

Issue Comment

2025. 11. 27

NAVER 035420

네이버파이낸셜-두나무 합병 결정

●
인터넷/게임
 Analyst 이효진
 02. 6454-4864
 hyojinlee@meritz.co.kr

네이버파이낸셜과 두나무 합병으로 대형 펀테크 플랫폼 탄생

- 26일 네이버와 두나무는 이사회를 통해 네이버파이낸셜과 두나무의 1:2.54 주식교환비율로 합병을 결의함. 기업 가치 대비 비율은 1:3.06으로 기존 추정과 유사한 수준. 언론에 따르면, 네이버는 합병된 네이버파이낸셜 지분 17%에 대해 송치형 두나무 회장, 김형년 두나무 부회장이 보유한 지분 의결권(각각 19.5%, 10%)를 위임 받아 46.5%를 확보하며 지배적 지위를 유지할 전망. 27일 양사는 공동 기자회견을 통해 사업 구상을 공개할 예정

1+1은 2보다 클 것

- 합병 법인은 디지털 자산 2단계 입법 최대 수혜주가 될 것. 당사는 스테이블 코인(거래 수수료 절감+이자 수익)과 토큰화에 따른 신규 사업 가능성에 주목
- 지난 19일 민주당 디지털자산 TF를 이끄는 이정문 의원은 <디지털자산 정책 컨퍼런스>에서 '정부가 (부응하는 법안을) 11월말~ 12월초 정도에 준비한다는 소식이 있다'고 밝힌 바 있음. 앞서 이억원 금융위원장은 10월 국정감사에서 연내 원화 스테이블 코인 관련 법안 국회 제출을 약속한 바 있음
- 스테이블 코인 발행 자체보다는 1) 결제를 통해 기존 카드사에 지급되던 수수료를 절감하고 2) 이자 수익 기대가 합리적. 이는 국내 법안이 미국과 유사하다는 가정에 근거함. '지니어스 액트'에 따르면, 코인 소유자에게 이자가 지급되지 못함. 이 부분을 서클과 코인베이스가 누리는 중. 한은이 고수하는 '51%' 를 고려 시 합병 법인(네이버페이-업비트 지갑)이 코인베이스와 같은 메인넷 역할을 수행하며 이자 수익을 수취가 발행/유통 수익보다 가시성이 높아 보임
- 지난 25일 정치권에 따르면, 토큰증권발행(STO) 법안 이르면 다음달 본회의 통과 예상. 국회 정무위는 법안심사위원회를 열고 더불어민주당 민병덕, 조승래 의원과 국민의힘 김재섭 의원이 발의한 법안을 개정/병합 심사해 의결함
- 유럽은 포괄적 암호자산 규제안인 MiCA를 통해 RWA 토큰화 규제를 마련하며 시장 빠르게 형성되는 중. 특이점은 암호화폐 거래소 중심으로 주식(비상장/상장) 토큰 증권이 상장되고 있음. 로빈후드 유럽에 법인 설립하며 오픈 AI, 스페이스X 주식을 토큰화하여 유럽 고객에게 제공중. 로빈후드 또한 암호화폐 거래소(자회사) 'Bitstamp'에 상장시킴. 법안 이후 주식 토큰화 7,700% 증가
- 국내도 유사한 방향 걷는다면 글로벌 5위인 업비트를 보유한 합병 법인은 단순 암호화폐 거래소에서 벗어나 전통 금융사 영역으로 사업 확대될 것

표1 네이버파이낸셜, 두나무 포괄적 주식 교환 비율

	네이버파이낸셜	두나무
기존 발행주식 총수(주)	28,571,420	32,133,954*
합병 기준 가격(원)	172,780	439,252
주식 교환 · 이전 비율	네이버파이낸셜: 두나무 = 1: 2.5422618, 기업 합병 비율은 1:3.0645	
신규 발행 주식수(주)		81,692,866
합병 법인 총 발행 주식(주)		110,264,286
합병 법인 기업 가치(조원)		19.05*
합병 시 산정된 기업 가치(조원)	4.9	15.1

주: 두나무 기존 발행주식 내 자사주를 제외한 물량(25/11/26 감자결정). 주식매수청구권 0 기준

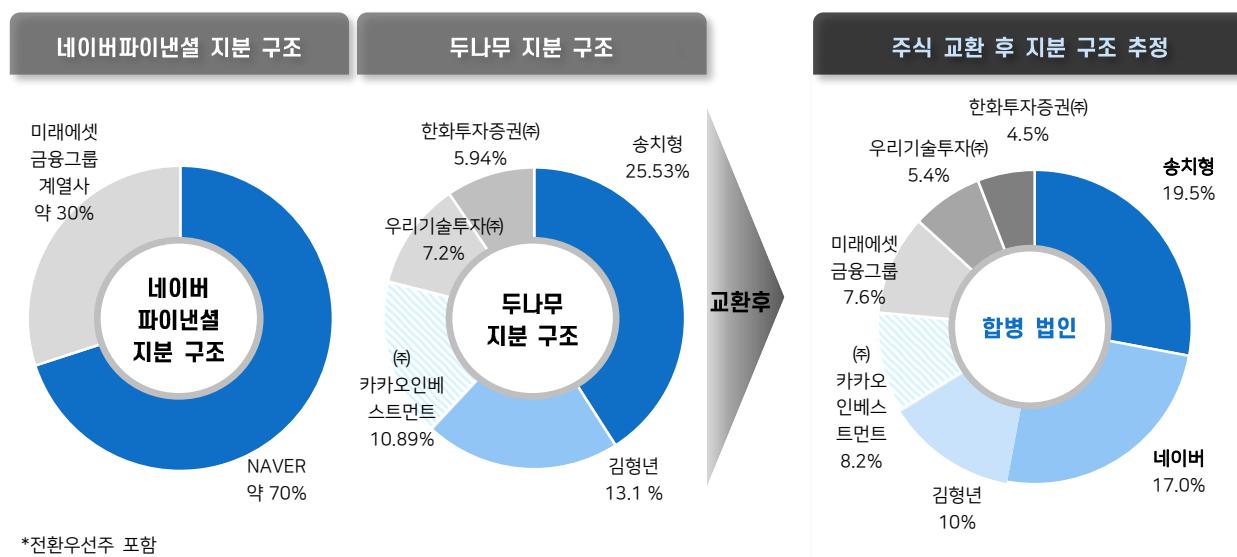
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표2 두나무 이사회 주요 일정

구분	내용								
주식 교환 이사회 결의일	2025-11-26								
교환 · 이전 대상법인	두나무(주)								
발행주식총수(주)	보통주식: 34,865,870								
최근 사업연도 요약재무내용(백만원)	<table border="1"> <tr> <td>자산 총계</td> <td>15,320,524</td> </tr> <tr> <td>부채 총계</td> <td>9,435,345</td> </tr> <tr> <td>자본 총계</td> <td>5,885,179</td> </tr> <tr> <td>자본금</td> <td>3,467</td> </tr> </table>	자산 총계	15,320,524	부채 총계	9,435,345	자본 총계	5,885,179	자본금	3,467
자산 총계	15,320,524								
부채 총계	9,435,345								
자본 총계	5,885,179								
자본금	3,467								
교환 · 이전 비율	2.5422618								
교환 · 이전 일정	<table border="1"> <tr> <td>주주총회 예정일자</td> <td>2026-05-22</td> </tr> <tr> <td>교환 · 이전일자</td> <td>2026-06-30</td> </tr> </table>	주주총회 예정일자	2026-05-22	교환 · 이전일자	2026-06-30				
주주총회 예정일자	2026-05-22								
교환 · 이전일자	2026-06-30								
반대의사표시 접수기간	시작일: 2026년 05월 07일(예정) 종료일: 2026년 05월 21일(예정)								
주식매수청구권 사항 접수기간	시작일: 2026년 05월 22일(예정) 종료일: 2026년 06월 11일(예정)								
교환 · 이전 후 완전모회사명	네이버파이낸셜(주)								

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

그림1 네이버-두나무 통합 후 지배구조 변화 추정



*전환우선주 포함

주: 주식교환비율 (네이버파이낸셜: 두나무) 1:3.06 기준

자료: 네이버, 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

그림2 거래액 대비 네이버파이낸셜 영업이익률 0.15%. 원화 스테이블코인으로 100% 변경 시 이론상 0.65%로 마진 확대

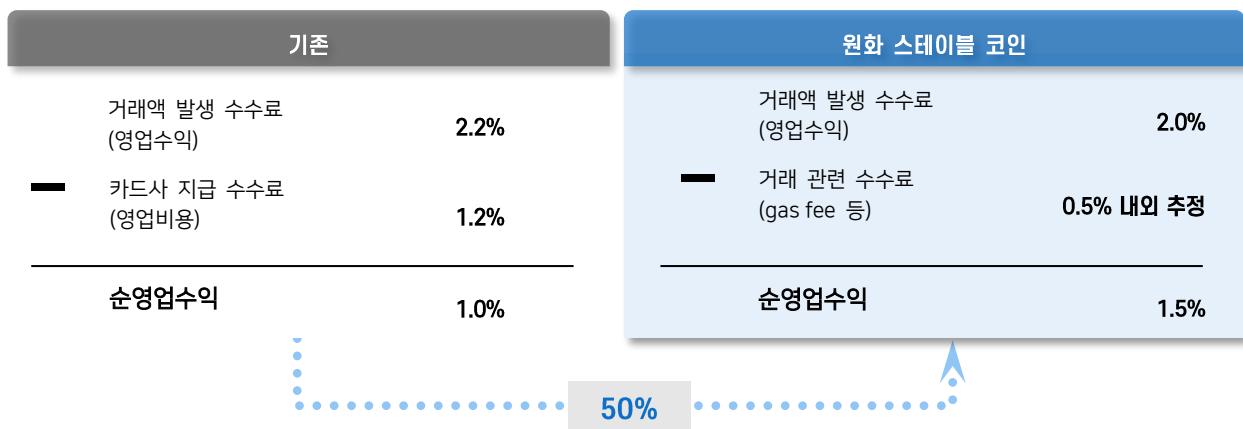
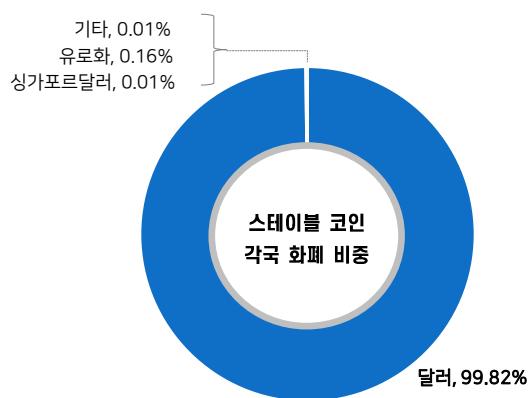


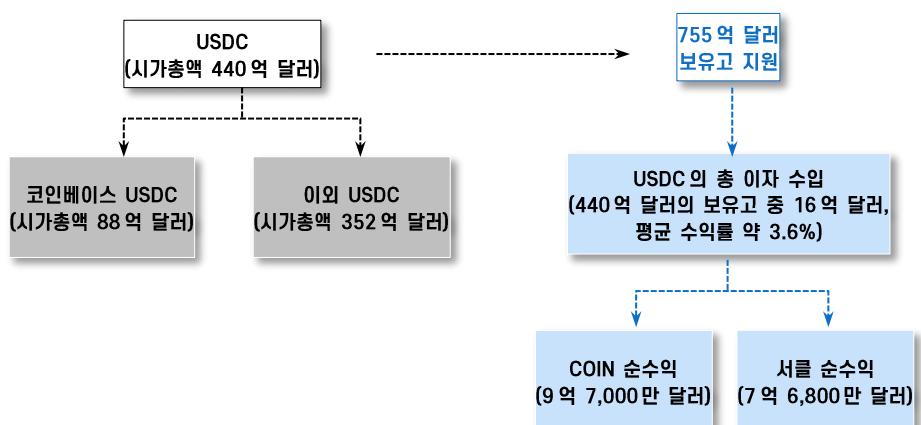
그림3 유통 수익은 기대 어렵지만



주: 스테이블 코인 중 각국 화폐 비중. 달러 외 수요 창출 실패

자료: RWA.xyz, 메리츠증권 리서치센터

그림4 두나무와 네이버 지갑이 코인베이스와 유사한 매인넷 역할 해준다면 이자 수익 가능



주: 서클과 코인베이스의 USDC 수익 배분 구조

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 9월 말부터 디지털 자산 관련 논의 가속화

날짜	주요 내용
9월 24일	- 민주당, 디지털 자산 TF 정식 출범. 올해 연말 디지털 자산 관련 법률 제정 목표
9월 25일	- 한국경제인협회, 글로벌 디지털금융 패권 세미나 개최 - 미국, EU, 일본 대비 한국 규제 위주의 정책 탓에 자산 해외 이탈 찾음을 언급. 정책 전환을 통한 국내 디지털 자산 생태계 회복 필요성 강조
9월 26일	- 김병기 원내대표, 국회에서 '디지털 자산 리더십 포럼' 주최. - 스테이블 코인에 대한 개념 정리, 1대1 준비자산을 유지하고 이를 검증/공시하며 언제든 상환할 수 있도록 하는 것이 기본 원칙 강조 - 2단계 입법 최소 연내 완료되어야함을 주장. 특히 법인 계좌 개설 허용이 가장 시급함을 언급했으며, ICO 허용도 강조
9월 30일	- 이찬진 금융감독원장과 두나무, 코빗, 코인원, 스트리미 등 4개사와 돌핀 등 코인거래소 3개사, 한국 디지털에셋 등 보관업자 3개사 총 10개사 - 코인 관련 CEO 간담회 진행

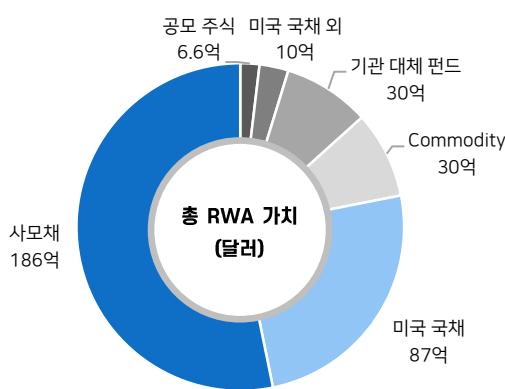
자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터 정리

표4 합병 법인의 사업 확장을 가능하게 할 디지털 자산 관련 법안들

대표 발의자	날짜	법안명	주요 내용
민병덕 (더불어민주당)	2025.6.10	디지털 자산 기본법	디지털 자산 정의, 사업자 진입 및 행위 규제, 발행 및 유통 절차, 공시 의무, 불공정거래행위 금지
안도걸 (더불어민주당)	2025.7.28	가치안정형 디지털 자산법	은행 외 일반 주식회사 스테이블 코인 발행 허용, 실물자산 담보 의무화, 금융당국 인가제 도입
김은혜 (국민의 힘)	2025.7.28	가치고정형 디지털 자산법	스테이블 코인 제도화, ICO 조건부 허용, 미국 '지니어스 법'에서 허용된 이자 지급 기능 포함
김현정 (더불어민주당)	2025.8.21	가치안정형 디지털 자산 발행업	발행사업자 인가제, 해외 발행 스테이블 코인 국내 유통 시, 금융위 등록 및 보호기금 적립 의무화
이강일 (더불어민주당)	2025.9.4	디지털 자산 혁신법	조건부 ICO 허용, 스테이블 코인 제도화, 업권별 인가/등록제 도입, 전자공시시스템 신설
김재섭 (국민의 힘)	2025.9.25	디지털 자산 시장 통합법	디지털 자산 규제 통합, 스테이블 코인 규제 강화, 디지털자산 파생상품 시장 허용
최보윤 (국민의 힘)	2025.10.1	디지털 자산 육성 기본법	가치연계형 디지털자산 제도화, 투자자 보호, 불공정거래 방지, 감독기구 설치 등 국가의 책무 명시

자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터 정리

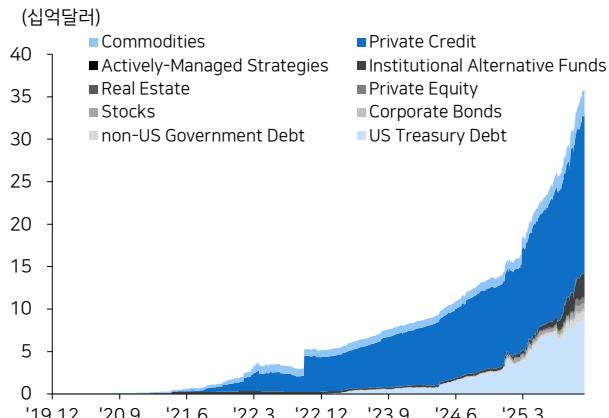
그림5 토큰화 자산중 주식 비중 아직 작지만



주: 25.11.10 기준, RWA 토큰화 자산 구성

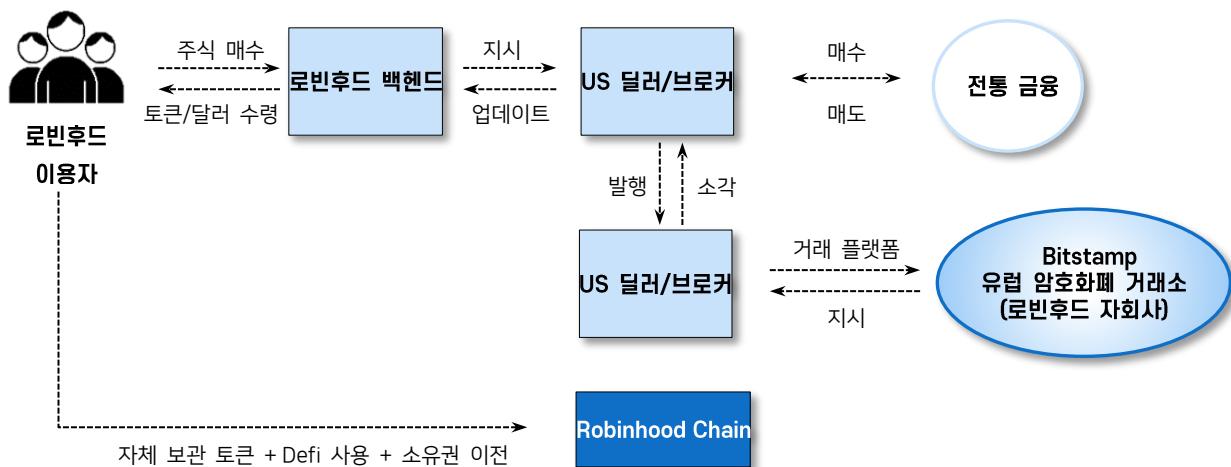
자료: RWA.xyz, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유럽 법안 통과 후 주식 기반 토큰 7,700% 성장



자료: RWA.xyz, 메리츠증권 리서치센터

그림7 오픈AI, 스페이스X와 같은 토큰화 자산은 로빈후드 플랫폼이 아니라 암호화폐 거래소 'Bitstamp'에 상장되어 거래



주: 로빈후드의 미국 주식 토큰 거래 서비스 구조

자료: Galaxy, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 10위권 코인 거래소, 크라켄도 토큰 진출



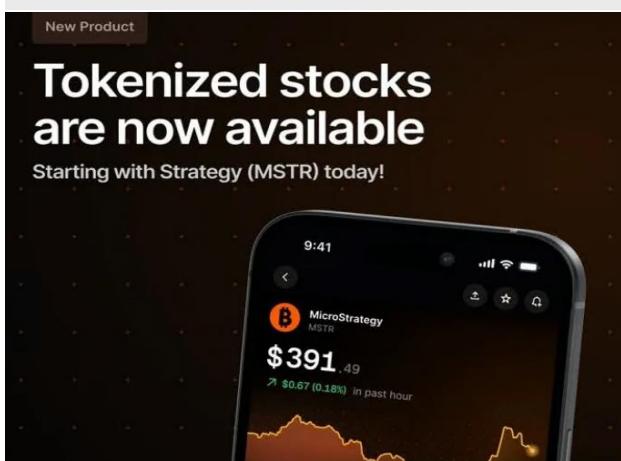
주: 크라켄의 'xStocks', 자료: Kraken

그림9 Kraken이 토큰화한 주요 자산들



자료: Kraken, 메리츠증권 리서치센터

그림10 20위권, 제미니도 토큰 통해 주식 거래 가능해져



자료: Gemini

그림11 Gemini가 토큰화한 주요 자산들



자료: Gemini, 메리츠증권 리서치센터

그림12 여야 의원 모두 디지털자산 기본법 마련 강조



자료: 디콘2025

그림13 STO 토큰증권 법안, 국회 정무위원회 통과



자료: 세계일보, 25.11.25, <토큰증권 법안 국회 정무위 통과...내년 상반기 시장 개설 가능해진다>

표5 네이버파이낸셜과 두나무 2027년까지 실적 전망

	(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
두나무	거래대금(조원)	7,409.1	2,429.1	1,972.3	3,418.9	2,856.9	3,040.6	3,485.7
	% YoY	1996.0%	-67.2%	-18.8%	73.3%	-16.4%	6.4%	14.6%
	영업수익	3,704.6	1,249.3	1,015.4	1,731.6	1,457.4	1,549.9	1,773.0
	수수료 매출	3,685.0	1,214.5	986.1	1,709.4	1,428.4	1,520.3	1,742.8
	서비스 매출	19.6	34.7	29.3	22.1	29.0	29.6	30.2
	% YoY							
	영업수익	1996.0%	-66.3%	-18.7%	70.5%	-15.8%	6.3%	14.4%
	수수료 매출	1996.0%	-67.2%	-18.8%	73.3%	-16.4%	6.4%	14.6%
	서비스 매출		77.7%	-15.8%	-24.4%	31.1%	2.0%	2.0%
	영업비용	433.2	439.1	374.5	545.2	506.7	574.3	660.3
	% YoY	380.8%	1.4%	-14.7%	45.6%	-7.1%	13.3%	15.0%
	인건비	174.8	232.6	161.0	260.6	194.8	214.6	244.8
	주식보상비용	1.2	12.9	24.2	22.9	11.0	13.1	14.9
	지급수수료	17.7	39.5	38.3	43.9	63.8	71.6	78.8
네이버파이낸셜	광고선전비	39.1	25.0	22.2	27.2	41.4	54.3	67.2
	전산운영비	49.1	52.6	33.0	47.9	64.0	72.0	79.2
	기타	32.0	35.3	95.7	142.8	131.7	148.6	175.4
	영업이익	3,271.4	810.1	640.9	1,186.3	950.7	975.5	1,112.7
	(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	거래액(조원)	38.2	48.2	58.7	72.2	86.6	100.4	117.4
	% YoY	43%	26%	22%	23%	20%	16%	17%
	영업수익	1,045.3	1,257.3	1,476.5	1,647.4	1,981.7	2,294.4	2,673.2
	페이관련	1,030.1	1,206.2	1,407.9	1,587.5	1,904.4	2,209.3	2,582.1
	etc	15.3	51.1	68.7	59.8	77.4	85.1	91.1
	영업비용	999.4	1197.9	1385.3	1543.9	1848.4	2128.1	2480.1
	인건비	63.5	81.4	93.7	102.3	111.7	122.1	133.5
	주식보상비용	11.0	-11.4	6.0	1.1	11.0	6.0	11.0
	지급수수료	584.6	688.0	799.4	890.8	1068.6	1239.7	1448.9
	% 거래액	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
	광고선전비	332.9	432.5	478.3	537.5	644.8	748.0	874.2
	% 거래액	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
	기타	7.4	7.5	7.9	12.2	12.3	12.4	12.5
	영업이익	45.9	59.4	91.2	103.5	133.4	166.3	193.0
합산 기준	합산 영업수익	4,749.9	2,506.6	2,491.9	3,378.9	3,439.2	3,844.2	4,446.2
	합산 영업이익	3,317.2	869.5	732.1	1,289.8	1,084.1	1,141.8	1,305.7

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 간접 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.