

## NAVER 035420

## 서비스에서 인프라로, 네이버 AI 패러다임의 변화

## 엔비디아 제휴: 국내 TOP AI 인프라기업으로 발돋움할 전망

10/31 네이버는 엔비디아와 현실공간과 디지털공간을 유기적으로 연결하는 '피지컬AI' 플랫폼 공동개발 MOU를 맺고, 조선/에너지/바이오/방산 등 주요산업의 AX를 이끌겠다고 밝혔다. 이를 위한 일환으로 엔비디아는 삼성, SK, 현대차, 네이버 등에게 26만장의 GPU를 2030년까지 순차적으로 공급하기로 결정했다. 기존 국내 추정 GPU 보유량 5~6만장에서 32만장으로 6배 이상 급등한다. 이로써 대한민국은 미국-중국에 이은 확고한 TOP3 AI 인프라 국가로 발돋움할 전망이다. 특히 네이버는 6만장의 블랙웰 GPU를 확보하며 단일기업 기준 최대 수준을 확보했다. 타 그룹사들의 물량이 계열사별로 분배될 가능성을 고려하면, 네이버가 국내 GPU 자원 최정상(기존 3위)으로 올라갈 가능성도 충분하다. 각세종의 서버유닛이 29년까지 10만→30만 확대될 예정이고, 최근 CNS와 죽전데이터센터 임차계약을 맺는 등, 수용 CAPA는 충분하다고 판단된다. 네이버는 이번 MOU를 통해 기존의 배가 넘는 GPU를 확보, 자체 AI 모델의 성능을 증진시킴과 동시에 AX기반 인프라 사업에 박차를 가할 수 있을 전망이다.

## 네이버AI: 이제는 서비스에서 인프라로 패러다임이 전환, 리레이팅 필요

네이버는 국내에서 유일하게 IaaS-PaaS-SaaS-AI모델 풀스택을 보유한 회사다(삼성SDS는 모델X). 다만 외부 클라우드 매출 비중이 적고, AI모델의 성능우위가 없어 유의미한 매출증대가 어려웠다. B2C AI 서비스 또한 GPT의 부상으로 광고 경쟁이 심화, 계속해서 AI 디레이팅이 이뤄지고 있는 상황이었다. 이번 GPU 6만장 확보 및 피지컬 AI 엔비디아 공동개발로 패러다임이 서비스→인프라로 변화할 수 있어 주목한다. 그 일환으로 네이버는 사우디 국가 프로젝트에 참여, 8천억원 규모의 현지 디지털트윈 사업을 수주할 예정이다. 해당수주와 함께 GPUaaS, 에너지/방산 등 안보민감 산업의 수주가 가속화될 것으로 예상된다. 확보할 GPU 물량 3~40%만 대여해도 1.2조원 수준의 매출기여가 가능하고 AX의 규모는 이를 크게 상회할 전망이다.

## Financial Data

| (십억원)        | 2022  | 2023  | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 8,220 | 9,671 | 10,738 | 11,981 | 13,314 |
| 영업이익         | 1,305 | 1,489 | 1,979  | 2,220  | 2,531  |
| 영업이익률(%)     | 15.9  | 15.4  | 18.4   | 18.5   | 19.0   |
| 세전이익         | 1,084 | 1,481 | 2,322  | 2,772  | 3,316  |
| 지배주주지분순이익    | 760   | 1,012 | 1,923  | 2,050  | 2,311  |
| EPS(원)       | 4,634 | 6,233 | 12,139 | 13,765 | 15,515 |
| 증감률(%)       | -95.4 | 34.5  | 94.7   | 13.4   | 12.7   |
| ROE(%)       | 3.3   | 4.4   | 7.9    | 7.9    | 8.4    |
| PER(배)       | 38.3  | 35.9  | 16.4   | 19.4   | 17.2   |
| PBR(배)       | 1.3   | 1.6   | 1.2    | 1.6    | 1.5    |
| EV/EBITDA(배) | 16.1  | 17.8  | 10.8   | 15.1   | 11.7   |

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임  
02-709-2658

2025.11.03

## 매수(유지)

|             |          |
|-------------|----------|
| 목표주가(유지)    | 400,000원 |
| 현재주가(10/31) | 267,500원 |
| 상승여력        | 49.5%    |

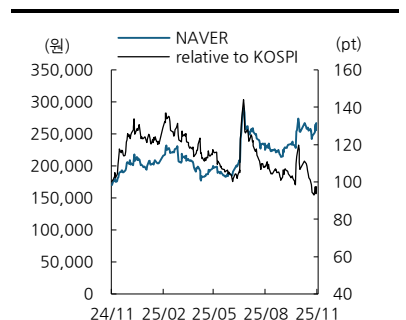
## Stock Data

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| KOSPI                         | 4,107.5pt  |
| 시가총액(보통주)                     | 41,958십억원  |
| 발행주식수                         | 156,853천주  |
| 액면가                           | 100원       |
| 자본금                           | 16십억원      |
| 60일 평균거래량                     | 1,465천주    |
| 60일 평균거래대금                    | 360,845백만원 |
| 외국인 지분율                       | 0.0%       |
| 52주 최고가                       | 295,000원   |
| 52주 최저가                       | 168,500원   |
| 주요주주                          |            |
| 국민연금공단(외 1인)                  | 9.3%       |
| BlackRockFund Advisors(외 14인) | 6.1%       |

## 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | -0.4  | -20.3 |
| 3M  | 13.8  | -12.7 |
| 6M  | 33.4  | -27.2 |

## 주가차트



### 목표주가 40만원 유지, 드디어 보이는 AI 리레이팅의 가능성

네이버 목표주가 40만원을 유지하며 인터넷/SW업종 최선호주 의견을 유지한다. 이번 GPU 확보 및 엔비디아와의 피지컬 AI 공동개발로 드디어 네이버 AI 디레이팅 해소의 길이 열렸다. 네이버 AI B2C 서비스의 수익화는 여전히 가시밭길이다. 그러나 서비스→인프라로 패러다임이 변화한다면, 클라우드 부문에서 AI관련 매출이 급등하며 리레이팅 시나리오로 직행할 수 있다.

특히 피지컬AI 엔비디아 공동개발은 네이버의 높은 디지털트윈 기술이 인정받은 사례로 판단한다. 실제로 네이버는 중동에 사우디 국영기업과 함께 JV를 설립한 바 있다.

언론보도에 따르면 20억리얄(약 8천억원)의 수주가 발생할 전망이다. 해당 수주는 사우디아라비아의 주거/이동/생활 전반에 도움이 되는 지도 기반 슈퍼앱의 구축/운영을 핵심사업으로 영위하며, 디지털 트윈 플랫폼 기반 사업까지 확대될 전망이다. 단순 수주규모 확보 뿐만 아니라 레퍼런스 확보에도 의미가 있다. 추후 글로벌 수주규모는 조단위로 성장 가능성 높다고 판단한다. 또한 엔비디아와의 기술협력으로 피지컬AI 플랫폼 - 즉 AX 전환 솔루션도 고도화 될 전망이다

표1 엔비디아대한민국 공급계약 개요

| 항목             | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 공급 대상 총 GPU 수량 | 약 260,000 장 이상                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 주요 공급 대상       | 정부/삼성/SK/현대차: 5 만장, 네이버 6 만장                                                                                                                                                                                                                                                       |
| GPU 세대/제품명     | "Blackwell" AI 칩 (RTX 프로 6000 및 서버용 GB200)                                                                                                                                                                                                                                         |
| 계약 목적 / 용도     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 정부: 국가 AI 컴퓨팅센터 및 국내 클라우드/AI 모델 인프라 구축</li> <li>• 삼성전자: 반도체 제조 AI팩토리, 모바일/로봇 등 AI 통합제조 체계</li> <li>• SK: 산업용 AI팩토리/클라우드, 디지털트윈 생산시설</li> <li>• 현대차: 자율주행-스마트팩토리-모빌리티 AI 생태계 구축</li> <li>• NAVER: 피지컬 AI 엔비디아 공동개발 및 소버린 AI에 활용</li> </ul> |
| 계약 금액          | 14 조원~ 20 조원 추정                                                                                                                                                                                                                                                                    |

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

### 하이퍼 클로바X 성능 기하급수적으로 증가예상, B2BAX 침범될 것

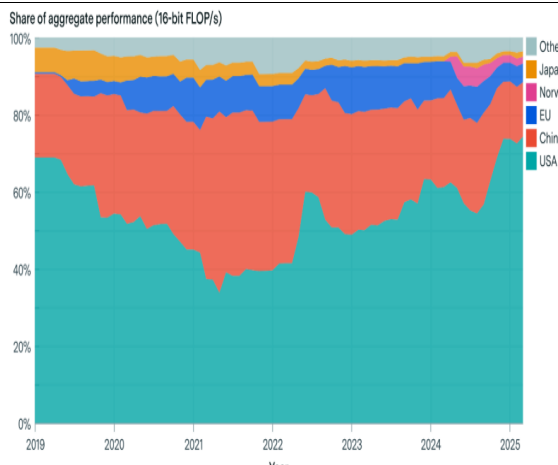
네이버는 이번 계약으로 30년까지 추정 7~8만장의 GPU를 확보하게 된다. 이번 그룹사 물량이 계열사 흩어질 것임을 고려하면 단일기업 기준 국내 TOP GPU 자원을 가진 기업으로 거듭날 전망이다. 드디어 AI 기반으로 인프라/서비스를 공격적으로 영위할 수 있는 체급으로 단숨에 올라서는 셈이다.

그렇다고 해도 합산 3천만장의 GPU를 보유한 미국 빅테크들과의 B2C AI 경쟁은 여전히 어불성설이다. 그러나 10배 이상으로 늘어날 컴퓨팅 자원으로 하이퍼 클로바X의 성능이 기하급수적으로 증진될 수 있을 것임은 명백하다. 네이버 소버린 AI의 가치가 높아지는 셈이다. 소버린AI는 이제서야 비로소 에너지/국방 등 안보적 이슈가 존재하는 곳에 빛을 발할 수 있을 것으로 전망한다.

또한 네이버가 최종적으로 AI 모델 개발 경쟁에서 패배한다고 해도, 미국의 코어위브, 네비우스와 같은 클라우드 판매모델로 전환도 가능하다. 현재 GPU 수요를 감안하면 과다한 GPU투자에 따른 손실 가능성은 현저히 낮다. 네이버는 국내에서 유일하게 AI 풀스택(IaaS-PaaS-SaaS-자체AI모델)을 보유중인 기업이다. 여기에 마침 자체 IDC인 각세종 확대계획도 존재한다. 네이버는 현재 10만유닛의 각세종(최대 60만유닛 수용가능)을 29년까지 30만유닛으로 확장할 계획이다. 그외로도 최근 수천억 규모의 죽전 데이터센터 임차계약을 LGCNS와 체결했고, 엔비디아와 함께 모로코에 500MW급 AI 데이터센터를 구축할 예정이다. 늘어난 GPU 서버를 수용할 데이터센터 CAPA를 충분히 확보하고 있어 긍정적이다.

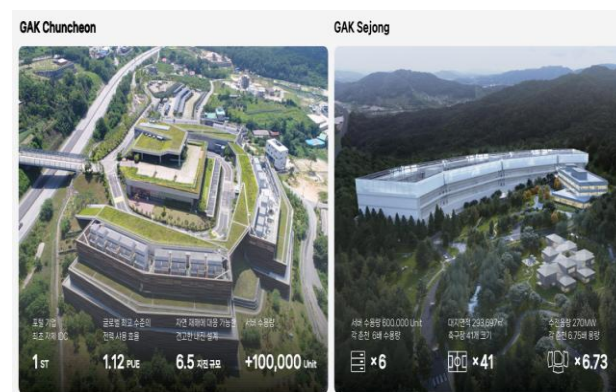
네이버는 현재 방위 AI Agent의 개발을 목표로 한화에너지로스페이스와 협력하며 소버린 AI 확대에 힘쓰고 있다.

그림1 GPU자원 비중 - 한국이 단숨에 3위로 올라설 전망



자료: HAL, DS투자증권 리서치센터

그림2 네이버 IDC



자료: 네이버, DS투자증권 리서치센터

### GPUaaS 사업 확대도 주목

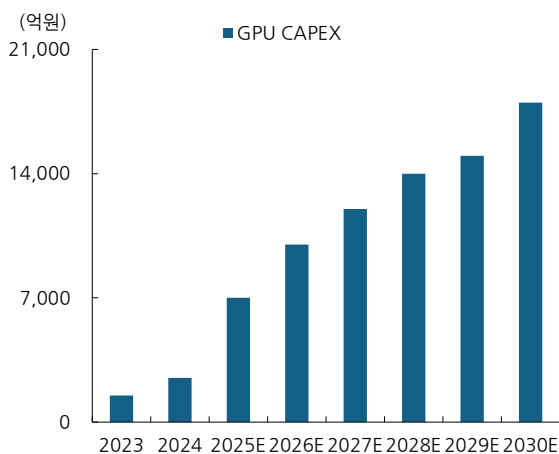
금번 GPU확보 딜을 통해 GPU 구입규모는 23년 추정 1,000억원대에서 '26년에는 약 1조수준까지 확대될 것으로 예상된다. 6만장이 '30년까지 균등 배분된다 고 하면 '30년까지 GPU 구입규모는 1조수준이 유지될 전망이다. 다만 정부가 '민간의 부담이 커 정부의 지원방안을 찾고 있다'라고 같이 언급한 점을 감안하면, 정부 구입 후 네이버에게 임차하는 방식으로 분배될 가능성도 존재한다. 이 경우 감가상각비 및 CAPEX에 대한 우려는 깊지 않을 것이다.

또한 잔여 GPU자원을 통해 수익화 할 수 있는 방법도 존재한다. 네이버는 GPU를 대여해주며 고객사의 AI전환을 종합적으로 컨설팅하는 GPUaaS 사업확대를 지속적으로 강조하고 있다.

최근 네이버는 GPUaaS 민간 최대 규모수주였던 포티투닷의 약 2천억원 발주(네이버 천억원-KT천억원)를 수주하며 본격적으로 GPUaaS 사업에 진출한 바 있다. GPUaaS 사업은 초기 고정비 부담이 크지만 변동성 비용은 적어 매출총이익률이 70%에 이르는 것으로 추정된다.

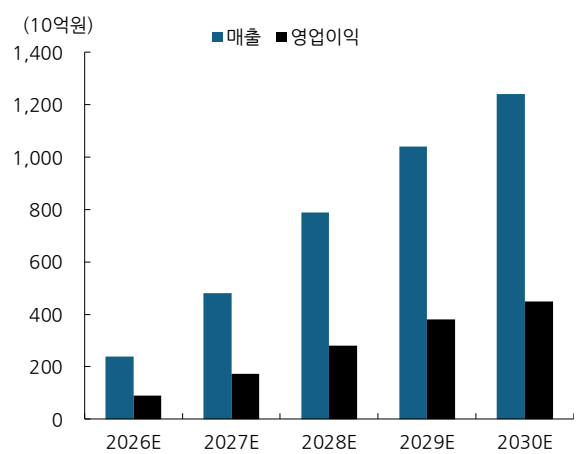
네이버가 2030년까지 GPU 8만장(RTX+GB200가정, 평균 대여단가 4.5\$/h, 가동률 80%가정) 보유, 대여에 30~40% 활용한다는 가정하에 '2030년 GPUaaS 매출은 약 1.2조원, GPM 약 9천억원 수준까지 성장 가능할 것으로 전망한다. 이로써 GPU 투자에 따른 비용증가를 일부 GPUaaS로 상쇄시킬 것이 기대된다. 또한, AX사업의 가치는 GPU대여서비스 가치를 크게 상회할 수 있을 것으로 전망한다. 네이버 인프라 부가가치는 단순계산만으로도 연간 반복매출 2조원 수준이다. 이는 현재 클라우드매출 0.5조원을 크게 상회하는 수준이다.

그림3 네이버 GPU CAPEX 전망



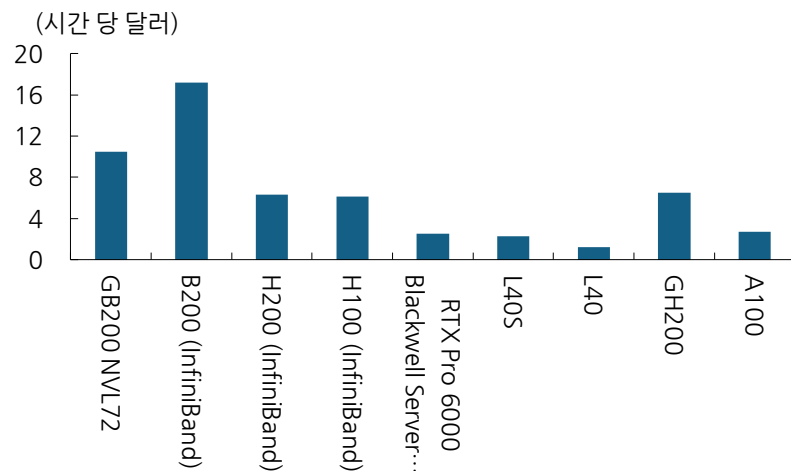
자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 네이버 GPUaaS 사업 매출액 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

그림5 Core Weave GPU 임대가



자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

그림1 네비우스 GPU 임대가

## Reserve your best price

NVIDIA H200 GPU

**\$2.30 / hour**

Access improved cost savings on NVIDIA H200 GPUs with a commitment of hundreds of units.

Contact us

NVIDIA H100 GPU

**\$2.00 / hour**

Receive discounted pricing for NVIDIA H100 GPUs with a commitment of hundreds of units.

Contact us

NVIDIA Blackwell Platforms

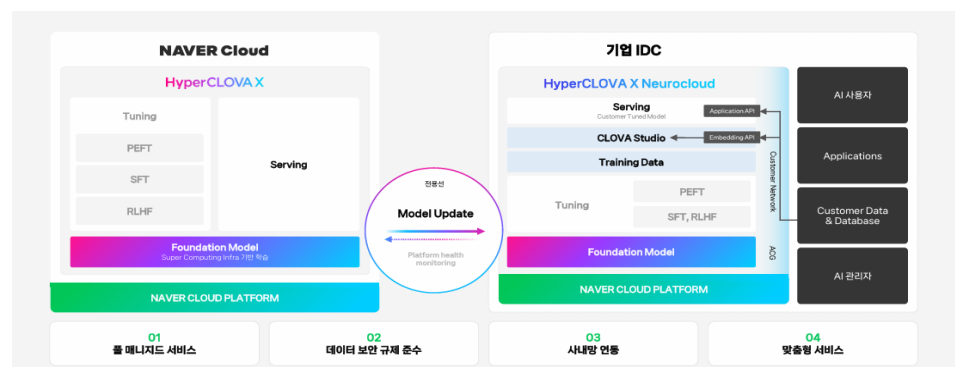
**Pre-order**

Be among the first to get access to NVIDIA GB200 NVL72 and GB300 NVL72, the most advanced NVIDIA accelerators on the market.

Reserve capacity now

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 네이버 뉴로클라우드 개요- 하이브리드(프라이빗)클라우드 제공으로 보안민감 산업 침투예상



자료: 네이버, DS투자증권 리서치센터

## 두나무 분석

### 두나무 실적전망

표2 두나무 실적 전망

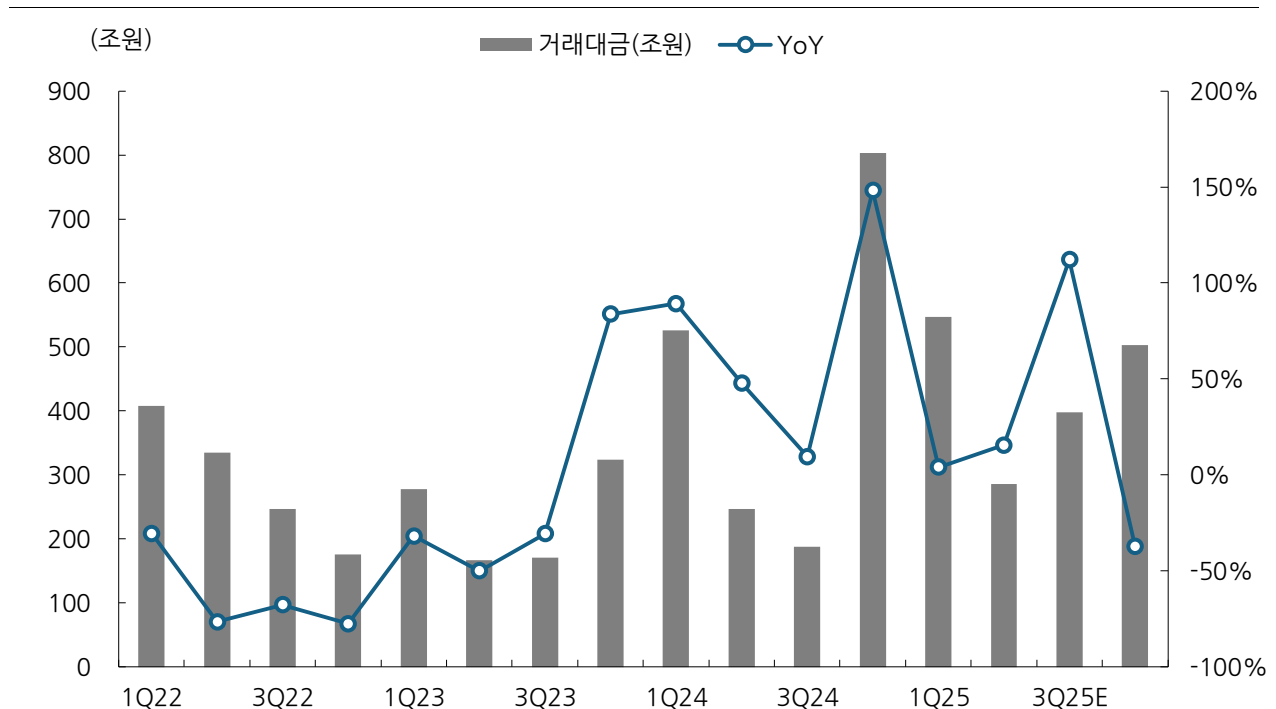
| 단위:억원 | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25E | 4Q25E | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액   | 5,311 | 2,570 | 1,893 | 7,541 | 5,162 | 2,857 | 3,976 | 4,723 | 17,316 | 16,719 | 18,725 |
| 영업비용  | 1,955 | 980   | 1,054 | 1,463 | 1,199 | 1,329 | 1,200 | 1,223 | 5,452  | 4,928  | 5,911  |
| 영업이익  | 3,356 | 1,590 | 839   | 6,077 | 3,963 | 1,528 | 2,776 | 3,500 | 11,863 | 11,791 | 11,767 |
| 지배순이익 | 2,688 | 1,325 | 601   | 5,238 | 3,222 | 992   | 2,333 | 3,105 | 9,852  | 9,652  | 11,610 |

자료: DART, DS투자증권 리서치센터

25년 반기 기준 두나무 매출액은 8,019억원, 영업이익 5,491억원 반기순이익 4,181억원에 달한다. 고객위탁코인 총액은 68조원이며, 원화예치금은 4.4조원이다. 또한 동사가 보유하고 있는 코인 총액은 2.6조에 달한다. 매출은 99%가 거래수수료에서 발생한다.

전반적으로 비용 부담이 크지 않으므로, 매출에 따라 영업레버리지 효과가 발생하는 기업이다. 매출액 - 영업이익 - 당기순이익 모두 가상화폐 업황에 따라 변동하는 추이를 보이는 것도 특징이다.

그림3 두나무 거래대금 추이 및 전망



자료: 두나무, DS투자증권 리서치센터

## 두나무 재무 시나리오 분석

네이버 실적추정에 고려하지 않았지만, BASE 기준, 2025 년 암호화폐 시장 총 시총 \$4T, 거래대금 YoY +10%,  
Take rate 유지된다는 가정하에 당사가 보는 '26~'30 시나리오는 다음과 같다.

표3 BASE 시나리오

|          | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 거래대금(조원) | 1,932 | 2,029 | 2,333 | 2,799 | 3,023 |
| 매출액(조원)  | 1.9   | 2.0   | 2.3   | 2.8   | 3.0   |
| 영업비용     | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 영업이익     | 1.3   | 1.4   | 1.7   | 2.1   | 2.3   |

자료: DS투자증권 리서치센터

표4 BEAR 시나리오

|          | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 거래대금(조원) | 1,755 | 1,651 | 1,811 | 1,950 | 2,211 |
| 매출액(조원)  | 1.8   | 1.7   | 1.8   | 2.0   | 2.2   |
| 영업비용     | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 영업이익     | 1.2   | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.5   |

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표5 BULL 시나리오

|          | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 거래대금(조원) | 2,011 | 2,321 | 3,022 | 3,522 | 4,012 |
| 매출액(조원)  | 2.0   | 2.3   | 3.0   | 3.5   | 4.0   |
| 영업비용     | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
| 영업이익     | 1.3   | 1.5   | 2.1   | 2.6   | 3.0   |

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해당 추정치는 암호화폐 규제 변동이 없다고 가정한, 오로지 현재처럼 거래수수료 비즈니스만 영위한다는 가정하의 시나리오다. 2030 년 베이스 시나리오 기준 영업이익 2.3 조원 수준이며, 이는 2022~2023 년 저점 대비 약 2 배 수준의 회복이다.

BULL CASE 반영 시 영업이익이 3 조원까지 확대될 가능성이 있다.

반면 암호화폐 BEAR 케이스 반영 시 2030 년 1.5 조원 수준을 예상한다.

또한 스테이블코인&파생거래허용&STO 허용 등의 규제완화를 가정한 BEST 시나리오에서는, 매출액 6.5 조원 영업이익 4.3 조원 수준까지 폭발적인 성장이

가능할 것으로 예상된다. 네이버 합병 시에만 해당 시나리오가 Work 한다. 반면  
크립토윈터를 가정한 추정치에서는 매출액 7 천억원 영업이익 3 천억원  
수준으로 급감한다.

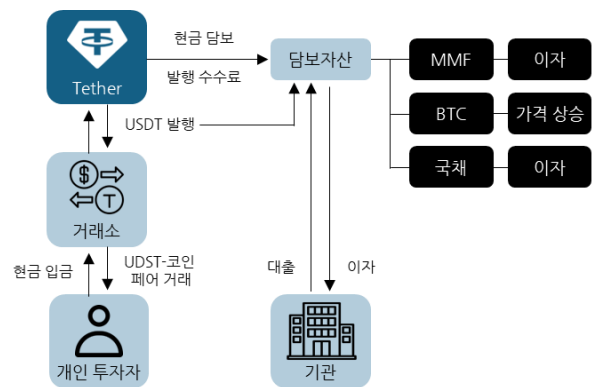
두나무의 실적은 1)규제, 2)비트코인 시세, 3)알트코인 시세에 영향을 받는다.  
암호화폐의 명확한 밸류에이션이 불가능한 지금으로서는 선불리 실적추정 및  
밸류에이션을 하는 것이 어려운 것도 사실이다. 따라서 인플레이션을 따라  
암호화폐시장도 성장할 것이며, 스테이블코인/RWA 등의 규제가 풀리지 않을  
것이라는 베이스 한 시나리오를 채택한다. 실제 암호화폐 업황 및 규제환경에  
따라 실적추정은 급격히 변동될 수 있다. 합병 전 적정시총은 26 년  
예상지배순이익에 글로벌 스테이블 관련주 밸류에이션을 고려, Target PER  
14 배를 곱한 약 15 조원으로 산출한다.

그림4 민간기업 스테이블코인 발행 시 매출액 추정

| 조원                 | 네이버페이         | 카카오페이 |
|--------------------|---------------|-------|
| '2030 결제액          | 167           | 113   |
| IF Penetration 5%  | 8.4           | 5.7   |
| IF Penetration 10% | 16.7          | 11.3  |
| 억원                 | 연간수익률 2.5% 가정 |       |
| IF Penetration 5%  | 2,087         | 1,412 |
| IF Penetration 10% | 4,175         | 2,825 |

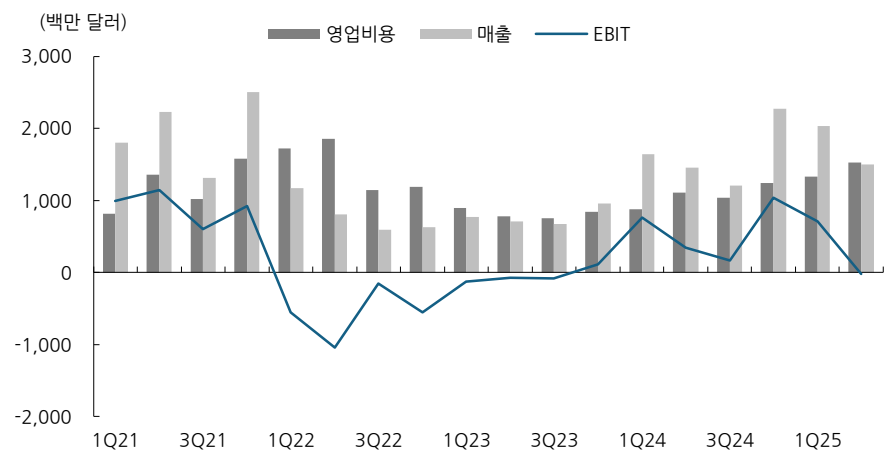
자료: DS투자증권 리서치센터

그림5 스테이블코인 수익모델



자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 코인베이스 실적 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 코인베이스 스테이블코인 매출 추이

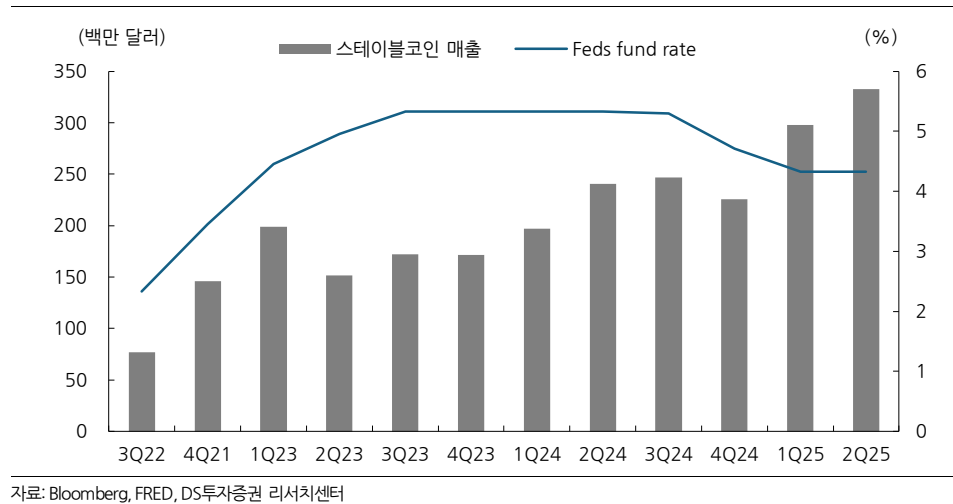


표6 두나무 글로벌 Peer Comparison

| 단위: 백만 달러 | CME Group | Interactive Broker | Schwab | Blackrock | T Rowe Price | Invesco | Apollo Global | Circle | Coinbase |
|-----------|-----------|--------------------|--------|-----------|--------------|---------|---------------|--------|----------|
| FY24 매출   | 6,130     | 9,376              | 25,999 | 20,407    | 7,094        | 6,067   | 26,262        | 1,676  | 6,564    |
| 조정 EBITDA | 4,324     | 7,987              | 15,861 | 8,498     | 2,911        | 1,225   | 8,907         | 223    | 3,261    |
| EV/EBITDA | 20        | 4                  | 10     | 19        | 8            | 16      | 10            | -      | 18       |
| FY25 E 매출 | 6,489     | 6,095              | 23,763 | 24,004    | 7,324        | 6,243   | 4,363         | 2,655  | 7,332    |
| 조정 EBITDA | 4,904     | 4,778              | 13,201 | 9,908     | 2,885        | 1,671   | 6,131         | 503    | 2,999    |
| EV/EBITDA | 20        | 26                 | -      | 18        | 9            | 13      | 13            | 57     | 29       |
| FY26 E 매출 | 6,765     | 6,569              | 26,079 | 28,084    | 7,802        | 7,063   | 16,193        | 3,287  | 8,708    |
| 조정 EBITDA | 5,102     | 5,145              | 14,469 | 12,405    | 3,083        | 2,006   | 7,150         | 607    | 3,615    |
| EV/EBITDA | 19        | 25                 | -      | 15        | 9            | 11      | 11            | 47     | 24       |

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 두나무-네이버 합병 이슈도 지속 주목

이로써 우리는 네이버-두나무 합병 시 적정 합병비는 1:3 수준이 되어야 한다고 예상하며 합병 시 창출할 시너지를 고려하면 네이버의 적정PER은 26배수준으로 상향조정 되어야 한다고 판단한다. 이는 10/31 엔비디아 협력을 통해 높아진 AI인프라 성장 가능성을 차치하고서라도, AI 인프라 성장으로 야기되는 글로벌 PEER 플랫폼들의 성장세와 비교했을때 가상자산 사업을 통한 네이버의 성장세가 뒤쳐지지 않을 것이라는 점을 고려한 멀티플 부여다. 네이버-두나무 합병 시 양사의 시장점유율 확대는 물론이고, 스테이블코인, RWA(토큰화 금융), 동남아시아 진출 등 블록체인을 매개체로 사업에서 시너지를 발휘할 여력이 높다.

또한 우리는 스테이블코인 발행이 미국/일본의 사례와 같이 비은행도 허용하는 방향으로 나아가야 한다는 의견을 견지한다. 다만 한국은행이 은행중심의 발행을 강하게 밀어붙이고 있어 실제 입법 및 법안 확정까지는 시일이 소요될 전망이다.

표7 스테이블코인 법제화 타임라인1

| 날짜    | 주체            | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 05/06 | 이재명 대통령       | <b>디지털 자산 관련 공약 발표</b><br>1. 디지털자산 생태계 경비를 통한 산업육성기반 마련<br>- 가상자산 2 단계법(업권법) 제정 및 국가 차원의 산업육성을 위해 혁신로드맵 수립<br>- 민간 중심의 실증사업 발굴, 규제 간소화 등 블록체인 특구 실효성 제고<br>2. 가상자산연계상품 제도화 및 안전한 투자기회 보장<br>- <b>비트코인 등을 기초자산으로 하는 현물 ETF 발행·상장·거래 허용</b><br>- 통합감시시스템 설치 및 안정성이 담보된 가상자산 발행 조건부 허용 검토<br>- 가상자산 거래 수수료 인하 유도<br>- 원화 스테이블코인 발행·유통 등 스테이블코인 활용방안 마련<br>3. 토큰증권의 조속한 법제화를 통한 다양한 사업기회 창출<br>- 국채, 미술품, 특허 등 전통적인 증권으로 거래되지 않던 자산들의 제도권 거래 허용<br>- 장외유통플랫폼 제도화를 통한 유통성 제고<br>- 공정한 가치평가 및 회계감사, 권리관계 확인체계 구축 등 투자자 보호 강화 |
| 06/10 | 더불어민주당 민경덕 의원 | <b>'디지털자산 기본법' 발의</b><br>- 자문기구 : 대통령 직속 디지털자산위원회 신설<br>- 발행요건 :<br>1) 발행자 인가 요건 : 자기자본금 5억원 이상 보유한 국내 법인<br>2) 충분한 물적 시설 및 출자 능력, 재무건전성 기준 충족<br>3) 환불 방법 및 환불준비금에 관한 계획 마련<br>4) 자율규제기구 : 디지털자산협회를 설립하여 상장 심사·감시 권한 부여할 예정<br>5) 금융위원회를 통한 발행 신고제 도입<br>6) 발행인이 적정한 환불준비금을 상계·압류하지 못하며 대통령령을 제외하고는 양도하거나 담보로 제공할 수 없음                                                                                                                                                                                                |
| 06/12 | 한국은행 이창용 총재   | <b>스테이블코인 신중론 표명</b><br>- 통화정책 유효성 제약과 금융안정을 해칠 수 있는 점 우려<br>- 원칙적으로 원화 스테이블코인 도입 자체를 반대하지는 않으나 비은행 민간기업의 발행에는 회의적                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

표8 법제화 타임라인2

| 날짜    | 주체              | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 06/18 | 한국은행 이창용 총재     | <b>원화 스테이블코인의 발행 필요성을 인정</b><br>- 향후 금융위원회 등 관련 부처와 규제 방안을 마련할 계획이라고 발표                                                                                                                                                                                                      |
| 06/25 | 류상대 한국은행 부총재    | <b>시중은행을 통한 발행방식을 우선 검토</b><br>- 원화 기반 스테이블코인의 초기 발행은 규제를 받고 있는 시중은행 통해 이뤄지는게 바람직하다고 발표<br>- 시장 혼란이나 소비자 피해가능성을 고려하면 초기에는 은행을 통해서만 발행이 이뤄지는 것이 바람직<br>- 스테이블코인 도입으로 자본 유출 가속화될 수 있으며, 외환 자유화 정책이나 원화 규제화 전략에도 영향 줄 수 있음                                                      |
| 6/27  | 국정기획위원회 업무보고    | <b>한은에 스테이블코인 도입 촉구</b><br>- 은행부터 하자는 한은의 입장은 코인발행 취지에 맞지 않음<br>- 스테이블코인은 시대적 요구이자 흐름<br>- 스테이블코인의 해외사례 등 금융 리스크 측면에 대한 추가자료 제출 요청                                                                                                                                           |
| 06/30 | 한국은행            | <b>CBDC 2 차 실가래 테스트 보류</b><br>- 4월부터 국내 7개은행(KB, 신한, 하나, 우리, NH, IBK, BNK)과 진행했던 프로젝트 한강 잠정 중단<br>- 구체적 상용화 계획이 없는 상황에서 최근 스테이블코인 법안 발의되며 은행권 반발로 중단 추정                                                                                                                      |
| 07/02 | 한국은행 이창용 총재     | <b>스테이블코인 규제 필요성 강조</b><br>- 규제되지 않은 스테이블코인을 허용하면 달러 스테이블코인으로의 교환을 가속화 하고, 자본유출과 통화정책 유효성 약화로 이어질 것<br>- 비은행 금융기관의 스테이블코인 발행은 한은의 권한을 넘어서 정부 기관과 논의 필요<br>- 한국은 유럽이나 미국과 달리 자본 유출입관리를 시행하고 있음, 원화스테이블코인은 단순히 통화정책 문제가 아니라 자본 흐름 관리, 금융안정, 나아가 내로우 बैंकिंग 구조와도 맞물려 있는 복합적 이슈 |
| 07/06 | 한국은행            | <b>비은행 원화기반 스테이블코인 발행 허용 시 유관 기관의 만장일치 결정을 거치는 방안 제시</b><br>- 한은은 최근 원화 스테이블코인 발행 인가 단계에서 한은 포함 관련 기관 간의 합의가 필요하다는 입장을 국정기획위원회에 공식 전달<br>- 한은은 "범부처 차원의 규제 대응이 필요하다"며 "유관 부처 간 합의 기반의 정책기구를 구성하는 안을 고려해야 한다"고 밝힘                                                             |
| 7/24  | 민주당 민병덕/안도걸 의원  | <b>스테이블코인 민간 발행 허용, 한은/기재부와 사전 협의통한 발행 총량 및 운영 기준 확립</b><br>- 향후 금융위원회 등 관련 부처와 규제 방안을 마련할 계획이라고 발표                                                                                                                                                                          |
| 7/28  | 민주당 안도걸 의원      | <b>스테이블 코인 법안 첫 발의</b><br>자격요건: 금융기관 또는 상법상 주식회사, 자기자본 50 억이상, 관련 설비/인력 구비                                                                                                                                                                                                   |
| 8/19  | 국정기획위원회 업무보고    | <b>은행부터 도입 후 점진적 확장 주장, 원화스테이블코인 효익 의문</b><br>- 은행부터 하자는 한은의 입장은 코인발행 취지에 맞지 않음<br>- 스테이블코인은 시대적 요구이자 흐름<br>- 스테이블코인의 해외사례 등 금융 리스크 측면에 대한 추가자료 제출 요청                                                                                                                        |
| 10/21 | 금융위원장 이석원       | <b>가상자산 2 단계 법안 연내 국회 제출 계획 - 스테이블 코인 이자지급은 원칙적으로 불허</b><br>- 이자지급 일부허용하는 글로벌과 달리 이자지급을 원칙적 불허하면서 글로벌 경쟁력 약화 우려                                                                                                                                                              |
| 10/22 | 국민의힘 김상훈 의원     | <b>K 지니어스 법안 발의 계획</b><br>- 도입기에는 은행중심, 안정기에는 여러 금융회사가 참여할 수 있도록하는 로드맵 제안                                                                                                                                                                                                    |
| 10/29 | 한국은행 이창용 총재     | <b>원화스테이블 코인 도입 두렵다</b><br>- 환율변동성과 자본유출을 이유로 반대, 기존대로 은행중심 도입 주장                                                                                                                                                                                                            |
| 11/01 | 국회 정무위원회 강준현 의원 | <b>골든타임 지났다. 빠른 원화스테이블코인 도입 강조</b>                                                                                                                                                                                                                                           |

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

글로벌 플랫폼 기업 중 가상자산 사업을 동시에 영위하는 기업은 없다. 규제 때문이다. 규제왕국인 중국은 말할 것도 없으며 미국의 경우에도 메타가 리브라 코인을 시도하다가 미국 규제로 중단된 바 있다. 구글은 현상황에서도 각종 독점/반독점 이슈로 홍역을 치르는 중이다. 물론 국내에도 금산분리가 있다. 그러나 네이버/두나무 모두 전통 금융업자가 아닌 만큼 해당사항이 없다는 것이 법조계의 일반적인 평가다. 그 외로는 금가분리가 있다. 이는 규제에서 법안에 명시되어 있지는 않지만 '17년도 가상자산 규제를 가하면서 암묵적으로 통하는 룰이다. 이는 전통적인 금융회사(은행/보험사)들이 가상자산회사에 출자/협업하는 것을 금지하는 것을 뜻하는데, 네이버 파이낸셜을 전통적인 금융회사로 보아야 할지 등의 이슈가 있다. 별도 법안이 있는 것은 아니기에 법적으로는 문제가 없을 것으로 생각하는 법조계 의견들이 있다. 이처럼 법안 이슈는 예상하기 어려운 문제로, 실제 규제에 따라 네이버 주가에 잠재적 리스크로 작용할 것이다.

다만 확실한 것은 네이버와 두나무의 합병의지가 강하므로 법안이슈만 해결된다면 실제로 이행될 것이라는 점. 설령 법안 등 각종이슈에 막힌다 해도 네이버-두나무가 사실상 파트너로서 동행해 사업을 전개해나갈 것이라는 점이다.

### 네이버-두나무 합병시나리오 분석

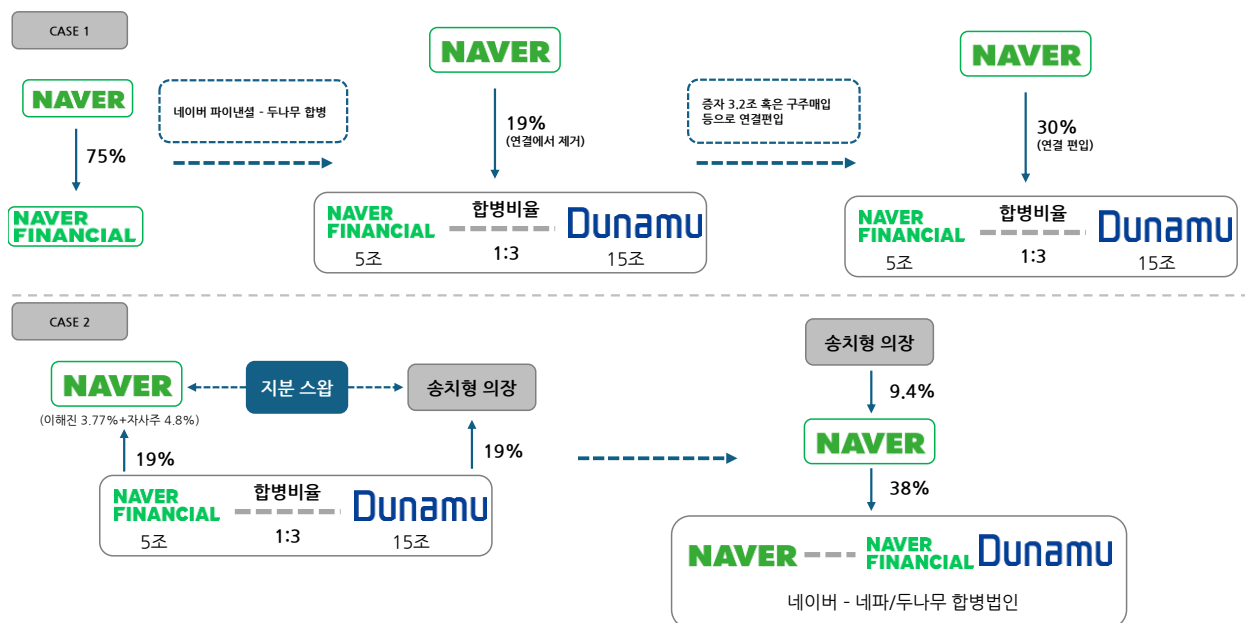
실적추정에 고려하지 않았지만 당사는 네이버 파이낸셜 5조원, 두나무 15조원을 추정하고 있으며 이 경우 합병비율은 1:3이다. 해당 경우 네이버의 네이버 파이낸셜 지분율은 75%(전환우선주 포함)→19%로 하락하며 연결에서 제거될 것이다. 그래도 증자/기존 주주들의 구주매각 혹은 네이버 파이낸셜 나스닥 직상장을 통한 차등의결권 확보로 결과적으로 네이버가 지배력을 확보할 가능성이 높다고 판단된다. 변수는 주주 2/3의 찬성이다. 두나무 경영진 지분 38.6%에 더해 카카오인베스트(10.6%),우리기술투자(7.2%),한화투자증권(5.9%) 등의 동의가 필요하다. 실제 언론보도에 따르면 한화증권은 두나무 지분 5.94%를 매각 검토하고 있다.

합병법인 가치 20조 가정 시 네이버가 지분율 30% 확보하기 위해서는 1)단독 증자 약 3.2조원 투입, 2)구주매입+증자 병행이 가능하다. 당사 추정 합병비율보다 낮거나 높을 시 투입 금액은 마찬가지로 변화된다. 보유 현금성자산 3조원과 자사주 2조원 수준 고려하면 불가능한 시나리오는 아니다.

또 하나의 가능성은 최근 언론보도에서 흘러나온 네이버-네이버 파이낸셜(두나무 합병 법인) 합병 후 네이버-송치형 의장의 지분스왑으로 송치형 두나무 의장이 네이버의 최대주주로 올라서는 케이스다. 당사가 추정하는 1:3기준 네이버파이낸셜 합병법인 지분율은 19%, 송치형(기존 두나무 25% 지배) 의장의 합병

법인 지분율은 19%가 된다. 이를 다시 네이버가 네이버 지분을 송치형의 합병 법인 지분율과 스왑하면 송치형 의장이 네이버 단일기준 최대주주로 올라설 수 있다. 이 경우 네이버의 자본투입이 들어가지 않아 가장 이상적인 시나리오가 될 수 있다. 다만 주식 확보가 변수다. 이해진 의장의 Exit여부는 차치하고 최대 치로 생각해도 이해진 3.77%, 자사주 4.8%로 스왑에 사용할 재원이 많지는 않다. 의결권위임 방안을 활용한다면 네이버의 직접적인 자원활용 없이도 달을 완성시킬 수 있다.

그림8 네이버-두나무 시나리오 1, 2



자료: DS투자증권 리서치센터

그림9 네이버-두나무 시나리오 3, 4



자료: DS투자증권 리서치센터

표9 두나무 지분구성

| 주주명       | 지분율 (%)      | 주식수               |
|-----------|--------------|-------------------|
| 송치형 및 특관자 | 28.82        | 10,043,1234       |
| 김형년       | 13.11        | 4,568,850         |
| 카카오인베스트먼트 | 10.59        | 3,690,050         |
| 우리기술투자    | 7.20         | 2,510,282         |
| 한화투자증권    | 5.94         | 2,069,450         |
| <b>합계</b> | <b>65.66</b> | <b>22,881,756</b> |
| 자사주       | 1.87         | 652,016           |
| 기타소액주주    | 32.47        | 11,317,531        |
| 총 발행주식수   |              | 34,851,303        |

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

표10 네이버 실적 Table

| (십억원)   | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25E   | 4Q25E   | 2024    | 2025E    | 2026E    |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 매출액     | 2,526.1 | 2,10.5  | 2,715.6 | 2,885.6 | 2,786.8 | 2,915.1 | 3,077.5 | 3,201.5 | 9,670.6 | 11,980.8 | 13,314.0 |
| 서치플랫폼   | 905.4   | 978.4   | 997.7   | 1,064.7 | 1,012.7 | 1,036.5 | 1,048.6 | 1,074.9 | 3,589.0 | 4,172.8  | 4,404.1  |
| 커머스     | 703.4   | 719.0   | 725.4   | 775.1   | 787.9   | 861.1   | 972.4   | 1,026.0 | 2,546.7 | 3,647.5  | 4,224.5  |
| 핀테크     | 353.9   | 368.5   | 385.1   | 400.9   | 392.7   | 411.7   | 433.4   | 451.6   | 1,354.7 | 1,689.4  | 1,914.6  |
| 콘텐츠     | 446.3   | 420.0   | 462.8   | 467.3   | 459.3   | 474.0   | 479.9   | 498.3   | 1,732.9 | 1,911.5  | 1,986.0  |
| 클라우드    | 117.0   | 124.6   | 144.6   | 177.6   | 134.2   | 131.7   | 143.1   | 150.6   | 447.2   | 559.6    | 784.8    |
| 영업비용    | 2,086.8 | 2,137.8 | 2,190.3 | 2,343.6 | 2,281.4 | 2,393.5 | 2,596.4 | 2,589.8 | 8,181.8 | 9,761.0  | 10,783.2 |
| 개발/운영비용 | 636.0   | 682.7   | 656.9   | 688.9   | 687.7   | 699.3   | 714.8   | 727.6   | 2,572.7 | 2,829.3  | 2,964.7  |
| 인건비     | 529.2   | 573.2   | 537.1   | 585.8   | 573.9   | 583.3   | 585.5   | 593.1   | 2,175.9 | 2,335.8  | 2,405.5  |
| 기타      | 106.8   | 109.5   | 119.7   | 103.1   | 113.9   | 116.0   | 129.3   | 134.5   | 396.8   | 493.6    | 559.2    |
| 파트너     | 913.5   | 916.6   | 938.0   | 1,021.9 | 974.2   | 1,014.0 | 1,195.6 | 1,146.1 | 3,533.7 | 4,229.9  | 4,726.5  |
| 인프라     | 169.9   | 171.7   | 178.1   | 185.1   | 189.3   | 197.7   | 215.1   | 225.0   | 595.7   | 827.1    | 1,023.8  |
| 마케팅     | 367.5   | 366.8   | 417.3   | 447.7   | 430.2   | 482.4   | 471.0   | 391.1   | 1,479.8 | 1,874.7  | 2,068.3  |
| 영업이익    | 439.3   | 472.7   | 525.3   | 542.0   | 505.4   | 521.6   | 571.0   | 621.7   | 1,488.8 | 2,219.8  | 2,530.7  |
| OPM (%) | 17.4%   | 18.1%   | 19.3%   | 18.8%   | 18.1%   | 17.9%   | 18.5%   | 19.3%   | 15.4%   | 18.5%    | 19.0%    |
| 지배순이익   | 510.6   | 338.4   | 520.4   | 553.9   | 424.8   | 488.8   | 548.1   | 588.3   | 1,012.6 | 2,050.1  | 2,310.7  |
| NPM (%) | 20.2%   | 13.0%   | 19.2%   | 19.2%   | 15.2%   | 16.8%   | 17.8%   | 18.4%   | 10.5%   | 17.1%    | 17.4%    |

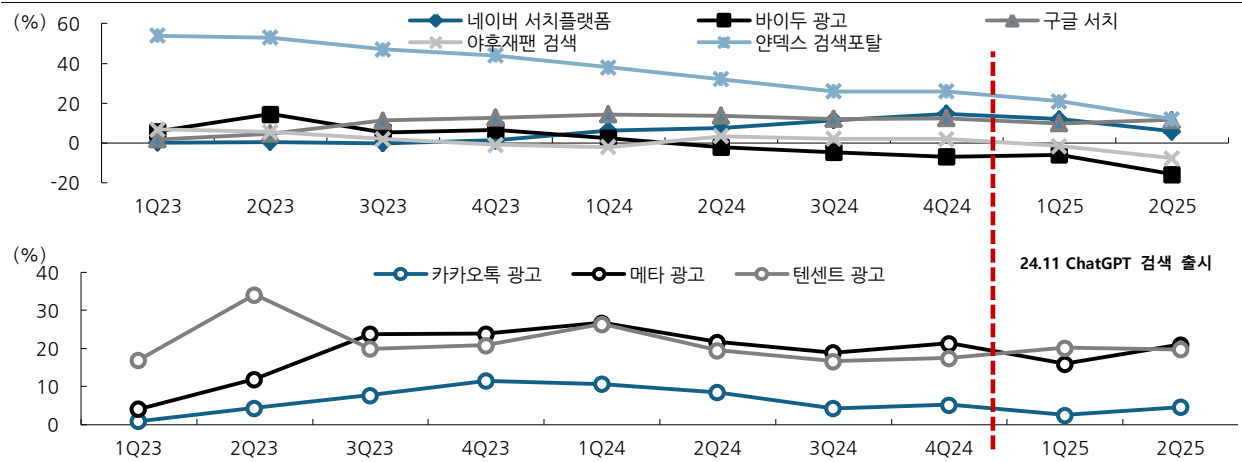
자료: DS투자증권 리서치센터

표11 네이버 Valuation Table

|            | 단위    |         | 비고                        |
|------------|-------|---------|---------------------------|
| 지배 순이익     | (십억원) | 2,050   | 26F 지배주주 순이익 적용,          |
| Target EPS | (원)   | 15,515  | 자사주 제외                    |
| Target P/E | (x)   | 26      | 글로벌 PEER 최상단 수준 적용        |
| 목표주가       | (원)   | 400,000 | 적정주가 403,390 원에서 천 단위 반올림 |
| 현재주가       | (원)   | 274,500 | 전일 종가                     |
| Upside     | (%)   | 47.8    |                           |

자료: DS투자증권 리서치센터

그림10 글로벌 플랫폼 기업 검색광고 성장률



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

## [NAVER 035420]

| 재무상태표       |        |        |        |        |        | 손익계산서         |       |       |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
|             | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |               | 2022  | 2023  | 2024   | 2025F  | 2026F  |
| 유동자산        | 6,440  | 7,028  | 9,375  | 9,596  | 10,774 | 매출액           | 8,220 | 9,671 | 10,738 | 11,981 | 13,314 |
| 현금 및 현금성자산  | 2,724  | 3,576  | 4,196  | 4,338  | 5,185  | 매출원가          | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,515  | 1,706  | 1,588  | 1,778  | 1,967  | 매출총이익         | 8,220 | 9,671 | 10,738 | 11,981 | 13,314 |
| 재고자산        | 9      | 15     | 22     | 26     | 28     | 판매비 및 관리비     | 6,915 | 8,182 | 8,758  | 9,761  | 10,783 |
| 기타          | 2,191  | 1,731  | 3,570  | 3,454  | 3,594  | 영업이익          | 1,305 | 1,489 | 1,979  | 2,220  | 2,531  |
| 비유동자산       | 27,459 | 28,710 | 28,793 | 29,838 | 30,735 | (EBITDA)      | 1,866 | 2,071 | 2,653  | 2,596  | 3,274  |
| 관계기업투자등     | 22,322 | 21,194 | 20,750 | 21,811 | 22,697 | 금융손익          | 98    | 72    | 127    | 232    | 273    |
| 유형자산        | 2,458  | 2,742  | 2,910  | 3,031  | 3,016  | 이자비용          | 72    | 127   | 105    | 69     | 74     |
| 무형자산        | 1,481  | 3,446  | 3,657  | 3,458  | 3,422  | 관계기업등 투자손익    | 10    | 244   | 565    | 411    | 166    |
| 자산총계        | 33,899 | 35,738 | 38,168 | 39,433 | 41,510 | 기타영업외손익       | -329  | -323  | -350   | -91    | 347    |
| 유동부채        | 5,481  | 6,306  | 6,092  | 7,750  | 7,859  | 세전계속사업이익      | 1,084 | 1,481 | 2,322  | 2,772  | 3,316  |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,935  | 3,873  | 3,866  | 1,519  | 1,680  | 계속사업법인세비용     | 411   | 496   | 390    | 691    | 728    |
| 단기금융부채      | 1,647  | 1,465  | 1,105  | 2,606  | 2,406  | 계속사업이익        | 673   | 985   | 1,932  | 2,081  | 2,588  |
| 기타유동부채      | 899    | 967    | 1,121  | 3,626  | 3,773  | 중단사업이익        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 비유동부채       | 4,968  | 5,194  | 5,075  | 3,720  | 3,918  | 당기순이익         | 673   | 985   | 1,932  | 2,081  | 2,588  |
| 장기금융부채      | 3,306  | 3,417  | 3,273  | 1,763  | 1,885  | 지배주주          | 760   | 1,012 | 1,923  | 2,050  | 2,311  |
| 기타비유동부채     | 1,662  | 1,777  | 1,801  | 1,957  | 2,033  | 총포괄이익         | -790  | 630   | 2,616  | 2,081  | 2,588  |
| 부채총계        | 10,449 | 11,500 | 11,167 | 11,471 | 11,777 | 매출총이익률 (%)    | 100.0 | 100.0 | 100.0  | 100.0  | 100.0  |
| 지배주주지분      | 22,744 | 23,206 | 25,460 | 26,428 | 28,583 | 영업이익률 (%)     | 15.9  | 15.4  | 18.4   | 18.5   | 19.0   |
| 자본금         | 16     | 16     | 16     | 16     | 16     | EBITDA마진률 (%) | 22.7  | 21.4  | 24.7   | 21.7   | 24.6   |
| 자본잉여금       | 1,556  | 1,243  | 1,423  | 1,467  | 1,467  | 당기순이익률 (%)    | 8.2   | 10.2  | 18.0   | 17.4   | 19.4   |
| 이익잉여금       | 23,646 | 24,544 | 25,965 | 27,771 | 29,925 | ROA (%)       | 2.2   | 2.9   | 5.2    | 5.3    | 5.7    |
| 비지배주주지분(연결) | 706    | 1,032  | 1,541  | 1,534  | 1,150  | ROE (%)       | 3.3   | 4.4   | 7.9    | 7.9    | 8.4    |
| 자본총계        | 23,450 | 24,238 | 27,001 | 27,963 | 29,733 | ROIC (%)      | 66.7  | 35.1  | 46.8   | 48.3   | 59.5   |

| 현금흐름표       |        |        |        |        |        | 주요투자지표       |         |         |         |         |         |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|             | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |              | 2022    | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
| 영업활동 현금흐름   | 1,453  | 2,002  | 2,590  | 1,307  | 2,670  | 투자지표 (x)     |         |         |         |         |         |
| 당기순이익(손실)   | 673    | 985    | 1,932  | 2,081  | 2,588  | P/E          | 38.3    | 35.9    | 16.4    | 19.4    | 17.2    |
| 비현금수익비용가감   | 1,318  | 1,326  | 1,003  | -480   | -8     | P/B          | 1.3     | 1.6     | 1.2     | 1.6     | 1.5     |
| 유형자산감가상각비   | 519    | 528    | 609    | 345    | 682    | P/S          | 3.5     | 3.8     | 2.9     | 3.5     | 3.2     |
| 무형자산상각비     | 42     | 54     | 65     | 31     | 61     | EV/EBITDA    | 16.1    | 17.8    | 10.8    | 15.1    | 11.7    |
| 기타현금수익비용    | 757    | 744    | 329    | -1,361 | -1,194 | P/CF         | 14.6    | 15.7    | 10.7    | 26.5    | 16.4    |
| 영업활동 자산부채변동 | 307    | 361    | 152    | -6     | 90     | 배당수익률 (%)    | 0.5     | 0.5     | 0.6     | 0.4     | 0.4     |
| 매출채권 감소(증가) | -56    | 43     | -3     | -127   | -189   | 성장성 (%)      |         |         |         |         |         |
| 재고자산 감소(증가) | 17     | -2     | -13    | 0      | -3     | 매출액          | 20.6    | 17.6    | 11.0    | 11.6    | 11.1    |
| 매입채무 증가(감소) | 133    | 347    | -251   | 63     | 161    | 영업이익         | -1.6    | 14.1    | 32.9    | 12.1    | 14.0    |
| 기타자산 부채변동   | 215    | -27    | 420    | 58     | 120    | 세전이익         | -49.0   | 36.7    | 56.8    | 19.4    | 19.6    |
| 투자활동 현금     | -1,216 | -950   | -1,340 | -696   | -1,588 | 당기순이익        | -95.9   | 46.3    | 96.1    | 7.7     | 24.4    |
| 유형자산처분(취득)  | -689   | -633   | -522   | -662   | -668   | EPS          | -95.4   | 34.5    | 94.7    | 13.4    | 12.7    |
| 무형자산 감소(증가) | -55    | -51    | -24    | -28    | -26    | 안정성 (%)      |         |         |         |         |         |
| 투자자산 감소(증가) | -475   | 1,016  | -785   | 134    | -833   | 부채비율         | 44.6    | 47.4    | 41.4    | 41.0    | 39.6    |
| 기타투자활동      | 2      | -1,281 | -9     | -140   | -62    | 유동비율         | 117.5   | 111.5   | 153.9   | 123.8   | 137.1   |
| 재무활동 현금     | -339   | -110   | -770   | -388   | -234   | 순차입금/자기자본(x) | 4.2     | 2.0     | -10.2   | -9.8    | -12.8   |
| 차입금의 증가(감소) | -392   | -180   | -636   | -228   | -78    | 영업이익/금융비용(x) | 18.2    | 11.7    | 18.9    | 32.0    | 34.4    |
| 자본의 증가(감소)  | -152   | -34    | -512   | -161   | -156   | 총차입금 (십억원)   | 4,953   | 4,883   | 4,378   | 4,369   | 4,291   |
| 배당금의 지급     | 213    | 62     | 119    | 168    | 156    | 순차입금 (십억원)   | 986     | 480     | -2,744  | -2,754  | -3,792  |
| 기타재무활동      | 204    | 105    | 378    | 1      | 0      | 주당지표(원)      |         |         |         |         |         |
| 현금의 증가      | -57    | 852    | 619    | 143    | 847    | EPS          | 4,634   | 6,233   | 12,139  | 13,765  | 15,515  |
| 기초현금        | 2,781  | 2,724  | 3,576  | 4,196  | 4,338  | BPS          | 138,642 | 142,887 | 160,694 | 166,808 | 180,405 |
| 기말현금        | 2,724  | 3,576  | 4,196  | 4,338  | 5,185  | SPS          | 50,107  | 59,545  | 67,773  | 75,619  | 84,033  |
| NOPLAT      | 810    | 990    | 1,647  | 1,666  | 1,975  | CFPS         | 12,138  | 14,232  | 18,524  | 10,105  | 16,283  |
| FCF         | 1,083  | 1,722  | 1,747  | 899    | 1,081  | DPS          | 914     | 1,205   | 1,130   | 1,050   | 1,110   |

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## NAVER (035420) 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자       | 투자의견  | 목표주가(원) | 과리율(%) |            | (원) |
|------------|-------|---------|--------|------------|-----|
|            |       |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |     |
| 2023-11-13 | 매수    | 270,000 | -28.8  | -14.3      |     |
| 2024-02-05 | 매수    | 270,000 | -32.7  | -23.0      |     |
| 2024-05-07 | 매수    | 270,000 | -35.9  | -27.9      |     |
| 2024-08-12 | 매수    | 240,000 | -20.0  | -3.3       |     |
| 2025-04-16 | 담당자변경 |         |        |            |     |
| 2025-04-16 | 매수    | 270,000 | -21.9  | 7.6        |     |
| 2025-05-12 | 매수    | 270,000 | -19.2  | 7.6        |     |
| 2025-07-09 | 매수    | 340,000 | -32.0  | -23.7      |     |
| 2025-09-15 | 매수    | 300,000 | -19.7  | -8.5       |     |
| 2025-09-30 | 매수    | 400,000 | -35.7  | -32.9      |     |
| 2025-11-03 | 매수    | 400,000 |        |            |     |

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

| 기업 |                             |  | 산업   |                            |
|----|-----------------------------|--|------|----------------------------|
| 매수 | +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우      |  | 비중확대 | 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견 |
| 중립 | -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우 |  | 중립   |                            |
| 매도 | -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우      |  | 비중축소 |                            |

## 투자의견 비율

기준일 2025.09.30

| 매수    | 중립   | 매도   |
|-------|------|------|
| 98.8% | 0.6% | 0.6% |

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.