

네이버와 두나무, 유력한 시나리오 분석

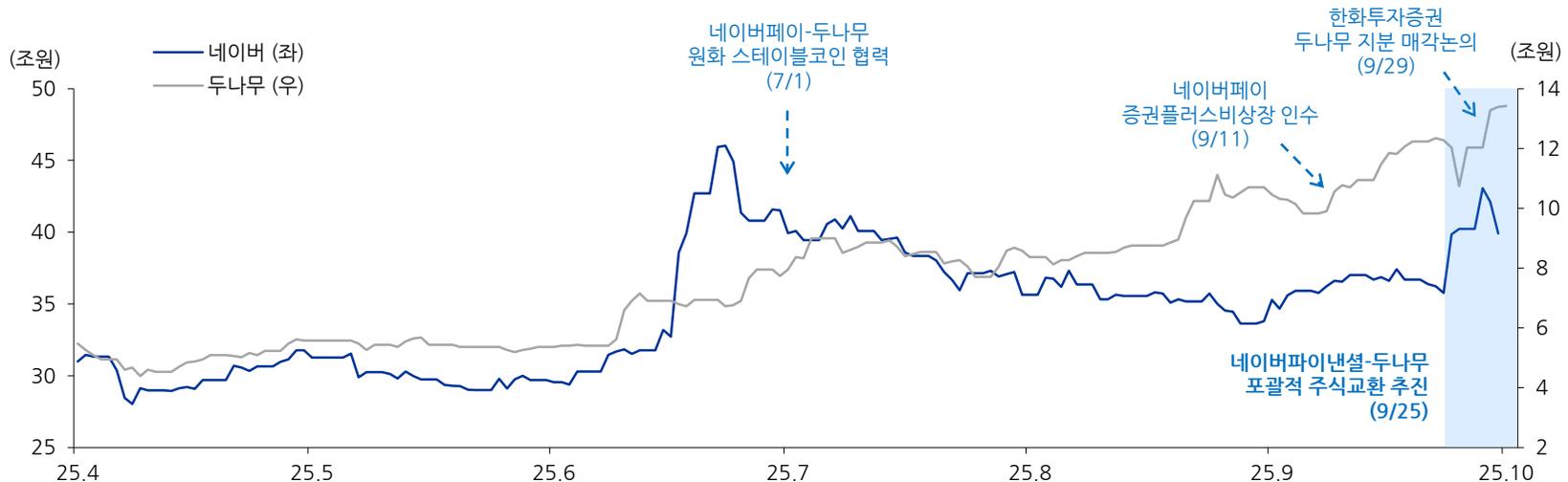


네이버파이낸셜-두나무 합병

합병 과정에서 대두된 주요 변수

- 9/25, 네이버파이낸셜과 두나무간의 포괄적 주식 교환 방식으로 합병을 추진한다는 언론 보도 이후 네이버와 비상장 두나무의 주가는 크게 상승함
- 이후 양사의 주식교환이 확정된 바는 아니지만 여러 방안을 추진 중이라는 입장을 볼 때 실제 합병을 진행하는 과정인 것은 사실인 것으로 파악됨
- 다만 현재 양사간의 합병에 있어 많은 변수가 존재하고, 이같은 변수들로부터 파생된 많은 경우의 수로 인해 네이버와 두나무 각각의 유불리에 대한 의견이 갈리고 있음
- 이번 자료에서는 시장에서 제기되는 주요 변수(합병법인의 최대주주, 합병 비율, 합병 가능성, 합병 이후 시너지 효과, 나스닥 상장 가능성 등)를 점검하고 결국 네이버 주가에는 어떤 영향을 미칠 것인가를 분석함

네이버, 두나무 시가총액 추이



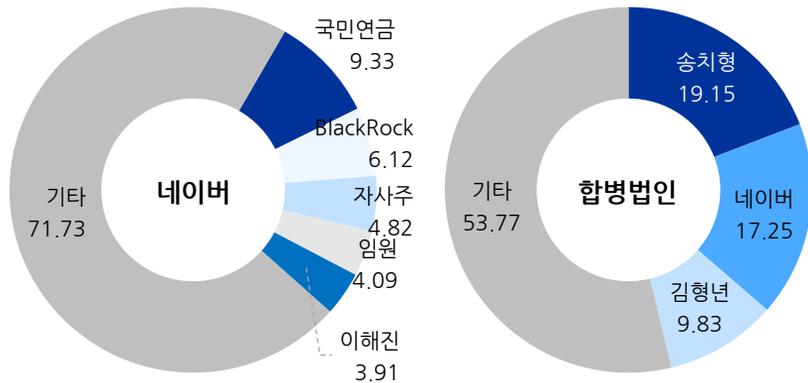
자료: 유진투자증권

합병법인의 최대주주는?

합병법인의 최대주주는? 네이버

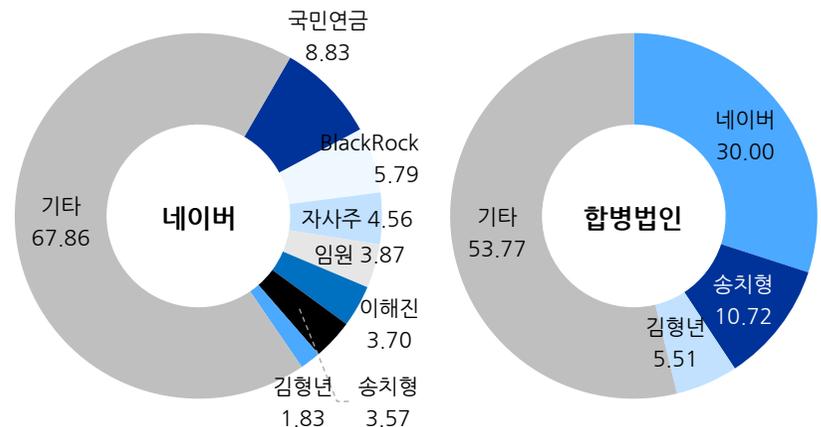
- 네이버파이낸셜-두나무 합병법인의 최대주주는 네이버가 될 가능성이 높음(지분가치 비율은 1:3 으로 가정. 이에 대한 이유는 뒷부분에 서술)
- 네이버 입장에서는 네이버파이낸셜-두나무 합병법인의 연결 자회사 편입이 아니라면 합병 이후 **네이버와 합병법인 간 사업 추진에 있어 시너지 효과가 제한적이기 때문에 연결 자회사 편입으로 가닥을 잡을 것**
- 합병법인의 1, 3대 주주(송치형, 김형년)가 의결권을 포기한다고 하더라도 네이버의 낮은 지분율로 인해 네이버와 합병법인은 약결합된 형태임. 따라서 네이버는 **합병법인의 연결 편입을 위한 유의미한 지분율(약 30%로 추정) 확보를 위해 1,3대 주주의 지분 중 상당부분을 매입할 것으로 추정**
- 유력한 지분 매입 방식은 신주 발행과 순현금(2분기말 기준 약 2조원) 활용. 합병법인의 기업가치를 16조원(네이버파이낸셜 4조원, 두나무 12조원) 가정 시, 네이버의 지분율 30% 달성을 위해 필요한 추가적인 지분 가치는 약 2조원으로 신주발행과 순현금 모두 활용할 것으로 예상됨

합병법인의 최대주주가 송치형 회장(네이버의 지분매입 X)



자료: 유진투자증권

합병법인의 최대주주가 네이버(네이버의 지분매입 O)



자료: 유진투자증권

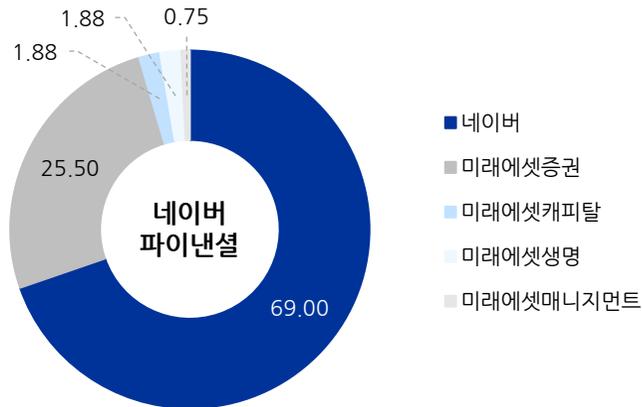
주: 합병비율 1:3, 신주발행으로만 매입 가정. 합병법인의 기업가치는 16조원으로 추정하며, 추가 및 주식수는 9/24일 종가 기준

합병 비율은?

네이버파이낸셜과 두나무 합병 비율은? 1대3

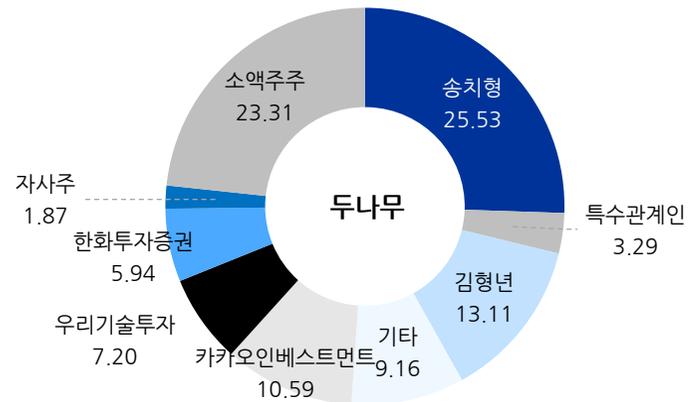
- 네이버파이낸셜과 두나무 간 합병이 가시화되면서 향후 지분 관계 영향으로 인해 각각의 기업 가치를 어떻게 상정할 것인가가 중요해짐
- 시장에서 거론되는 합병 비율(네이버파이낸셜:두나무)은 1:3 부터 1:5까지 나옴. **당사는 두 회사간 합병 비율은 네이버에게 우호적인 방향(적어도 1대3)으로 추진 중이라 판단함**
- 네이버가 합병법인을 연결 자회사로 편입하기 위해서는 두나무 1, 2대 주주의 지분을 매입해야 하며, 이 과정에서 두나무 송치형 회장과 김형년 부회장은 네이버의 유의미한 지분을 확보하게 됨. 네이버의 개인 최대주주인 이해진 의장의 지분율이 3.91%임을 감안하면 송치형 의장은 네이버 개인 최대주주로 올라설 가능성도 있음
- **즉, 두나무 1, 2대 주주 입장에서는 네이버파이낸셜의 상대적인 높은 평가 가치를 수용할 이유가 생기게 됨**
- 반면, 두나무의 일부 주주들 입장에서는 이같은 기업 가치 평가에 대해 불만이 생길 수 있음. 시장에서 몇몇 두나무 기관투자자들의 지분 매각 가능성이 떠오르는 이유임

네이버파이낸셜 현 주주구성



자료: Dart, 유진투자증권

두나무 현 주주구성



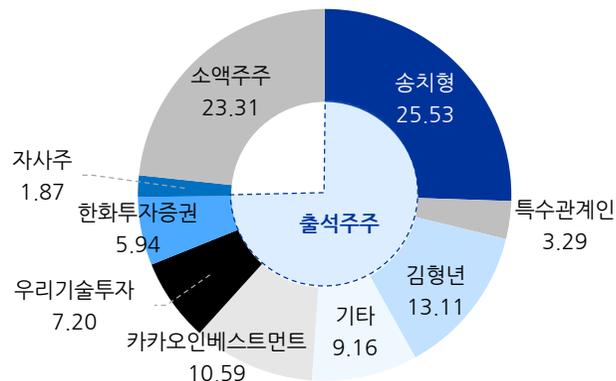
자료: Dart, 유진투자증권

합병 가능성?

합병 가능성은 긍정적

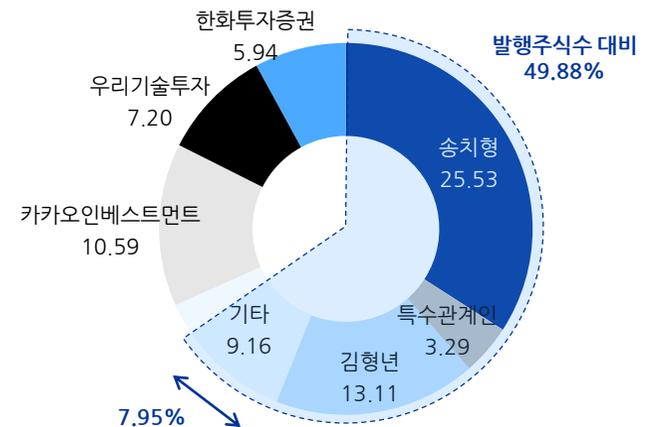
- 기업가치 평가에 대한 두나무 주주들간 의견차이로 합병이 무산될 것이라는 가능성이 대두됨
- 현재 유력한 방식으로 거론되는 포괄적 주식교환의 경우 주주총회 특별결의 사안으로 출석 주주의 3분의 2 이상의 찬성이 필요함
- 현재 두나무 지분 중 5% 이상 보유 현황은 송치형 의장(25.53%), 김형년 부회장(13.11%), 카카오인베스트먼트(10.59%), 우리기술투자(7.20%), 한화투자증권(5.94%)임. 이외에 특수관계인(3.29%), 자사주(1.87%), 기타주주(9.16%), 소액주주(23.31%)
- 출석 주주의 기준을 소액주주(23.31%)와 자사주(1.87%)를 제외한 수치로 환산할 경우 **전체 지분의 약 49.88%의 찬성 지분을 확보해야 포괄적 주식교환 의결이 가능함.** 두나무 1, 2대 주주 지분 합이 38.64%, 여기에 특수관계인 지분을 더하면 41.93%로 7.95%의 우호지분을 확보해야 함
- 물론 출석 주주에 따라 필요 우호지분의 변화는 있으나, 본격적인 합병을 진행하기 전에 필요한 우호지분을 미리 확보했을 가능성도 배제할 수 없음

두나무 주주구성 상 주주총회 예상 출석주주



자료: 유진투자증권

주주총회 출석주주 중 의결에 필요한 지분



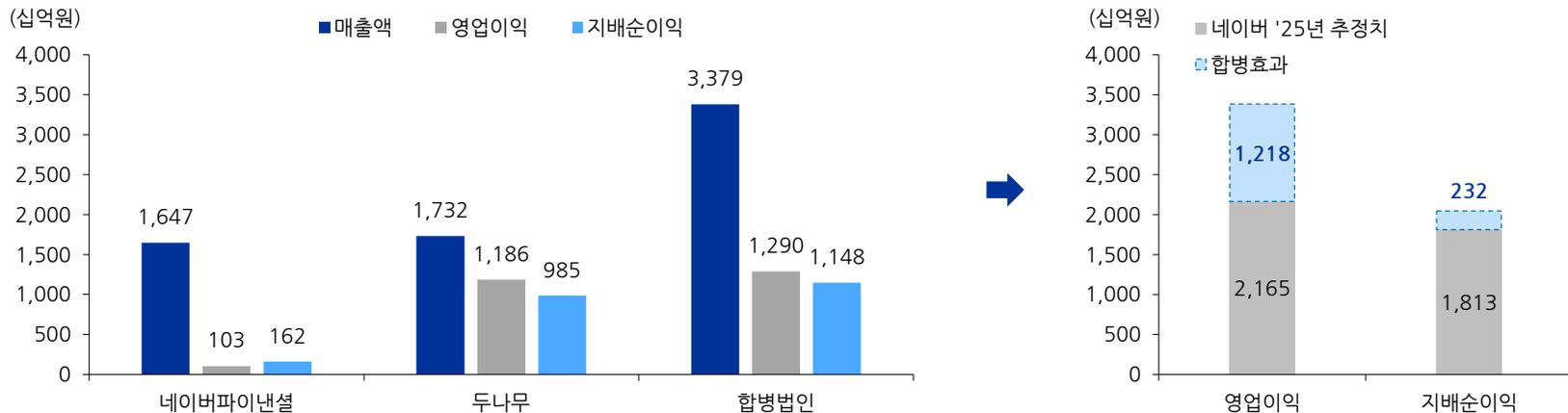
자료: 유진투자증권

합병 이후는?

1) 네이버의 연결 이익에 기여

- 지난해 네이버파이낸셜의 매출액은 약 1.65조원, 영업이익 약 1,000억원, 지배이익은 약 1,600억원
- 지난해 두나무 연결 매출액은 약 1.73조원, 영업이익은 약 1.19조원, 지배이익은 약 9,900억원
- 이를 기준으로 한 합병법인 실적은 매출액 3.38조원, 영업이익 1.29조원, 지배이익 1.15조원
- 앞서 언급한 시나리오를 가정(네이버가 합병법인의 지분율 30% 확보해 이를 연결 자회사로 편입)할 때, **네이버에 연간으로 기여되는 실적 효과는 영업이익 +1,22조원, 지배이익 +2,300억원**
- 당사가 추정하는 올해 네이버의 연결 영업이익 2.16조원, 지배이익 1.81조원임을 감안하면 유의미한 이익 기여

합병법인 실적 기여도 추정



자료: 유진투자증권

합병 이후는?

2) 스테이블 코인이라는 합병 시너지까지

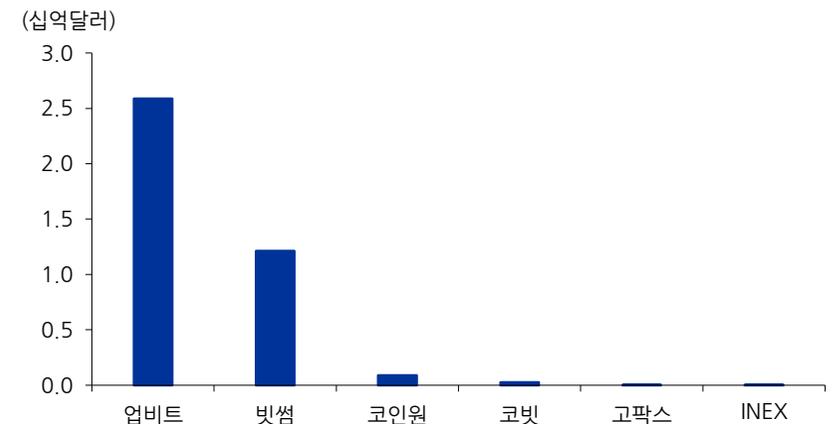
- 네이버파이낸셜과 두나무의 합병으로 인한 네이버의 이익 기여 외에도 두나무는 네이버라는 거대 플랫폼을 등에 업고 가상자산 거래소 업비트의 국내 1위 거래소 지위를 더욱 공고히 할 수 있음
- 하지만 역시 기대할 수 있는 가장 큰 시너지는 '스테이블 코인'. 네이버는 커머스, 치지직, 웹툰 등 다양한 플랫폼 생태계를 갖추고 있으며 네이버페이라는 간편결제 시스템도 보유하고 있음. 두나무는 국내 1위, 글로벌 4위 가상자산 거래소를 보유하고 있기 때문에 **이번 합병이 성공적으로 진행될 경우 네이버는 국내 원화 스테이블코인 시장에서 주도적인 역할을 할 것으로 기대됨**

글로벌 가상자산 거래소 순위

순위	거래소	거래량
1	Binance	34.9
2	Bybit	7.1
3	Coinbase	4.3
4	Upbit	4.5
5	OKX	4.5
6	Bitget	7.5
7	Gate	6.7

자료: CoinMarketCap, 유진투자증권

국내 암호화폐 거래소 24시간 거래량



자료: 코인게코, 유진투자증권

나스닥 상장 가능성?

아직 논하기 이른 단계

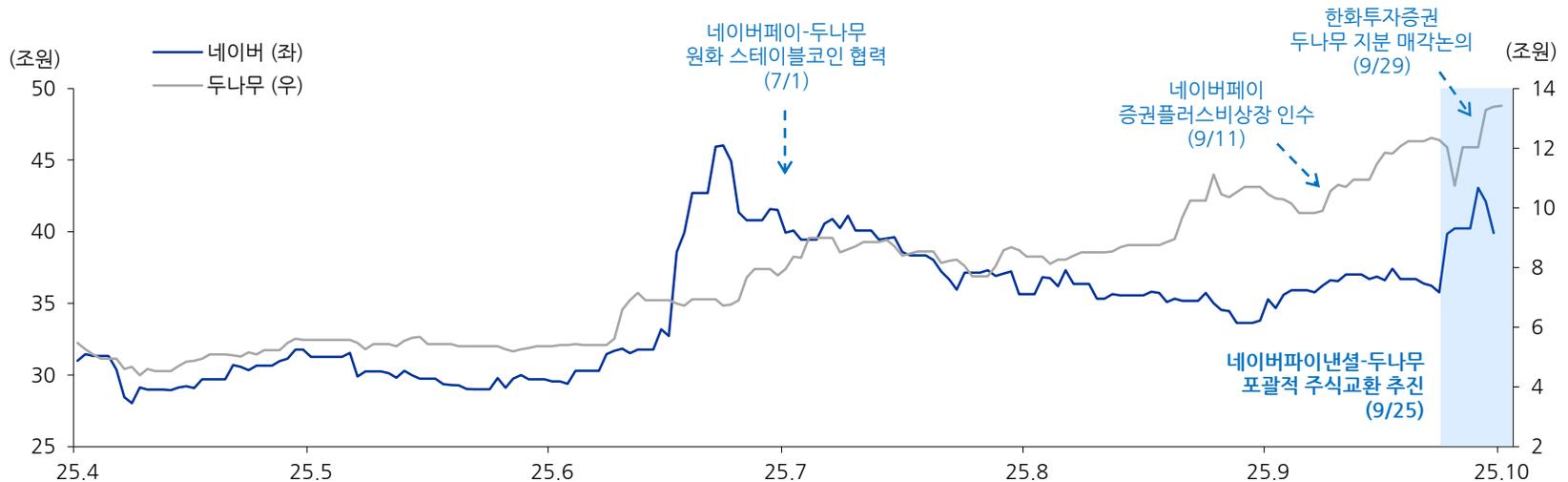
- 네이버파이낸셜-두나무 합병법인이 미국 나스닥에 상장할 것이라는 관측도 제기됨
- 만약 두나무 1, 2대 주주가 합병법인의 지분을 대가로 네이버 지분을 취득한다고 가정할 경우, 합병법인을 나스닥에 상장하는 것이 이 둘에겐 이점이 크게 없음. 오히려 나스닥 상장 가능성이 대두될 경우 네이버 주가에 미칠 악영향이 더 크기 때문에 그럴 동력이 떨어짐
- 또한 합병법인은 미국을 비롯한 글로벌 시장보다는 국내 시장에서의 사업 역량이 주를 이루기 때문에 나스닥에서 만족할 만한 기업가치 평가를 받을 수 있을 것인가도 고려해야 함
- 즉, 합병 가능성을 가늠하는 현재로서는 몇 년 뒤가 될지 모르는 나스닥 상장 가능성을 예측하는 것은 아직 이르며, 상장에 대한 동력도 떨어지기 때문에 현재 시점에서 이를 네이버의 리스크로 감안하는 것은 무리가 있다는 판단

결론

네이버 주가에 긍정적

- 네이버파이낸셜과 두나무의 합병법인의 최대주주는 네이버가 될 가능성이 높음
- 물론 두나무 주주총회에서 우호지분 확보는 변수가 될 수 있으나 필요한 우호지분이 그리 큰 수준은 아니기 때문에 합병 가능성도 긍정적으로 평가
- 또한 일각에서 제기되는 나스닥 상장 가능성 또한 현재 시점에서는 네이버의 리스크로 작용하긴 어려움
- 합병 이후 네이버에 유의미한 수준의 이익 기여가 기대되며, 국내 원화 스테이블코인 시장에서 주도적인 역할을 할 것으로 기대됨
- 아직까지 합병이 확정된 것이 아니기 때문에 이를 실적 추정치에 반영하진 않지만, 합병 가능성과 시너지에 대한 긍정적인 전망치는 네이버 주가에도 긍정적으로 영향을 미칠 것

네이버, 두나무 시가총액 추이 및 이벤트



자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

