이버-두나무가 강한 제휴로 신사업을 추진한다는 분명한 사실만으로도 기존 목표주가 320,000원(시가총액 50조원)까지 안정적인 매수 기회라 판단, Top Pick 유지한다. 실제 합병 및 신사업 가시화에 따라 추정치, 목표주가 상향 예정이다.

분명한 사실에 집중

네이버의 해명 공시에서 확인할 수 있듯 네이버와 두나무는 주식 교환을 포함하여 스테이블코인, 비상장 주식 거래 등에서 다양한 협력 방안을 실제로 논의하고 있다. 국내 최대 검색/커머스/UGC 플랫폼과 암호화폐 거래소의 파트너십은 향후 국내외에서 높은 강도의 시너지 창출 기대 가능하다. 네이버는 국내 실물 경제 내 강력한 우위를 갖춘 플랫폼이다. 2024년 온라인 커머스 거래액 50조원으로 쿠팡에 이어 2위이며 2024년 네이버페이 결제액 72조원으로 간편결제 점유율 1위다. 네이버가 보유한 스마트스토어, 커머스, 결제 생태계는 국내에서 대체 불가능하다. 작년 8월 베타 출시한 Npay월렛은 사용자가 개인 키를 직접 관리하여 NFT, 웹3기반 금융 서비스 지원한다. 이후 확장 예정이다. 또한 결제 디바이스 '커넥트' 베타 서비스 시작했다. 네이버플레이스와 연동하며 QR/페이스 결제 지원 예정이다. 향후 코인 지갑과 연동한 오프라인 결제가 가능해질 것으로 예상된다. 두나무는 국내 1위, 글로벌 4위 거래대금을 갖춘 암호화폐 거래소 업비트를 보유하고 있다. 2위 빗썸과의 차이는 4배 수준으로 큰 격차를 보인다. 9월 자체 블록체인 '기와'와 지갑 서비스 '기와월렛'을 공개했다. 양사의 시너지는 실물-디지털 경제를 이어 스테이블코인/암호화폐 유통에서 1위로 자리 잡을 가능성이 크다. 현재까지 원화 스테이블코인의 발행은 은행/증권 등 제도권과 함께 컨소시엄으로 진행할 가능성이 높아 보인다. 논의되는 법안 내용처럼 준비금을 단기 국채 등으로 보유해야 한다면 국내 발행자의 예상 기대 수익은 발행량

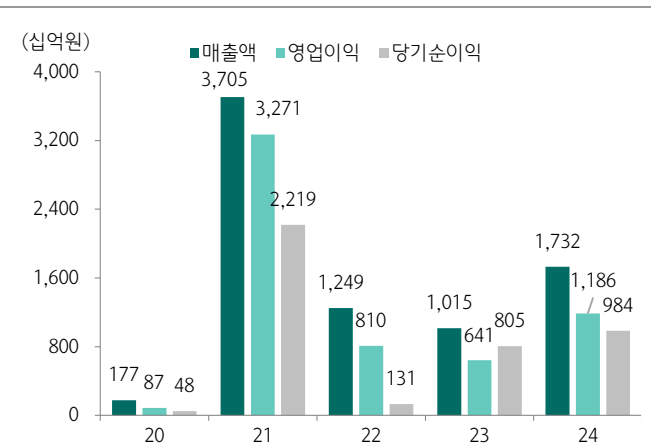
의 2% 초중반으로 글로벌 대비 낮다. 이마저도 유통사와 세어하다면 절반 이하로 줄 가능성이 높다. 발행에 초점을 맞추기 보다는 유통의 강점과 신사업으로의 확장성이 중요하며, 국내에서는 글로벌에서의 코인베이스 이상의 경쟁력과 협상력 갖출 수 있다고 판단한다. 국내 커머스부터 광고비, 크리에이터 수익 정산, 크로스 보더 송금, 글로벌 C2C, 웹툰 플랫폼까지도 확장성을 갖게 된다. 국내외 달러 스테이블코인의 유통에서도 양 사는 큰 이점을 가진다. 두나무는 이미 국내 최대 달러 스테이블코인 유통처다. 올해 1분기 국내 달러 스테이블코인 거래액은 57조원이며, 대부분 업비트에서 거래된다. 달러 스테이블코인의 활용은 글로벌 빅테크의 채택, B2B/B2C AI 에이전트의 출현에 따라 불가피한 변화로 보인다. 네이버-두나무는 새로운 헤게모니에서도 강점을 유지할 수 있다. 상기한 내용 외에도 비상장 주식 거래, 부동산 RWA, STO 등 사업 확장의 기회 자체가 열렸다. 제도화에 따라 실현될 것으로 기대한다. 향후 자세한 리포트를 통해 업데이트 예정이다.

도표 1. 네이버 파이낸셜 연간 실적 추이



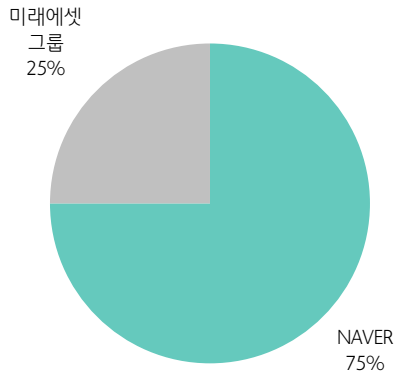
자료: Dart, 하나증권

도표 2. 두나무 연간 실적 추이



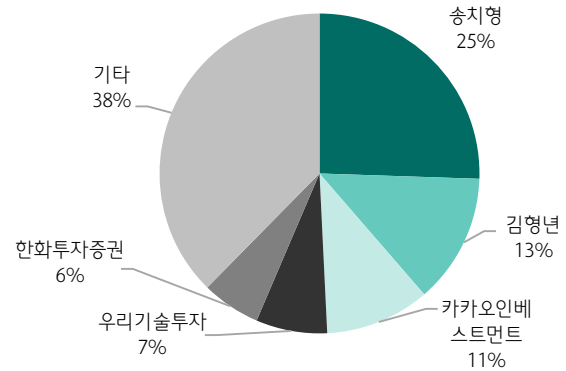
자료: Dart, 하나증권

도표 3. 네이버 파이낸셜 주주 구성



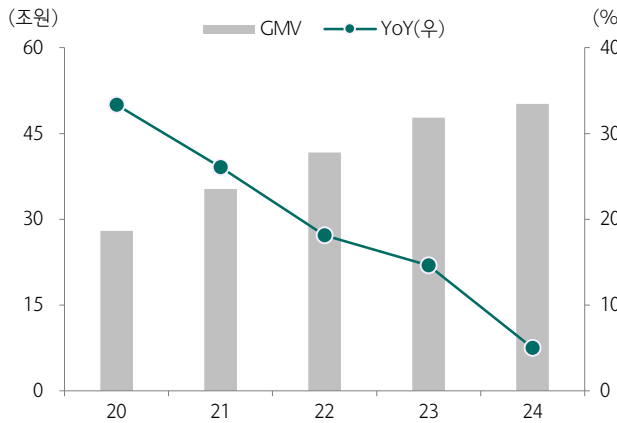
자료: 언론보도, 하나증권

도표 4. 두나무 주주 구성



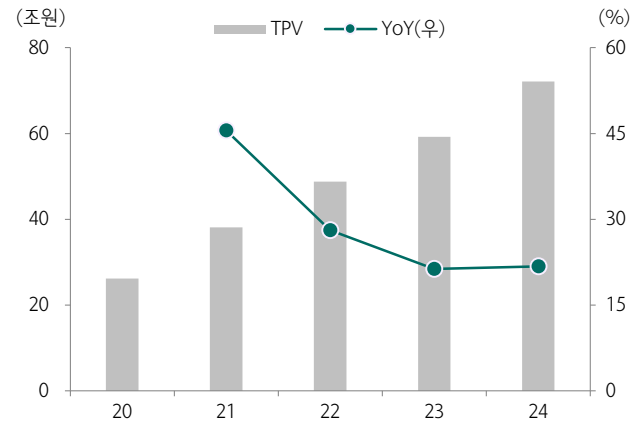
자료: Dart, 하나증권

도표 5. 네이버 커머스 GMV 추이



자료: NAVER, 하나증권

도표 6. 네이버 파이낸셜 TPV 추이



자료: NAVER, 하나증권

도표 7. 코인베이스 2분기 매출

부문	매출(천달러)	비중(%)
거래 수수료		
소비자	649,908	43%
기관	60,819	4%
기타	53,543	4%
합계	764,270	51%
구독 및 서비스 수익		
스테이블코인	332,497	22%
스테이킹	144,535	10%
이자 및 금융수수료	59,316	4%
기타 구독 및 서비스	119,478	8%
합계	655,826	44%
기타 수익	77,112	5%
순매출	1,497,208	100%

주: 2분기 서클 실적 매출은 2.5억달러, 코인베이스 스테이블코인 수익을 하회. 보유에 따른 수익 세어 구조
 자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,908.3	12,851.5	13,776.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,908.3	12,851.5	13,776.2
판매비	8,181.8	8,758.5	9,686.4	10,272.1	10,892.5
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,221.9	2,579.5	2,883.7
금융손익	(79.5)	54.3	71.2	80.6	113.4
종속/관계기업손익	266.5	144.5	305.7	294.4	294.4
기타영업외손익	(194.5)	144.1	(56.2)	(106.1)	(67.3)
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,542.7	2,848.4	3,224.3
법인세	496.4	390.2	624.1	626.6	709.3
계속사업이익	985.0	1,932.0	1,918.6	2,221.7	2,515.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	985.0	1,932.0	1,918.6	2,221.7	2,515.0
비배주주지분 손이익	(27.3)	8.7	1.5	10.3	11.6
지배주주순이익	1,012.3	1,923.2	1,917.1	2,211.5	2,503.4
지배주주지분포괄이익	748.8	2,561.2	1,630.9	1,244.7	1,409.0
NOPAT	990.0	1,646.7	1,676.6	2,012.0	2,249.3
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,221.9	2,579.5	2,883.7
성장성(%)					
매출액증가율	17.65	11.03	10.90	7.92	7.20
NOPAT증가율	22.16	66.33	1.82	20.00	11.79
EBITDA증가율	11.02	28.08	(16.24)	16.09	11.79
영업이익증가율	14.11	32.95	12.26	16.09	11.79
(지배주주)순이익증가율	33.14	89.98	(0.32)	15.36	13.20
EPS증가율	33.36	92.77	1.96	16.07	13.20
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	21.42	24.71	18.66	20.07	20.93
영업이익률	15.40	18.43	18.66	20.07	20.93
계속사업이익률	10.19	17.99	16.11	17.29	18.26

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	12,147	14,099	15,960
BPS	148,137	166,221	180,301	193,325	208,209
CFPS	14,111	18,180	15,863	15,238	17,426
EBITDAPS	12,644	16,432	14,078	16,445	18,385
SPS	59,039	66,511	75,452	81,934	87,829
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
주가지표(배)					
PER	36.25	16.70	21.12	18.19	16.07
PBR	1.51	1.20	1.42	1.33	1.23
PCFR	15.87	10.94	16.17	16.83	14.72
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.04	13.41	11.57
PSR	3.79	2.99	3.40	3.13	2.92
재무비율(%)					
ROE	4.41	7.90	7.25	7.78	8.18
ROA	2.91	5.20	4.85	5.25	5.58
ROIC	30.40	41.13	41.87	52.48	62.92
부채비율	47.45	41.36	41.14	40.06	38.92
순부채비율	(0.90)	(11.69)	(10.05)	(12.79)	(15.62)
이자보상배율(배)	11.72	18.87	21.19	24.59	27.49

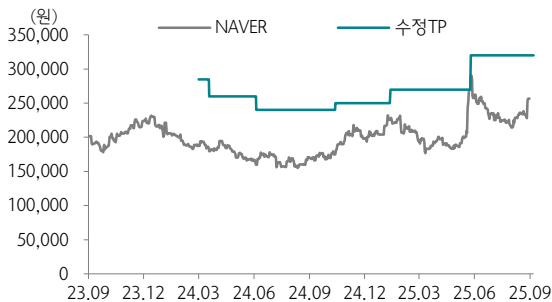
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028.1	9,374.9	9,436.1	10,645.8	12,063.9
금융자산	5,100.7	7,535.1	7,427.8	8,496.9	9,760.3
현금성자산	3,576.5	4,195.5	3,809.0	4,652.6	5,667.8
매출채권	491.4	478.0	524.1	560.9	601.4
재고자산	14.8	21.7	23.8	25.5	27.4
기타유동자산	1,421.2	1,340.1	1,460.4	1,562.5	1,674.8
비유동자산	28,709.8	28,793.0	31,400.2	32,753.6	34,243.0
투자자산	21,231.1	20,910.2	23,461.3	24,814.6	26,304.0
금융자산	3,642.3	3,504.0	4,378.1	4,390.5	4,404.1
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,052.7	3,052.7	3,052.7
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	1,409.8	1,409.8
자산총계	35,737.8	38,167.9	40,836.4	43,399.4	46,306.9
유동부채	6,305.6	6,092.2	8,076.5	8,447.7	8,856.3
금융부채	1,465.5	1,104.9	2,667.1	2,683.2	2,700.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,840.1	4,987.3	5,409.4	5,764.5	6,155.5
비유동부채	5,194.3	5,074.8	3,826.5	3,965.3	4,118.0
금융부채	3,417.5	3,273.4	1,851.5	1,851.5	1,851.5
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	1,975.0	2,113.8	2,266.5
부채총계	11,499.8	11,167.0	11,903.0	12,413.0	12,974.2
지배주주지분	23,206.0	25,459.9	27,405.0	29,447.9	31,782.5
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)	(1,071.8)	(1,071.8)	(1,071.8)
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,638.1	29,680.8	32,015.5
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,528.3	1,538.5	1,550.1
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,933.3	30,986.4	33,332.6
순금융부채	(217.8)	(3,156.8)	(2,909.2)	(3,962.2)	(5,208.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,929.6	2,379.4	2,711.8
당기순이익	985.0	1,932.0	1,918.6	2,221.7	2,515.0
조정	656.4	505.6	118.6	(232.5)	(232.6)
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)	(147.2)	(294.4)	(294.4)
기타	348.9	262.2	265.8	61.9	61.8
영업활동 자산부채변동	360.8	152.3	892.4	390.2	429.4
투자활동 현금흐름	(949.8)	(1,340.0)	(2,477.0)	(1,349.9)	(1,508.6)
투자자산감소(증가)	1,920.2	2,330.9	(2,245.4)	(1,058.9)	(1,195.0)
자본증가(감소)	(640.6)	(554.0)	(337.7)	0.0	0.0
기타	(2,229.4)	(3,116.9)	106.1	(291.0)	(313.6)
재무활동 현금흐름	(161.4)	(347.2)	(238.4)	(152.6)	(151.0)
금융부채증가(감소)	(17.7)	(377.0)	140.3	16.1	17.7
자본증가(감소)	(313.8)	180.1	44.1	0.0	0.0
기타재무활동	232.5	(31.3)	(254.4)	0.0	0.0
배당지급	(62.4)	(119.0)	(168.4)	(168.7)	(168.7)
현금의 증감	891.0	902.6	(528.0)	843.6	1,015.3
Unlevered CFO	2,311.4	2,934.9	2,503.6	2,390.2	2,733.2
Free Cash Flow	1,361.6	2,035.9	2,578.7	2,379.4	2,711.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NAVER



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.23	BUY	320,000		
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 9월 30일 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 9월 30일 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 09월 27일