

Crypto

Comment

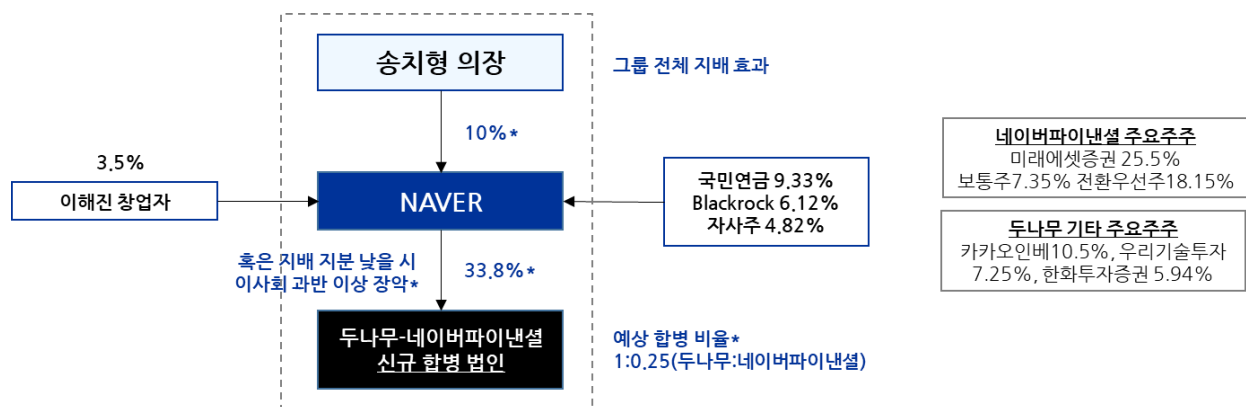
두나무 송치형 의장의 네이버 최대주주 등극에 따른 합병 및 지분 스왑 구조를 예상해보았습니다. 또한, 투자자 입장에서의 득과 실에 대해 고민해보았습니다.

두나무랑 네이버 둘 중 하나는 있으시죠?

Crypto 조태나_02)368-6174_tena@eugenefn.com

- 네이버는 기존 사업에서 성장 한계가 뚜렷해지며 새로운 동력이 필요해진 상황. 두나무는 글로벌 확장과 사업 다각화가 약점. 무엇보다 상장이라는 큰 과제를 안고 있음
- 두나무와 네이버의 결합은 단순한 파트너십이 아닌 '진짜' 글로벌 기업이 되기 위한 큰 그림으로 해석됨. 실제로 두 기업 간 합병 및 지분 스왑이 이루어진다면, 네이버는 새로운 성장 스토리를 얻을 수 있으며, 송치형 의장은 합병법인 지분을 기반으로 네이버의 최대주주가 되고, 두나무와 네이버파이낸셜은 나스닥 상장의 가능성을 엿보게 됨. 최고의 윈윈전략이라고 판단
- 기존 두나무 주주들에게도 단독 상장보다 합병 후 글로벌 상장이 더 매력적일 것. 규모가 커지고 스토리가 확장되면 시장에서 훨씬 높은 가치를 받을 수 있기 때문. 두나무 단독 상장 시 기업가치는 20~25조원 수준일 수 있으나, 두나무<N>네이버파이낸셜 합병으로 인한 지분가치 훼손이 발생함에도 불구하고, 최종적으로는 합병 상장 시 단독 상장보다 최소 1.5배~2배 이상 더 높은 가치를 얻게 것으로 예상. 만약, 두나무와 네이버파이낸셜이 실제로 합병 후 상장하게 되면 최소 40조~50조 이상의 기업가치를 기대해볼 수 있을 것
- 네이버파이낸셜의 주요 주주인 미래에셋도 보유 지분 가치 상승을 기대할 수 있어 반대 할 명분이 크지 않음. 합병 법인이 높은 기업가치로 상장을 약속한다면 기존 투자자들은 모두 동의할 수 밖에 없음

송치형 의장 최대주주 등극에 따른 구조 변화 예상 시나리오



자료: 언론종합, 유진투자증권 추정

주) *표시는 지배구조 및 보유지분에 대한 이해를 돕기 위해 가정

지배구조 재편 '예상 시나리오'

1. 두나무-네이버파이낸셜 합병법인 출범

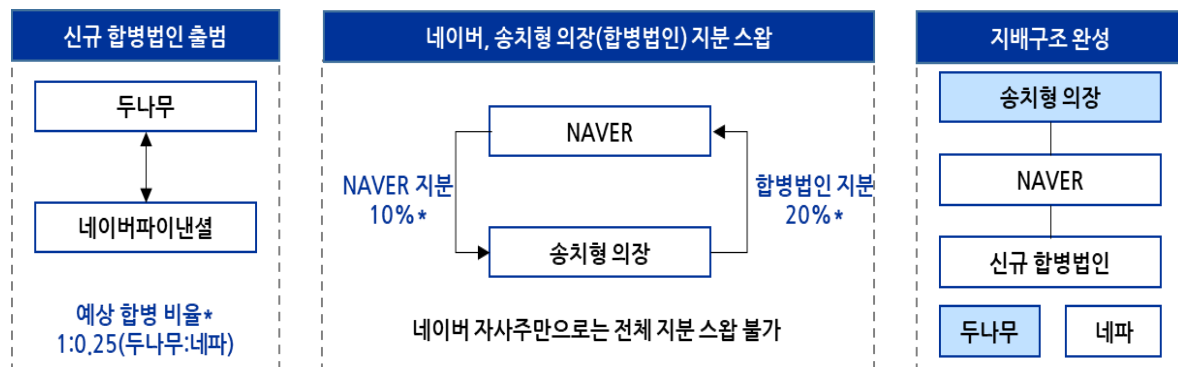
지배구조 개편의 첫 단추는 두나무와 네이버파이낸셜의 통합이다. 가정하는 기업가치는 두나무 16 조원, 네이버파이낸셜 4 조원이다. 이에 따른 합병비율은 두나무 80% : 네이버파이낸셜(이하 네파) 20%다. 이 비율에서 송치형 의장의 두나무 지분(25%)은 합병법인 전체의 20%로 환산된다. 네이버는 네파 지분 69%를 보유하고 있기 때문에, 합병법인 지분의 13.8%를 차지하게 된다. 즉, 합병 직후 기준으로 합병법인의 지분은 송치형 20%, 네이버 13.8%, 나머지는 두나무 및 네파 소수 주주들이 보유하는 그림이 된다.

도표 1. 예상 합병 비율 및 합병 법인 보유 지분율

합병비율 추정			
두나무 가치	네이버파이낸셜 가치	합병법인 총 가치	예상비율
16 조	4 조	20 조	80:20(1:0.25)
합병법인 보유 지분			
	기존 법인 보유 지분율	합병 비율 적용	합병법인 보유 지분율
송치형	25%(두나무)	80%	20%
NAVER	69%(네이버파이낸셜)	20%	14%

자료: 유진투자증권 추정

도표 2. 지배구조 재편 시나리오 예상 절차



자료: 언론종합, 유진투자증권 추정
주) *표시는 지배구조 및 보유지분에 대한 이해를 돕기 위해 가정

2. 송치형 의장-네이버 지분 스왑

다음 단계는 송치형 의장이 보유한 합병법인 지분(20%)와 네이버 지분(10%)를 스왑하는 것이다. 네이버 시가총액을 40 조원(9/26 종가 기준)으로 가정할 경우, 네이버 지분 10%의 가치는 4 조원이며, 합병법인 20% 역시 20 조원의 20%로 4 조원이 된다. 따라서 교환 비율상으로는 합리적이다.

문제는 '네이버가 송치형 의장에게 줄 10% 지분을 어떻게 조달할 것인가'이다. 네이버가 보유한 자사주는 전체 주식의 약 5% 미만이다. 따라서 방법은 크게 세 가지다.

1. 신주 발행: 네이버가 새 주식을 발행해 송치형 의장에게 배정한다. 이 경우 기존 주주 지분이 희석될 수 있다.
2. 구주 매각: 기존 대주주(이해진 창업자, 기관 등)가 가진 주식 일부를 송치형 의장에게 매각. 총 주식수는 변하지 않지만, 기존 주주 지분을 변화가 있다.
3. 자사주 매입 및 활용: 네이버가 시장에서 자사주를 추가로 매입한 뒤 이를 교환에 활용하는 방식이다.

또 다른 가능성은 송치형 의장이 네이버 지분을 꼭 10%까지 확보하지 않는 시나리오다. 예를 들어 송치형 의장이 7~8% 수준만 확보해도 여전히 단일 최대 주주 지위를 가질 수 있고, 네이버는 합병법인 지분 30% 내외를 보유하면서도 충분히 경영권을 행사할 수 있다. 즉, 지분율이 다소 낮아지더라도 실질적인 지배력은 이사회 구성과 의결권 구조를 통해 유지가 가능하다.

3. 네이버-송치형 의장 간 지분 스왑이 유력한 이유

일각에서는 네이버와 신규 합병 법인을 아예 통합하는 시나리오도 거론되지만, 현실적으로는 송치형 의장(합병법인 지분)과 네이버 간 지분 스왑의 가능성이 훨씬 높아 보인다. 이유는 세 가지다.

첫째, 단순 지분 스왑만으로도 지배구조가 완성된다. 송치형 의장은 네이버 최대 주주로 올라서고, 네이버는 합병법인의 지분 확보(혹은 이사회 과반 점유)로 사실상 경영권을 장악할 수 있다. 둘째, 네이버와 신규법인(두나무-네파)의 합병은 기존 두나무 주주들의 강한 반발을 불러올 수 있다. 확실한 실적과 미래 성장동력을 가진 두나무가 '네이버에 흡수된다'는 그림은 기존 투자자들에게 매우 거부감이 클 것이다. 특히 합병은 주주총회 특별 결의가 필요한 사안이기 때문에 기존 주주들이 반대할 가능성이 매우 높다. 셋째, 네이버와 합병법인의 합병은 시장에서 우회상장 이슈를 불러올 수 있다. 통상 상장사가 비상장사를 흡수하는 합병에서 큰 문제가 없긴 하지만, 이번 케이스처럼 비상장 거대법인(합병법인)이 상장사와 합병되는 경우에는(특히 송치형 의장을 리더십 전면 배치 할 경우에는) 한국거래소가 '사실상' 우회상장으로 간주할 확률이 있어 보인다. 이 경우 합병법인은 재상장 심사를 받아야하며, 이는 절차적 불확실성과 규제 리스크를 키울 수 밖에 없다.

따라서, 지분 스왑만으로도 충분히 지배구조가 성립하는 상황에서, 주주 반발과 규제리스크, 재상장 심사에 대한 부담까지 동반하는 합병카드를 선택할 이유는 크지 않다고 판단한다.

*한국거래소 유가증권시장 상장규정 제 9 조(우회상장 심사)에서는 "비상장법인이 상장법인과 합병, 영업양수도, 주식인수 등의 방법으로 상장법인의 경영권을 사실상 취득하는 경우, 거래소는 이를 우회상장으로 간주하여 신규상장에 준하는 심사를 할 수 있다"고 규정

기존 투자자들이 찬성할 수 밖에 없는 이유

두나무와 네이버파이낸셜 합병 시나리오에서 중요한 변수는 기존 두나무 주주들이다. 시장에서도 이 부분을 꽤 많이 궁금해 했는데, 결론부터 이야기하자면 **합병법인 상장 쪽이 기존 투자자들에게 더 유리하기 때문에 합병안에 동의할 수 밖에 없을 것 같다.**

우선 두나무 단독 상장을 가정해보자. 현재 시장에서 두나무의 기업가치는 약 11 조~16 조 수준(실거래 기준)으로 평가된다. 업비트 현물 거래대금이 코인베이스와 유사한 수준임에도, 글로벌 인지도와 규제 리스크, 사업 다각화의 어려움 등으로 두나무는 코인베이스에 비해 과도한 밸류 디스카운트를 받고 있다. 단독 상장으로는 글로벌 투자자들을 설득할 만한 30 조 이상의 밸류에이션을 얻기 어렵다는 의미다.

반대로 네이버파이낸셜과 합쳐진 합병법인의 현재가치는 약 20 조원이다. 합병법인에 앞으로 '글로벌 최대 디지털 금융 인프라'라는 네러티브가 덧붙을 경우, 나스닥에서 최소 40 조~50 조원 수준의 기업가치를 예상해볼 수 있다. 추정 합병 비율 1:0.25 에 따르면 두나무 몫은 합병법인의 80%인데, 이는 상장 가치가 40 조일 경우 32 조, 50 조일 경우 40 조로 환산된다. 즉, 기존 두나무 주주들은 '단독 상장보다' 최소 1.3배~1.5배 이상의 가치 상승을 누릴 수 있다. 어쨌든 '고'라는 뜻이다. 투자자 입장에서는 합병법인이 30 조 이상만 평가 받아도 단독 상장보다 이익이 되는 구조다.

도표 3. 상장 시 주주가치 비교

가정	상장 시 예상 기업가치	두나무 주주 몫	단독 상장 대비
두나무 단독상장	20 조~25 조	16 조~20 조	
합병법인 상장 1	40 조	32 조	1.6~2 배
합병법인 상장 2	50 조	40 조	2~2.5 배

자료: 유진투자증권 추정

여기에 네이버파이낸셜의 2 대 주주인 미래에셋증권의 이해득실도 고려해야 한다. 미래에셋은 네이버파이낸셜 지분 25.5%를 보유하고 있는데, 네파 기업가치를 4 조원으로 본다면 약 1 조원 규모다. 합병 후에는 합병법인 지분의 5.1%를 보유하게 될 것이라 추정하는데, 이는 합병법인 가치가 40 조가 될 때 2 조원의

로 불어난다. 단순 존속보다 합병과 상장이 훨씬 이익이기 때문에, 미래에셋 역시 이 딜에 반대할 명분이 크지 않다.

결국 두나무 단독 상장을 기대하는 일부 주주들의 목소리가 있더라도, 합병법인 이 글로벌 무대에서 더 높은 밸류에이션을 인정받을 수 있다는 점, 그리고 주요 주주인 미래에셋까지 이해관계가 일치한다는 점에서 합병안에 반대하기는 쉽지 않아 보인다. 즉, 이 시나리오는 주주 반발이 아니라 오히려 주주가치 제고라는 논리로 설득력이 강화된다.

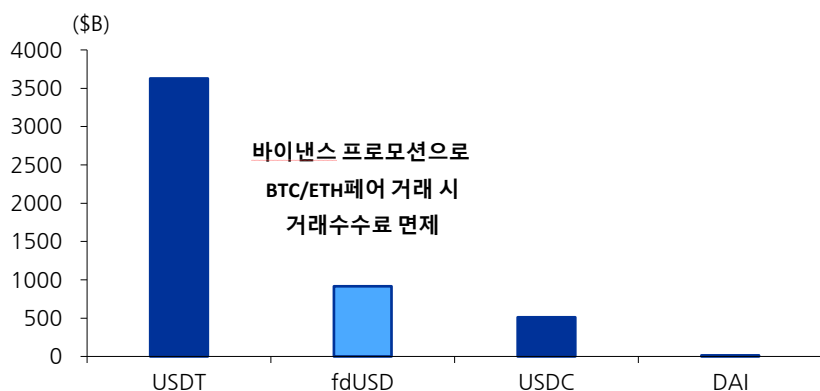
서로의 결핍을 안고, 한 발 더 나아가기

두나무와 네이버(네이버파이낸셜) 러브라인의 배경

네이버와 두나무를 둘러싼 지배구조 개편 가능성이 연일 화제가 되었다. 논의 배경에는 여러가지가 있을 수 있겠지만, 먼저 사업적 관점에서 네이버와 두나무의 니즈가 교차하는 지점이 있다. 바로 스테이블코인이다. 스테이블코인은 블록체인과 전통 금융을 연결하는 핵심 인프라로, 두나무는 업비트라는 유통망을, 네이버는 네이버페이와 네이버파이낸셜이라는 결제 인프라를 보유하고 있다. 스테이블코인이 성공하려면 결국 거래소와 결제 라는 두 축이 맞물려야 하는데, 이 부분에서 두 회사의 이해관계가 정확히 일치한다. 두나무 입장에서는 결제 및 웹 2 인프라가 필요하고, 네이버 입장에서는 확실한 블록체인 인프라가 필요하다. 특히 최근에는 거래소와 스테이블코인 간의 시너지가 핵심 경쟁력으로 떠오르고 있어 두나무의 역할이 더 중요해졌다. FDUSD가 바이낸스 BTC 페어거래에서 48%를 차지하며 급성장 하는 모습을 보여주는 등 거래소 기반 스테이블코인이 거래량을 끌어오는 순환 구조가 자리잡고 있다. 두나무도 같은 맥락에서 스테이블코인에 성공에 필수적인 인프라가 될 것이라 본다.

또 다른 배경으로는 네이버 자체 성장의 한계와 리더십 교체 필요성을 들 수 있다. 네이버는 검색, 광고, 커머스에서 안정적인 실적을 이어가고 있지만, 새로운 성장 스토리가 부족하다. 미래 먹거리를 강화해야 하는 시점에서 이해진 창업자가 송치형 의장을 전면으로 세우려는 것은 '플랫폼을 이끌 새로운 리더십'이 필요하다는 신호로 해석된다.

도표 4. 주요 스테이블코인 거래소 거래대금(2024)

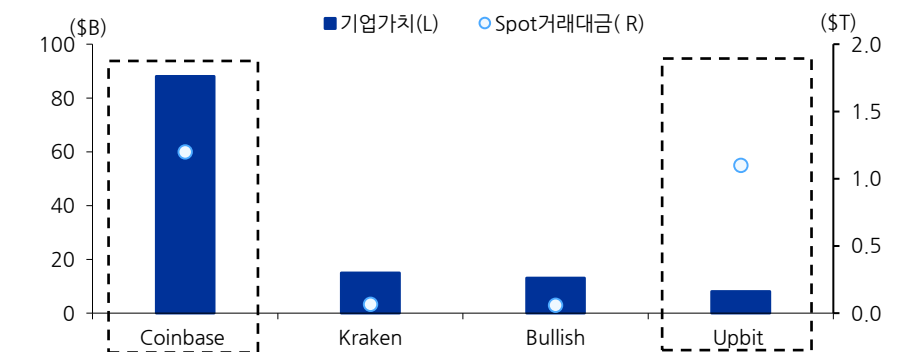


자료: Kaiko, 유진투자증권

마지막으로, 두나무 입장에서 단독 상장 시 기업가치 확장에 어느정도 한계가 있다는 점이다. 업비트의 현물 거래대금은 코인베이스와 유사한 수준이지만, 두나무의 기업가치는 여전히 저평가 받고 있다. 코인베이스의 최근 사업 확장을 고려했을 때, 두나무의 단독 상장은 글로벌 투자자들에게 설득력이 부족할 수도 있다. 네이버와의 결합으로, 글로벌에서 인정받는 '미래 금융 인프라'라는 스토리를 만들어야 기업가치가 큰 폭으로 상승할 것이다. 어쩌면, 두 기업의 결합이라면 코인베이스보다 더 큰 거래소 상장 기업이 탄생할지도 모른다.

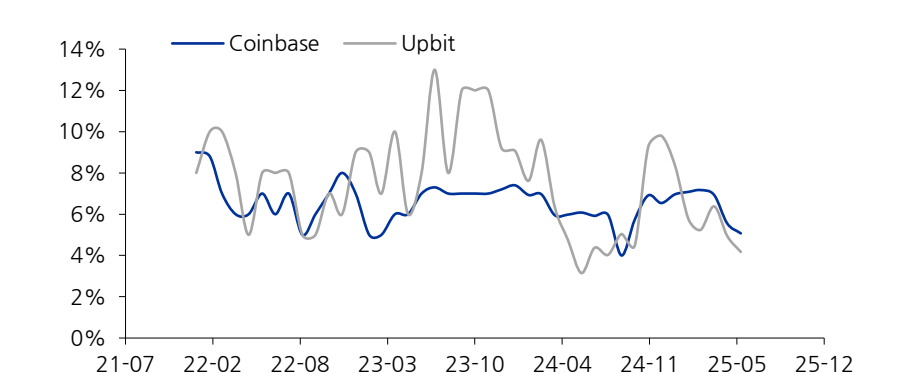
크립토 거래소 자체가 진화 중이라는 점도 주목할 필요가 있다. 가상자산 거래소가 과거에는 단순히 매매를 중개하는 플랫폼에 불과했지만, 이제는 스테이블코인, 탈중앙 네트워크, 커스터디 등을 아우르는 종합 금융 플랫폼으로 변화하고 있다. 최근 가상자산 업권에서는 '거래 인프라에서 금융서비스'로 확장하는 기업들이 주목받고 있기 때문이다. 두나무 역시 네이버와 손을 잡을 경우 단순 거래소를 넘어 디지털 금융 플랫폼으로 도약할 수 있다.

도표 5. 중앙화거래소 기업가치와 현물 거래대금 비교



자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권 추정치

도표 6. 코인베이스와 업비트 현물 거래 점유율 추이



자료: Coingecko, 유진투자증권

도표 7. 코인베이스 주가 및 거래대금 추이

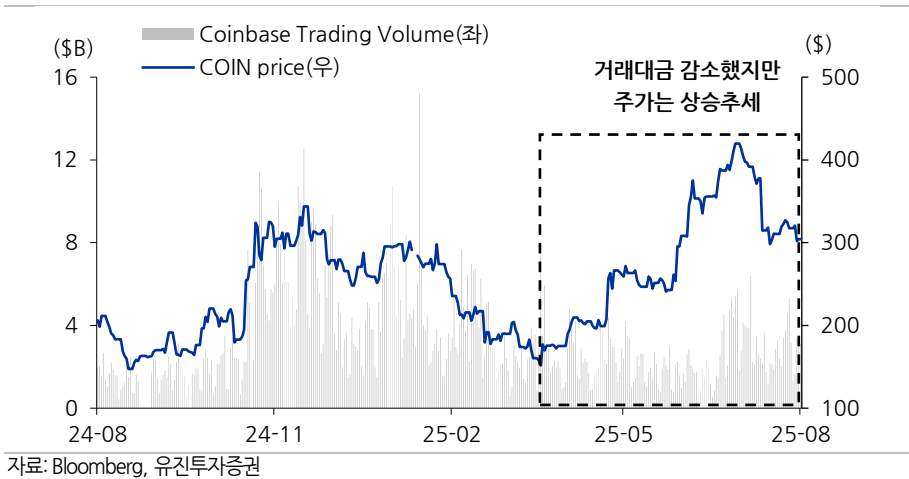
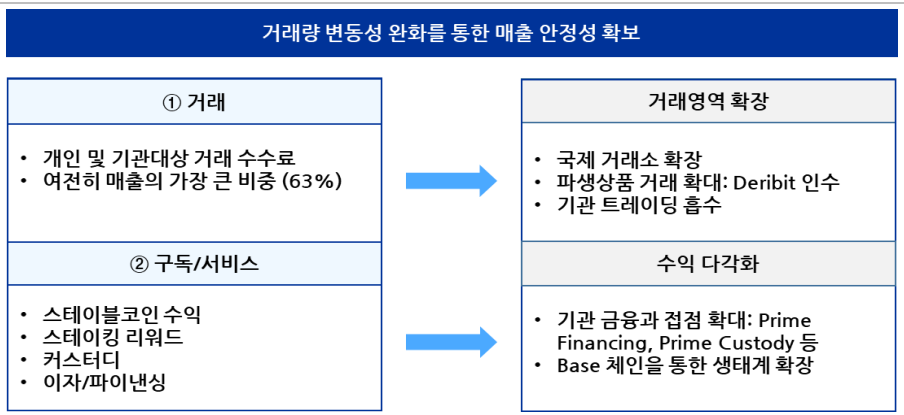


도표 8. 코인베이스 사업 다각화 전략



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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)