

네나무가 된 두나무



Crypto 조태나

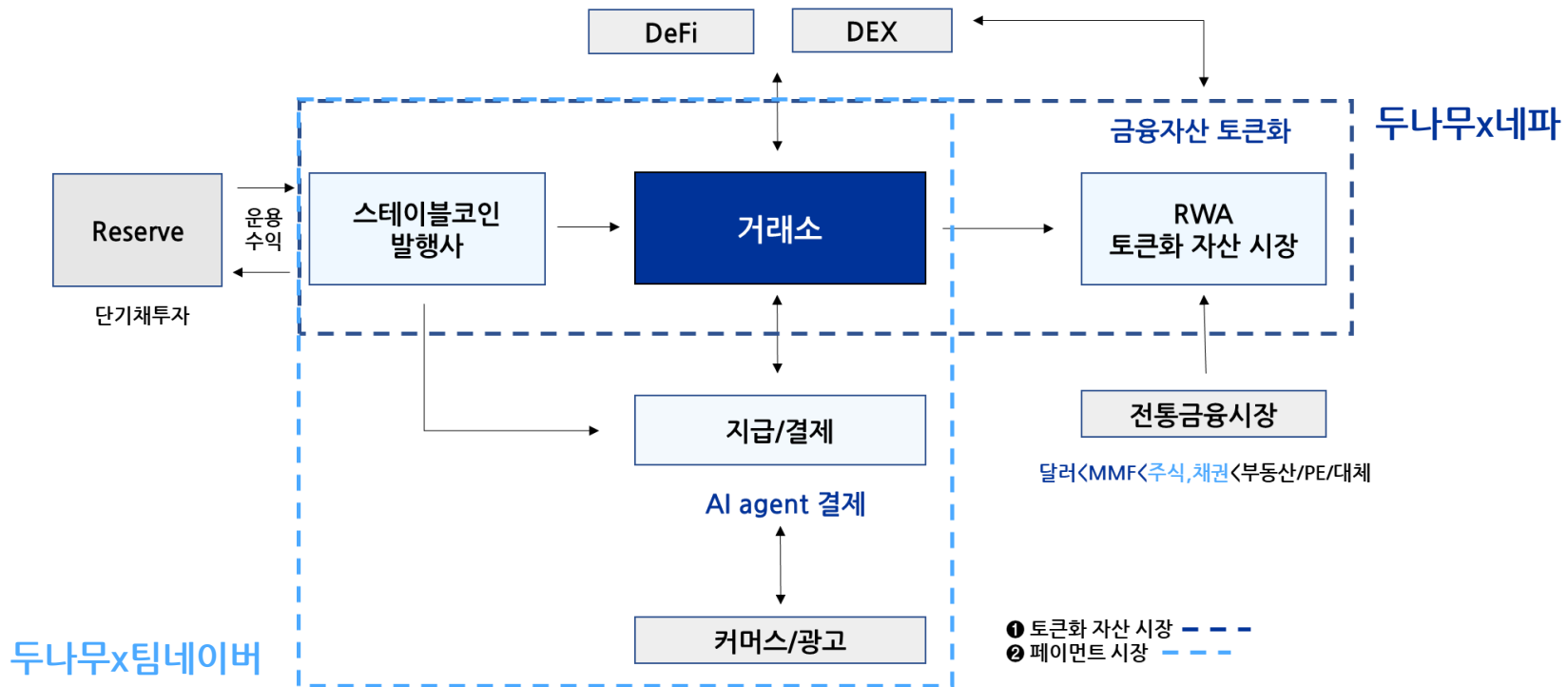
02)368-6174_ tena@eugenefn.com

인터넷/게임/우주 정의훈

02)368-6170_ uihoon0607@eugenefn.com

두나무와 팀네이버 전략의 청사진

- 두나무-네이버 연합의 청사진은 크게 1)토큰화 자산 시장과 2)페이먼트 시장 3)스테이블코인 으로 나누어 볼 수 있음. 두나무-네이버파이낸셜이 자산 토큰화 시장의 거래 인프라와 서비스를 제공하고, 페이먼트 분야는 네이버의 AI 기술과 두나무의 블록체인 기술을 융합해 새로운 AI agent 결제 시장을 열게 될 것으로 기대
- 팀네이버와 두나무 모두 단순히 ‘플랫폼’ 구조에서 벗어나 완전히 다른 차원의 가치를 창출하는 글로벌 기업으로 성장이 기대되며, 양 사의 사업전략은 글로벌 트렌드에 맞춰 펼쳐질 것으로 예상함

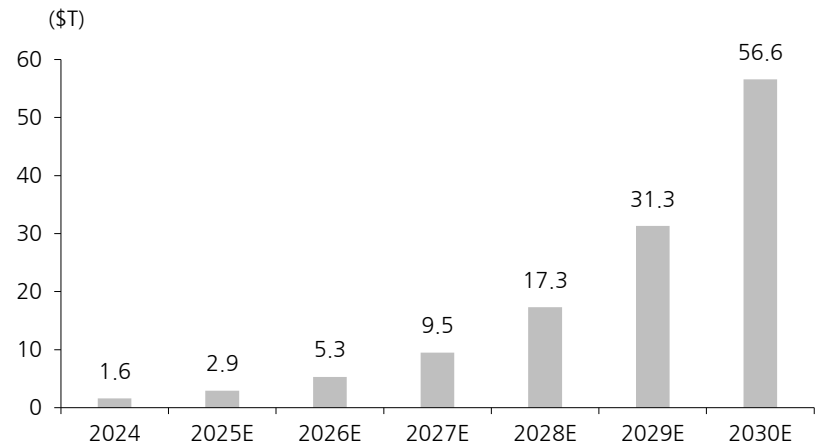


자료: 유진투자증권

글로벌 시장은 지금 어떻게 변화하고 있나

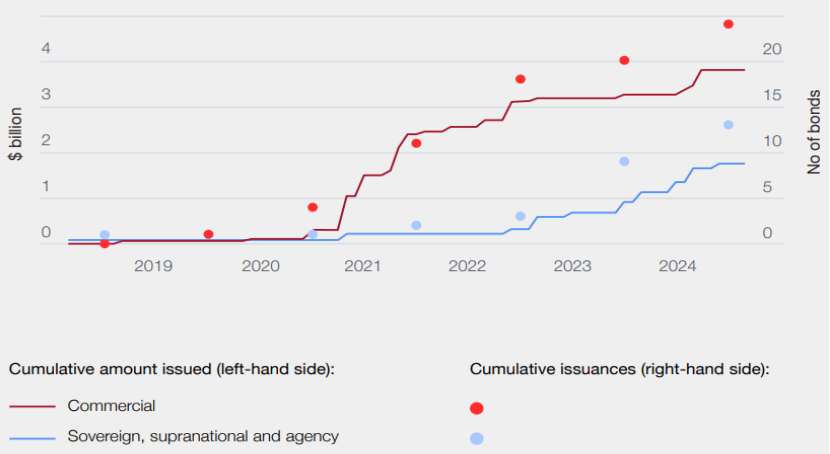
- 모든 금융자산의 토큰화가 이루어지기 시작. ‘달러>MMF>주식,채권>부동산 등 대체자산’ 순으로 토큰화가 진행되고 있으며, 미국은 다음 타겟으로 상장 주식 및 채권 토큰화를 추진 중. ’26년 Clarity Act 법안 통과 하게 되면 미국은 2~3년 내 주식, 채권의 토큰화가 완료 됨
- 글로벌 AI agent<>커머스 시장이 본격 개화하기 시작. Paypal은 최근 Perplexity 내에서 사용자가 챗으로 상품을 탐색하고 바로 결제까지 할 수 있는 ‘Instant Buy’ 기능을 출시. 소비자는 웹사이트 탐색→장바구니 →결제에 이르는 긴 흐름 없이, “질문 →챗봇추천 →클릭”만으로 쇼핑을 완료하는 단순한 경험을 갖게 됨. 이 모든 과정에 스테이블코인을 활용하면 결제 효율이 극대화 됨

스테이블코인 ‘페이먼트’ 시장 전망



자료: Bloomberg Intelligence, 유진투자증권

토큰화된 채권 누적 발행 추이



자료: Aldasoro, I., Cornelli, G. Frost, J., Koo Wilkens, P., & Shreeti, V. (2025), 유진투자증권

SEC의 Project Crypto(2025.07) 주요 내용

구분	내용
암호화폐 자산 분류 및 제시 사항 명확화	• 암호화폐 자산이 증권, 스테이블코인, 디지털 상품, 디지털 수집품으로 분류되는 기준 명확화 • 초기 코인 공개(ICO), 에어드롭, 네트워크 보상 등에 대한 공개, 면제 및 안전한 환구 제공
토큰화된 증권 및 탈중앙화 금융(DeFi) 통합	• 일반 주식, 채권, 파츠너십 지분, 제3자 증권의 토큰화 촉진 • 중앙 중개자 없이 자동화된 시장 조성자(AMM)와 같은 DeFi 프로토콜에서 토큰화된 증권의 거래 경로 제공
자산 보관 및 여러 비즈니스 라인 촉진	• 시장 중개인 및 개인의 자산 보관 규정 현대화 및 자산 자가 보관 촉진 • 대체 거래 시스템(ATS)을 운영하는 브로커-딜러가 암호화폐 자산 증권, 전통적인 증권 및 기타 서비스(예: 암호화폐 자산 스테이킹 및 대출)를 슈퍼 앱으로 제공
규제 NMS 개정 및 제안 규칙	• Project Crypto 하에 공식 규제 제안 개발, 필요시 해석적 또는 면제적 규제 제공 • 토큰화된 증권의 온체인 거래를 수용하기 위해 NMS 규정 개정 • 기존 규제를 완전하게 준수하지 않고도 새로운 비즈니스 모델을 도입할 수 있도록 하는 혁신 면제 제안 고려
혁신 면제	• 해당 규제는 증권법의 핵심 정책 목표를 달성할 수 있도록 설계된 원칙 기반 조건을 충족하며, SEC에 주기적인 보고가 필요할 수 있음

자료: SEC, 유진투자증권

자산 토큰화는 미국을 중심으로 진행 중

- 최근 SEC와 CFTC 모두 암호화폐 자산 시장을 제도권 금융 인프라로 포섭하려는 움직임이 본격화. ETF 승인, 상장 규제 정비, 토큰화 결제 시스템 검토 등 제도권 진입을 위한 기반을 다지고 있음
- SEC는 증권형 자산(토큰 증권, ETF)을 중심으로 규제 명확화를 추진하고, CFTC는 파생상품, 토큰화된 결제자산을 중심으로 감독 권한을 확장. 두 기관은 '25년 들어 공동 스탠스 발표와 Task Force를 통해 시장 감독 일관성 확보하려는 노력
- 특히 9월 CFTC가 제시한 Tokenized Settlement Assets Guidance는 스테이블코인과 토큰화 MMF를 결제 담보로 인정할 수 있는 법적 근거를 마련한 조치. 이는 온체인 결제, 거래소, 커스터디 시스템이 금융시장 인프라로 통화되는 전조로 평가

SEC, CFTC의 암호화폐 규제 기조 변화

날짜	기관	주요 이벤트	내용
2024-01-10	SEC	현물 비트코인 ETF 승인(19b-4)	ETF 통해 BTC 현물 익스포저 허용
2024-07-22	SEC	현물 이더리움 ETF 승인	상품 스펙트럼 확대
2024-10-18	SEC	비트코인 ETF 옵션 상장 허용	헤지,파생 전략 가능으로 기관수요 확대
2025-03-25 ~2025-06-09	SEC	Crypto Task Force DC 라운드테이블	거래,커스터디,토큰화,디파이 등 주제별 공개 논의
2025-08-01	SEC	Crypto Task Force 'On the Road'	초기,소규모 프로젝트까지 직접 소통 창구 확대
2025-07-31	SEC	'Project Crypto' 공개	미국 내 유통,발행 규율 정비'를 위원회 과제로 공식화
2025-09-02	SEC, CFTC	현물 암호화폐 상품 거래 관련 공동 성명	등록 거래소에서 특정 현물 암호화폐 상품 거래경로 명확화
2025-09-17	SEC	현물 상품/암호화폐 ETP 'Generic Listing Standard' 승인	19b-4 개별 승인 없이, 요건 충족 시 신속 상장 가능
2025-09-23	CFTC	토큰화 담보, 스테이블코인 이니셔티브 출범	파생시장의 담보로 토큰, 스테이블코인 활용
2025-09-29	SEC, CFTC	공동 라운드테이블 개최	양 기관 협업 프레임 고도화(관할 충돌 완화)
2025-09-29	SEC	토큰화 협업 의지 재확인	토큰화 프로젝트와의 협업, 대화 채널 확대 의지 표명
2025-10-17	SEC	관리 감독, 프라이버시 라운드테이블	프라이버시 보호 도구, 감시정책 균형 논의

자료: 언론종합, 유진투자증권

전통 금융자산 마진거래 담보를 스테이블코인으로 활용하겠다?

- CFTC는 크립토를 담보로 쓸 때 필요한 요건 정립을 목표로 프레임 설계중(공개 코멘트 수렴-파일럿/가이드라인-필요 시 규정 개정의 수순 염두)
- GMAC(Global Markets Advisory Committee, CFTC 산하 국제 자문기구)는 ‘토큰화 자산을 제도권 마진 체계에 어떻게 적용 시킬까’에 대한 권고안을 제출, PWG(President’s Working Group on Financial Markets)도 스테이블코인과 토큰화 담보 관리 기준에 대한 보고서를 작성했으며, CFTC는 두 권고안을 토대로 Collateral for margin에 토큰화 자산을 포함시키는 세부 기준을 직접 만들고 있는 중
- DCO(청산소), DCM/SEF(거래소), FCM(선물중개)이 앞으로 비트코인, 스테이블코인, 토큰화 국채 등의 크립토 자산을 담보로 받을 때, 어떤 자산을 허용할지, 그 담보가치를 어떻게 계산할지, 고객 자산을 어떻게 분리하고 보호할지를 명확히 규정하겠다는 것
- 규제가 명확해지면 결국은 글로벌 유동성이 미국 규제 안으로 들어오는 효과가 발생. 해외 거래소들도 CFTC가 관리하는 글로벌 파생 인프라의 일부가 되어가는 흐름이 만들어지고 있음. 규제 강화와 동시에 미국의 글로벌 시장 접근성 확대를 의미

CFTC의 크립토 담보 요건 정립 예상 내용

자산의 기준	어떤 종류의 토큰화 자산을 공식 담보로 인정할지에 대한 기본 신뢰 요건 • 발행사가 실제로 100% 이상의 담보를 보유하고 있는지 • 감사를 정기적으로 받고 있는지 • 법적으로 상환이 가능한지
담보 가치 계산	담보 가치를 어떻게 평가하고 리스크를 얼마나 반영할지에 대한 기준 • 시장가격을 어떤 데이터로 정할지(오라클, 거래소 등) • 변동성에 대비해 담보가치를 얼마나 깎을지(헤어컷) • 한 종류의 담보에 얼마까지 의존할 수 있을지(집중حد도)
거래의 Finality	네트워크 혼잡, 포크(체인 분리), 블록 되돌리기와 같은 문제 발생 시 결제와 청산의 Finality에 대한 기준 정립. 문제 발생 시 책임 소재와 청산 규칙 필요
기타	소유권과 예치구조, 기술적 안정성, 자금세탁방지와 제재 준수

자료: 유진투자증권

규제와 맞닿아 있는 기관

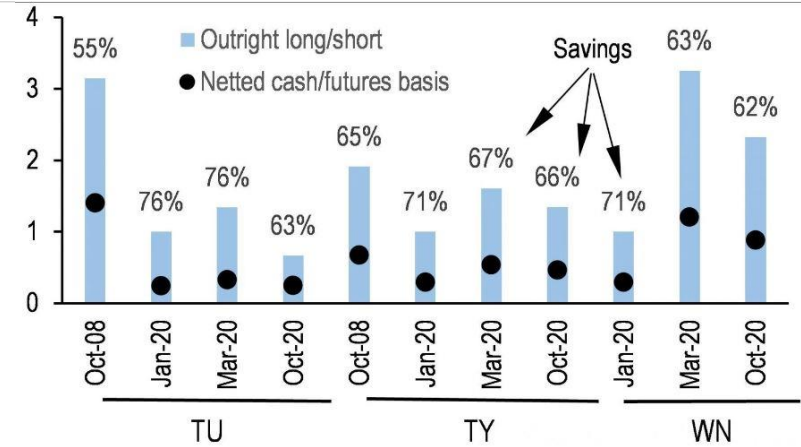
	정식 명칭	설명
DCO	Derivatives Clearing Organization	거래가 끝난 뒤 결제와 청산을 담당하는 기관 (돈과 계약을 실제로 주고 받는 청산소)
DCM/SEF	Designated Contract Market Swap Execution Facility	선물/스왑을 사고파는 거래소 플랫폼
FCM	Futures Commission Merchant	투자자의 주문을 대신 내고 마진(보증금)을 관리하는 중개사

자료: 유진투자증권

금융 자산을 토큰화하면 더 많은 유동성을 끌어올 수 있다

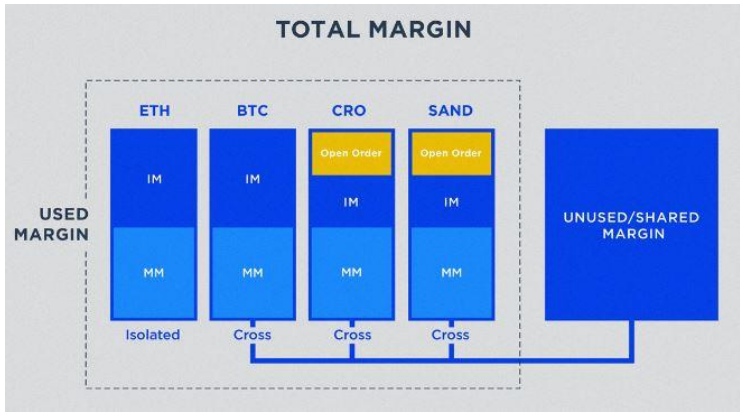
- 주식과 채권을 토큰화하고, 스테이블코인을 담보로 사용하면 크로스 마지닝이 더 활발해질 수 있음. 미국은 크로스마지닝이 가져 올 레버리지 효율, 궁극적으로는 미국 시장에 유입 될 막대한 유동성을 위해 블록체인 기술을 포용
- 현선물을 동시에 보유할 때, 이 둘은 서로 헤지 관계에 있기 때문에 위험이 상쇄됨. 그러나 과거에는 별도로 증거금을 내야해서 불필요하게 높은 자본이 묶이는 문제가 발생함. 이에 따라 선물, 현물, 옵션 등 서로 관련된 포지션 간 위험을 상계(netting)하여 증거금(Initial margin)을 줄여주는 제도인 교차 마진(Cross margining)이라는 제도가 생김. 교차 마진은 서로 반대 방향인 포지션, 높은 상관관계를 가진 포지션끼리 묶어서 위험을 계산. 결과적으로 레버리지 효율, 자본활용도, 유동성 공급 증가. 암호화폐 시장에서는 이미 활발하게 크로스 마지닝 이루어지고 있음. 리스크 netting에 따른 청산이 실시간으로 이루어지기 때문
- MM/기관들은 포지션이 별도 증거금으로 묶여버리면 운용 효율이 떨어지고 시장 유동성도 줄어듦. 따라서 교차 마진은 시장 안정성과 유동성을 동시에 높이는 제도적 장치. 실제로 CME현물과 선물 간 교차 마진 프로그램을 운영중이며, IM 절감효과는 평균 60~70% 수준

교차 마진에 따른 증거금(IM) 절감 효과



자료: CME, 유진투자증권

교차 마진 예시

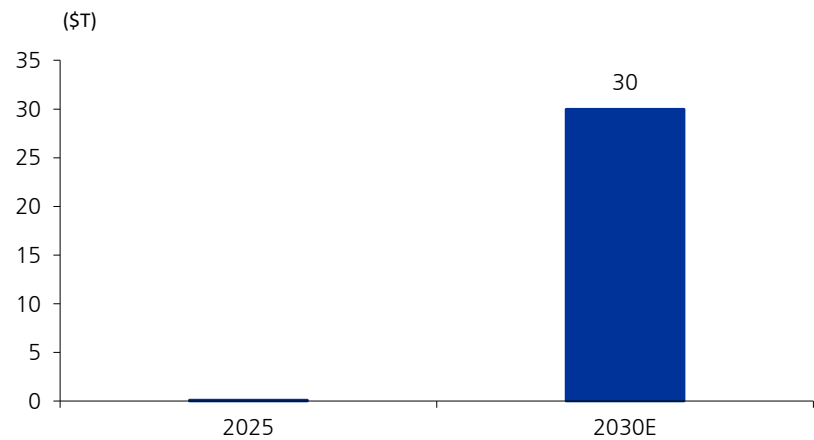


자료: 산업자료, 유진투자증권

커머스-페이먼트 시장, AI agent 등장으로 완벽히 재편 예상

- AI agent 시대의 가장 큰 특징은 M2M(Machine to Machine) 거래가 이루어질 수 밖에 없다는 것. Agentic AI 시대에는 기계가 스스로 판단하고 결제하는 환경이 열리게 되기 때문에, 기존 방식의 카드, 로그인, OTP 등의 결제 인프라로는 처리에 한계가 있음
- AI agent 결제 시대 또 하나의 특징은 바로 Micro Payment가 발생한다는 것. 지금과 같이 ‘구독형’ 과금이 아닌 ‘건당’, ‘시간당’ 과금이 생겨날 것으로 예상. 예를 들면, 뉴스 기사 하나를 읽을 때 10원 결제, 동영상을 10초 썩만 구매해서 시청하는 등 완벽히 새로운 소비 패턴이 일어날 것으로 보는데, 이러한 소비패턴 하에서 기존 페이먼트 구조는 분명한 한계를 보임.
- 앞으로 우리가 소비하는 모든 데이터와 콘텐츠에 대한 과금이 이루어질 수 있다고 판단. 때문에 레딧 등 리워드 기반 콘텐츠 모델이 각광받기 시작. 앞으로 AI agent와 블록체인의 만남으로 새로운 페이먼트 시장이 열리게 될 것

AI 에이전트가 소비에 미칠 영향



자료:Gartner, 유진투자증권

Paypal 에이전틱 커머스 서비스 도입

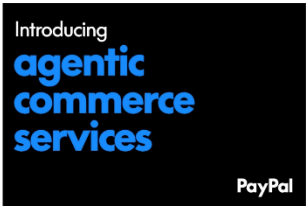
PayPal Launches Agentic Commerce Services to Power AI-Driven Shopping

Strategic partnerships with Wix, Cymbio, Commerce, and Shopware will allow merchants to seamlessly enable product discovery in AI platforms including Perplexity.

SAN JOSE, Calif., Oct. 28, 2025 /PRNewswire/ -- Today, PayPal Inc. launched agentic commerce services, a suite of solutions that allow merchants to attract customers and future-proof their success in the new era of AI-powered commerce. Built upon PayPal's trusted payments infrastructure, identity verification, and buyer protection, its agentic commerce services are designed to enable the first wave of commerce capabilities for the emerging world of AI-driven shopping.

PayPal's agentic commerce services will initially include an agentic payment solution, as well as a catalog and order management offering that helps merchants seamlessly connect product data, inventory, and fulfillment with AI-driven discovery and checkout experiences.

PayPal is building these capabilities with an open approach that supports leading payments protocols and AI platforms, giving merchants flexibility to integrate across multiple AI ecosystems through one single integration. This is the first of many offerings PayPal will launch, bringing together the company's trusted wallets, infrastructure, risk, identity, and buyer protection to enable trustworthy AI commerce experiences on a global scale.

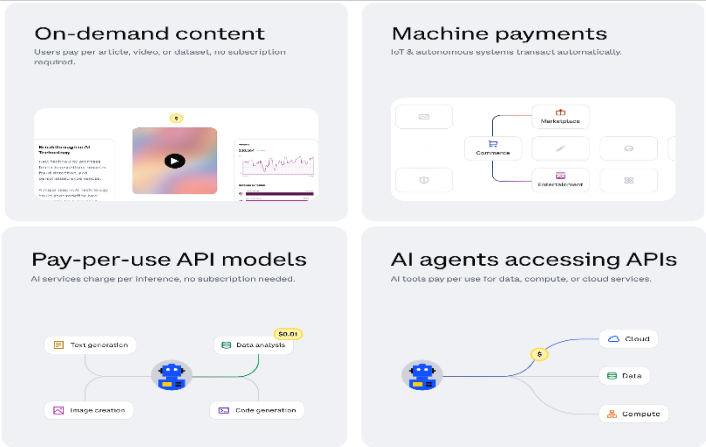


자료: Bloomberg, 유진투자증권

코인베이스는 x402로 결제 프로토콜 표준화에 나섬

- HTTP 402 Payment Required는 1990년대에 정의되었으나, 사실상 쓰이지 않던 코드를 코인베이스가 재활성화. 모든 웹 요청에 대해 ‘요금을 지불해야 접근 가능’한 구조. 서버가 클라이언트에게 결제 조건을 주면, USDC 로 결제가 이루어짐
- 2025년 9월 Cloudflare와 함께 설립한 x402 Foundation에서 개발과 표준화를 주도. x402는 Machine to Machine 결제를 네이티브하게 지원함으로써, AI 기반 경제에서 결제 인프라의 병목을 제거할 수 있음
- HTTP 402(Payment Required)를 활용해 서버가 결제 조건 제시→에이전트가 스테이블코인으로 결제→Facilitator가 검증→접근 허용의 단계를 거쳐 결제, 로그인, API Key 없이 요청한 단위만큼만 구매가 가능함(micro payments)
- Agentic AI 페이먼트 시장은 매우 초기 상태이지만 구글, 앤트로픽, 클라우드플레어 등의 주요 IT 기업들이 x402를 도입하고 있음. 스테이블코인 이후로 블록체인 산업에서 Adoption이 될 만한 매우 중요한 시장임

Agents와 API가 X402를 이용하는 방법



자료: Coinbase, 유진투자증권

지불 결제 수단 비교

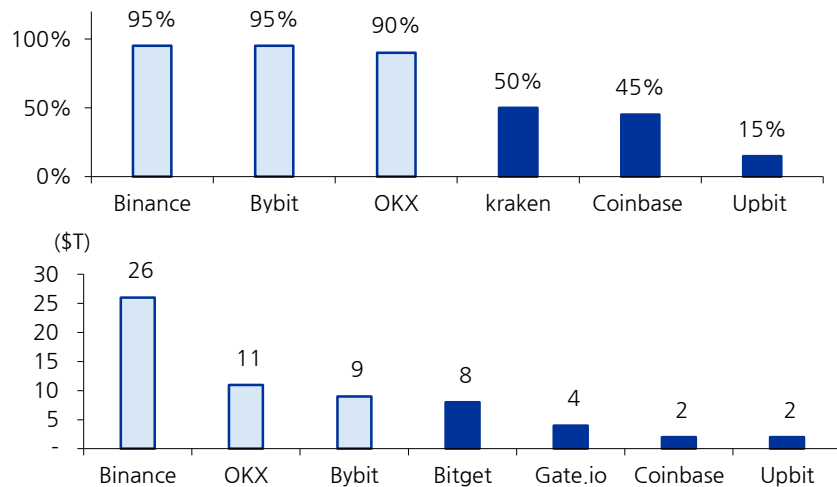
	x402	신용카드	Paypal	Ethereum L1
평균 수수료	<\$0.0001	\$0.3+2.9%	~3%+markup	\$1~5+gas
finality	~2s	~Days(batch)	즉시 승인 정산은 수 일	1~2m
chargeback	없음	있음 120일까지	있음	없음
TPS	수 백~수 천	24k	각각 다름	15~20

자료: Coinbase, 유진투자증권

스테이블코인의 핵심도 결국 거래소

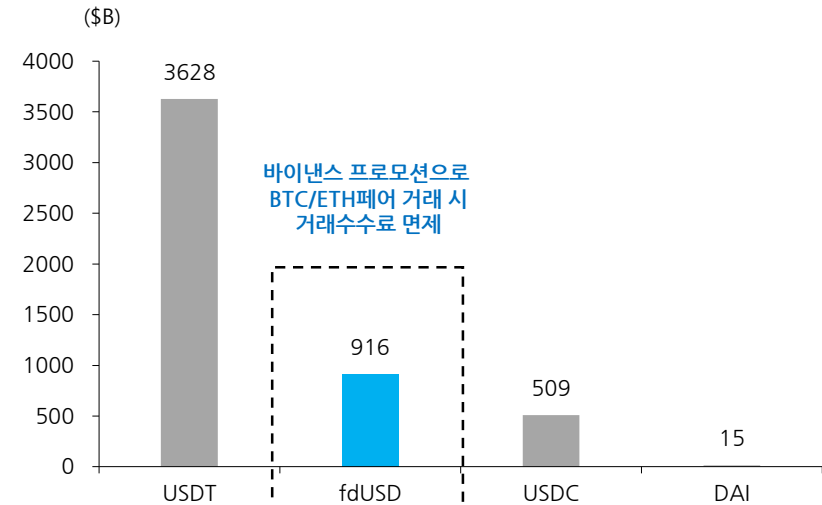
- '24년 기준 전 세계 스테이블코인 관련 온체인 트랜잭션 총액은 약 5.7조 달러. 이미 거래 목적으로 사용되는 통화로 자리 잡음. '25년 7월 말 기준 중앙화 거래소에서 스테이블코인 페어 거래대금은 약 1.68조 달러로 확대. 비트코인 고점 갱신 구간과 맞물려 스테이블코인 기반 체결 비중이 높아지는 경향 확인
- 원화 현금 시장 비중이 높은 한국에서는 스테이블코인 페어 거래가 전체 거래의 약 15%~17% 정도로 상대적으로 낮음('25년 2월 기준). 반면 글로벌에서는 BTC-USDT페어 등 스테이블코인이 현물 유동성을 사실상 지배하고 있음
- 특히 바이낸스, 바이빗, OKX 등 거래대금이 많은 거래소일수록 스테이블코인 거래비중이 높으며, FDUSD의 경우 바이낸스가 적극적 거래지원을 하며 USDC 보다 높은 거래대금을 기록. - FDUSD는 First Digital Trust(홍콩)가 발행한 스테이블코인으로 바이낸스에서 BTC,ETH < > FDUSD 현물 페어 거래 시 수수료가 면제됨. FDUSD는 Ethereum, BNB 체인 등을 지원

스테이블코인 페어거래 비중 및 거래소별 거래대금(현선물+파생)



자료: 산업자료, 유진투자증권 추정치

주요 스테이블코인 거래대금(2024)



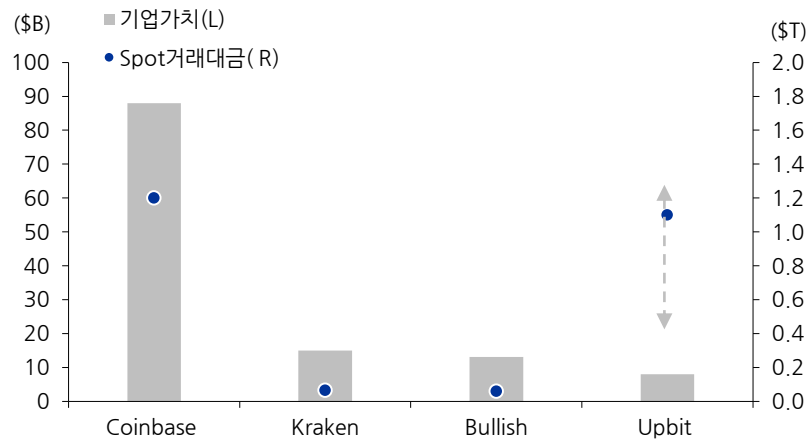
자료: 산업자료, 유진투자증권

바이낸스 프로모션으로
BTC/ETH페어 거래 시
거래수수료 면제

핀테크에서 금융인프라로 도약을 꿈꾸다

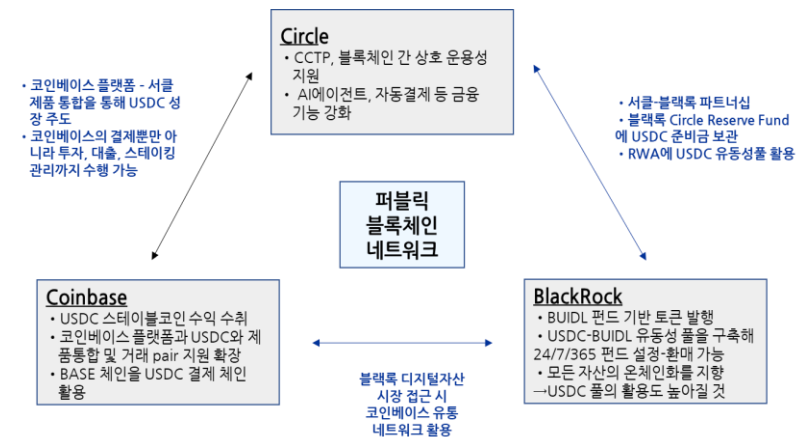
- 두나무 x 팀네이버의 결합은 Coinbase+Circle+α 에 비견되는 조합. 두나무는 지난 1~2년 사이에 코인베이스와 많은 격차가 벌어짐. 여전히 거래대금은 유사한 수준이지만 기업가치는 7~8배 정도 차이가 남. 그 이유는 코인베이스가 다양한 블록체인 인프라/서비스 사업으로 확장하고 있기 때문. 체인 구축, 스테이블코인, 결제 인프라 부문에서 시장을 선점하고 있으며, 서클 등 다양한 플레이어들과 협업하며 시장을 확장하고 있음
- 블록체인 사업의 또 다른 특징은, 이 시장이 굉장히 유기적이라는 것. 그래서 모든 인프라와 서비스가 촘촘하게 연결되어 있고, seamless한 거래가 가능해야 하기 때문에 기술과 서비스에 대한 높은 이해도가 필요. 특히 원화 스테이블코인이 성공적으로 자리잡기 위해서는 자산토크화, 페이먼트, 거래소에 서 seamless하게 사용이 되어야하는데, 그 부분에서 양 사 간의 결합은 매우 고무적
- 서클, 코인베이스만 하더라도 블랙락과 견고한 파트너십을 유지하고 있기 때문에 전통 자산 시장으로의 USDC 유통이 비교적 쉬웠음. 두나무x팀네이버가 이를 뛰어넘는 확장이 가능하려면 증권사 혹은 그에 준하는 금융사 라이선스가 필요하지 않을까 생각. 양 사 결합의 마지막 퍼즐은 금융사 라이선스가 될 것이라고 판단

거래소 기업가치 비교



자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권 추정

Circle-Coinbase-BlackRock의 협업 구조



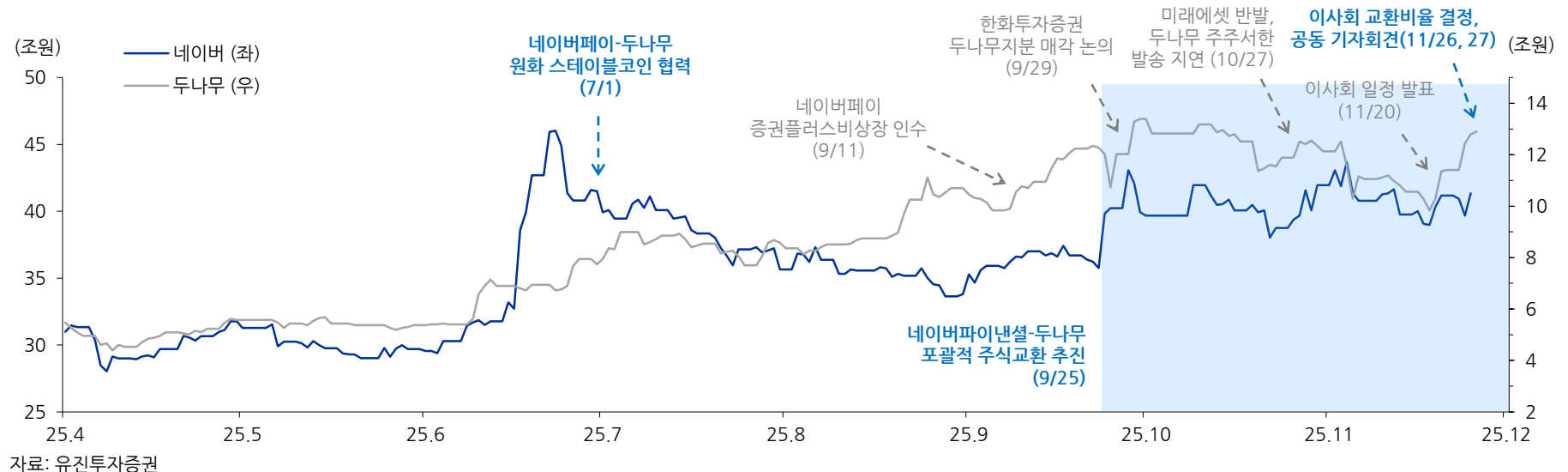
자료: 유진투자증권

네이버파이낸셜-두나무 합병 공식화

네파-두나무 이사회 의결

- 9/25, 네이버파이낸셜과 두나무간의 포괄적 주식 교환 방식으로 합병을 추진한다는 언론 보도 이후 양사에서 여러 방안을 추진 중이라는 입장을 밝히며 합병 과정이 가시화 됨
- 양사의 창업주인 이해진 의장과 송치형 회장간의 합의가 도출된 것이란 시장의 관측에 따라 이른 시일 내에 합병이 진행될 것으로 전망됐으나, 처음 보도된 이후 두 달 가까운 시간 동안 별다른 발표가 이뤄지지 않음. 이는 합병과 관련해 양사의 재무적 투자자들과의 의견 조율 과정이 다소 길어졌기 때문으로 추정됨
- 11/26, 양사는 이사회를 소집해 합병 관련 안건을 통과시켰으며 다음날(27일) 이해진 의장과 송치형 회장이 참석한 공동 기자회견을 열어 네이버파이낸셜과 두나무 간의 합병을 공식 발표함

네이버, 두나무 시가총액 추이

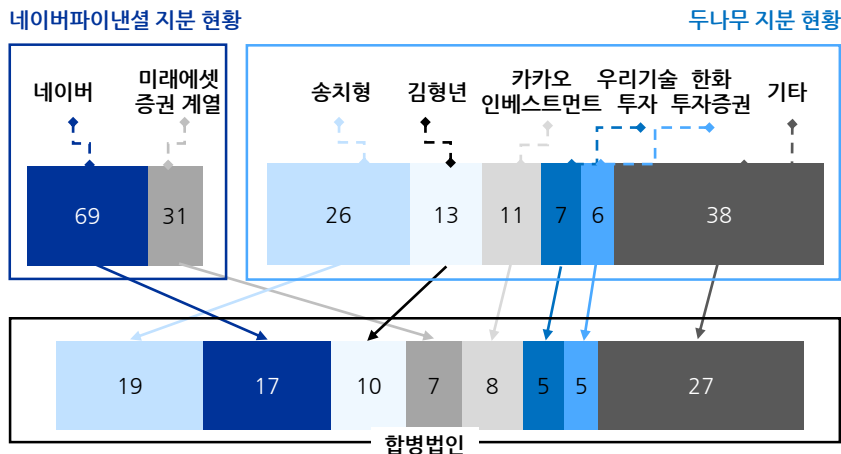


합병 내용 뜯어보기

합병 법인의 기업 가치는 20조원, 비율은 1대3.06

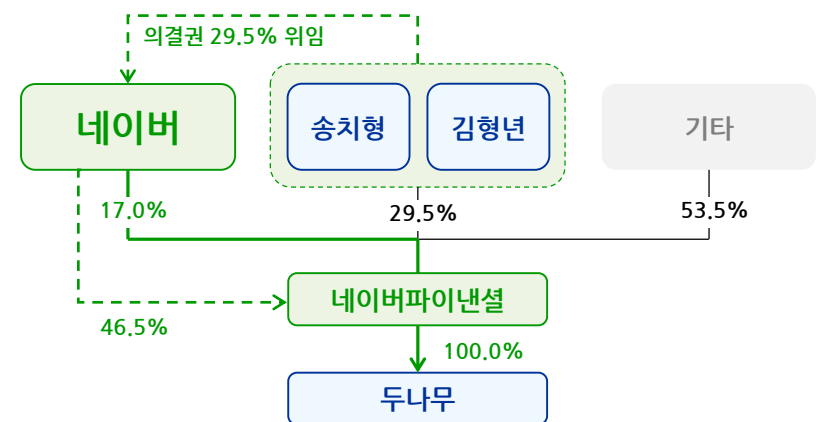
- 네이버파이낸셜과 두나무는 포괄적 주식 교환을 통해 네이버파이낸셜의 100% 자회사로 두나무를 편입시킬 예정(편의상 100% 자회사로 두나무를 편입한 네이버파이낸셜을 합병 법인이라 칭함)
- 합병 법인의 기업 가치는 약 20조원으로, 기존 네이버파이낸셜과 두나무가 각각 4.9조원, 15.1조원이며 비율은 약 1대3.06으로 산정됨(주당 가격은 네이버파이낸셜 172,780원, 두나무 439,252원)
- 합병 법인의 주요 주주는 송치형 19.5%, 네이버 17.0%, 김형년 10.0% 순이나, 네이버가 송치형 회장과 김형년 부회장으로부터 의결권 29.5%를 위임 받아 총 46.5%의 의결권을 확보해 연결 자회사로서 실질적 지배력을 유지함

네이버파이낸셜-두나무 주식교환 후 예상 지분율



자료: 유진투자증권
주: 네이버파이낸셜:두나무 합병비율 1:3.06

주식교환 후 지배구조



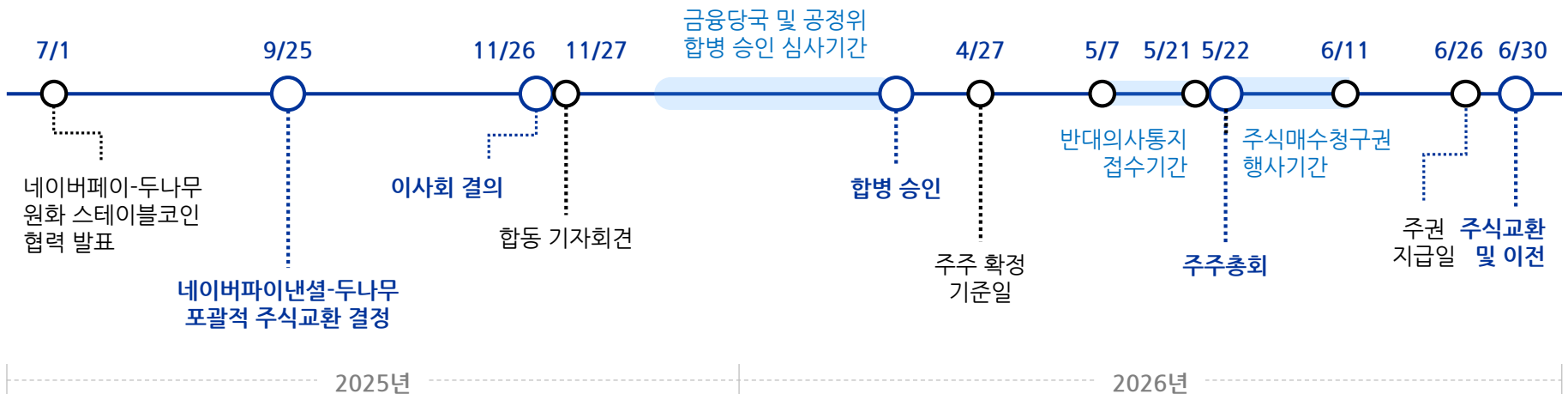
자료: 유진투자증권
주: 점선은 의결권을 나타냄

향후 남은 합병 일정

합병 절차 마무리 예상 시점은 내년도 중순

- 양사 간의 합병이 이사회 승인을 거쳐 공식적으로 발표된 만큼 향후 남은 일정이 주목됨
- 먼저 **양사 합병과 관련된 주주총회는 2026년 5월 22일로 예정됨**. 포괄적 주식교환의 경우 주주총회 특별결의 사안으로 출석 주주의 3분의 2 이상의 찬성이 필요함
- 이를 전후로 주주 확정 기준일은 4월 27일이며, 주식교환을 반대하는 주주는 5월 7일부터 5월 21일 사이에 서면으로 반대 의사를 통지하여야 함. 또한 주식매수청구권 행사기간은 5월 22일부터 6월 11일까지이며, 지급 예정일은 6월 26일, 최종 주식 교환 및 이전 일자는 6월 30일

네이버파이낸셜-두나무 합병 타임라인



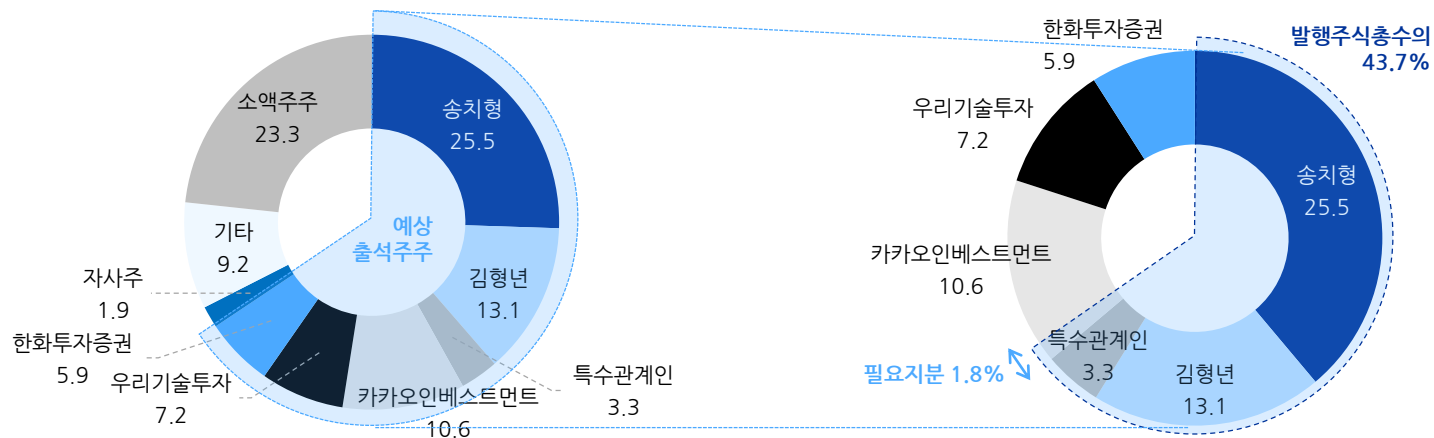
자료: 유진투자증권
주: 합병 승인 심사기간은 변동될 수 있음

합병 무산 가능성 분석

① 주주총회

- 내년도 5월 22일 예정된 주주총회에서 이번 포괄적 주식교환이 의결되기 위해서는 출석 주주의 3분의 2 이상의 찬성이 필요함. 네이버파이낸셜의 경우, 이미 네이버의 지분율(69%)이 전체의 3분의 2 이상임
- 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(9.20%), 소액주주(23.30%)
- 출석 주주의 기준을 기타(9.20%) 및 소액주주(23.30%)와 자사주(1.87%)를 제외한 수치로 환산할 경우 **전체 지분의 약 43.75%의 찬성 지분을 확보해야 의결이 가능함**. 두나무 1, 2대 주주 지분 합이 38.62%, 여기에 특수관계인 지분을 더하면 41.91%로 1.84%의 우호 지분만을 필요로 함
- 의결에 필요한 우호 지분이 크지 않고, 이미 주요 재무적 투자자들과의 합병 계획을 공유했다고 판단되기 때문에 주주총회에서 반대로 인해 합병이 무산될 가능성은 희박함

두나무 주주구성 상 주주총회 예상 출석주주 및 필요 지분



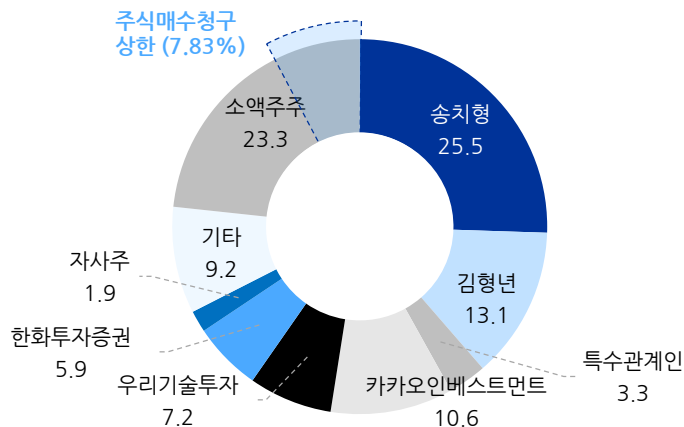
자료: 유진투자증권

합병 무산 가능성 분석

② 주식매수청구

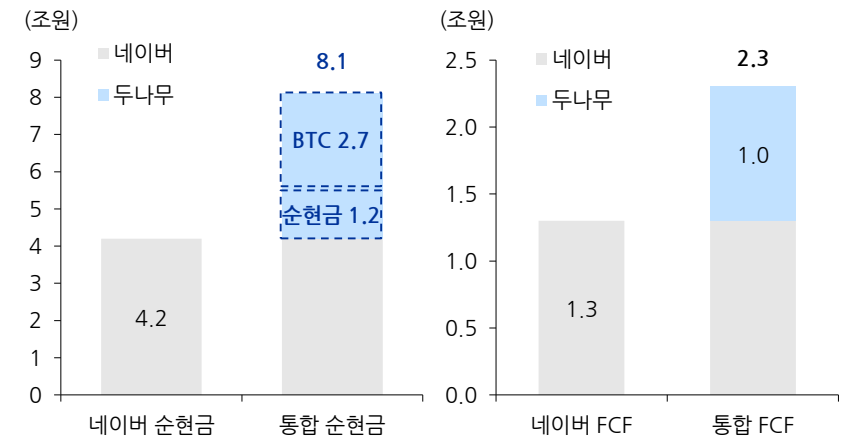
- 이번 주식교환 공시를 살펴보면 '두나무의 주주가 행사한 주식매수청구권의 규모가 1.2조원 이상이거나, 네이버파이낸셜의 주주가 행사한 주식매수청구권의 규모가 1.2조원 이상인 경우에는 본 주식교환계약의 거래종결을 위한 선행조건 불충족으로 주식교환계약이 해제될 수 있다'라고 명시됨
- 주식매수청구 규모의 상한인 1.2조원을 두나무의 주식 교환가액(439,252원)으로 역산하면 2,731,917주이며 지분율로는 약 7.83% 수준
- 이는 주요 기관 투자자들을 차치하고 소액주주(23.3%) 지분과 비교해도 상대적으로 작은 수치기 때문에 일각에서는 과도한 주식매수청구로 인해 합병이 무산될 수 있다는 가능성도 제기함
- 하지만 추가적인 공시 내용을 살펴보면, '주주총회 소집통지 시점 전까지 시장상황 및 당사자들의 재무상황, 현금여력을 고려하여 당사자들의 합의에 의해 조정될 수 있으며, 주식매수청구권의 규모가 위 금액을 초과하는 경우, 양사는 주식교환계약의 이행 여부 및 조건 등에 대하여 상호 성실한 협의를 통해 조정할 수 있다' 명시했기 때문에 양사가 충분한 현금을 보유했음을 감안하면 이로 인한 합병 무산 가능성도 낮음

두나무 주식매수청구 상한



자료: 유진투자증권

네이버+두나무 통합 보유 현금 및 FCF



자료: 유진투자증권

합병 무산 가능성 분석

③ 금융당국 및 공정위 승인

- 주주총회에서 최종 의결이 나더라도 최종적으로 금융당국(금융위, 금감원 등)과 공정위의 승인 절차가 남아있음
- 승인 과정에서 기존 정부의 금가분리 원칙이 걸림돌이 될 수 있으나, 최근 금융당국은 금가분리에 대해 일부 규제 완화 가능성을 언급했으며, 네이버 파이낸셜은 금융업 인가를 받은 금융회사가 아니라 전자금융거래법에 따라 등록된 전자금융업자라는 점도 부담이 적게 작용함
- 공정위 기업결합 심사의 경우 시장 점유율 변화, 경쟁사업자 배제 효과, 진입장벽 상승, 혁신 저해 가능성 등을 종합적으로 고려해 경쟁제한성을 검토, 다만 경쟁제한 효과가 인정되더라도 효율성 증대 효과가 크다고 판단되면 예외적인 승인이 가능해 양사는 이를 집중적으로 공략할 전망

2017년 정부의 가상통화 관련 긴급 대책 수립 보도자료

신규 투자자의 무분별한 진입에 따른 투기과열 방지

□ 전문성이 없는 일반인 등이 가격 변동폭이 큰 가상통화 투자에 참여하여 손실을 입는 것을 방지하는 한편, 가상통화 거래소가 투기의 장으로 변질되는 것을 차단하도록 했습니다.

① 은행이 거래자금 입출금 과정에서 **이용자가 본인임을 확인**하고, **이용자 본인계좌에서만 입·출금** 되도록 관리

② 고교생 이하 **미성년자**, **비거주자(외국인)**는 **계좌개설 및 거래 금지 조치 추진**(금융위·금감원, 은행권 협조 요청)

③ 제도권 금융회사의 가상통화 신규 투자가 투기심리를 자극하지 않도록 금융기관의 **가상통화 보유·매입·담보취득·지분투자 금지**
(금융위·금감원)

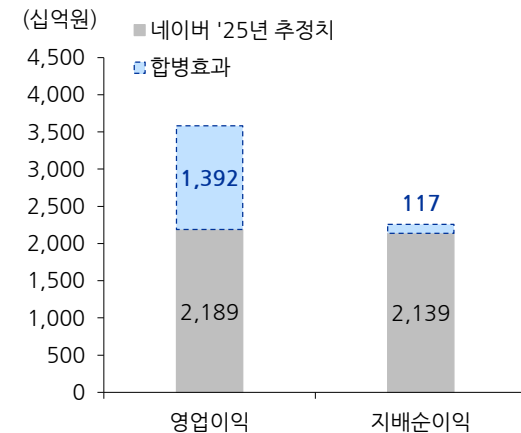
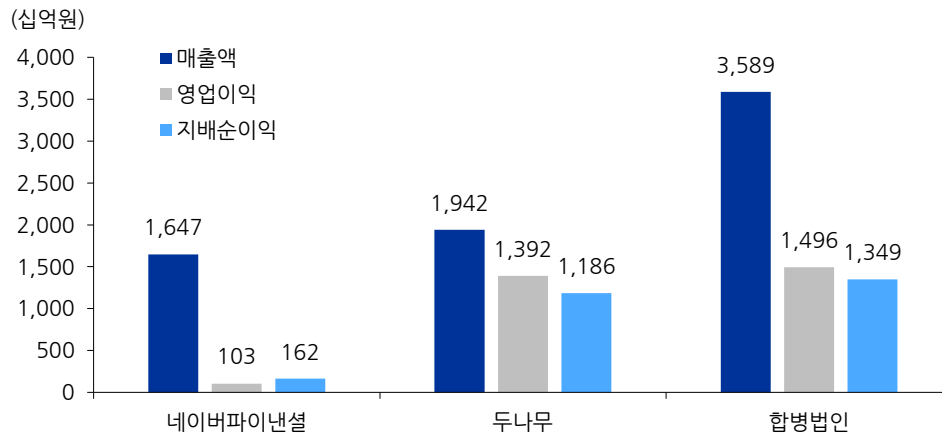
자료: 국무조정실, 유진투자증권

합병 이후는?

네이버의 연간 연결 영업이익 +1.39조원, 지배이익 +1,200억원

- 지난해 네이버파이낸셜의 매출액은 약 1.65조원, 영업이익 약 1,000억원, 지배이익은 약 1,600억원
- 두나무의 최근 4개분기 합산 연결 매출액은 약 1.94조원, 영업이익은 약 1.39조원, 지배이익은 약 1.19조원
- 이를 기준으로 한 합병법인 실적은 매출액 3.59조원, 영업이익 1.50조원, 지배이익 1.35조원
- 합병법인에 대한 네이버의 지분율이 17%일 때, 네이버에 연간으로 기여되는 실적 효과는 영업이익 +1.39조원, 지배이익 +1,200억원
- 향후 추가적인 지분 매입을 통한 지분율 상승으로 이익 기여도는 더 높아질 수 있음

합병법인 실적 기여도 추정



자료: 유진투자증권
주: 네이버파이낸셜은 2024년 연간, 두나무는 최근 4개분기(4Q24~3Q25) 합산 수치

결론

Win-Win

- 네이버파이낸셜과 두나무 간의 포괄적 주식교환이 이사회 의결을 거치며 양사 간의 합병을 공식화 함. 합병 법인의 기업 가치는 약 20조원으로(각각 4.9조원, 15.1조원) 기업가치 비율은 약 1대3.06으로 산정됨
- 일각에서는 주주총회, 주식매수청구권, 금융당국 승인 등의 문제를 제기하고 있으나 이로 인한 합병 무산 가능성은 낮다고 평가함
- 네이버에 연간으로 기여되는 실적 효과는 영업이익 +1.39조원, 지배이익 +1,200억원으로 추정됨
- 합병 법인 상장 시 기업가치는 최소 50조 이상이 될 것이라 전망. 기존에 네이버가 운영하던 신사업이 분할되는 것이 아니며, 신규 합병 법인에서 발생하는 대부분의 가치가 두나무의 인프라로부터 발생, 특히 합병 이후에 생겨나기 때문에 중복 상장의 이슈는 없다고 판단함.

두나무, 네이버파이낸셜 합병 발표



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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%
(2025.09.30 기준)		

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						NAVER(035420.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 정익훈	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)			
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비		
2024-01-04	Buy	289,000	1년	-35.2	-19.9		
2024-01-12	Buy	289,000	1년	-35.8	-20.4		
2024-02-05	Buy	289,000	1년	-37.2	-28.7		
2024-02-07	Buy	289,000	1년	-37.3	-28.7		
2024-04-05	Buy	289,000	1년	-39.3	-32.6		
2024-04-11	Buy	289,000	1년	-39.4	-32.6		
2024-05-07	Buy	289,000	1년	-40.2	-33.9		
2024-05-14	Buy	289,000	1년	-40.6	-34.8		
2024-05-30	Buy	289,000	1년	-41.3	-38.4		
2024-08-12	Buy	240,000	1년	-22.7	-3.3		
2024-10-10	Buy	240,000	1년	-18.5	-3.3		
2024-11-11	Buy	240,000	1년	-14.9	-3.3		
2024-11-20	Buy	240,000	1년	-14.0	-3.3		
2025-01-09	Buy	240,000	1년	-12.0	-3.3		
2025-02-10	Buy	280,000	1년	-20.3	3.8		
2025-03-19	Buy	280,000	1년	-19.9	3.8		
2025-05-12	Buy	280,000	1년	-16.7	3.8		
2025-08-11	Buy	280,000	1년	-13.7	-0.5		
2025-10-02	Buy	280,000	1년	-7.3	-0.5		
2025-11-06	Buy	340,000	1년	-24.1	-21.9		
2025-11-11	Buy	340,000	1년	-24.3	-21.9		
2025-11-28	Buy	340,000	1년				