한화투자증권

2025년 11월 27일
산업코멘트

인터넷 (Positive)

NAVER와 두나무 합병 발표, 이제 무엇이 주가를 움직이게 할까

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

네이버파이낸셜과 두나무, 포괄적 주식교환 공시

- 전일 네이버는 네이버파이낸셜과 두나무의 포괄적 주식 교환을 통해 두나무를 네이버파이낸셜의 100% 자회사로 편입시키는 공시 발표. 신주 발행을 통해 현금 유출이 수반되지 않는 포괄절 주식 교환을 선택
- 주식 교환 비율은 네이버파이낸셜과 두나무 각각 4.9조 원, 15.1조 원으로 기업가치 비율은 1 대 3.06으로 산정. 교환가액 비율 고려 시 네이버파이낸셜 주당 가격은 172,780원, 두나무는 주당 439,252원
- 거래 후 통합법인 지분율은 송치형 19.5%, 네이버 17.0%, 김형년 10.0% 순
- 네이버는 지분 희석 없이, 두나무가 네이버에 의결권(총 29.5%)을 위임하게 되면서 실질적 지배력은 유지되고 두나무 실적을 연결 실적으로 편입 예상. 양사 최근 실적 기준 단순 합산치로 견주어 볼 때, 연간 매출액 13.7조 원(기존 11.7 조 원), 영업이익 3.5조 원(기존 2.1조 원), 영업이익률 25.8%(18.2%)으로 재무지표 크게 개선

이해진 의장이 직접 추진한 빅딜, 글로벌 금융 인프라 선점을 위한 승부수

- 이번 딜은 이해진 의장이 큰 의지를 갖고 직접 추진해온 것으로 파악되며 기자회견에 나와 딜의 배경과 시너지 기대 효과를 제시. 10여년 전인 지난 2016년, 라인 상장 때 이후 공식 미디어 관련 석상에서의 등장은 처음
- 합병 시너지는 사업적 관점에서 두 가지로 보여짐. 1) 스테이블코인 및 블록체인 역량의 대대적인 강화를 통한 새로운 금융 인프라 선점과, 2) 커머스, 콘텐츠 등 네이버 서비스의 전면적인 글로벌화를 노리는 전략으로 보임
- 양사의 합병이 네이버에 미치게 될 영향은 단순히 핀테크 영역에만 국한되지는 않을 것. 커머스, 콘텐츠의 글로벌 진출 가속화 예상

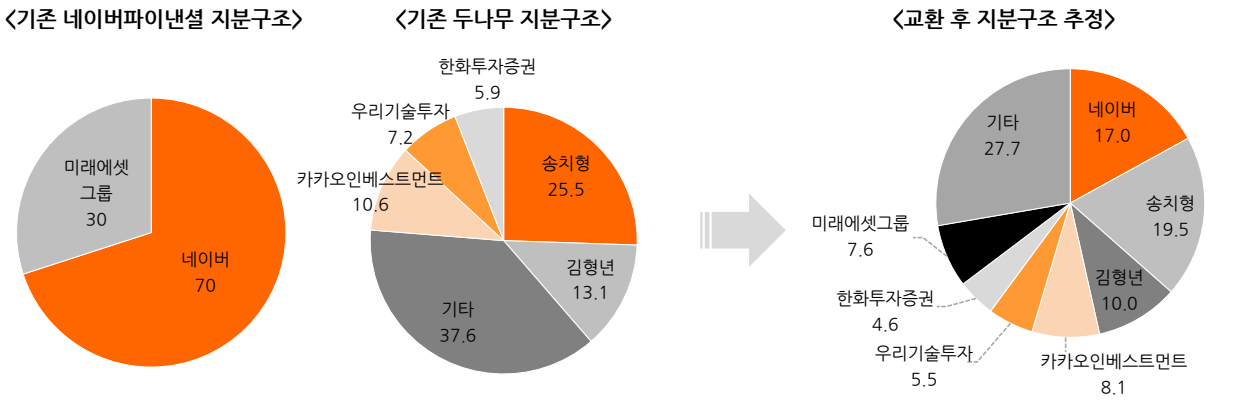
애매해진 네이버의 투자포인트가 명확해 지면서 중장기적으로 기업가치 상승 기대

- 향후 네이버의 가치는 1) 핵심 본업(검색/커머스/콘텐츠/클라우드/AI)의 이익 체력 위에, 2) '핀테크·크립토 결합체 지분'이라는 옵션이 붙는 형태로 볼 수 있음. 네이버의 SOTP 밸류에이션에서 핀테크/금융 자산가치가 재평가 가능
- 다만 옵션으로 인한 업사이드는 커지지만, 밸류의 성격은 보다 더 '시장 및 규제 민감형'으로 평가받을 요인 존재. 최근 정부 당국은 국내 기업의 제도화를 위한 디지털자산기본법 입법을 추진 중이며, 금융위 및 가상자산위원회 주도의 스테이블코인 제도화 체계 마련에 우호적인 시각으로 판단됨. 연말 연초 관련 뉴스플로우 주목할 필요

1+1이 2 이상이 되는 시그널이 확인될 때 비중 확대

- 기대했던 합병 발표는 나왔고, 이제 남은 것은 공정위 심사 및 관련 규제, 주주총회 특별결의 같은 관문이 남아있음. 정부당국 심사 및 주주 이해관계가 협의되면서 최종 딜이 문제 없이 진행될 가능성은 높다고 판단되지만, 딜 클로징까지는 최소 6개월 이상의 시간이 걸릴 것으로 예상
- 단기적인 주가는 규제 및 승인 뉴스플로우, 크립토 업황 등에 따라 박스권 추세 나타낼 것으로 전망
- 과거 소프트웨어 기업 간의 여러 합병 사례를 견주어 볼 때, 1+1이 2 이상의 효과를 나타내기 까지는 다소 시간이 걸리는 작업이라 판단되며, 이러한 시그널이 구체적으로 나타나기를 기대

[그림1] 지배구조 변화 추정



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 국내 스테이블코인 관련 주요 법안발의 현황

법안명	발의자	날짜	내용
가치고정형 디지털자산을 활용한 지급 혁신에 관한 법률안 (특별법)	국민의힘 김은혜	25.07.28	발행업 인가제, 자본금 50 억 원 이상, 준비자산 규정 및 상환의무 명시, 이자 지급에 대한 금지 내용 없음
가치안정형 디지털자산의 발행 및 유통에 관한 법률안 (특별법)	더불어민주당 안도걸	25.07.28	지급결제 수단에 한정, 자본금 50 억 원 이상, 이자 지금 금지 및 위반 시 형사처벌 규정, 준비자산/공시/감사 규정 강화
디지털자산기본법안 (포괄법)	더불어민주당 민병덕	25.06.10	스테이블코인 포함 디지털자산에 대한 인가, 등록, 감독 등 큰 틀 제시
디지털자산 육성 기본법안 (포괄법)	국민의힘 최보윤	25.10.01	정책 총괄/조정 기능을 갖춘 전담 기구 설치 필요. 국제 기준에 부합하는 스테이블코인 체계 도입
디지털자산통합법안 (포괄법)	국민의힘 김재섭	25.09.25	여러 암호화폐 관련 개별 규정을 통합 및 정비하는 내용. 스테이블코인 관련 조항 포함
디지털자산시장의 혁신과 성장에 관한 법률안 (포괄법)	더불어민주당 이강일	25.09.04	암호화폐 관련 시장 인프라 및 이용자 보호 틀 마련. 스테이블코인 관련 조항 포함

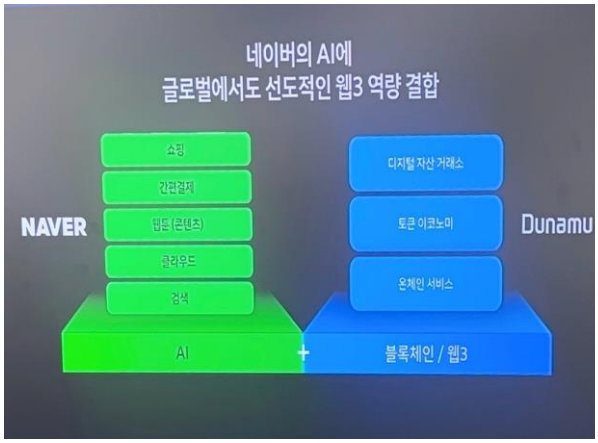
자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 발의안들의 주요 쟁점 사항

구분	내용
자기자본 요건 수준	안도걸안은 50 억 원 이상으로 비교적 높은 요건을 제시, 기본법 틀에서는 10~20 억 원 수준 **➔ 중소 사업자의 진입 장벽 여부가 핵심 이슈가 될 전망**
이자 지급 금지 여부	안도걸안은 이자 지급을 명시적으로 금지, 모든 명칭(적립금, 할인금 등)도 이자로 간주하는 조항 포함. 김은혜안은 이자 금지 규정이 빠져 있어, 보유자에게 이자 지급 가능성 **➔ 이자 지급 허용 여부가 금융시장·통화정책 영향 측면에서 중요한 변수**
준비자산 비율 및 구성 기준	안도걸안은'발행 잔액 이상'의 준비자산 보유 요구, 그 자산은 현금·요구불예금 및 만기 1 년 이내 유동성 높은 자산. 다른 쪽은'100% 담보 유지'조항 등이 언급되지만 준비자산 구성 비율, 허용 자산 범위 등은 법안별로 조금씩 다름 **➔ 준비자산 구성 유연성 vs 엄격성 사이의 균형 쟁점**
정책기구 / 감독 권한 구조	안도걸안은 기획재정부·한은·금융위가 공동 협의하는'가치안정형 디지털자산위원회'를 설치하고, 인가·감독·긴급 개입 권한을 부여하려는 조항 포함. 기본법안은 대통령 직속 디지털자산위원회를 두고 정책 조정 기능을 부여하는 구조 **➔ 감독 주체의 독립성·전문성 vs 정부 통제성 균형관건**

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 네이버와 두나무의 사업 기반



자료: Naver, 두나무, 한화투자증권 리서치센터

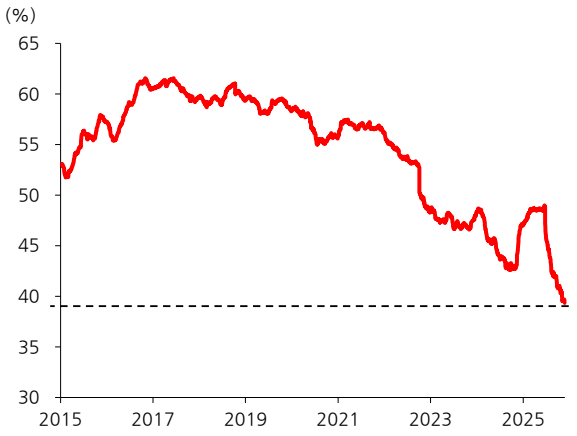
[그림3] 양사 의장 및 경영진 기자회견

자료: Naver, 두나무, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 시너지 효과 기대

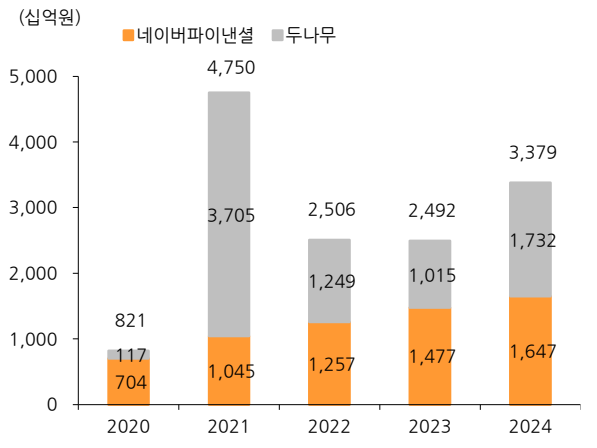
자료: Naver, 두나무, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 네이버 외인 지분율 추이: 10 년 내 최저 수준인 39%



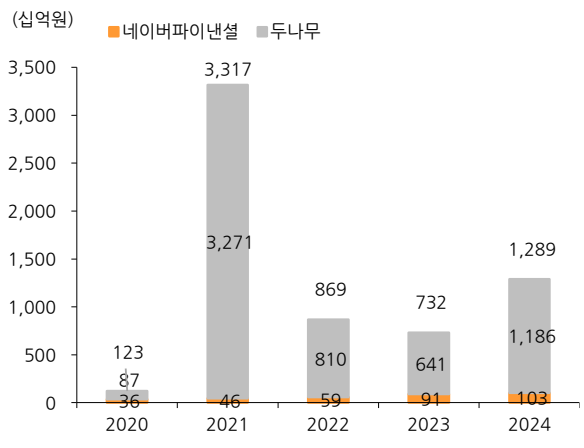
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 네이버파이낸셜과 두나무 매출 추이



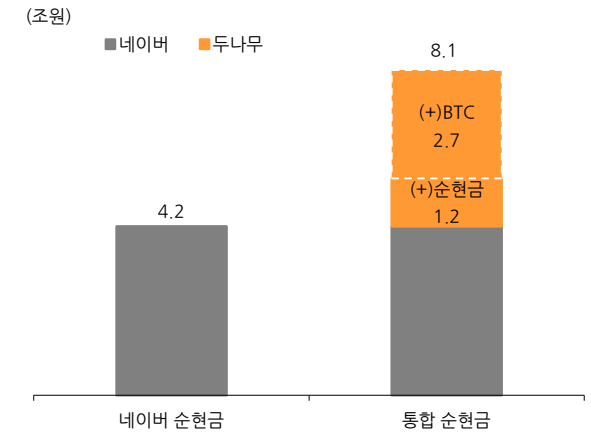
자료: Naver, 두나무, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 네이버파이낸셜과 두나무 영업이익 추이



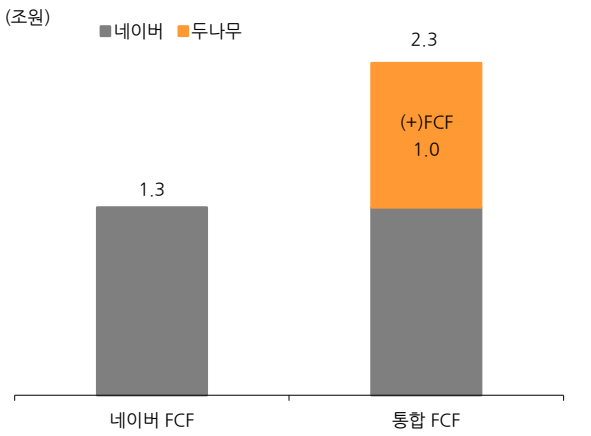
자료: Naver, 두나무, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 양사 통합 보유 현금은 8.1 조 원 수준



자료: Naver, 두나무, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 양사 현금 창출역량 증대



자료: Naver, 두나무, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 11 월 27 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%