

2025. 9. 26

NAVER 035420

두나무, 오픈 AI/메타

● 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

두나무, 네이버그룹 안으로: 로빈훗+스테이블코인의 결제 영역까지 확장 가능

언론에 따르면, 네이버파이낸셜과 두나무가 포괄적 주식교환을 통해 네이버 그룹에 편입될 예정. 네이버는 공시를 통해, 세부 사항이 확정되지 않았다고 밝혔으나 방향성 측면은 맞는 것으로 보여짐.

시장에서는 네이버가 보유한 현금을 연말까지 모두 소진할 것이라던 것이 컨센서스였음. 다만 그 방향이 최근 왈라팍과 같은 C2C 인수로 표현된 부분이 투심을 악화시켰음. 어차피 쓰여질 금액이라면 디지털 자산으로의 확장을 가능하게 할 두나무 인수가 베스트 케이스라고 판단함.

두나무 연결은 단순 가상자산 거래대금에 대한 수익이 인식되는 것이 아닌, RWA, 스테이블 코인 등 디지털 자산 사업의 확대에 활용될 수 있음에 주목해야 함. 현재 네이버파이낸셜은 네이버와 미래에셋 그룹이 3:1로 지분을 보유하고 있음. 지분 관계를 고려했을 때, 미래에셋 그룹의 증권이 기존 증권 거래와 RWA 토큰화에 참여, 두나무가 이를 유통하는 형태가 이론적으로 가능함. 플랫폼에 존재하는 디지털 자산의 실생활에서의 사용은 네이버 파이낸셜이 결제 영역이 처리해줄 수 있음. 가시화될 경우 로빈훗과 스테이블 코인을 통해 시장이 기대하는 결제를 연결하는 영역까지 확장됨. 두나무 딜을 단순 인수에 따른 연결 이익 증대로 볼 필요는 없다고 판단함.

그리고 오픈AI/메타: If Kakao 보고 달린 것처럼 이제는 DAN 보고 달릴 때

두나무에 묻혀 투자자들이 주목하지 않으나 AI 개발 정책 변화에 대해서도 감지되고 있음. 네이버는 그간 자체 AI 모델 개발에 집중하는 전략을 취했지만 최근 카카오와 같이 오픈AI, 메타 등 미국 빅테크와 협업 방안을 검토 중이라고 함. 언론에 따르면, 오는 11월 6일부터 열릴 것으로 예정된 DAN25에서 윤곽이 드러날 것으로 예상됨.

텐센트가 보여준 것과 같이 외부 모델을 필요시에 적절하게 활용하여 이용자 호응도를 이끌어내는 방향성이 카카오에서 기대 가능하게 되며 투자자들은 If Kakao까지 기대를 끌어왔음. 그동안은 카카오를 제외한 대안이 존재하지 않았으나 국내 이용자 생활서비스 전반에 침투해 있는 네이버의 서비스에서 같은 기대가 가능해진다는 측면에서 새로운 내용을 기대해볼 수 있음. 가장 약한 협업은 네이버 멤버십에 유료 구독 추가이며 일부 영역에서 chat GPT를 채팅 비서와 같은 도구로 활용하며 시너지를 낼 수 있어 보임.

9월부터는 네이버

9월 23일 If Kakao를 통해 카카오는 신규 상품 공개와 동시에 1탭과 3탭을 변경. 다만 이용자 반발로 인해 업데이트가 이루어지지 않고 있어 현재 상황이 유지된다면 4분기 실적에 대한 눈높이 하향 가능성이 높아짐. 당사를 포함한 시장은 4분기 이에 대한 온분기 반영해 둔 상태이기 때문.

10월 21일은 김범수 의장의 1심 선고가 예정되어 있음. 인터넷전문은행법에 따르면, 인터넷은행 지분을 10% 이상 보유를 위해서는 최근 5년간 벌금형 이상의 형사처벌 전력이 없어야 한다고 규정되어 있음. 1심 선고에 대해 항소할 것으로 예상하나 무죄가 아닌 이상 현재 카카오뱅크 27.16% 중 10% 이상에 해당하는 지분은 매도해야 하는 당위성이 커짐. 이는 지분법 이익을 하향시켜 적정주가 변동을 가져오는 요소.

15년만의 개편 반응과 10월 21일 창업주 이슈가 혼재해 있어 카카오에 유리한 시기는 아님. 지난 9월 4일 <플랫폼 9/10월 전략 변경>을 통해 밝힌 바와 같이 네이버에 대한 상대적 선호를 유지함.

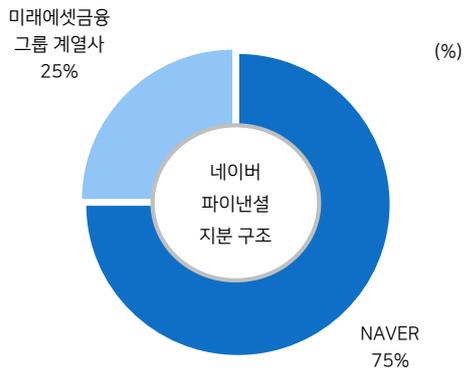
당사가 If Kakao를 보며 상대적 선호를 유지해왔던 것처럼 네이버도 DAN25를 통해 글로벌 업체들과의 본격적 협업을 통한 이용 활성화 기대감을 높일 수 있게 되었기 때문에 9월부터는 네이버가 유리해진 때라고 판단함. 네이버에 대한 시장의 낮은 포지션은 긍정적으로 해석할 수 있는 뉴스에 대한 주가 반응도를 높일 수 있어 업사이드 리스크가 커짐. 비워둔 포트를 채워야 할 때

표1 최근 4개년 두나무 실적

(십억원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25
영업수익	3704.6	1249.3	1015.4	1731.6	516.2	285.7
수수료 매출	3685.0	1214.5	986.1	1709.4	510.0	277.5
서비스 매출	19.6	34.7	29.3	22.1	6.3	8.2
영업비용	433.2	439.1	374.5	545.2	119.9	132.9
종업원급여	135.7	154.8	152.3	175.6	50.1	43.0
복리후생비	39.2	77.8	8.7	84.9	2.3	2.8
주식보상비용	1.2	12.9	24.2	22.9	3.5	4.3
거래수수료	119.2	41.2				
지급수수료	17.7	39.5	38.3	43.9	15.0	15.7
광고선전비	39.1	25.0	22.2	27.2	8.0	11.0
전산운영비	49.1	52.6	33.0	47.9	16.1	14.6
기타	32.0	35.3	95.7	142.8	24.8	41.6
영업이익	3271.4	810.1	640.9	1186.3	396.3	152.8
영업이익률	88.3%	64.8%	63.1%	68.5%	76.8%	53.5%
영업외수익	235.9	168.4	571.2	283.7	89.2	64.1
영업외비용	323.1	714.7	133.2	131.6	58.6	51.3
세전이익	3184.2	263.9	1078.9	1338.4	426.9	165.6
당기순이익	2241.1	130.8	805.0	983.8	320.5	97.6

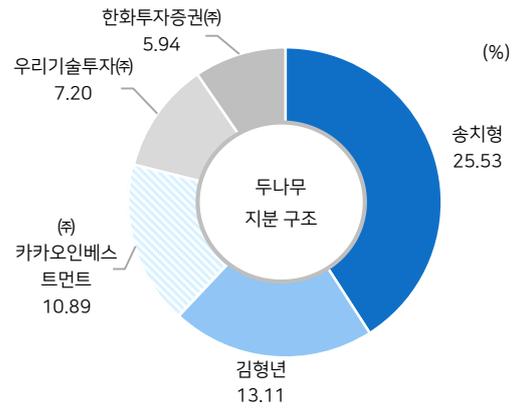
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

그림1 네이버파이낸셜 지분 구조



주: 전환 우선주 포함 기준
 자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

그림2 두나무 지분 구조



자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.