



인터넷 (Positive)

NAVER와 두나무 코멘트

Analyst 김소혜 sonye.kim@hanwina.com 3772-7404

네이버와 두나무, 주식교환 추진

- 지난 목요일부터 주말동안 네이버파이낸셜과 두나무간의 주식교환 이슈에 대한 언론 보도는 이어짐. 네이버파이낸셜은 업비트를 운영하는 두나무와 포괄적 주식교환을 통해 계열사 편입을 추진하고 있다는 보도
- 유사 사업모델로 볼 때 서클과 코인베이스가 합병하는 그림으로 볼 수 있음. 만약 네이버가 스테이블코인을 발행하고, 연간 50조 원대의 결제를 처리하는 네이버페이 결제망과 연결되며 동시에 업비트의 기와(GIWA) 체인 위에서 유통되는 사업을 예상

합병법인 최대주주는 송치형, 그 뒤 네이버 순으로 예상, 나스닥 상장을 위한 가치 재평가 예상

- 우리는 네이버파이낸셜과 두나무의 교환 비율은 영업가치와 자산가치를 견주어 볼 때 1:4 수준이 될 것으로 예상. 이에 초기 언론에 보도된 내용과 달리 이 합병법인의 최대주주는 두나무 창업자 송치형 의장이 될 가능성이 높다고 판단
- 단기적으로 합병법인 네이버파이낸셜은 나스닥 상장을 목표로 밸류에이션 재평가 과정에 놓일 것으로 예상. 이에 네이버 및 기존 두나무 주주들 모두는 손해라고 판단

최종 네이버 지배주주 변경 가능성

- 이후 네이버파이낸셜이 네이버와 합병하거나 재차 주식 교환을 하게 된다면(일부 보도 예상) 송치형 의장 지분율이 네이버 이해진 의장보다 높은 수준이 될 것으로 예상. 네이버 창업주 이해진 의장의 지분율은 현재 국민연금, BlackRock에 이어 3.7%로 세번째
- 이러한 일이 예상대로 진행된다면, 이해진 의장이 지배주주와 경영자로서의 지위를 송치형 의장에게 모두 넘기는 그림이 될 것. 검색과 커머스 시장에서 독점적 지위를 영위해온 네이버는 신규 성장 동력이 절실히 필요한 시점이며, 스테이블코인 및 디지털자산을 중심으로하는 금융 혁신을 만들기 위해 국내 최고의 책임자를 리더로 택한 결정 이기에 최선이라고 판단

네이버파이낸셜 가치 재부각 전망

- 네이버에 대한 비중확대 의견 유지. 지난 9/23 보고서[비상장주식 유통 플랫폼이 제도권으로 들어온다]에서 언급한 것처럼, 하반기 본격화될 네이버파이낸셜 사업 확장 움직임에 주목해야 한다는 의견 재차 유지
- 이번 이슈는 정말 오랜만에 동사의 미래 방향성을 강력하게 제시할 뿐만 아니라 멀티플을 상향 시킬 수 있는 빅딜이 될 것으로 판단. 기업가치 리레이팅 점진적으로 반영될 것으로 전망

[Compliance Notice]

(공표일: 2025 년 9 월 29 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)
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 책임소제에 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 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%