



네이버파이낸셜 주식회사 주식가치 평가보고서

Strictly private and confidential

본 보고서의 이용자는 "가정과 제약조건 및 보고서 이용상의 유의사항"에 기술된 바와 같이 당 법인이 수행한 업무의 범위 및 한계점을 충분하고도 명확하게 고려해야 하며, 딜로이트 안진회계법인은 본 보고서에 근거한 어떤 종류의 손실이나 피해에 대해서도 책임을 지지 않습니다. 또한 본 보고서는 회사의 재무보고를 지원을 위한 목적으로 작성된것인 바 어떠한 경우라도 제3자의 열람 및 사용을 금지합니다. 딜로이트 안진회계법인은 본 용역업무와 관련하여 계약서에 서명을 하지 않은 제3자에 대해서 책임이 없습니다.

네이버파이낸셜 주식회사 공정가치평가 보고서

제 출 일 : 2024년 12월 27일

딜로이트 안진회계법인(이하 “딜로이트” 또는 “당 법인”)은 미래에셋증권(주), 미래에셋캐피탈(주), 미래에셋생명보험(주) 및 미래에셋컨설팅(주) (이하 “미래에셋계열사” 또는 “귀사”)와 체결한 용역계약에 따라, 2024년 09월 30일(이하 “평가기준일”)을 기준으로 네이버파이낸셜 주식회사 (이하 “네이버파이낸셜” 또는 “평가대상회사”)의 보통주 및 전환우선주 주식가치 평가업무를 수행하였습니다. 본 보고서는 귀사의 K-IFRS(한국채택국제회계기준)에 따른 재무보고 및 합리적인 내부 의사결정을 지원하기 위한 참고자료를 제공하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 따라서 당 법인의 평가결과는 본 보고서에 명시한 목적 이외의 용도로는 사용할 수 없으며, 본 보고서에 명시된 이외의 자는 어떠한 용도에도 본 보고서를 이용할 수 없습니다. 또한, 본 보고서상에 제시된 평가금액이 평가대상회사의 절대적 가치나 시장가치를 보증하는 것이 아니므로, 본 보고서 이용 시 평가에 적용된 방법과 한계를 충분히 고려하여야 합니다. 당 법인은 본 업무를 수행함에 있어서 한국공인회계사회가 제정한 가치평가서비스 수행기준을 준수하였습니다.

당 법인은 상기 평가대상회사에 대한 가치평가를 위하여 당 법인이 적용할 특정의 평가접근법과 방법 그리고 당 법인이 수행할 평가절차의 범위에 대하여 귀사와 협의하였으며, 이에 따라 보통주 주식가치 평가 시, 평가대상회사가 제시한 미래 추정재무자료 및 관련 근거자료 등을 이용하는 이익기준 평가접근법을 사용하였으며, 전환우선주 주식가치 평가 시, 계약서 및 외부 공시자료 등을 바탕으로 이항모형을 사용하였습니다.

당 법인이 수행한 평가 업무는 귀사가 제시한 자료에 근거하여 협의된 용역범위에 따라 수행되었으므로, 본 업무를 수행하기 위하여 필요한 모든 중요한 사항들을 다루고 있지 못하였을 수도 있습니다. 또한 당 법인은 본 보고서에 포함된 귀사가 제시한 자료 및 정보의 타당성, 정확성, 신뢰성 및 완전성에 대해서도 보장할 수는 없습니다. 따라서 당 법인은 본 보고서에 언급된 내용이 귀사가 필요로 하는 모든 자료 및 정보를 포함하고 있다고 보장하지 아니하며, 누락된 부분에 대해서도 책임을 지지 않습니다. 당 법인은 본 보고서에 포함된 귀사가 제시한 영업에 대한 예측자료나 평가대상회사의 재무능력에 대해서도 어떠한 보장이나 의견을 제공하지 않으며, 법적 해석이 필요한 내용이 포함되어 있더라도 그에 대해 어떠한 판단도 할 수 없음을 인지하시기 바랍니다.

당 법인은 평가대상회사로부터 재무제표를 제공받아 평가 업무를 수행하였으며, 재무제표에 대한 감사절차 또는 실사업무를 진행하지 않았습니다. 평가대상회사의 주식가치 평가에 있어 적용된 네이버파이낸셜 침투율, 카드발급 건당 매출액, 대출 중개규모 및 대출 건당 수수료율, 목표 통장 개설 좌수 및 통장개설 건당 수수료수익, 목표 보험 가입건수 및 보험 판매 수수료율, 부동산금융 건당 수수료수익, 거래증권사당 WTS수수료수익, 포인트적립률, 기타 금융변동비 수수료율 등 주요한 가정사항은 귀사 및 평가대상회사가 제시한 자료 및 사업계획을 반영하였습니다. 당 법인은 상기 언급된 가정사항에 대한 합리성과 실현가능성 여부를 별도로 검토하지 아니하였으므로 이에 대한 어떠한 확신도 제공하지 아니합니다. 향후의 실제 결과는 귀사 및 귀사 경영진의 예상과 차이가 발생할 수 있으며, 만약 그러한 차이가 중요하다면 가치평가결과가 중요하게 변동될 수 있습니다.

당 법인의 평가결과는 평가기준일인 2024년 09월 30일 현재로만 유효한 것입니다. 따라서 평가기준일 이후 이 평가보고서를 열람하는 시점까지 평가대상회사의 영업환경이나 국내외 경제상황의 변화 등 기업가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사건이나 상황이 발생할 수도 있으며, 이로 인해 평가대상회사의 가치, 국내 경제 및 세계 경제에 미칠 영향에 대해서 많은 불확실성이 존재합니다. 시장 상황의 변화는 평가대상회사의 가치를 평가하는 본 용역에 상당한 영향을 줄 수 있으며 이로 인하여 당 법인이 평가한 결과가 달라질 수 있고 또한 그러한 사항이 중요할 수도 있습니다. 당 법인은 이 보고서일 후 알게 된 정보에 대하여 이 보고서의 평가결과를 갱신할 의무가 없습니다.

본 보고서의 이용자는 ‘가정과 제약조건 및 보고서 이용상의 유의사항’에 기술된 바와 같이 당 법인이 수행한 업무의 범위 및 한계점들을 충분히고도 명확하게 고려해야 하며, 의사 결정에 있어 본 보고서를 의사결정의 유일한 근거나 참고로 활용하여서는 아니 됩니다. 당 법인은 이로 인하여 발생하는 손해 또는 손실에 대하여 어떠한 책임도 부담하지 아니합니다. 또한, 당 법인 및 당 법인의 임직원은 본 보고서와 관련하여 어떠한 보증이나 보장도 제공하지 아니하며 모든 의사결정은 의사결정자의 판단과 책임하에 이루어져야 합니다. 본 보고서에 기술된 절차는 대한민국의 일반적으로 인정된 회계감사기준에 따른 감사절차가 아니므로 당 법인은 본 보고서에 포함된 내용에 대하여 감사의견을 표명하지 아니하며, 평가대상회사의 재무상태와 경영성과에 대한 어떠한 형태의 보증도 제공하지 아니합니다. 만약 당 법인이 대한민국의 일반적으로 인정된 회계감사기준에 따른 추가적인 감사절차를 수행하였다면 본 보고서에 언급되지 아니한 추가적인 발견사항, 변경사항 또는 기타 예외사항이 발견되었을 수도 있습니다.

귀사 및 귀사 임직원 여러분의 도움과 협조에 감사의 뜻을 표하며, 본 보고서와 관련하여 의문사항이 있으시면 당 법인의 박주형 파트너(02-6676-2038) 또는 진민호 이사(02-6676-2066)에게 연락 주시기 바랍니다.

딜로이트 안진회계법인
대표이사 홍종성

딜로이트 안진회계법인

서울시 영등포구 국제금융로 10 서울국제금융센터
One IFC빌딩 7층

Tel : 02-6676-1000, 2100
Fax : 02-6674-3600, 3700

책임의 한계 (Disclaimer)

본 보고서와 관련한 당 법인의 책임한계는 다음과 같으며, 귀사는 이 점을 충분히 유의하여야 합니다.

- 딜로이트는 업무 수행과 관련하여 경영진 책임을 지는 역할을 수행하지 않았습니다.
- 본 보고서는 귀사와 체결한 용역계약서상 정하여진 업무 범위 및 절차에 따라 제한적으로 작성되었으며, 수행된 결과를 용역의 목적에 부합하는 용도로만 사용되어야 합니다. 또한 당 법인의 사전 서면 동의 없이 다른 목적을 위하여 사용되어서는 안됩니다.
- 본 보고서는 귀사에만 제출되는 것이므로, 귀사는 보고서 내용에 대해서 비밀을 유지해야 하고, 귀사 내부 참고 목적으로만 본 보고서를 사용해야 합니다. 따라서 본 보고서는 외부로 공개되어서는 안되며, 귀사 이외의 제3자(귀사의 관계회사 포함)에게 제공되어서도 안됩니다. 당 법인은 본 보고서를 입수한 제3자에 대해서 어떠한 책임도 지지 않습니다.
- 본 보고서는 평가기준일 기준의 일반적인 경제, 시장 및 기타 가정 및 제약조건에 근거하며, 이러한 가정 및 제약 조건은 단기간내 급격히 변동될 수 있습니다. 당 법인의 평가 업무는 공시된 정보, 평가대상회사 경영진의 예측 및 평가대상회사 경영진이 제공한 기타 정보에 부분적으로 의존합니다. 또한 시장 상황의 변화는 평가대상회사 및 본 용역에 상당한 영향을 줄 수 있으며, 당 법인은 후속 사건과 관련하여 이미 수행한 업무에 대한 업데이트를 수행하지 않습니다.
- 본 보고서는 귀사 및 평가대상회사가 제시한 사업계획 및 경영진과의 인터뷰 내용에 근거하였으며, 실현가능성과 합리성 여부를 별도의 검토 없이 제공받은 그대로 수용하였으므로 이에 대한 어떠한 확신도 제공하지 아니합니다. 향후의 실제 결과는 평가대상회사 및 평가대상회사 경영진의 예상과 차이가 발생할 수 있으며, 만약 그러한 차이가 중요하다면 평가결과가 중요하게 변동될 수 있습니다.
- 본 보고서는 귀사 및 평가대상회사가 제시한 자료에 근거해서 작성되었고, 당 법인은 본 보고서에 언급되거나, 참조된 자료 및 정보에 대하여 별도의 검증절차를 거치지 않았습니다.
- 당 법인은 본 보고서에 언급된 용역의 목적을 위하여 필요한 모든 정보를 제공하고 있다고 판단하지 않으며, 당 법인은 본 보고서상 포함된 모든 정보, 내용 및 결과의 정확성, 신뢰성, 완전성에 대해서 어떠한 보증이나 보장을 하지 않습니다.
- 본 보고서에 포함된 재무추정 및 전망자료 등의 미래 예측자료는 평가대상회사가 제시한 사업계획을 토대로 향후 네이퍼파이낸셜 침투율, 카드발급 건당 매출액, 대출 중개규모 및 대출 건당 수수료율, 목표 통장 개설 좌수 및 통장개설 건당 수수료수익, 목표 보험 가입건수 및 보험 판매 수수료율, 부동산금융 건당 수수료수익, 거래증권사당 WTS수수료수익, 포인트적립률, 기타 금융변동비 수수료율이 산출되었으므로 당 법인은 미래 예측 결과에 대해서 어떠한 보증이나 보장을 하지 않습니다.
- 본 보고서는 기업회계기준 및 회계감사기준에 따른 회계감사업무, 내부회계관리제도 검토 업무, 기타 증명 및 검토업무를 포함하고 있지 않습니다. 따라서 당 법인은 평가대상회사의 재무제표에 대해서 어떠한 의견도 제시하지 않습니다.
- 본 보고서는 평가(작성)기준일 현재 평가대상회사에 한정된 특정의 사실관계에 근거하고 있으므로, 그 이외의 제3자에게 적용할 수 없으며, 당 법인은 본 보고서일 이후에 발생한 사실관계의 변동 또는 사건과 관련하여 본 보고서를 갱신 또는 보완할 의무를 부담하지 않습니다.
- 본 보고서의 이용자는 당 법인이 수행한 업무의 범위 및 한계점들을 충분하고도 명확하게 고려해야 하며, 당 법인은 본 보고서에 근거한 어떤 종류의 손실이나 피해에 대해서 책임을 지지 않습니다.
- 또한 본 보고서는 투자 여부 결정을 위한 근거자료로 사용되어서는 안되며, 당 법인은 본 보고서에 근거한 투자 의사결정 결과 발생한 어떠한 재무적 또는 비재무적 손실에 대해서 일체의 책임을 지지 않습니다.

딜로이트 안진회계법인
대표이사 홍종성

Contents

Important Notice

본 보고서는 귀사에만 제출되는 것이므로, 귀사 내부 참조 목적으로만 사용하고, 외부로 공개되어서 아니되며, 제3자에게 제공되거나, 제 3자에 의해 활용될 수 없습니다.
본 보고서를 불가피하게 제3자에게 제공하는 경우에는 당 법인의 사전 서면 동의 절차를 거쳐야 합니다.
당 법인의 사전 서면 동의 여부와 관계없이 어떠한 경우라도 당 법인은 본 보고서를 입수한 제3자에 대해서 어떠한 책임도 지지 않습니다.

Executive summary	p.5	Partner
용역의 개요	p.12	박주형
Target overview	p.16	Tel. 02-6676-2038
가치평가를 위한 방법론	p.19	Project Manager
보통주 가치평가	p.23	진민호
전환우선주 가치평가	p.44	Tel. 02-6676-2066
Appendices	p.48	

Executive summary

Executive summary

p.5

용역의 개요

p.12

Target overview

p.16

가치평가를 위한 방법론

p.19

보통주 가치평가

p.23

전환우선주 가치평가

p.44

Appendices

p.48

Executive summary | Valuation Results

당 법인의 가정과 분석에 기초한 네이버파이낸셜 (이하 “평가대상회사”)의 가치는 4,277,103 백만원입니다. 현금흐름 추정 상세내역은 p.7의 ‘DCF Summary’를 참조하시기 바랍니다.

보통주 가치평가 결과 요약

(단위: 백만원)	
구 분	금 액
추정기간 동안의 현재가치	917,806
영구 현금흐름의 현재가치	1,463,138
영업가치 (A)	2,380,944
비영업용자산 ^(*) (B)	1,942,765
이자발생부채 (C)	46,605
총 주식가치 (D=A+B-C)	4,277,103
전환우선주 주식가치 (E)	1,028,908
보통주 주식가치 (F=D-E)	3,248,195
보통주식수	22,099,540
주식선택권 전환가능주식수	1,200,340
1주당 보통주 주식가치(원/주)	139,408

(*) 현금및현금성자산 616,796백만원, 단기금융상품 약 550,482백만원, 기타포괄손익-공정가치 측정 금융자산 22,327백만원, 당기손익-공정가치 측정 금융자산 등 696,193백만원 및 스톡옵션 납입가액 111,932백만원으로 구성됨

보통주 민감도 분석 - 주식가치

(단위: 백만원)			
WACC \ PGR	1.0%	1.5%	2.0%
9.2%	3,234,827	3,360,646	3,502,808
9.7%	3,136,412	3,248,195	3,374,217
10.2%	3,048,579	3,148,325	3,260,375

보통주 민감도 분석 - 1주당 주식가치

(단위: 백만원)			
WACC \ PGR	1.0%	1.5%	2.0%
9.2%	138,835	144,234	150,336
9.7%	134,611	139,408	144,817
10.2%	130,841	135,122	139,931

전환우선주 가치평가 결과 요약

(단위: 백만원)	
구 분	금 액
전환우선주 주식가치 (A)	1,028,908
전환우선주 유통발행주식수 (B)	6,471,880
1주당 주식가치(원/주) (C=A/B)	158,981

주당 기초자산가격 ^(*)	143,663
전환가격	93,250
무위험이자율	2.84% ~ 2.93%
YTM (BBB-)	8.29% ~ 10.27%
변동성	39.91%

(*) 총 주식가치 / (보통주식수 + 전환우선주식수 + 스톡옵션 부여주식수)

전환우선주 민감도 분석 - 주식가치

(단위: 백만원)			
기초자산 \ 변동성	38.9%	39.9%	40.9%
154,425	1,093,328	1,094,682	1,096,010
143,663	1,027,200	1,028,908	1,030,580
135,281	977,379	978,975	980,517

전환우선주 민감도 분석 - 1주당 주식가치

(단위: 백만원)			
기초자산 \ 변동성	38.9%	39.9%	40.9%
154,425	168,935	169,144	169,350
143,663	158,717	158,981	159,240
135,281	151,019	151,266	151,504

Executive summary | DCF summary

주요 가정사항을 반영하여 산정된 평가대상회사의 추정 현금흐름 및 지분가치 산정 결과는 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

	Historical			Forecast						Terminal Value
	12months Dec-22	12months Dec-23	9months Sep-24	3months Dec-24	12months Dec-25	12months Dec-26	12months Dec-27	12months Dec-28	12months Dec-29	
Revenue	1,257,281	1,476,525	1,206,871	425,429	1,783,712	1,935,166	2,087,815	2,237,099	2,354,279	2,389,593
% Growth	20.3%	17.4%	9.0%	10.6%	9.3%	8.5%	7.9%	7.2%	5.2%	1.5%
Expense	1,197,916	1,385,285	1,125,213	401,296	1,672,445	1,804,352	1,932,372	2,050,915	2,143,483	2,175,635
% to Revenue	95.3%	93.8%	93.2%	94.3%	93.8%	93.2%	92.6%	91.7%	91.0%	91.0%
EBIT	59,365	91,240	81,658	24,133	111,267	130,814	155,443	186,184	210,796	213,958
% to Revenue	4.7%	6.2%	6.8%	5.7%	6.2%	6.8%	7.4%	8.3%	9.0%	9.0%
Tax Expenses				5,113	25,241	29,756	35,445	42,547	48,232	48,962
% Effective Tax Rate				21.2%	22.7%	22.7%	22.8%	22.9%	22.9%	22.9%
NOPLAT				19,020	86,026	101,058	119,998	143,638	162,564	164,996
Depreciation				1,566	5,974	5,814	4,472	2,975	3,047	
CAPEX				(840)	(2,930)	(3,241)	(3,467)	(3,220)	(3,025)	
Change in NWC				6,723	115,462	115,350	107,457	101,896	90,569	19,737
FCFF				26,468	204,532	218,980	228,459	245,290	253,155	184,733
Period				0.13	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	0.00
PVIF				0.9885	0.9332	0.8511	0.7762	0.7079	0.6456	7.9203
PV of FCFF				26,165	190,877	186,373	177,327	173,634	163,429	

(단위: 백만원)

구 분	금 액
추정기간 동안의 현재가치	917,806
영구 현금흐름의 현재가치	1,463,138
영업가치 (A)	2,380,944
비영업용자산 (B)	1,942,765
이자발생부채 (C)	46,605
총 주식가치 (D=A+B-C)	4,277,103

(단위: 백만원)

	민감도 분석		
	1.0%	1.5%	2.0%
9.2%	4,260,400	4,417,930	4,597,490
9.7%	4,137,393	4,277,103	4,435,075
10.2%	4,027,555	4,152,286	4,292,321

Executive summary | DCF Assumptions

평가대상회사의 가치평가를 위해 적용한 주요 기초 가정은 아래와 같습니다.

주요 가정사항

구 분	주요 내용																												
추정방법	현금흐름할인(DCF)법																												
평가기준일	2024년 09월 30일																												
DCF법 추정기간	2024년 10월 01일부터 2029년 12월 31일까지																												
영구성장률	1.5%																												
외부전문기관(EIU)의 기간별 전망자료																													
거시경제 데이터	<table><tr><th>구분</th><th>2024</th><th>2025</th><th>2026</th><th>2027</th><th>2028</th><th>2029</th></tr><tr><td>물가상승률</td><td>2.5%</td><td>2.0%</td><td>1.5%</td><td>1.8%</td><td>1.6%</td><td>1.6%</td></tr><tr><td>임금상승률</td><td>3.4%</td><td>3.3%</td><td>3.6%</td><td>3.4%</td><td>3.3%</td><td>3.3%</td></tr><tr><td>노동생산성상승률</td><td>2.0%</td><td>2.4%</td><td>2.0%</td><td>2.2%</td><td>2.5%</td><td>2.5%</td></tr></table>	구분	2024	2025	2026	2027	2028	2029	물가상승률	2.5%	2.0%	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	임금상승률	3.4%	3.3%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	노동생산성상승률	2.0%	2.4%	2.0%	2.2%	2.5%	2.5%
	구분	2024	2025	2026	2027	2028	2029																						
	물가상승률	2.5%	2.0%	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%																						
	임금상승률	3.4%	3.3%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%																						
노동생산성상승률	2.0%	2.4%	2.0%	2.2%	2.5%	2.5%																							
법인세	<ul style="list-style-type: none">세법을 반영하여 과세소득 구간별 법인세율을 적용함추정기간 동안 발생한 회계이익은 과세소득과 동일한 것으로 가정함																												

할인율

구 분	값	내용
무위험이자율(Rf)	3.0%	한국 무위험이자율 ^(*1)
리스크프리미엄(Rp)	8.0%	한국공인회계사회 Guidance
베타(Unlevered Beta)	0.83	유사회사 베타 평균 ^(*2)
목표자본구조(B/S)	0.0%	무부채기업 가정
베타(Relevered Beta)	0.83	Unlevered beta x (1+(1-Tax rate) x (D/E))
법인세율	23.1%	한계세율
자기자본비용	9.7%	(Rf + Relevered beta x Rp)
세후타인자본비용	0.0%	무부채기업 가정
WACC	9.7%	

(*1) Source: Bloomberg 최근시점 조회
(*2) 유사회사: 국내외 동종업계 상장회사 13개사
(Alibaba Group Holding Limited, PayPal Holdings, Inc., NHN Corporation, Tencent Holdings Limited, Fiserv, Inc., Galaxia Moneytree Co., Ltd., Kginicis Co.,Ltd, Danal Co., Ltd., KG Mobilians Co., Ltd, GMO Payment Gateway, Inc., Naver Corporation, LY Corporation, Kakao Pay Corp.)

Executive summary | 전환우선주 Assumptions^(1/2)

전환우선주의 발행조건 및 이항모형에 적용한 주요변수는 다음과 같습니다.

전환우선주 발행조건 요약

구분	내용
우선주 발행 및 인수조건	
명칭	기명식 전환우선주식
평가기준일 현재 발행총액	금 603,502,810,000원
단위당 발행가	금 93,250원
발행일	2020.1.15
만기일	2030.1.15
배당지급조건	발행가액 기준 연 1.9%
전환권	
전환청구기간	2025.1.15~2030.1.15
전환비율	100%
전환으로 발행될 주식	회사의 보통주식
평가기준일 전환가액	금 93,250원
전환조건	본건 우선주 보유 주주는 다음 각 호의 경우에 전환권을 행사할 수 있다. 1. 전환기간 내 언제든지 2. 전환기간과 관계없이, 발행회사가 기업공개를 진행하는 경우, 발행회사가 인수인에게 합리적인 기간을 두고 사전에 통지하는 상장예비심사청구서 제출일 1개월 이전의 날로부터 상장예비심사청구서 제출일까지
	회사의 기업공개 시 발행회사 발행의 보통주식 또는 이를 대상하는 예탁증권의 최종 공모가격(예탁증권의 상장의 경우 예탁증권 공모가격을 보통주식 1주당 가격으로 환산한 가격을 의미하며, 공모가격이 외화인 경우 위 상장일 직전 2영업일의 매매기준율로 환산한 원화가격을 말함)이 본건 주식의 전환가액을 하회하는 경우, 위 상장일 직전 2영업일에 전환가액이 최종 공모가격으로 조정된다.
전환가액조정	

이항모형 적용 주요변수

구분	조건요약
적용 신용등급 ^(*1)	회사채 BBB-
기초자산의 가치 ^(*2)	143,663원
전환가격	93,250원
무위험이자율 ^(*3)	2.84% ~2.93%
변동성 ^(*4)	39.91%
일간변동성	2.51%
대상지표	Alibaba Group Holding Limited, PayPal Holdings, Inc., NHN Corporation, Tencent Holdings Limited, Fiserv, Inc., Galaxia Moneytree Co., Ltd., Kginicis Co.,Ltd, Danal Co., Ltd., KG Mobilians Co., Ltd, GMO Payment Gateway, Inc., Naver Corporation, LY Corporation, Kakao Pay Corp.
연간거래일수	252
기업공개(IPO) 가정	IPO요건 및 평가대상 사업진행 상황을 고려하여, IPO가능시 점을 가정함

(*1) 최소 투자자격등급 무보증 공모 회사채 적용
(*2) DCF법을 통하여 산출됨, 총 주식가치/(보통주식수+전환우선주식수)
(*3) IPO 가정에 따른 시점별 만기에 해당하는 수익률
(*4) 연환산변동성 = 일간변동성 x √연간거래일수

Yield Curve (2024년 09월 30일 기준)

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
YTM ^(*1)	2.82%	2.82%	2.81%	2.91%	2.89%	3.01%	2.99%
Spot rate ^(*2)	2.83%	2.84%	2.82%	2.93%	2.91%	3.04%	3.02%

(*1) 국고채권, 금융투자협회
(*2) Bootstrap method을 통해 산정하였으며, 전환우선주 평가시 Forward rate으로 반영함

Executive summary | 전환우선주 Assumptions^(2/2)

전환우선주의 가치평가를 위해 이항모형에 적용한 파라미터는 다음과 같습니다.

전환우선주 평가 파라미터

구분	IPO - 6Y	IPO - 7Y	IPO - 8Y	IPO - 9Y	만기도래
무위험 이자율	2.87%	2.84%	2.91%	2.91%	2.93%
간격 Δt	0.0814	0.0821	0.0824	0.0826	0.0827
변동성 σ	39.91%	39.91%	39.91%	39.91%	39.91%
상승비율 u	1.1206	1.1212	1.1214	1.1216	1.1216
하락비율 d	0.8923	0.8919	0.8917	0.8916	0.8916
상승확률 p	0.4818	0.4816	0.4818	0.4818	0.4819
하락확률 $(1-p)$	0.5182	0.5184	0.5182	0.5182	0.5181
만기시 상장가정	O	O	O	O	X(*2)

(*1) IPO요건 및 평가대상 사업진행 상황을 고려하여, IPO가능시점을 가정함

(*2) 전환우선주의 만기일(2030년 1월 15일)에는 전환우선주 계약서에 따라 보통주로 자동전환 되는 것으로 가정함

용역의 개요

Executive summary	p.5
용역의 개요	p.12
Target overview	p.16
가치평가를 위한 방법론	p.19
보통주 가치평가	p.23
전환우선주 가치평가	p.44
Appendices	p.48

용역의 개요 | 용역의 목적 및 범위

본 가치평가 업무의 목적 및 범위를 기술한 사항은 다음과 같습니다.

용역의 목적

본 용역은 미래에셋증권(주), 미래에셋캐피탈(주), 미래에셋생명보험(주) 및 미래에셋컨설팅(주) (이하 “미래에셋계열사” 또는 “귀사”)와 체결한 용역계약에 따라 2024년 09월 30일(이하 “평가기준일”)을 기준으로 네이버파이낸셜 주식회사 (이하 “네이버파이낸셜” 또는 “평가대상회사”)의 보통주 및 전환우선주의 가치를 평가하여, 귀사의 합리적인 의사결정을 지원하기 위한 참고자료를 제공하는 데에 그 목적이 있습니다.

용역의 범위

당 법인은 상기 평가대상회사의 보통주 및 전환우선주에 대한 가치평가를 위하여 당 법인이 적용할 특정의 평가접근법과 방법 그리고 당 법인이 수행할 평가절차의 범위에 대하여 검토하였습니다. 그에 따라 보통주 주식가치 평가 시, 평가대상회사가 제시한 미래 추정재무자료 및 관련 근거자료 등을 이용하는 이익기준 평가접근법을 사용하였으며, 전환우선주 주식가치 평가 시, 계약서 및 외부 공시자료 등을 바탕으로 이항모형을 사용하였습니다.

당 법인은 적용된 카드발급 건당 매출액, 대출 중개규모 및 대출 건당 수수료율, 보험 중개규모 및 보험 건당 수수료율, 목표 통장 개설 좌수 및 통장개설 건당 수수료수익, 부동산금융 건당 수수료수익, 거래증권사당 WTS수수료수익, 포인트 적립률, 기타 금융변동비 수수료율 등 주요한 가정사항은 평가대상회사가 제시한 데이터를 반영하였습니다. 또한 당 법인은 평가대상회사가 제시한 재무제표와 사업계획 자료를 근거로 외부기관에 공시된 제반 경제지표와 기업분석 자료를 참고하여 가치평가업무를 수행하였으며, 평가대상회사에 대한 현장실사, 자산에 대한 소유권 확인과 면담, 귀사 및 평가대상회사 제시 재무제표에 대한 검토 또는 감사업무 등은 수행하지 않았습니다.

용역의 개요 | 가정 및 제약조건^(1/2)

본 가치평가 업무 수행 시 적용한 가정과 제약조건 및 본 보고서 이용 시 충분히 고려하고 유의해야 할 사항을 요약하면 다음과 같습니다.

- (1) 본 보고서 상의 평가결과는 평가기준일 현재, 기술된 목적만을 위하여 타당합니다.
- (2) 당 법인은 가치평가업무의 수행과정에서 귀사 및 평가대상회사로부터 제공받은 재무제표나 기타의 재무정보는 (이 정보에 대하여 당 법인이 별도로 언급한 사항을 제외하고는) 이러한 정보들이 평가대상회사의 재무상태와 경영성과를 모두 그리고 정확하게 반영하고 있는지 여부를 별도로 검토함이 없이 제공받은 그대로 수용하였습니다. 당 법인은 이들 정보에 대하여 감사, 검토 또는 작성 업무를 수행하지 않았으므로 이들 정보에 대하여 감사의견 등 어떠한 형태의 인증도 표명하지 않습니다.
- (3) 본 보고서는 평가기준일 기준의 일반적인 경제, 시장 및 기타 가정 및 제약조건에 근거하며, 이러한 가정 및 제약 조건은 단기간내 급격히 변동될 수 있습니다. 당 법인의 평가 업무는 공시된 정보, 평가대상회사 경영진의 예측 및 평가대상회사 경영진이 제공한 기타 정보에 부분적으로 의존합니다. 또한 시장 상황의 변화는 평가대상회사 및 본 용역에 상당한 영향을 줄 수 있으며, 당 법인은 후속 사건과 관련하여 이미 수행한 업무에 대한 업데이트를 수행하지 않습니다.
- (4) 당 법인은 평가대상회사의 주식가치 평가에 있어 적용된 카드발급 건당 매출액, 대출 중개규모 및 대출 건당 수수료율, 보험 중개규모 및 보험 건당 수수료율, 목표 통장 개설 좌수 및 통장개설 건당 수수료수익, 부동산금융 건당 수수료수익, 거래증권사당 WTS수수료수익, 포인트 적립률, 기타 금융변동비 수수료율 등 주요한 가정사항은 평가대상회사가 제시한 자료 및 사업계획을 반영하였으며, 전환우선주의 배당 및 전환은 IPO를 포함한 행사가능기간에 연도별 동일한 가중치로 가정하여 추정하였습니다. 당 법인은 상기 언급된 가정사항에 대한 합리성과 실현가능성 여부를 별도로 검토하지 아니하였으므로 이에 대한 어떠한 확신도 제공하지 아니합니다. 향후의 실제 결과는 귀사 및 귀사 경영진의 예상과 차이가 발생할 수 있으며, 만약 그러한 차이가 중요하다면 가치평가결과가 중요하게 변동될 수 있습니다.
- (5) 공공정보와 산업 및 통계자료는 우리가 신뢰할 수 있다고 판단한 원천에서 입수하였습니다. 그러나 당 법인은 이들 정보의 정확성이나 완전성에 대하여 어떠한 기술도 제공하지 아니하며, 이를 입증하기 위한 어떠한 절차도 수행하지 않았습니다.
- (6) 미래의 사건이나 상황은 귀사 및 평가대상회사가 예측한대로 발생되지 않을 수 있기 때문에, 당 법인은 귀사 및 평가대상회사가 예측한 성과에 대하여 어떠한 확신도 제공하지 아니합니다. 즉, 예측성과와 실제 결과 사이에는 중요한 차이가 발생할 수 있으며, 예측결과의 달성 여부는 경영진의 행동과 계획 그리고 경영진이 전제한 가정에 따라 가변적입니다.
- (7) 당 법인의 가치평가 결과는 현재 경영진의 전문성과 효과성 수준이 유지될 뿐만 아니라, 사업매각, 구조조정, 교환, 주주의 자본 감축 등에 의해 평가대상회사의 성격이 중요하게 또는 유의적으로 변화하지 않을 것이라는 가정에 기초한 것입니다.
- (8) 본 보고서 및 가치의 평가결과는 당 법인의 의뢰인인 귀사와 본 보고서에서 언급한 특정의 목적만을 위한 것입니다. 따라서 제3자의 어떠한 목적이거나 본 보고서에서 언급한 목적 이외의 용도로는 이용할 수 없습니다. 뿐만 아니라, 본 보고서 및 가치의 평가결과는 어떠한 형태로든 투자자문 또는 이와 유사한 목적을 위하여 작성된 것이 아니며 그렇게 해석되어서도 안됩니다. 가치의 평가결과는 귀사 및 평가대상회사가 제공한 정보와 기타의 원천을 근거로 당 법인이 고려한 의견만을 나타내는 것입니다.
- (9) 본 보고서 및 가치의 평가결과는 투자 여부 결정을 위한 근거자료로 사용되어서는 안되며, 당 법인은 본 보고서에 근거한 투자 의사결정 결과 발생한 어떠한 재무적 또는 비재무적 손실에 대해서 일체의 책임을 지지 않습니다.

용역의 개요 | 가정 및 제약조건^(2/2)

본 가치평가 업무 수행 시 적용한 가정과 제약조건 및 본 보고서 이용 시 충분히 고려하고 유의해야 할 사항을 요약하면 다음과 같습니다.

- (10) 가치의 평가결과, 가치평가 외부전문가의 명칭이나 그 직무의 언급 등을 포함하여 본 보고서의 어떠한 부분도 당 법인의 서면동의 및 승인 없이 광고매체, 투자홍보, 언론매체, 우편, 직접교부 또는 기타의 통신 수단을 통하여 공중에게 전파될 수 없습니다.
- (11) 사전에 문서로 협약되지 않는 한 본 보고서의 내용과 관련하여 법정 증언이나 진술 등 당 법인에게 추가적인 업무를 요구할 수 없습니다. 또한, 본 보고서의 어떠한 내용도 당 법인 이외의 자가 임의로 변경시킬 수 없으며, 당 법인은 이러한 승인 없는 변경에 대하여 어떠한 책임도 없습니다.
- (12) 당 법인은 환경문제에 대한 자문인이나 감사인이 아니므로 환경적인 문제와 관련하여 발생했거나 발생 가능한 의무에 대하여는 어떠한 책임도 없습니다. 본 보고서를 이용할 수 있는 자로서 이와 같은 환경문제에 관한 의무가 존재하는지 또는 환경문제의 범위나 가치평가에 대한 영향을 알고 싶은 경우, 환경평가에 관한 독립적이고 전문적인 자문을 얻기를 권고합니다. 당 법인은 환경문제에 대하여 평가를 수행하거나 그 결과를 제공하지 않으며 평가대상회사에 대하여도 이에 대한 어떠한 절차도 수행하지 않았습니다.
- (13) 당 법인은 평가대상회사가 제 법률에서 규정하고 있는 종업원의 채용, 근무에 관한 규제의 적용대상 여부나 이를 준수하고 있는지 여부를 결정하기 위하여 평가대상회사에 대하여 특정의 질문이나 분석을 수행하지 않았습니다. 따라서 당 법인의 가치평가 결과는 이러한 규정의 위반 시 가치평가에 미칠 영향을 고려하지 아니한 것입니다. 별도의 언급이 없는 한 당 법인은 미래의 법률이나 규정이 귀사에 미칠 수 있는 잠재적인 영향에 대하여 어떠한 고려나 절차도 수행하지 않았습니다.
- (14) 당 법인의 업무에 경영자가 작성한 추정재무정보가 이용된 경우, 당 법인은 그러한 추정 재무정보를 조사하거나 작성하는 데 관여하지 않았습니다. 따라서 당 법인은 추정재무정보나 이와 관련된 가정에 대하여 감사의견 등 어떠한 형태의 인증도 표명하지 아니합니다. 사건이나 상황은 예상과 다르게 발생할 수 있으며, 따라서 일반적으로 추정재무정보와 실제결과 사이에 차이가 존재할 수 있고, 또 그러한 차이가 중요할 수 있습니다.
- (15) 당 법인은 별도로 언급된 내용을 제외하고는 사업에 이용되는 모든 시설·설비나 부동산, 투자자산의 가치나 이용가능성 그리고 기타의 자산이나 부채(단, 본 보고서에서 다르게 언급된 사항은 제외함)에 관하여 지분소유자, 경영자, 기타 제3자의 진술에 의존하였습니다. 당 법인은 사업에 이용되는 모든 자산들이 담보나 사용 상의 제약이 있는지 여부 또는 평가대상회사가 모든 자산에 대하여 소유권을 가지고 있는지에 대하여 별도의 확인절차를 수행하지 아니하였습니다.
- (16) 본 보고서는 귀사에만 제출되는 것이므로, 귀사 내부 참고 목적으로만 사용하고, 외부로 공개되어서는 안되며, 그 이외의 제3자(귀사의 관계회사 포함)에게 공개되거나, 제공될 수는 없습니다. 따라서 당 법인은 본 보고서를 입수한 제3자에 대해서 어떠한 책임도 지지 않습니다.
- (17) 상기 (1) 내지 (16) 이외에도 본 보고서의 이용자는 당 법인이 수행한 업무의 범위 및 한계점들을 충분히 알고도 명확하게 고려해야 하며, 당 법인은 본 보고서에 근거한 어떤 종류의 손실이나 피해에 대해서 책임을 지지 않습니다.

Target overview

Executive summary	p.5
용역의 개요	p.12
Target overview	p.16
가치평가를 위한 방법론	p.19
보통주 가치평가	p.23
전환우선주 가치평가	p.44
Appendices	p.48

Target overview | Company overview

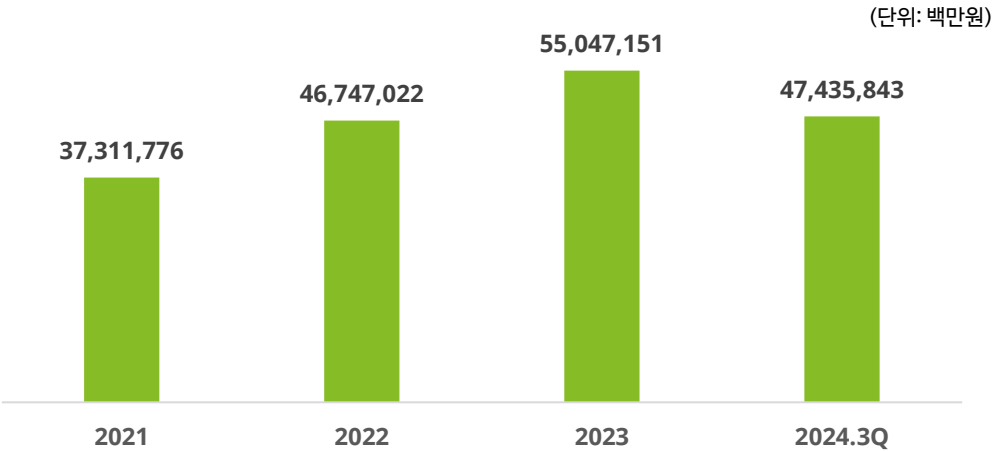
평가대상회사는 현재 네이버페이 서비스를 통해 간편결제 사업을 영위하고 있으며, 향후 보유하고 있는 빅데이터를 이용하여 다양한 금융 분야로 사업을 확장할 예정에 있습니다. 평가대상회사의 개요는 다음과 같습니다.

회사의 개요

회사명	네이버파이낸셜
CEO	박상진
사업분야	간편결제, 금융 서비스
설립일	2019년 11월
주소	경기도 성남시 분당구 정자일로 95

(Source: 평가대상회사 제시)

네이버파이낸셜 총 결제액



(Source: 평가대상회사 제시)

요약 재무상태표

(단위: 백만원)

구 분	Dec-21	Dec22	Dec-23	Sep-24
유동자산	2,637,141	3,096,324	3,562,889	3,664,623
비유동자산	110,423	156,221	194,771	206,652
자산총계	2,747,564	3,252,545	3,757,660	3,871,276
유동부채	1,779,651	2,232,994	2,671,790	2,669,529
비유동부채	36,135	32,185	33,833	44,635
부채총계	1,815,786	2,265,179	2,705,623	2,714,164
자본총계	931,779	987,366	1,052,036	1,157,112

(Source: 평가대상회사 제시)

요약 손익계산서

(단위: 백만원)

구 분	Dec-21	Dec22	Dec-23	Sep-24
Revenue	1,045,308	1,257,281	1,476,525	1,206,633
% Growth	48.4%	20.3%	17.4%	63.4%
Expense	999,444	1,197,915	1,385,285	1,123,660
% to Revenue	95.6%	95.3%	93.8%	93.1%
EBIT	45,864	59,365	91,240	82,973
% to Revenue	4.4%	4.7%	6.2%	6.9%

(Source: 평가대상회사 제시)

Target overview | Industry overview

평가대상회사의 주요 업종인 전자상거래 산업 및 간편결제 산업은 최근 가파른 성장세를 보이고 있으며, 각 산업의 국내 시장 규모는 다음과 같습니다.

Industry Overview

1 국내 간편결제 및 전자금융업 산업 현황

- 국내 간편결제 및 전자금융업 산업은 정부의 규제개혁과 핀테크 활성화 정책에 의해 꾸준한 상승세를 보이고 있음.
- 빅테크 중심의 전자금융업자는 편의성과 범용성, 플랫폼 역량을 바탕으로 간편결제 제공 사업자 가운데 절반의 비중을 차지하여 결제시장내 영향력이 강화되고 있음.
- 국내 금융업은 예전부터 법 및 규제의 중요성이 대두되었음. 최근에는 정부에서 온라인 금융서비스를 미래 경제 성장을 위한 24개 핵심 부문 중 하나로 지정하여, 해당 산업 성장에 유리한 환경에 위치하고 있음.

2 간편결제 서비스 이용 현황 및 전망

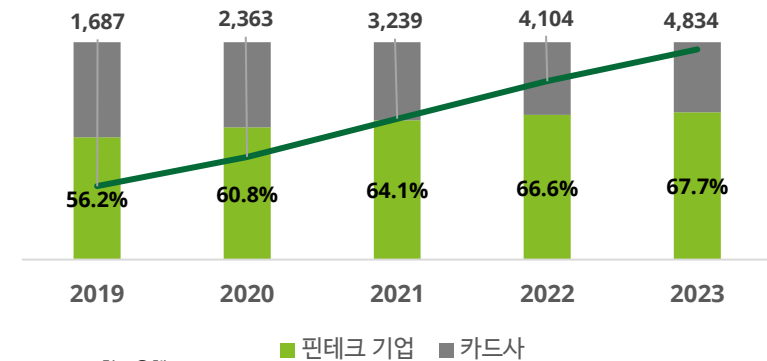
- 2023년 중 간편결제 서비스 이용실적(일평균)은 2,735만건, 8,755억원으로 전년대비 각각 13.4%, 15.0% 증가하였음.
- 2023년 간편결제 시장에서 핀테크 기업이 차지하는 비중은 67.7%로 지난 2019년(56.2%)보다 11.5%p 증가하였으며, 결제액 규모도 2022년 대비 약 17.8% 증가하였음(2022년 4,104억원 → 2023년 4,834억원).
- 전자금융업자의 간편결제 서비스 방식 중 카드 및 계좌에 연동하여 미리 충전한 선불금을 이용한 비중이 꾸준히 확대되고 있음(2021년 29.4%, 2022년 31.2%, 2023년 32.8%)

3 국내 전자상거래 산업 현황

- 국내 전자상거래 시장은 저렴한 가격과 빠른 배송 등 서비스의 지속적인 향상으로 타 업종 대비 높은 성장세를 유지하고 있음.
- 24년 상반기 기준 국내 온라인쇼핑 거래액은 약 31조로 연환산 기준 전년 대비 12.2% 증가하였음.
- 국내 전자상거래가 꾸준히 증가하는 가운데, 코로나 이후 비대면 트렌드 확산으로 전자상거래 활용에 필요한 온라인 간편결제도 빠르게 증가하고 있음.

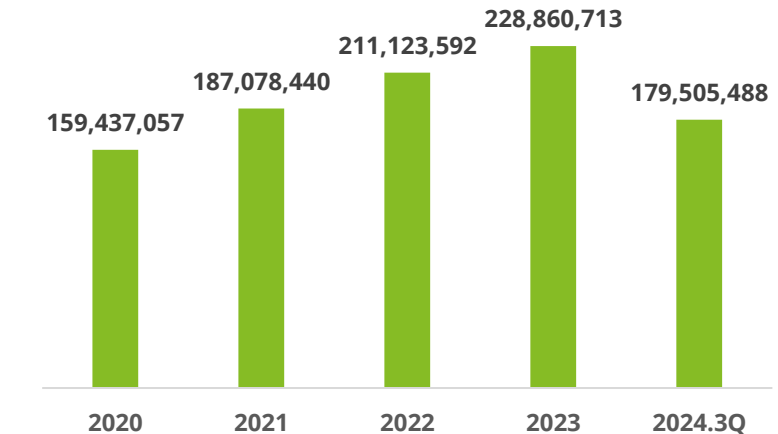
간편결제 서비스 핀테크사 비중 및 결제규모 변화

(단위: 억원)



전자상거래 산업 규모

(단위: 백만원)



가치평가를 위한 방법론

Executive summary	p.5
용역의 개요	p.12
Target overview	p.16
가치평가를 위한 방법론	p.19
보통주 가치평가	p.23
전환우선주 가치평가	p.44
Appendices	p.48

가치평가를 위한 방법론 | 보통주 가치평가 접근방법

공정가치 평가를 위한 일반적인 평가방법론으로는 이익기준 평가접근법, 시장기준 평가접근법 및 자산기준 평가접근법이 있으며, 귀사와의 협의 및 평가대상회사의 특성을 고려하여 적절한 평가방법을 선택하였습니다.

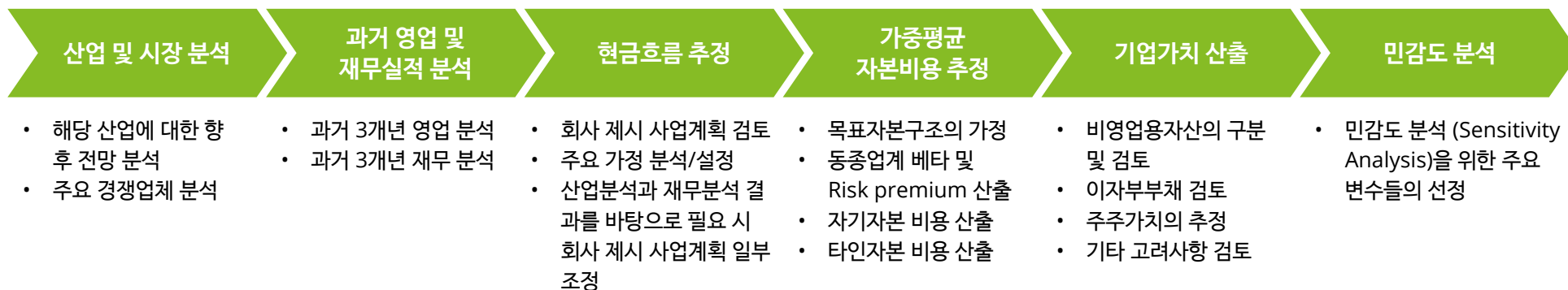
	개 념	장·단점
1 이익기준 평가접근법 (Income Approach)	이익기준 평가접근법은 미래의 이익이나 현금흐름을 자본화하거나 현재 가치로 할인하여 주식가치를 평가하는 평가접근법으로, 미래현금흐름할인법(DCF Method: Discounted Cash Flow Method)이 주로 사용됨	미래의 이익창출 가능성이나 수익성 개선 가능성이 가치에 고려되어 있고 이론적으로 우수하며, 실무적으로 가장 보편적으로 사용되나, 추정에 주관적 요소가 개입될 가능성이 있음
2 시장기준 평가접근법 (Market Approach)	시장기준 평가접근법은 유사한 상장회사의 주가나 유사한 기업이나 주식의 거래를 참조하여 주식가치를 평가하는 평가접근법으로, 유사 상장회사 비교법과 유사 거래사례 비교법이 주로 사용됨	평가 방법이 단순하고 시장상황의 변동을 반영하며 보편적으로 사용되나, 동종 산업을 영위하는 유사 상장회사가 존재하지 않을 경우 적용이 어려움
3 자산기준 평가접근법 (Asset Approach)	기업이 현재 보유하고 있는 총자산을 기업가치로 보고 순자산의 가치를 자기자본의 가치로 평가하는 방법으로, 조정순자산법이 주로 사용됨	비교적 단순하고 객관적인 평가방법이나 미래의 이익창출 가능성이나 수익성 개선 가능성이 가치에 고려되지 않음

평가대상회사의 공정가치 평가를 위해 고려된 방법론은 상기와 같으며, 본 추정에서는 귀사와의 협의에 따라 이익접근법 중 미래현금흐름할인법 (DCF Method : Discounted Cash Flow Method)을 적용하였습니다.

가치평가를 위한 방법론 | 현금흐름할인법 수행계획

이익기준 평가접근법 중의 하나인 현금흐름할인법(DCF Method)은 평가대상회사의 향후 추정기간 동안의 손익을 추정한 후 세후 영업이익에서 비현금손익, 운전자본의 증감을 반영하고, 자본적 지출을 차감하여 잉여현금흐름을 산정합니다. 그리고 산출된 잉여현금흐름에 내재된 위험을 반영한 적절한 할인율로 할인하여 평가대상회사의 가치를 산정하게 됩니다.

[현금흐름할인법(DCF법)]



현금흐름할인(DCF)법 주요 특징

- 현금흐름할인법(DCF)은 회사 또는 대상사업의 향후 추정된 영업현금흐름을 가치평가 기준일의 현재가치로 할인하여 평가하는 방법으로, 추정기간 이후의 가치(Terminal Value)는 일정한 성장을 가정하여 평가기준일의 현재가치로 할인함
- 현금흐름할인법(DCF)은 할인 대상 현금흐름에 따라 자기자본에 대한 현금흐름 (Free Cash Flow to Equity) 접근법과 기업에 대한 현금흐름 (Free Cash Flow to Firm) 접근법으로 구분할 수 있음
- 잉여현금흐름 추정 시, 기업에 귀속되는 현금흐름(Free Cash Flow to Firm)을 추정하는 FCFF법을 사용하며 그에 따라 할인율도 자기자본비용과 타인자본비용을 가중평균한 가중평균 자본비용(Weighted Average Cost of Capital)을 이용하는 것이 일반적으로 인정된 방법론임
- 현재가치 할인에 적용하는 할인율(가중평균 자본비용)은 시간의 가치 뿐 아니라 영업 및 재무활동과 관련된 위험 등을 반영하는 것임

가치평가를 위한 방법론 | 우선주 가치평가 접근방법

옵션평가를 위한 일반적인 접근방법으로는 이항모형 평가법, 블랙숄즈 평가법 및 몬테카를로 시뮬레이션법이 있으며, 평가대상 옵션의 특성을 고려하여 적절한 평가방법을 선택하였습니다.

1 이항모형 평가법 (Binomial model)

이항모형은 주가가 이항분포를 그리며 기간간의 상승확률과 하락확률을 일정하다는 가정 하에, 옵션의 만기일전에 배당을 지급하는 주식을 기초 자산으로 하며, 만기전 행사가 가능한 미국형 옵션을 대상으로 사용됨

유러피안 옵션에 적용되는 블랙숄즈 평가법과는 달리 만기 전에 다양한 행사 조건들을 적용할 수 있어 아메리칸 옵션을 보다 실질에 맞게 모델링 할 수 있다. 그러나 기초자산의 변동성에 의해서 옵션의 가치가 결정되는 만큼 그 변동성을 구함에 있어 가정이 많이 개입됨

2 블랙숄즈 평가법 (Black-scholes model)

블랙숄즈 모형은 주가가 로그 정규분포를 그리며 일정한 기대치와 분산을 가진다는 가정 하에, 옵션의 만기일까지 배당을 지급하지 않는 주식을 기초자산으로 하는 유럽형 옵션을 대상으로 사용됨

블랙숄즈 공식에 변수를 입력하면 평가금액이 바로 계산된다는 장점이 있으나, 만기에만 행사해야 된다는 단점이 있어 만기 전 행사 가능한 아메리칸 옵션에 실무적으로 적용하기에는 제한적임

3 몬테카를로 시뮬레이션법 (Monte Carlo simulation)

난수를 이용하여 확률적으로 옵션의 가치를 구하는 방법으로 시뮬레이션 횟수를 많이 늘림으로써 불확실성을 확률적으로 접근하며, 이론적 방법이나 다른 접근 방법으로 수치적 결과를 얻기 힘들거나 불가능할 때 수치적 결과를 얻어내기 위해 사용됨

시뮬레이션 방법이기 때문에 시뮬레이션 횟수가 적은 경우 유효성이 떨어지며 블랙숄즈와 같이 만기에만 행사되는 유러피안 옵션에 적용됨

전환우선주 평가를 위해 고려된 방법론은 상기와 같으며, 본 보고서에서는 귀사와의 협의에 따라 이항모형 평가법(Binomial model)을 적용하였습니다.

보통주 가치평가

Executive summary	p.5
용역의 개요	p.12
Target overview	p.16
가치평가를 위한 방법론	p.19
보통주 가치평가	p.23
전환우선주 가치평가	p.44
Appendices	p.48

보통주 가치평가 | Key Assumptions^(1/6)

대상회사의 가치평가 및 현금흐름할인법 적용을 위해 적용한 기본전제 및 주요 가정은 아래와 같습니다.

추정기간 미래현금흐름 추정내역

구 분

내 용

평가기준일

• 2024년 09월 30일

추정기간

• 2024년 10월 01일 ~ 2029년 12월 31일

거시경제지표

• 향후 현금흐름을 추정하기 위하여 외부전문기관의 대한민국 최근 거시경제지표 전망자료를 이용하였으며, 그 내역은 다음과 같습니다.

구분	2024	2025	2026	2027	2028	2029
소비자 물가상승률 (av, %)	2.5%	2.0%	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%
임금상승률 (av, %)	3.4%	3.3%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%
노동생산성상승률 (av, %)	2.0%	2.4%	2.0%	2.2%	2.5%	2.5%

(Source : Economist Intelligence Unit(EIU), Sep 1st 2024, South Korea)

법인세율

• 국내 법인세법을 적용하여 과세구간별 법인세율을 적용함. 한편, 추정기간 동안 발생한 회계이익은 과세소득과 동일한 것으로 가정하여 법인세 비용을 추정함

기타 전제사항

• 향후 미래 현금흐름은 기중에 발생하는 것으로 가정하였으며, 세후 미래 현금흐름을 기준으로 함

• 세후 미래 현금흐름을 할인하기 위한 할인율은 세후 할인율을 적용함

• 연도별 추정 및 할인율 산정 시 각종 비율을 적용하고 백만원 단위로 표기함에 따라 합계 등에 발생한 단수 차이는 조정하지 않음

보통주 가치평가 | Key Assumptions^(2/6)

대상회사의 가치평가 및 현금흐름할인법 적용을 위해 적용한 계정별 주요 가정은 아래와 같습니다.

추정기간 미래현금흐름 추정내역

구분		주요 가정사항
영업 수익	스마트스토어 /주문형	<ul style="list-style-type: none"> 전자상거래 시장규모 x 네이버 파이낸셜 침투율 (%) x 매출률(수수료율)으로 추정함 1) 전자상거래 시장규모: 외부전문기관 (Statista)에서 전망한 전자상거래 시장규모 성장률(4.5%)을 적용함 2) 네이버 파이낸셜 침투율 (%): 평가대상회사의 실적을 고려하여 전자상거래 시장규모 대비 스마트스토어 및 주문형 외부몰의 네이버 파이낸셜 침투율을 반영함 3) 최근 실적상 매출률이 향후 유지되는 것으로 가정하여 추정함 (스마트스토어 : 2.69%/ 주문형: 2.92%)
	결제형	<ul style="list-style-type: none"> 결제액 x 매출률(수수료율)으로 추정함 1) 결제액 : 25~27년은 사업계획상 결제형 매출액을 준용하였으며 27년 결제형 매출 성장률이 향후 전자상거래 시장규모 성장률(4.5%)에 점진적으로 수렴한다 가정하여 해당 성장률을 28년 매출액부터 적용 2) 최근 실적상 매출률이 향후 유지되는 것으로 가정하여 추정함 (결제형: 2.00%)
	디지털콘텐츠 /예약	<ul style="list-style-type: none"> 결제자수 x 인당 결제건수 x 건당 결제금액 x 매출률(수수료율)으로 추정함 1) 결제자수 : 디지털콘텐츠의 경우 평가기준일 시점 결제자수가 유지되는 것으로 가정하였으며, 예약의 경우 스마트스토어와 주문형 외부몰의 결제자수 증가율을 적용하여 추정함 2) 인당 결제건수: 과거 인당 결제건수가 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정함 3) 건당 결제금액: 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자 물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정함 4) 최근 실적상 매출률이 향후 유지되는 것으로 가정하여 추정함 (디지털콘텐츠: 2.36%/ 예약: 2.40%)
	로컬페이	<ul style="list-style-type: none"> 결제자수 x 인당 결제건수 x 건당 결제금액 x 매출률(수수료율)으로 추정함 1) 결제자수: 스마트스토어와 주문형 외부몰의 결제자수 증가율을 적용하여 추정함 2) 인당 결제건수: 과거 인당 결제건수가 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정함 3) 건당 결제금액: 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자 물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정함 4) 최근 실적상 매출률이 향후 유지되는 것으로 가정하여 추정함 (로컬페이 : 1.27%)
	현장결제	<ul style="list-style-type: none"> 29년의 매출은 사업계획상 27년상 목표액 준용하였으며 25~28년은 네이버페이 결제액과 네이버페이머니/포인트 결제비중이 29년 수준으로 점진적으로 수렴함을 가정함. 1) 결제액 : 29년 결제액은 사업계획 상 현장결제 매출에서 인터뷰 상 매출률(0.75%)를 통해 네이버머니/포인트 결제액을 역산. 또한, 향후 전체 결제액 중 네이버머니/포인트 결제 비중이 29년에 20%에 도달한다 가정하여 전체 현장결제 결제액 역산함. 2) 매출률 : 회사 인터뷰 상 0.75% 사용
	기타사업	
	DCB 수익	<ul style="list-style-type: none"> 향후 외부전문기관(Statista)에서 전망한 검색광고시장 성장률만큼 상승하는 것으로 가정함
	용역 수수료 등	<ul style="list-style-type: none"> 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자 물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정함

보통주 가치평가 | Key Assumptions^(3/6)

대상회사의 가치평가 및 현금흐름할인법 적용을 위해 적용한 계정별 주요 가정은 아래와 같습니다.

추정기간 미래현금흐름 추정내역

구분			주요 가정사항
영업 수익	금융사업	통장	<ul style="list-style-type: none">페이머니 통장 : 24년 실적 수준이 향후 유지됨을 가정함
		대출	<ul style="list-style-type: none">신용대환대출 중개서비스 : 대출중개규모 x 매출률로 추정함<ol style="list-style-type: none">대출중개규모: 회사 인터뷰상 목표점유율을 반영하여 2029년에 네이버 파이낸셜의 점유율이 20%에 도달한다 가정하여 추정함매출률: 신규대출 비중 및 제2금융권 대출 중개 비중 확대계획을 반영하여 2024년 실적상 수수료율이 추정기간 말에 토스/카카오페이의 수수료율평균(0.95%)로 점진적으로 수렴함을 가정함주택담보대출/전세대출 중개서비스 : 대출중개규모 x 매출률로 추정함<ol style="list-style-type: none">대출중개규모: 2024년은 3분기 누적 실적상 대출중개규모가 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년 이후는 과거 5개년 주택담보대출 잔액 증가율(6.0%)만큼 증가함을 가정함매출률: 2024년 실적상 수수료율(0.08%)가 추정기간 동안 유지됨을 가정함
		보험	<ul style="list-style-type: none">자동차보험 :네이버파이낸셜 보험중개규모 x 매출률<ol style="list-style-type: none">보험중개규모: CM채널 시장규모 산정 및 회사 인터뷰상 플랫폼침투율과 네이버파이낸셜의 목표점유율을 반영하여 준용하여 추정매출률: 2024년 실적상 수수료율(3.0%)가 추정기간 동안 유지됨을 가정함

보통주 가치평가 | Key Assumptions^(4/6)

대상회사의 가치평가 및 현금흐름할인법 적용을 위해 적용한 계정별 주요 가정은 아래와 같습니다.

추정기간 미래현금흐름 추정내역

구분		주요 가정사항
영업 수익	부동산	<ul style="list-style-type: none"> 매물검증매출: 매물검증매출은 매물입점/확인매출로 구성. 매물검증매출의 경우 매물수량은 향후 추정기간동안 과거 5개년(2019~2024.3Q) 국내 주택매매/전월세 거래량(Source: 국토교통부) 성장률만큼 증가하는 것으로 가정하였으며, 매물검증수수료는 회사와의 인터뷰를 반영하여 25년 이후 물가상승률 수준으로 증가하는 것으로 가정 광고수익: 2024년은 실적상 수익이 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년 이후는 부동산 광고수익매출이 향후 추정기간동안 외부전망기관(Source: Statista) 제시 국내 디지털 광고시장 성장률만큼 증가하는 것으로 가정함 부동산 금융: 계약 건수 x 건당 매출액으로 추정함 <ol style="list-style-type: none"> 계약 건수: 2024년은 실적상 계약 건수가 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년 이후는 과거 3개년(2021~2024.3Q) 실적상 계약 건수 성장률만큼 증가하는 것으로 가정하여 추정함. 건당 매출액: 계약상 건당 매출액이 추정기간 동안 유지되는 것으로 가정하여 추정함
	증권	<ul style="list-style-type: none"> 광고수익: 2024년은 실적상 수익이 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년 이후는 증권 광고수익매출이 향후 추정기간동안 외부전망기관(Source: Statista) 제시 국내 디지털 광고시장 성장률만큼 증가하는 것으로 가정함 WTS 수익: 네이버증권 Page 입점 증권사수 x 증권사당 계약금액으로 추정함 <ol style="list-style-type: none"> 증권사수: 회사 인터뷰상 연도별 계약목표 증권사 수를 반영하여 추정함 증권사당 매출액: 회사 인터뷰상 증권사당 평균 사용료계약금액을 반영하여 추정함
	카드발급	<ul style="list-style-type: none"> 카드발급(광고수익): 발급건수 x 건당 순매출액으로 추정함 <ol style="list-style-type: none"> 발급건수: 결제자수를 고려하여 실적상 Yearly Active User당 카드발급건수가 유지되는 것으로 가정함 건당 매출액: 실적상 건당 매출액이 추정기간 동안 유지된다고 가정하여 추정함
	리워드/DA광고	<ul style="list-style-type: none"> 2024년은 실적상 수익이 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년은 실적달성률을 반영한 사업계획상 수치 준용하여 추정 및 2026년 이후 외부전문기관(Statista)에서 전망한 검색광고시장 성장률만큼 상승하는 것으로 가정함

보통주 가치평가 | Key Assumptions^(5/6)

대상회사의 가치평가 및 현금흐름할인법 적용을 위해 적용한 계정별 주요 가정은 아래와 같습니다.

추정기간 미래현금흐름 추정내역

구분			주요 가정사항
영업 비용	인건비		<ul style="list-style-type: none"> 임직원 : 인원수 x 인당 평균 인건비로 추정함 1) 인원수: 평가대상회사의 과거기간 인당 매출 실적 수준이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 노동생산성상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 매출액 대비 인원수를 추정함 2) 인당 평균 인건비: 실적상 평균 인건비가 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 임금상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
	결제 원가	결제수수료	<ul style="list-style-type: none"> 결제액 x 결제수수료율로 추정함 1) 네이버파이낸셜 결제액: 영업수익 가정사항 참고 2) 결제수수료율: 최근 실적상 평균 결제수수료율이 평가기간동안 유지되는 것으로 가정함
		포인트비용	<ul style="list-style-type: none"> 스마트스토어, 주문형, 결제형, 외부몰, 디지털컨텐츠, 네이버예약 및 로컬페이에 대해 발생하며 회사제시 24년 4분기 예상 적립률이 평가기간 동안 유지되는 것으로 가정함. 단, 포인트적립액 및 비용인식액에 대한 시기 차이가 존재하며 24년 실적상 조정 비율이 향후 유지되는 것으로 가정함
		기타	<ul style="list-style-type: none"> 호스팅 수수료: 결제사업 중 주문형 및 결제형 외부몰 결제액 x 수수료율 약 0.13% DCB 직가맹 수수료: 관련 매출 대비 비율(90.6%)이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정함
	플랫폼 원가	대출/보험/광고	<ul style="list-style-type: none"> 대출 : 24년 실적상 원가율이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정함 보험 : 24년 실적상 비용이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함 광고 : 24년 실적상 비용이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
		부동산	<ul style="list-style-type: none"> 매물검증 수수료: 24년 실적상 비용이 향후 추정기간동안 과거 5개년(2019~2024.3Q) 국내 주택매매/전월세 거래량(Source: 국토교통부) 성장률만큼 증가하는 것으로 가정 정보이용료: API 사용료 등 부동산지면 관련 콘텐츠경비로 24년 실적 수준이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
		증권	<ul style="list-style-type: none"> 주가차트, 리서치보고서 등 증권지면 관련 콘텐츠경비로 25~27년은 사업계획상 예상비용을 준용하였으며 28년 이후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
		기타	<ul style="list-style-type: none"> 마이데이터: 25~27년은 사업계획상 예상비용을 준용하였으며 28년 이후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함 기타사업비: 24년 실적 수준이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함

보통주 가치평가 | Key Assumptions^(6/6)

대상회사의 가치평가 및 현금흐름할인법 적용을 위해 적용한 계정별 주요 가정은 아래와 같습니다.

추정기간 미래현금흐름 추정내역

구분		주요 가정사항
영업 비용	기타관리비	<ul style="list-style-type: none">기타관리비는 아웃소싱/인프라비, 마케팅비, 기타비용, 리스임차료 등으로 구성되어 있음아웃소싱비/인프라비: 24년 실적상 비용이 향후 외부전망기관(EIU)에서 전망한 임금상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함고정마케팅비: 25년 사업계획상 매출액 대비 예상지출액 대비 비율(7.6%)이 25~27년간 유지됨을 가정하여 추정하였으며 28년부터는 외부전망기관(EIU)에서 전망한 물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함기타: 24년 4분기는 예정된 일시적비용 지출을 반영하여 사업계획을 준용하였으며 25년 이후는 23년 실적상 기타비용이 외부전망기관(EIU)에서 전망한 물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함. 리스임차료는 리스기간종료 이후 재투자 되는 것으로 가정하여 추정함
	상각비	<ul style="list-style-type: none">기존자산 상각비 및 신규자산 상각비로 구분하여 추정하였으며, 기존자산 상각비는 평가기준일 현재 유무형자산 잔액 및 내용연수, 상각방법을 고려하여 추정하였으며, 신규자산 상각비는 신규투자가 기중에 발생하는 것으로 가정하여 추정함
기타	운전자본	<ul style="list-style-type: none">운전자본 (영업용현금, 외상매출금, 미수금) 및 운전부채 (미지급금, 선수금, 선수수익, 예수금, 미지급비용)로 구분하여 추정하였으며, 결제액(영업용현금의 경우 스마트스토어 및 주문형 거래액, 미지급비용의 경우 인건비) 대비 회전기일이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정함

보통주 가치평가 | WACC

평가대상회사의 할인율 산정을 위한 유사상장회사 선정을 위해 Target사와 유사한 사업(전자상거래 기반 간편결제플랫폼)을 영위하는 Global 상장회사를 선정하였으며 선정된 유사 상장회사 목록 및 할인율 산정을 위한 세부내역은 다음과 같습니다.

Ticker	Guideline Companies	Country	Debt to Capital	Equity to Capital	Marginal Tax Rate (1)	Levered Equity Beta (2)	Unlevered Equity Beta
NYSE:BABA	Alibaba Group Holding Limited	China	11.3%	88.7%	25.0%	0.87	0.80
NasdaqGS:PYPL	PayPal Holdings, Inc.	USA	14.4%	85.6%	28.0%	1.44	1.28
KOSE:A181710	NHN Corporation	Korea	28.9%	71.1%	20.9%	1.04	0.78
SEHK:700	Tencent Holdings Limited	China	8.5%	91.5%	25.0%	1.23	1.15
NYSE:FI	Fiserv, Inc.	USA	19.8%	80.2%	27.2%	0.92	0.78
KOSDAQ:A094480	GalaxiaMoneytree Co.,Ltd	Korea	24.8%	75.2%	20.9%	0.96	0.76
KOSDAQ:A035600	Kginicis Co.,Ltd	Korea	49.7%	50.3%	23.1%	0.76	0.43
KOSDAQ:A064260	Danal Co., Ltd.	Korea	56.2%	43.8%	20.9%	0.98	0.48
KOSDAQ:A046440	KG Mobilians Co., Ltd	Korea	24.4%	75.6%	20.9%	0.81	0.64
TSE:3769	GMO Payment Gateway, Inc.	Japan	7.3%	92.7%	30.6%	1.15	1.09
KOSE:A035420	NAVER Corporation	Korea	12.8%	87.2%	26.4%	0.85	0.77
TSE:4689	LY Corporation	Japan	61.6%	112.6%	30.6%	0.57	0.41
KOSE:A377300	Kakao Pay Corp.	Korea	3.0%	97.0%	20.9%	1.48	1.44
Source: Bloomberg, CIQ, KPMG Tax rate table		Average	24.8%	80.9%			0.83
		Median	19.8%	85.6%			0.78
		Selected	24.8%	80.9%			0.83
Unlevered Beta			0.83	Unlevered Equity Beta = Levered Equity Beta / [1 + (1-Tax Rate) × Debt-to-Equity]			
Debt to Equity			0.00%	무부채기업 가정			
Tax Rate			23.10%	Marginal Tax Rate			
Relevered Equity Beta			0.83	Relevered Equity Beta = Unlevered Equity Beta × [1 + (1-Tax Rate) × Debt-to-Equity]			
Risk-Free Rate			2.99%	Source: Bloomberg			
Equity Risk Premium			8.00%	한국공인회계사회 시장위험프리미엄 Guidance			
Levered Equity Beta			0.83				
Cost of Equity Capital			9.65%	Cost of Equity Capital = Risk-Free Rate + (Equity Beta × Equity Risk Premium) + FSRP			
After-Tax Cost of Debt			0.00%				
Debt to Capital			0.00%				
Equity to Capital			100.00%				
Weighted Average Cost of Capital			9.65%	WACC = [(Debt to Capital × Cost of Debt) × (1 - Tax Rate)]+ (Equity to Capital × Cost of Equity)			

NOTES:

(1) Based on the marginal tax rate for the guideline public companies.

(2) 2-year weekly beta calculated from country-specific market index. Adjusted with Marshall Blume formula (Ba = 0.371 + 0.635Bh).

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - DCF_Results

마래현금흐름할인법(DCF법) 에 따라 산정된 평가대상회사의 미래현금흐름 및 그에 따른 주식가치의 범위는 다음과 같이 산정되었습니다.

	Historical			Forecast						Terminal Value
	12months Dec-22	12months Dec-23	9months Sep-24	3months Dec-24	12months Dec-25	12months Dec-26	12months Dec-27	12months Dec-28	12months Dec-29	
Revenue	1,257,281	1,476,525	1,206,871	425,429	1,783,712	1,935,166	2,087,815	2,237,099	2,354,279	2,389,593
% Growth	20.3%	17.4%	9.0%	10.6%	9.3%	8.5%	7.9%	7.2%	5.2%	1.5%
Expense	1,197,916	1,385,285	1,125,213	401,296	1,672,445	1,804,352	1,932,372	2,050,915	2,143,483	2,175,635
% to Revenue	95.3%	93.8%	93.2%	94.3%	93.8%	93.2%	92.6%	91.7%	91.0%	91.0%
EBIT	59,365	91,240	81,658	24,133	111,267	130,814	155,443	186,184	210,796	213,958
% to Revenue	4.7%	6.2%	6.8%	5.7%	6.2%	6.8%	7.4%	8.3%	9.0%	9.0%
Tax Expenses				5,113	25,241	29,756	35,445	42,547	48,232	48,962
% Effective Tax Rate				21.2%	22.7%	22.7%	22.8%	22.9%	22.9%	22.9%
NOPLAT				19,020	86,026	101,058	119,998	143,638	162,564	164,996
Depreciation				1,566	5,974	5,814	4,472	2,975	3,047	
CAPEX				(840)	(2,930)	(3,241)	(3,467)	(3,220)	(3,025)	
Change in NWC				6,723	115,462	115,350	107,457	101,896	90,569	19,737
FCFF				26,468	204,532	218,980	228,459	245,290	253,155	184,733
Period				0.13	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	0.00
PVIF				0.9885	0.9332	0.8511	0.7762	0.7079	0.6456	7.9203
PV of FCFF				26,165	190,877	186,373	177,327	173,634	163,429	

(단위: 백만원)	
구 분	금 액
추정기간 동안의 현재가치	917,806
영구 현금흐름의 현재가치	1,463,138
영업가치 (A)	2,380,944
비영업용자산 (B)	1,942,765
이자발생부채 (C)	46,605
총 주식가치 (D=A+B-C)	4,277,103

(단위: 백만원)			
	민감도 분석		
	1.0%	1.5%	2.0%
9.2%	4,260,400	4,417,930	4,597,490
9.7%	4,137,393	4,277,103	4,435,075
10.2%	4,027,555	4,152,286	4,292,321

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업수익

추정기간 동안의 영업수익 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구 분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
스마트스토어 수익	222,181	898,283	962,138	1,029,908	1,101,815	1,151,096
주문형외부물 수익	32,677	128,782	134,542	140,560	146,847	153,415
결제형외부물 수익	91,989	400,831	444,922	480,516	510,482	533,315
네이버기타 수익	23,886	103,749	112,110	120,004	127,694	133,406
현장결제 수익	761	5,696	9,175	13,570	18,872	25,141
기타결제 수익	1,035	4,222	4,286	4,363	4,433	4,503
결제사업 수익	372,529	1,541,563	1,667,172	1,788,920	1,910,144	2,000,876
DCB 매출	17,126	74,673	79,557	84,184	88,297	92,410
시스템 용역매출	582	2,374	2,409	2,453	2,492	2,532
기타수익	17,708	77,047	81,967	86,637	90,789	94,942
통장수익	89	1,325	1,325	1,325	1,325	1,325
대출수익	4,796	26,857	36,222	47,198	59,570	72,983
보험수익	420	2,769	4,372	6,039	6,135	6,233
부동산수익	20,966	89,220	94,481	100,329	106,344	112,718
증권수익	1,100	5,831	8,475	14,131	17,400	17,684
기타(광고)	7,319	37,048	39,071	41,116	43,239	45,331
마이데이터	503	2,051	2,081	2,119	2,153	2,187
플랫폼사업 수익	35,192	165,102	186,027	212,258	236,167	258,461
영업수익 합계	425,429	1,783,712	1,935,166	2,087,815	2,237,099	2,354,279

- Description**
- ✓ 평가대상회사의 영업수익은 결제사업 수익, 기타수익, 플랫폼사업 수익으로 구성되어 있음
 - 결제사업 수익: 스마트스토어, 주문형 외부물, 결제형 외부물, 디지털컨텐츠, 예약, 오프라인 등(로컬페이 및 현장결제)으로 구분하여 추정함
 - 스마트스토어, 주문형 외부물, 결제형 외부물, 디지털컨텐츠, 네이버예약, 오프라인 등은 이후 '추정 현금흐름 - 영업수익: 결제사업 및 기타' 참조
 - 기타수익: DCB 수익, 시스템용역 수익으로 구분하여 추정
 - a) DCB 수익 : 외부전문기관(Statista)이 전망한 검색광고시장성장률만큼 상승하는 것으로 가정함
 - b) 시스템용역 수수료 등: 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자 물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정함
 - 플랫폼사업 수익
 - 금융수익: 통장, 대출, 보험, 부동산, 증권, 기타(광고), 마이데이터로 구분하여 추정하였으며, 세부추정내역은 이후 '추정 현금흐름 - 영업수익: 플랫폼 사업' 참조

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업수익 : 결제사업 및 기타 (1/2)

추정기간 동안의 결제사업수익 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
전자상거래 시장규모 (백만원) (A)	64,749,829	255,180,127	266,593,572	278,517,506	290,974,761	303,989,193
% 성장률 전망치		4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
스마트스토어 수익	222,181	898,283	962,138	1,029,908	1,101,815	1,151,096
% 네이버침투율 (B)	12.7%	13.1%	13.4%	13.7%	14.1%	14.1%
스마트스토어 결제액 (백만원) (AxB)	8,251,845	33,362,392	35,733,978	38,250,971	40,921,634	42,751,936
x 스마트스토어 매출률 (%)	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
주문형외부물 수익	32,677	128,782	134,542	140,560	146,847	153,415
% 네이버침투율 (C)	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
주문형외부물 결제액 (백만원) (AxC)	1,120,664	4,416,555	4,614,094	4,820,469	5,036,074	5,261,322
x 주문형외부물 매출률 (%)	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
결제형외부물 수익	91,989	400,831	444,922	480,516	510,482	533,315
결제형외부물 결제액 (백만원)	4,592,587	20,011,586	22,212,861	23,989,890	25,485,983	26,625,895
x 결제형외부물 매출률 (%)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
디지털컨텐츠 수익	5,018	21,794	23,550	25,208	26,824	28,024
디지털컨텐츠 결제액 (백만원)	212,760	924,135	998,608	1,068,923	1,137,424	1,188,298
x 디지털컨텐츠 매출률 (%)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
네이버예약 수익	15,031	65,290	70,551	75,519	80,359	83,953
네이버예약 결제액 (백만원)	627,511	2,725,632	2,945,282	3,152,668	3,354,706	3,504,752
x 네이버예약 매출률 (%)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
로컬페이 수익	3,837	16,665	18,008	19,276	20,512	21,429
로컬페이 결제액 (백만원)	301,517	1,309,657	1,415,198	1,514,846	1,611,925	1,684,022
x 로컬페이 매출률 (%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
현장결제 수익	761	5,696	9,175	13,570	18,872	25,141
현장결제 결제액 (백만원)	1,622,315	8,438,043	10,410,898	12,477,811	14,587,046	16,760,582
x 현장결제 매출률 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
기타결제 수익	1,035	4,222	4,286	4,363	4,433	4,503
기타결제 결제액 (백만원)	104,074	424,623	430,993	438,750	445,770	452,903
x 기타결제 매출률 (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
결제사업수익 합계	372,529	1,541,563	1,667,172	1,788,920	1,910,144	2,000,876

Description

- 스마트스토어 및 주문형 외부물 수익: 전자상거래 시장규모 x 네이버파이낸셜 침투율 x 매출률로 추정함
 - 전자상거래 시장규모: 외부전문기관(Statista)에서 전망한 전자상거래 시장규모 성장률(4.5%)을 적용함
 - 네이버파이낸셜 침투율: 전분기추정대비 실적달성률을 고려하여 전자상거래 시장 대비 네이버 파이낸셜 침투율을 반영함
 - 매출률: 최근 실적상 매출률이 향후 유지되는 것으로 가정하여 추정함
- 결제형
 - 결제액 : 25~27년은 사업계획상 결제형 매출액을 준용하였으며 27년 결제형 매출 성장률이 향후 전자상거래 시장규모 성장률(4.5%)에 점진적으로 수렴한다 가정하여 해당 성장률을 28년 매출액부터 적용
 - 최근 실적상 매출률이 향후 유지되는 것으로 가정하여 추정함
- 디지털컨텐츠 및 예약 수익: 결제자수 x 인당 결제건수 x 건당 결제금액 x 매출률로 함. 세부추정내역은 다음 페이지 참조

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업수익 : 결제사업 및 기타 (2/2)

추정기간 동안의 결제사업수익 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
디지털 콘텐츠 결제액	212,760	924,135	998,608	1,068,923	1,137,424	1,188,298
결제자수 (백만명)	14	58	61	65	68	70
인당결제건수 (건)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
건당 결제금액 (원)	6,696	6,830	6,933	7,058	7,171	7,285
네이버 예약 결제액	627,511	2,725,632	2,945,282	3,152,668	3,354,706	3,504,752
결제자수 (백만명)	9	40	42	44	46	48
인당결제건수 (건)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
건당 결제금액 (원)	44,799	45,695	46,380	47,215	47,970	48,738
로컬페이 결제액	301,517	1,309,657	1,415,198	1,514,846	1,611,925	1,684,022
결제자수 (백만명)	5	21	22	23	24	25
인당결제건수 (건)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
건당 결제금액 (원)	47,380	48,328	49,053	49,936	50,735	51,546
현장결제 결제액	1,622,315	8,438,043	10,410,898	12,477,811	14,587,046	16,760,582
결제자수 (백만명)	5	21	23	24	25	26
인당결제건수 (건)	10.8	12.9	14.8	16.5	18.2	20.0
건당 결제금액 (원)	29,878	30,475	30,932	31,489	31,993	32,505

- Description**
- 디지털 콘텐츠, 예약 및 로컬페이 : 결제자수 x 인당 결제건수 x 건당 결제금액 x 매출률 (수수료율) 으로 추정함
 - 결제자수 : 스마트스토어/외부몰의 결제자수 증가율을 적용하여 추정
 - 인당 결제건수: 과거 인당 결제건수가 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정함
 - 건당 결제금액: 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자 물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정함
 - 최근 실적상 매출률이 향후 유지되는 것으로 가정하여 추정함
 - 현장결제 : 29년의 매출은 사업계획상 27년상 목표액 준용하였으며 25~28년은 네이버페이 결제액과 네이버페이머니/포인트 결제비중이 29년 수준으로 점진적으로 수렴함을 가정
 - 매출률 : 회사 인터뷰 결과 0.75% 사용
 - 결제액 : 사업계획상 현장결제 매출에서 인터뷰상 매출률(0.75%)를 통해 네이버머니/포인트 결제액을 역산. 또한 향후 전체 결제액 중 네이버머니/포인트 결제비중이 29년에 20%에 도달한다 가정하여 전체 현장결제 결제액을 역산함

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업수익 : 플랫폼사업 (1/3)

추정기간 동안의 금융사업수익 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
리워드/DA 광고 수익	5,777	30,712	32,326	34,024	35,811	37,693
카드 발급 수익	1,541	6,336	6,745	7,092	7,428	7,638
카드발급건수 (백만건)	51,377	211,192	224,839	236,415	247,604	254,605
건당 순매출액 (원)	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
광고수익	7,319	37,048	39,071	41,116	43,239	45,331

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
통장 개설좌수	17,731	265,067	265,067	265,067	265,067	265,067
통장 건당 매출액 (원)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
통장 수익	89	1,325	1,325	1,325	1,325	1,325

Description

- 광고 수익 : 리워드 광고 수익, DA광고수익과 카드 발급 광고 수익으로 구분됨.
 - 리워드/DA 광고 수익 : 2024년은 실적상 수익이 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년은 실적달성률을 반영한 사업계획상 수치 준용하여 추정 및 2026년 이후 외부전문기관(Statista)에서 전망한 검색광고시장 성장률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
- 카드발급 광고 수익 : 카드발급건수 x 건당 순매출액으로 추정함. 카드발급건수는 결제자수를 고려하여 실적상 Yearly Active User당 카드발급건수가 유지되는 것으로 가정함. 건당 매출액의 경우 평가대상회사가 제시한 계약상 건당 순매출액이 향후 추정기간 동안 유지되는것으로 가정하여 추정함
- 통장 수익
 - 24년 실적수준이 향후 유지됨을 가정

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업수익 : 플랫폼사업 (2/3)

추정기간 동안의 금융사업수익 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
신용대출 중개 수익	3,902	23,156	32,393	43,236	55,471	68,742
신용대출중개규모	605,851	3,286,059	4,232,602	5,234,697	6,256,621	7,257,047
% 매출률(수수료율)	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
주택담보대출/전세대출 중개 수익	894	3,701	3,829	3,962	4,099	4,241
주택담보대출/전세대출중개규모	1,020,303	4,222,542	4,368,767	4,520,056	4,676,585	4,838,534
% 매출률(수수료율)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
대출 수익	4,796	26,857	36,222	47,198	59,570	72,983

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
자동차 보험중개	413	2,741	4,343	6,010	6,106	6,204
보험중개규모	13,546	89,949	142,528	197,245	200,401	203,607
% 순매출률(수수료율)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
기타 보험	7	29	29	29	29	29
보험 수익	420	2,769	4,372	6,039	6,135	6,233

Description

- 대출 수익
 - 신용대출중개서비스 : 대출중개규모 x 매출률로 추정함
 - a) 대출중개규모: 카카오페이/핀다의 점유율 및 평가대상회사와의 인터뷰상 목표점유율을 참고하여 2029년에 네이버 파이낸셜의 점유율이 20%에 도달한다 가정하여 추정함
 - b) 매출률: 신규대출 비중 및 제2금융권 대출 중개 비중 확대계획을 반영하여 2024년 실적상 수수료율이 추정기간 말에 토스/카카오페이의 수수료율평균(0.95%)로 점진적으로 수렴함을 가정함
 - 주택담보대출/전세대출중개서비스 : 대출중개규모 x 매출률로 추정함
 - a) 대출중개규모: 2024년은 상반기 실적상 대출중개규모가 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년 이후는 과거 5개년 주택담보대출 잔액 증가율(5.3%)만큼 증가함을 가정함
 - b) 매출률: 2024년 상반기 실적상 수수료율(0.08%)가 추정기간 동안 유지됨을 가정함
- 보험 수익
 - 자동차 보험 : 네이버파이낸셜 보험중개규모 x 매출률로 추정함
 - a) 보험중개규모: CM채널 시장규모 산정 및 회사 인터뷰상 플랫폼침투율과 네이버파이낸셜의 목표점유율을 준용하여 추정
 - b) 매출률: 2024년 상반기 실적상 수수료율(3.0%)가 추정기간 동안 유지됨을 가정함

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업수익 : 플랫폼사업 (3/3)

추정기간 동안의 금융사업수익 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구 분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
매물 검증매출	19,672	83,749	88,699	94,219	99,885	105,893
광고수익	626	2,635	2,773	2,919	3,072	3,234
부동산금융	668	2,836	3,009	3,192	3,386	3,592
가입 건수	9,549	40,519	42,982	45,596	48,369	51,310
건당 매출(원)	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000
부동산 사업수익	20,966	89,220	94,481	100,329	106,344	112,718
광고수익	1,100	4,631	4,875	5,131	5,400	5,684
WTS수익	-	1,200	3,600	9,000	12,000	12,000
계약증권사(연평균)		2	6	15	20	20
사용료		600	600	600	600	600
증권 사업수익	1,100	5,831	8,475	14,131	17,400	17,684
부동산/증권사업수익 계	22,066	95,051	102,955	114,460	123,744	130,402

- Description**
- 부동산 사업수익: 매물검증매출(입점, 확인), 광고수익 및 부동산금융수익으로 구성됨
 - 매물검증매출: 부동산매물량에 연계되는 매출로 매물수량은 향후 추정기간동안 과거 5개년(2019~2024.3Q) 국내 주택매매/전월세 거래량(Source: 국토교통부) 성장률만큼 증가하는 것으로 가정하였으며, 매물검증수수료는 회사와의 인터뷰를 반영하여 25년 이후 물가상승률 수준으로 증가하는 것으로 가정
 - 광고수익: 부동산매물에 부수되어 발생하는 광고매출로, 2024년은 실적상 수익이 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며 2025년 이후는 추정기간동안 외부전망기관(Source: Statista) 제시 국내 디지털 광고시장 성장률만큼 증가하는 것으로 가정함
 - 부동산금융수익: 계약 건수 x 건당 매출액으로 추정함
 - 계약 건수: 2024년은 실적상 계약 건수가 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년 이후는 과거 3개년(2021~2024.3Q) 실적상 계약 건수 성장률만큼 증가하는 것으로 가정하여 추정함
 - 건당 매출액: 평가대상회사가 제시한 계약상 건당 매출액이 추정기간동안 유지되는 것으로 가정하여 추정함
 - 증권 사업수익: 광고수익 및 WTS수익으로 구성됨
 - 광고수익: 2024년은 실적상 수익이 연환산 수준으로 발생함을 가정하였으며, 2025년 이후는 증권 광고수익이 향후 추정기간동안 외부전망기관(Source: Statista) 제시 국내 디지털 광고시장 성장률만큼 증가하는 것으로 가정함
 - WTS수익: 네이버증권 Page에서 각 증권사 계좌와 연동하여 주식매매를 가능하게 해주는 서비스로 회사 인터뷰상 계약목표 증권사 수와 증권사당 평균 사용료계약금액을 반영하여 추정함

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업비용

추정기간 동안의 영업비용 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
결제부문 원가	305,658	1,269,839	1,371,428	1,468,060	1,562,404	1,632,434
플랫폼부문 원가	16,793	72,118	77,217	82,882	88,343	93,958
인건비	25,927	109,659	120,836	131,899	142,433	151,063
기타 공통관리비	52,918	220,829	234,871	249,530	257,735	266,027
영업비용 합계	401,296	1,672,445	1,804,352	1,932,372	2,050,915	2,143,483

Description

평가대상회사의 영업비용은 결제부문 원가, 플랫폼부문 원가, 인건비, 기타 관리비로 구분하여 추정하였으며, 자세한 내역은 다음 Page, '추정현금흐름 - 영업비용'을 참조

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업비용 : 결제원가

추정기간 동안의 결제원가 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
결제수수료	167,523	695,845	753,176	807,267	859,940	898,402
대상 거래액 (십억원)	15,107	62,750	67,920	72,798	77,548	81,016
x 수수료율	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
포인트적립액	111,743	460,322	495,862	530,524	565,160	590,438
대상 거래액 (십억원)	15,211	63,175	68,351	73,237	77,994	81,469
x 수수료율	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
DCB 수수료	15,515	67,650	72,075	76,267	79,993	83,719
DCB 매출액 (백만원)	17,126	74,673	79,557	84,184	88,297	92,410
x 원가율	90.6%	90.6%	90.6%	90.6%	90.6%	90.6%
호스팅 수수료	7,375	31,535	34,632	37,192	39,402	41,164
외부물(주문형,결제형) 거래액 (십억원)	1,121	4,417	4,614	4,820	5,036	5,261
x 수수료율	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
기타	3,501	14,487	15,683	16,811	17,910	18,711
스/스, 주문형,결제형 거래액 (십억원)	13,965	57,791	62,561	67,061	71,444	74,639
x 수수료율	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
결제부문 원가 소계	305,658	1,269,839	1,371,428	1,468,060	1,562,404	1,632,434

Description

- ✓ 결제 변동비는 결제수수료, 포인트비용, 호스팅 수수료 및 DCB 수수료, 기타로 구분하여 추정함
- 결제수수료 : 결제사업 결제액 x 최근 실적상 결제수수료율이 향후 유지되는 것으로 가정함
- 포인트비용: 스마트스토어, 주문형, 결제형, 외부물, 디지털컨텐츠, 네이버예약 및 로컬페이에 대해 발생하며 24년 4분기 예상 적립률이 평가기간 동안 유지되는 것으로 가정함. 단, 포인트적립액 및 비용인식액에 대한 시기 차이가 존재하며 24년 실적상 조정 비율이 향후 유지되는 것으로 가정함
- DCB 직가맹 수수료: 관련 매출 대비 비율(90.6%)이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정함
- 호스팅 수수료: 결제사업 중 외부물(주문형 및 결제형) 결제액 x 수수료율 약 0.13%
- 기타 : 알림/배송트래킹 등 솔루션비용으로 관련 매출 대비 비율(0.03%)이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정함

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업비용 : 플랫폼 원가

추정기간 동안의 플랫폼 원가 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
대출	1,055	5,909	7,970	10,385	13,108	16,059
대출 매출	4,796	26,857	36,222	47,198	59,570	72,983
% 수수료율	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
보험	137	557	566	576	585	594
보험 매출	420	2,769	4,372	6,039	6,135	6,233
% 수수료율	32.54%	20.13%	12.94%	9.54%	9.54%	9.54%
광고	1,504	6,090	6,181	6,292	6,393	6,495
광고 매출	7,319	37,048	39,071	41,116	43,239	45,331
% 수수료율	20.54%	20.54%	15.82%	15.30%	14.78%	14.33%
부동산	9,517	39,614	41,200	42,867	44,595	46,395
부동산 매물검증수수료	8,351	34,857	36,372	37,952	39,601	41,322
매물 검증매출	19,672	83,749	88,699	94,219	99,885	105,893
%수수료율	42.5%	41.6%	41.0%	40.3%	39.6%	39.0%
부동산 정보이용료	1,166	4,757	4,828	4,915	4,994	5,074
증권	891	6,646	7,311	8,042	8,171	8,301
브랜드 로열티	1,934	8,097	8,792	9,494	10,183	10,719
관련 매출액	407,721	1,706,665	1,853,199	2,001,178	2,146,310	2,259,337
x 수수료율	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
마이데이터	1,377	3,660	3,630	3,630	3,688	3,747
기타사업비	378	1,544	1,567	1,595	1,621	1,647
플랫폼부문 원가 소계	16,793	72,118	77,217	82,882	88,343	93,958

Description

- ✓ 금융 부문 변동비는 대출, 보험, 광고, 부동산, 브랜드 로열티 변동비로 구분하여 추정함
 - 대출/보험/광고 :
 - 대출 : 24년 실적상 원가율이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정
 - 보험 : 24년 실적상 비용이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
 - 광고 : 24년 실적상 비용이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정
 - 부동산 :
 - 매물검증 수수료: 24년 실적상 비용이 향후 추정기간 동안 과거 5개년(2019~2024.3Q) 국내 주택매매/전월세 거래량(Source : 국토교통부) 성장률만큼 증가하는 것으로 가정
 - 정보이용료 : API사용료 등 부동산지면 관련 콘텐츠경비로 24년 실적 수준이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
- 증권 : 추가차트, 리서치보고서 등 증권지면 관련 콘텐츠경비로 25~27년은 사업계획상 예상비용을 준용하였으며 28년 이후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
- 브랜드 로열티: 결제 및 금융사업 매출액(DCB수익, 용역수익 제외) x 24년 실적상 로열티율 약 0.5%
- 마이데이터: 25~27년은 사업계획상 예상비용을 준용하였으며 28년 이후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
- 기타사업비 : 24년 실적수준이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업비용 : 인건비 및 고정비

추정기간 동안의 인건비 및 고정비 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
인원수	604	618	658	694	726	745
평균 인건비	172	177	184	190	196	203
인건비	25,927	109,659	120,836	131,899	142,433	151,063

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
아웃소싱비/인프라비	17,523	72,406	75,012	77,563	80,122	82,766
고정 마케팅비	24,568	135,305	146,794	158,373	163,600	168,998
기타 고정비	10,827	13,118	13,065	13,595	14,014	14,262
기타 관리비 합계	52,918	220,829	234,871	249,530	257,735	266,027

- Description
- 인건비: 인원수 x 인당 평균 인건비로 추정함
 - 인원수: 평가대상회사의 인당 매출 실적 수준이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 노동생산성상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 매출액 대비 인원수를 추정함
 - 인당 평균 인건비: 평가대상회사의 과거기간 인당 평균 인건비가 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 임금상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정함
 - 고정비는 금융고정비, 아웃소싱비/인프라비, 고정 마케팅비, 기타고정비 등으로 구성되어 있음
 - 아웃소싱비/인프라비: 24년 실적상 비용이 향후 외부전문기관(EIU)에서 전망한 임금상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정
 - 고정마케팅비: 25년 사업계획상 매출액 대비 예상지출액 비율(7.6%)이 25~27년간 유지됨을 가정하여 추정하였으며 28년부터는 외부전문기관(EIU)에서 망한 소비자물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정
 - 기타고정비: 24년 4분기는 예정된 일시적비용 지출을 반영하여 사업계획을 준용하였으며 25년 이후는 23년 실적상 기타비용이 외부전문기관(EIU)에서 전망한 물가상승률만큼 상승하는 것으로 가정하여 추정. 리스임차료는 리스기간 종료 이후 재투자되는 것으로 가정하여 추정

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업비용 : 상각비 및 Capex

추정기간 동안의 상각비 및 Capex 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
기존자산 감가상각비	1,544	5,490	4,677	2,631	491	19
신규투자 감가상각비	22	484	1,137	1,841	2,484	3,028
감가상각비 합계	1,566	5,974	5,814	4,472	2,975	3,047
소프트웨어	274	1,142	1,367	1,629	1,372	1,169
일반비품	55	234	298	234	217	200
전산비품	511	1,552	1,575	1,603	1,629	1,655
특허권	0	2	2	1	1	1
CAPEX 합계	840	2,930	3,241	3,467	3,220	3,025

- Description**
- 상각비: 기존자산 상각비 및 신규자산 상각비로 구분하여 추정함
 - 기존자산 상각비: 평가기준일 현재 유무형자산 잔액, 내용연수 및 감가상각방법을 고려하여 추정함
 - 신규자산 상각비: 신규투자가 기중에 발생하는 것으로 가정하여 추정함
 - CAPEX: 기존자산 상각비만큼 재투자 되는 것으로 가정하여 추정하였으며 전산비품Capex는 과거 3개년(2021~2023) 평균수준의 금액에서 외부전망기관(EIU)가 전망한 물가상승률만큼 상승한 금액이 투자됨을 가정함

보통주 가치평가 | 추정 현금흐름 - 영업비용 : 순운전자본의 변동

추정기간 동안의 순운전자본의 변동 추정 세부내역은 다음과 같습니다.

(단위: 백만원)

구분	Forecast					
	2024 (3M)	2025	2026	2027	2028	2029
운전자산	1,866,633	2,039,731	2,217,960	2,396,034	2,576,056	2,717,426
영업용 현금	746,926	798,116	852,391	909,925	970,900	1,014,326
외상매출금	15,169	16,820	18,500	20,133	21,745	23,072
미수금	1,104,538	1,224,794	1,347,069	1,465,977	1,583,410	1,680,028
운전부채	2,651,712	2,940,273	3,233,852	3,519,383	3,801,300	4,033,239
미지급금	559,931	620,894	682,879	743,158	802,689	851,668
선수금	160,656	178,148	195,933	213,228	230,309	244,362
선수수익	29,408	32,610	35,865	39,031	42,158	44,730
예수금	1,882,920	2,087,923	2,296,366	2,499,070	2,699,260	2,863,966
미지급비용	18,796	20,698	22,808	24,896	26,884	28,513
순운전자본	(785,080)	(900,542)	(1,015,892)	(1,123,348)	(1,225,245)	(1,315,814)
순운전자본 변동	(6,723)	(115,462)	(115,350)	(107,457)	(101,896)	(90,569)

Description

- 운전자산: 영업용현금, 외상매출금 및 미수금으로 구성되어 있음
 - 영업용현금 : 과거 스마트스토어 및 주문형 결제액 대비 회전기일이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정함
 - 외상매출금, 미수금 : 과거 전체 결제액 대비 회전기일이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정함
- 운전부채: 미지급금, 선수금, 선수수익, 예수금 및 미지급비용으로 구성되어 있음
 - 미지급금, 선수금, 선수수익, 예수금 : 과거 전체 결제액 대비 회전기일이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정함
 - 미지급비용: 과거 인건비 대비 회전기일이 향후에도 일정하게 유지되는 것으로 가정하여 추정함

전환우선주 가치평가

Executive summary	p.5
용역의 개요	p.12
Target overview	p.16
가치평가를 위한 방법론	p.19
보통주 가치평가	p.23
전환우선주 가치평가	p.44
Appendices	p.48

전환우선주 가치평가 | 전환우선주 평가결과

평가대상회사 전환우선주에 대한 가치평가 결과는 다음과 같습니다.

전환우선주 가치평가 결과

구분	2024년 09월 30일 기준	
	1주당 금액(원)	총액 ^(*1) (백만원)
배당금	10,268	66,456
전환우선주	148,713	962,452
전환우선주 평가액 ^(*2)	158,981	1,028,908

(*1) 평가기준일 현재 네이버파이낸셜 발행 전환우선주 6,471,880주 기준

(*2) IPO 가정별 전환우선주 평가액의 평균금액

IPO시점별 전환우선주 가치

구분						(단위: 백만원)
	6Y	7Y	8Y	9Y	만기	Avg.
배당금 PV(누적)	62,664	65,852	67,301	68,103	68,361	66,456
전환우선주	955,458	967,982	976,531	982,520	929,770	962,452
시점별 전환우선주 평가액 ^(*1)	1,018,122	1,033,834	1,043,832	1,050,623	998,131	1,028,908

(*1) IPO요건 및 평가대상 사업진행 상황을 고려하여, IPO가능시점별 전환우선주 가치를 개별적으로 산출함. 단, 만기 도래 시 보통주로 자동 전환되는 것으로 가정함

전환우선주 가치평가 | 전환우선주 Assumptions^(1/2)

전환우선주의 발행조건 및 이항모형에 적용한 주요변수는 다음과 같습니다.

전환우선주 발행조건 요약

구분	내용
우선주 발행 및 인수조건	
명칭	기명식 전환우선주식
평가기준일 현재 발행총액	금 603,502,810,000원
단위당 발행가	금 93,250원
발행일	2020.1.15
만기일	2030.1.15
배당지급조건	발행가액 기준 연 1.9%
전환권	
전환청구기간	2025.1.15~2030.1.15
전환비율	100%
전환으로 발행될 주식	회사의 보통주식
평가기준일 전환가액	금 93,250원
전환조건	본건 우선주 보유 주주는 다음 각 호의 경우에 전환권을 행사할 수 있다.
	1. 전환기간 내 언제든지 2. 전환기간과 관계없이, 발행회사가 기업공개를 진행하는 경우, 발행회사가 인수인에게 합리적인 기간을 두고 사전에 통지하는 상장예비심사청구서 제출일 1개월 이전의 날로부터 상장예비심사청구서 제출일까지
전환가액조정	회사의 기업공개 시 발행회사 발행의 보통주식 또는 이를 대상하는 예탁증권의 최종 공모가격(예탁증권의 상장의 경우 예탁증권 공모가격을 보통주식 1주당 가격으로 환산한 가격을 의미하며, 공모가격이 외화인 경우 위 상장일 직전 2영업일의 매매기준율로 환산한 원화가격을 말함)이 본건 주식의 전환가액을 하회하는 경우, 위 상장일 직전 2영업일에 전환가액이 최종 공모가격으로 조정된다.

이항모형 적용 주요변수

구분	조건요약
적용 신용등급 ^(*1)	회사채 BBB-
기초자산의 가치 ^(*2)	143,663원
전환가격	93,250원
무위험이자율 ^(*3)	2.84% ~2.93%
변동성 ^(*4)	39.91%
일간변동성	2.51%
대상지표	Alibaba Group Holding Limited, PayPal Holdings, Inc., NHN Corporation, Tencent Holdings Limited, Fiserv, Inc., Galaxia Moneytree Co., Ltd., Kginicis Co.,Ltd, Danal Co., Ltd., KG Mobilians Co., Ltd, GMO Payment Gateway, Inc., Naver Corporation, LY Corporation, Kakao Pay Corp.
연간거래일수	252
기업공개(IPO) 가정	IPO요건 및 평가대상 사업진행 상황을 고려하여, IPO가능시 점을 가정함

(*1) 최소 투자적격등급 무보증 공모 회사채 적용
(*2) DCF법을 통하여 산출됨, 총 주식가치/(보통주식수+전환우선주식수)
(*3) IPO 가정에 따른 시점별 만기에 해당하는 수익률
(*4) 연환산변동성 = 일간변동성 x √연간거래일수

Yield Curve (2024년 09월 30일 기준)

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
YTM ^(*1)	2.82%	2.82%	2.81%	2.91%	2.89%	3.01%	2.99%
Spot rate ^(*2)	2.83%	2.84%	2.82%	2.93%	2.91%	3.04%	3.02%

(*1) 국고채권, 금융투자협회
(*2) Bootstrap method을 통해 산정하였으며, 전환우선주 평가시 Forward rate으로 반영함

전환우선주 가치평가 | 전환우선주 Assumptions (2/2)

전환우선주의 가치평가를 위해 이항모형에 적용한 파라미터는 다음과 같습니다.

전환우선주 평가 파라미터

구분	IPO – 6Y	IPO – 7Y	IPO – 8Y	IPO – 9Y	만기도래
무위험 이자율	2.87%	2.84%	2.91%	2.91%	2.93%
간격 Δt	0.0814	0.0821	0.0824	0.0826	0.0827
변동성 σ	39.91%	39.91%	39.91%	39.91%	39.91%
상승비율 u	1.1206	1.1212	1.1214	1.1216	1.1216
하락비율 d	0.8923	0.8919	0.8917	0.8916	0.8916
상승확률 p	0.4818	0.4816	0.4818	0.4818	0.4819
하락확률 $(1-p)$	0.5182	0.5184	0.5182	0.5182	0.5181
만기시 상장가정	O	O	O	O	X(*2)

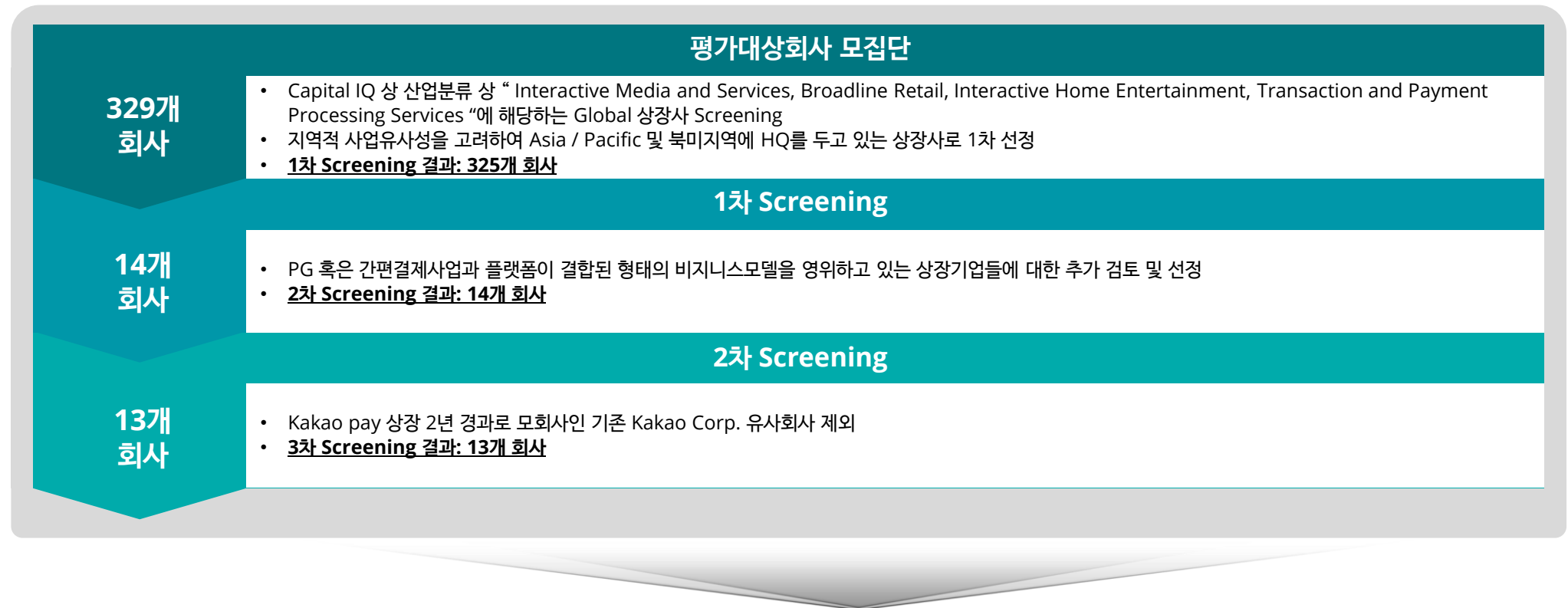
(*1) IPO요건 및 평가대상 사업진행 상황을 고려하여, IPO가능시점을 가정함
(*2) 전환우선주의 만기일(2030년 1월 15일)에는 전환우선주 계약서에 따라 보통주로 자동전환 되는 것으로 가정함

Appendices

Executive summary	p.5
용역의 개요	p.12
Target overview	p.16
가치평가를 위한 방법론	p.19
보통주 가치평가	p.23
전환우선주 가치평가	p.44
Appendices	p.48

Appendices | A1: Peer analysis

할인율 추정 및 GPCM 적용을 위한 유사회사 선정내역은 아래와 같습니다.



Alibaba, Kakao Pay, Paypal 등 총 13개사 최종 선정

Appendices | A2: 시장기준 접근법 (Guideline Public Company Method)^(1/2)

유사 상장기업의 시장배수를 이용하여 도출한 평가대상회사의 주식가치 범위는 다음과 같습니다.

상대가치법: 유사상장기업비교법(Guideline Public Company Method) - PSR Multiple

Company Name	2020	2021	2022	2023.12	2024.06	2024.09
Alibaba Group Holding Limited	6.4x	2.4x	1.8x	1.5x	1.3x	1.8x
PayPal Holdings, Inc.	12.6x	8.7x	2.9x	2.2x	1.9x	2.5x
NHN Corporation	0.8x	0.9x	0.4x	0.3x	0.3x	0.2x
Tencent Holdings Limited	11.1x	6.3x	5.1x	4.1x	5.1x	6.0x
Fiserv, Inc.	5.1x	4.2x	3.5x	4.1x	4.3x	5.2x
GalaxiaMoneytree Co.,Ltd	1.7x	5.6x	1.4x	3.4x	1.7x	2.5x
Kginicis Co.,Ltd	0.7x	0.5x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x
Danal Co., Ltd.	1.4x	3.5x	1.1x	1.1x	0.9x	0.8x
KG Mobilians Co., Ltd	1.4x	1.5x	0.8x	0.7x	0.6x	0.6x
GMO Payment Gateway, Inc.	30.1x	24.9x	15.6x	11.2x	9.5x	9.5x
NAVER Corporation	8.0x	8.3x	3.2x	3.5x	2.5x	2.5x
LY Corporation	2.5x	3.4x	1.5x	2.1x	1.6x	1.6x
Kakao Pay Corp.		50.2x	5.2x	10.8x	5.3x	4.8x
Average	6.8x	9.3x	3.3x	3.5x	2.7x	2.9x
1분위수	1.4x	2.4x	1.1x	1.1x	0.9x	0.8x
3분위수	8.8x	8.3x	3.5x	4.1x	4.3x	4.8x

Appendices | A2: 시장기준 접근법 (Guideline Public Company Method)^(2/2)

유사 상장기업의 시장배수를 이용하여 도출한 평가대상회사의 주식가치 범위는 다음과 같습니다.

Valuation Range

(단위: 백만원)

시장기준 평가접근법 (GPCM)

1,236,1967,628,609

Major Assumptions

유사 상장기업의 시장배수를 통한 지분가치 산정

- PSR Multiple
- '24년 09월 기준 Multiple 활용'

PSR 적용 상세 계산내역		(단위: 백만원)		
2024.09	Seleceted Multiples			
	Min	Avg	Max	
Multiples Selected (A) (*1)	0.8x	2.4x	4.8x	
Target Company Sales (B) (*2)		1,595,296		
Adjusted Value (C=AxB)	1,236,196	3,773,899	7,628,609	

(*1) 1분위수 및 3분위수 (Outlier)를 고려하여 멀티플 값을 추정하였습니다.

(*2) 평가대상회사 제시 FY2024.3Q LTM 매출액

Appendices | A3: 투자법인별 평가결과

투자법인별 평가결과는 다음과 같습니다.

보통주 및 전환우선주 가치평가 결과 요약

(단위: 원)

	미래에셋증권	미래에셋캐피탈	미래에셋생명보험	미래에셋컨설팅	계
보통주					
장부금액	292,088,376,941	-	-	-	292,088,376,941
평가액	292,693,161,697	-	-	-	292,693,161,697
보통주 평가	604,784,756	-	-	-	604,784,756
전환우선주					
장부금액	819,103,517,310	84,706,519,958	84,706,519,958	33,882,607,983	1,022,399,165,209
평가액	824,318,426,496	85,245,812,977	85,245,812,977	34,098,325,191	1,028,908,377,641
우선주	776,073,475,580	80,256,624,418	80,256,624,418	32,102,649,767	968,689,374,183
전환권	48,244,950,916	4,989,188,559	4,989,188,559	1,995,675,424	60,219,003,458
전환우선주	5,214,909,185	539,293,019	539,293,019	215,717,208	6,509,212,431
평가손익 계	5,819,693,941	539,293,019	539,293,019	215,717,208	7,113,997,187

보통주 및 전환우선주 지분

(단위: 주)

	미래에셋증권	미래에셋캐피탈	미래에셋생명보험	미래에셋컨설팅	계
보통주식수	2,099,540	-	-	-	22,099,540
우선주식수	5,185,000	536,200	536,200	214,480	6,471,880
주식수 계	7,284,540	536,200	536,200	214,480	28,571,420
지분율(보통)	25.50%	1.88%	1.88%	0.75%	100.00%

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”), its global network of member firms, and their related entities (collectively, the “Deloitte organization”). DTTL (also referred to as “Deloitte Global”) and each of its member firms and related entities are legally separate and independent entities, which cannot obligate or bind each other in respect of third parties. DTTL and each DTTL member firm and related entity is liable only for its own acts and omissions, and not those of each other. DTTL does not provide services to clients. Please see www.deloitte.com/about to learn more.

Deloitte Asia Pacific Limited is a company limited by guarantee and a member firm of DTTL. Members of Deloitte Asia Pacific Limited and their related entities, each of which is a separate and independent legal entity, provide services from more than 100 cities across the region, including Auckland, Bangkok, Beijing, Bengaluru, Hanoi, Hong Kong, Jakarta, Kuala Lumpur, Manila, Melbourne, Mumbai, New Delhi, Osaka, Seoul, Shanghai, Singapore, Sydney, Taipei and Tokyo.

This communication contains general information only, and none of DTTL, its global network of member firms or their related entities is, by means of this communication, rendering professional advice or services. Before making any decision or taking any action that may affect your finances or your business, you should consult a qualified professional adviser.

No representations, warranties or undertakings (express or implied) are given as to the accuracy or completeness of the information in this communication, and none of DTTL, its member firms, related entities, employees or agents shall be liable or responsible for any loss or damage whatsoever arising directly or indirectly in connection with any person relying on this communication.