SECTOR
UPDATE

2025. 11. 26

Payment
(NEUTRAL)

길었던 터널, 이제는 빛을 볼 시간

금융/소비재팀

박준규 Analyst
jun.kyu.park@samsung.com

삼성증권

이 리포트를
읽어야 하는 이유

안녕하세요 삼성증권 결제 담당 박준규입니다.

결제 산업은 코로나 이후 긴 시간 조정을 받으며 시장에서 소외된 바 있습니다. 그 바탕에는 혁신에 대한 부재, 고평가 논란 등 여러 우려가 있었지만, 핵심은 산업 자체의 수익성이 끊임없이 하락한 것입니다.

내년은 그동안 절치부심했던 결제사들이 드디어 빛을 볼 수 있는 환경이 마련될 것이라고 생각합니다. 소비 환경이 개선되며 결제사들의 매출 성장률이 견조한 수준을 회복할 것으로 기대되는 가운데, 수익성을 압박했던 당국의 가맹점 수수료율 규제는 더 인하되기 힘든 수준까지 왔고, 결제사들의 비용 효율화 노력도 성공적으로 이루어졌기 때문입니다.

다만, 우호적 환경이 마련되었다고 장밋빛 전망이 가득한 것은 아닙니다. 코로나 이후 대형 이커머스 플랫폼들이 덩치를 키우며 구조적으로 결제사들의 가격 협상력이 저하되었기 때문이죠. 이를 타개하기 위해 결제사들은 사업 전략 조정, 신사업 진출 등의 노력을 지속하고 있는데요, 이러한 노력들에 기반해서 결제사들의 수익성은 올해 하반기부터 반등하는 모습을 보였고, 시장도 이러한 모습을 어느정도 환영했지만, 과거의 영광을 되찾기에는 아직 부족한 수준입니다.

이에 앞으로 필요한 것은 수익성 개선을 견인할 새로운 Driver입니다.

그러한 관점에서 결제 산업에 새로운 변화의 바람이 불어오고 있다는 점에 주목할 필요가 있습니다. 올해 결제사들의 주가 상승을 이끌었던 스테이블코인부터, 결제 산업의 지형을 송두리째 바꿀 AI 커머스까지, 파급력을 예측하기 어려운 변화들이 내년에 본격적으로 이루어지기 시작할 전망입니다.

다만, 당장 Valuation re-rating을 부여하기에는 시기가 적절치 않은 것으로 생각됩니다. 결국 Re-rating을 위해서는 결제사들이 스테이블코인과 AI 커머스를 통해 생태계를 구축할 수 있는지, 생태계를 구축하는데 성공한다면 이를 통해 펀더멘털이 얼마나 개선되는지 확인하는 과정이 필요하기 때문입니다.

변화의 바람이 순풍이 되기를 기대하며 본 보고서가 결제 산업에서 투자 기회를 포착하는데 도움이 되길 희망합니다.

감사합니다.

금융/소비재팀 **박준규 Analyst** | jun.kyu.park@samsung.com

REPORT
CONTENTS

01 26년 전망 – 우호적 환경, 관건은 전략 성과 확인 5p

1) 코로나 이후 결제사 주가는 수익성 악화로 지속 하락
2) 26년 전망 1. 실적에 우호적 환경 마련
3) 26년 전망 2. Re-rating을 위한 관건은 결제사별 전략 성과 확인에 따른 차별화된 수익성
4) 참고: NHN KCP 이익 추정치 및 목표주가 상향 – 3Q 수익성 개선 반영 및 저평가에 초점
5) 참고: 나이스정보통신 이익 추정치 및 목표주가 상향 – 3Q 수익성 개선 반영
6) 2026년은 Re-rating의 기회 – 관건은 생태계 강화를 통한 실적 개선

02 스테이블코인과 결제 – 생태계 선점 역량 보유 기업에 선별적 접근 필요 14p

1) 비은행 핀테크의 스테이블코인 발행 가능성 – 제한적 허용
2) 스테이블코인 활용 전략 1. 결제 시장 – 알파 창출은 어려울 전망
3) 결제 시장 고려 사항 1. 결제 산업은 이미 극심한 경쟁 산업
4) 결제 시장 고려 사항 2. 결제 수수료 부담과 수혜 주체가 다르다
5) 스테이블코인 활용 전략 2. 스테이블코인을 통한 생태계 확장 시도에 초점
6) 고려 사항 1. 스테이블코인 vs 법정화폐의 디지털화 – 스타벅스 사례의 시사점
7) 고려 사항 2. 국내 간편결제 기반 플랫폼과의 경쟁
8) 고려 사항 3. 스테이블코인 없이도 생태계 내 정보 활용을 통한 새로운 사업 모델 구축 중
9) 주식 투자자의 관점에서 스테이블코인 기반 생태계 구축 및 수익 창출 능력이 향후 관건
10) 현시점에서 차별화된 생태계 구축을 위한 조건 점검

03 스테이블코인과 결제 – 관련 기업에 대한 검토 27p

1) 스테이블코인 관련 종목 1. 카카오페이 – 상장 결제사 중 생태계 구축 측면에서 우위 점유
2) 다만, 카카오페이 대한 스테이블코인 發 과도한 낙관론은 경계 – 실적 뒷받침 필요
3) 결국 스테이블코인은 멀고 실적은 가깝다 – 카카오페이의 일차적 관건은 플랫폼 실적
4) 스테이블코인 관련 종목 2. NHN KCP – 생태계 선점보다는 결제 인프라 강점에 초점

REPORT
CONTENTS

04 Agentic AI와 결제 – 데이터가 승리의 열쇠 **33p**

1) 또다른 변화, AI 커머스

2) Agentic AI와 결제의 융합 – Visa의 비전

3) Agentic AI와 결제의 융합 – 글로벌 사례 점검

4) 시사점 – 결국 데이터를 보유하는 것이 승리의 열쇠

5) 국내 Player 점검 – 국내는 아직 개발 단계

05 Agentic AI와 결제 – 투자 관점에서 가능성에 초점 필요 **44p**

1) AI 커머스 투자 전략
– 실적 개선 기대는 시기상조. 다만, 결제 데이터 혹은 플랫폼 측면에서 우위 여부에 초점

2) AI 커머스 관련 종목 1. 카카오페이
– 카카오 AI에 기반한 빠른 확산 여부가 생태계 선점의 관건

3) AI 커머스 관련 종목 2. NHN KCP
– AP2 글로벌 표준 채택과 실적 개선시 Re-rating 가능

4) AI 커머스 관련 종목 3. 쿠콘
– 포지셔닝은 긍정적. 다만, 실질적인 펀더멘털 개선 신호가 우선

I. 26년 전망 – 우호적 환경, 관건은 전략 성과 확인

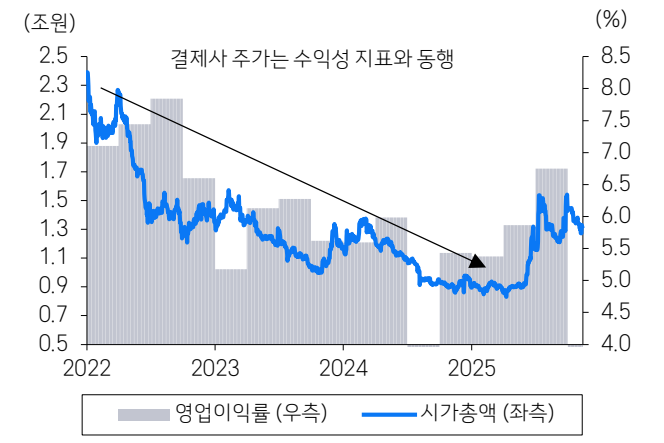
코로나 이후 결제사 주가는 수익성 악화로 지속 하락

전통적으로 결제사 주가는 영업이익률의 흐름과 동행하였다. 당사 커버리지 하 결제사(카카오페이, NHN KCP, KG이니시스, KG모빌리언스, 나이스정보통신)의 합산 시가총액은 2022년 이후 물가 상승에 따른 금리 인상, 카드사 적격비용 재산정, 대내외적 불확실성 등의 여러 요인에 따라 전체적인 소비 둔화 및 수익성이 악화되며 지속적으로 하락하였다. 실제로, 커버리지 하 결제사들의 연평균 영업이익률은 22년 4.5%에서 24년 2.3%까지 2.2%p 하락하였는데, 동기간 시가총액은 22년 초 25.4조원에서 24년말 4.4조원까지 급락했다. 카카오페이를 제외한 순수 결제 4사로 비추어 봐도, 연평균 영업이익률은 22년 7.2%에서 24년 4.7%까지 2.5%p 하락하였는데, 이 기간 4사 합산 시가총액은 22년 초 2.4조원에서 24년말 0.9조원까지 감소했다.

결제사 합산 시가총액 vs 영업이익률 (카카오페이 포함)

참고: KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, Quantiwise, 삼성증권

결제사 합산 시가총액 vs 영업이익률 (카카오페이 제외)



참고: KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, Quantiwise, 삼성증권

26년 전망 – 1: 실적에 우호적 환경 마련

2026년에는 결제사들의 실적에 우호적인 환경이 마련될 것으로 기대된다. 이는 1) 견조한 매출 성장이 이어질 것으로 기대되는 가운데, 2) 장기적으로 수익성 하락을 야기했던 요인들이 대부분 해소됨과 더불어, 3) 결제사들의 비용 효율화 노력이 지속적으로 이어졌기 때문이다.

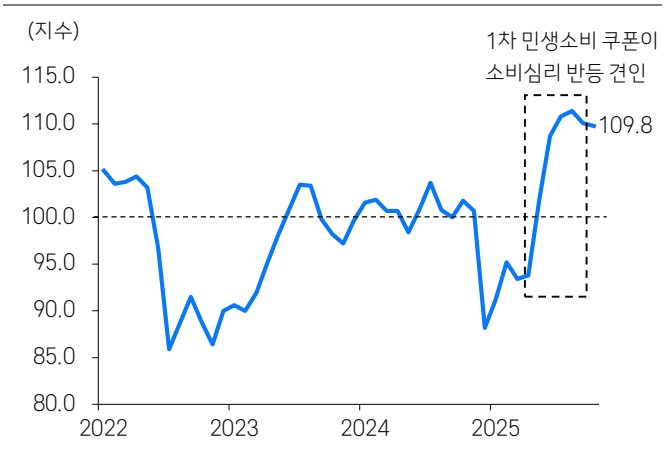
실적에 우호적 환경 마련 1. 결제사 매출은 견조한 성장 지속 전망

2026년 결제사들의 Top line 성장은 견조한 추세를 지속할 전망이다. 이는 1) 정부의 경기 부양 정책이 내년 예산안에 포함되었고, 2) 증시 활성화 노력이 이어지고 있어 소비 환경이 우호적일 것으로 예상되는 가운데, 3) 25년 상반기 결제사 매출 성장 둔화를 야기한 요인들이 대부분 해소되었기 때문이다.

1. 정부의 경기 부양 정책 예산안 – 예산안 통과 시 소비심리 현재 수준 유지 전망: 정부의 경기 부양 정책 관련 예산이 내년 예산안에 포함되면서 소비 심리는 현재의 높은 수준을 유지할 전망이고, 이는 결제사 매출 확대로 이어질 전망이다. 이는 정부가 추진했던 1차 민생소비 쿠폰이 3분기 소비 반등을 이끌었고, 3분기 결제사들의 매출 성장률이 크게 회복된 점을 통해서 확인 가능하다. 참고로, 소비자심리지수는 1차 소비 쿠폰 지급이 개시된 7월부터 현재까지 높은 수준을 유지하고 있다.

이러한 가운데, 지역사랑상품권 관련 예산은 내년 중 증액될 것으로 전망된다. 2026년도 예산안에는 1.15조원의 지역사랑상품권 예산이 배정되었는데, 이는 1차, 2차 추경때 이루어진 1조원의 예산에서 증액된 규모이다. 이에 따라 국회예산정책처는 국비지원으로 발행되는 26년도 지역사랑상품권이 24조원 규모가 될 것으로 추산했다. 참고로, 올해 추경에 따라 국비지원으로 발행된 25년도 지역사랑상품권은 22조원 규모이다. 결국 예산안이 큰 변동 없이 통과될 경우 소비 심리는 현재 수준을 유지할 가능성이 높을 것으로 예상된다.

소비자심리지수



자료: 한국은행, 삼성증권

지역사랑상품권 발행 금액 및 국비지원 규모

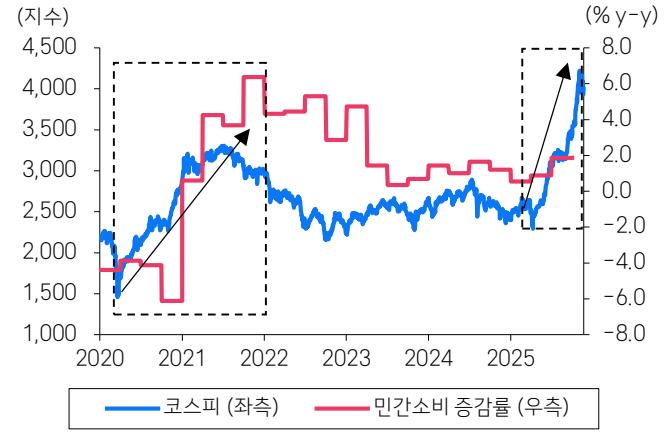
(조원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
발행 금액	13.3	23.6	27.2	20.9	17.6	22.0	24.0
국비지원	9.6	19.9	18.4	11.0	8.6	22.0	24.0
자체발행	3.8	3.7	8.8	10.0	9.0	n/a	n/a
국비지원 규모 (예산)	0.67	1.25	0.70	0.35	0.30	1.00	1.15

자료: 국회예산정책처, 삼성증권

2. 정부의 증시 활성화 노력 지속 – 자산 가격 상승은 소비 여력 확대로: 정부는 경기 부양 정책 이외에도 국내 증시 활성화 노력을 지속하고 있는데, 이는 소비 여력 확대로 이어질 전망이다. 실제로, 2020년 코로나 이후 금리 인상기 직전까지 증시 호황이 이어지며 민간소비 증감률은 반등한 바 있다. 물론, 당시 코로나 거리두기 기저효과, 부동산 자산 가격 상승 등 복합적인 요인이 맞물리며 민간소비 반등을 이끌었지만, 증시 상승에 따른 자산 가격 상승 효과를 배제할 수는 없다고 판단된다. 한 가지 주목할 점은, 최근의 증시 호황에 따른 자산 가격 상승에도 불구하고, 아직 민간소비 증감률의 반등으로 이어지지 않았다는 점이다. 결국, 내년에도 증시 호황이 지속될 경우, 가계 자산 증가로 인한 가처분소득의 증가가 소비 개선 및 결제사들의 매출 확대로 이어질 수 있을 전망이다.

참고로, 정부는 8월 '새정부 경제성장전략'을 통해 부동산에서 금융시장으로의 머니무브 계획을 발표했다. 이를 위해 정부는 1) 기업지배구조 개선 2) 공정한 시장 질서 확립 3) 증시 수요 기반 확충 4) 자금 선순환 기반 조성의 목표를 마련했는데, 실제로 2차 상법 개정안까지 개정이 완료된 상태이고, 배당소득 분리과세를 위한 세제 개편안과 자사주 소각 의무화를 위한 3차 상법 개정안이 발의된 상태이다.

코스피 vs 민간소비증감률



자료: 한국거래소, 한국은행, 삼성증권

법 개정 주요 내용

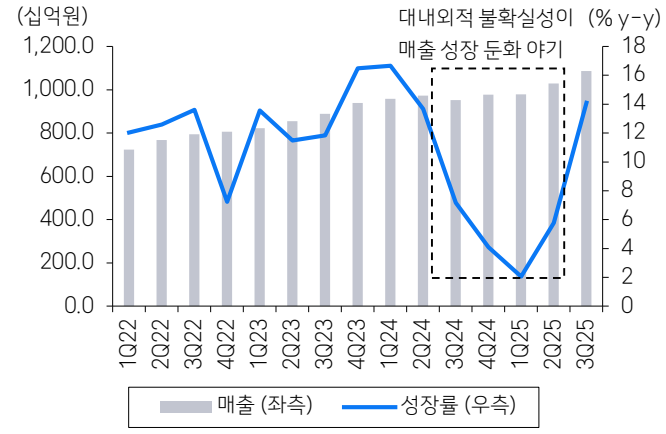
개정 내용	주요 내용	현황
상법 개정 1차	이사충실의무 확대, 3% rule	개정 완료
상법 개정 2차	집중투표제, 감사위원 분리선출 확대	개정 완료
상법 개정 3차	자사주 소각 의무화	법안 발의
세법 개정	배당소득 분리과세	세제개편안 발표

자료: 의안정보시스템, 언론보도, 삼성증권

3. 매출 성장 둔화 요소 – 불확실성 야기 요인 대부분 완화: 결제사들의 25년 상반기 매출 성장률 둔화를 야기한 요소들이 대부분 해소되며 26년 매출 성장률은 견조한 수준으로 다시 회복될 전망이다. 올해 매출 성장 둔화를 야기한 대표적인 요소는 1) 24년 하반기 발생한 티메프 사태에 기인한 거래대금 감소 효과와, 2) 국내 정치적 불안정성 확대와 더불어 3) 트럼프 대통령의 관세 정책을 바탕으로 한 매크로 불확실성 증대가 있다. 그러나, 1) 티메프 사태 거래대금 기저효과는 25년 3분기를 기점으로 전부 해소되었고, 2) 국내 정치적 불안정성도 상반기 중 해소되었고, 3) 최근 미국과의 관세 협상까지 일부 마무리되면서 성장 둔화 요소들이 대부분 해소되었다고 판단된다.

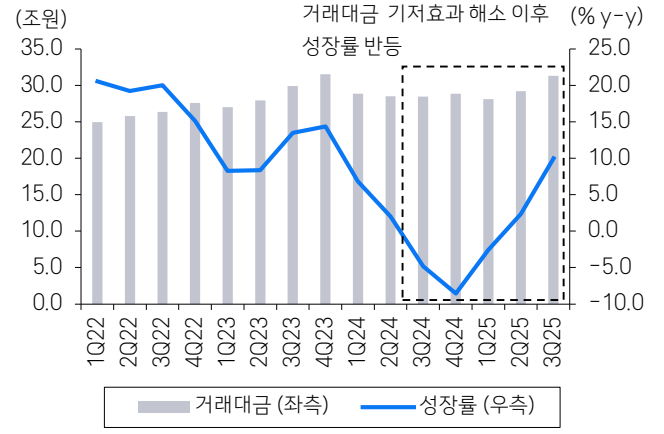
이러한 가운데, 앞서 언급한 우호적 소비 환경까지 작용함에 따라 26년 결제사들의 매출 성장률은 다시 견조한 수준으로 회복될 수 있을 전망이다.

결제사 합산 매출 vs 성장률



참고: KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, Quantiwise, 삼성증권

결제 4사 거래대금 vs 성장률



자료: 각 사, 삼성증권

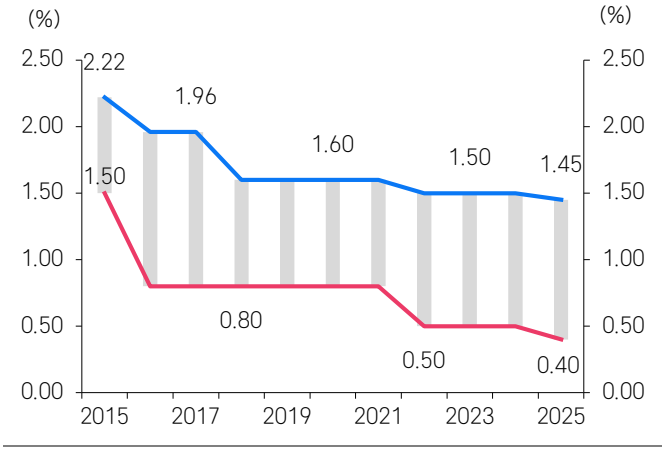
실적에 우호적 환경 마련 2. 영세가맹점 수수료율 인하폭 축소 – 결제사 수익성 하락 압력 완화

금융당국은 3년마다 연매출 30억원 이하 영세가맹점의 적격비용을 재산정하고 카드결제 수수료율을 조정하는 과정을 거치는데, 수수료율이 지속적으로 인하되며 결제사들의 수익성 또한 하락하였다. 실제로, 금융당국이 영세가맹점 적격비용 재산정이 시작된 2015년부터 가맹점 수수료율은 1.50%~2.22% 구간에서 2025년 0.40%~1.45% 구간까지 하락하였다. 이에 따른 영향을 상대적으로 많이 받는 결제 4사(카카오페이 제외)의 영업이익률도 2016년 10.1%에서 2024년 4.7%까지 큰 폭으로 하락하였다.

다만, 가맹점 수수료율 인하폭이 상당히 축소되었다는 점에 초점이 필요하다. 2025년부터 적용된 가맹점 수수료율은 0.40%~1.45%로, 2022년부터 적용된 0.50%~1.50% 구간 대비 5bp~10bp 하락에 그쳤다. 이는 2016년 인하폭인 26bp~70bp 대비 크게 낮은 수준임과 동시에, 직전 인하폭인 10bp~30bp 보다 더 낮은 수준이다.

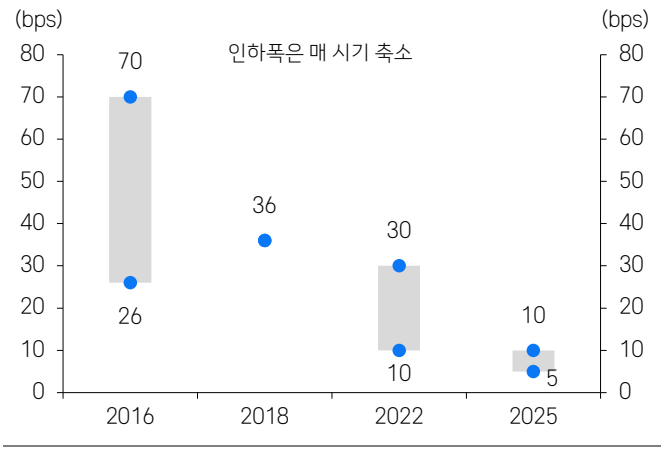
향후 가맹점 수수료율 인하 조치가 결제 실적에 끼치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 이는 1) 적격비용 재산정 주기가 현재 3년에서 6년으로 조정됨과 동시에, 2) 추가적인 인하를 위한 공간이 제한적이고, 3) 카드사들의 가맹점 수수료 수익 성장 둔화로 인한 소비자 효용이 감소하고 있어 금융당국에 부담으로 작용하기 때문이다. 즉, 결제사들의 수익성 하락에 대한 압력도 일부 해소된 것으로 판단된다.

영세가맹점 수수료율 추이



참고: 연매출 30억원 이하 가맹점 기준
자료: 금융위원회, 삼성증권

영세가맹점 수수료율 인하 폭 변화



참고: 연매출 30억원 이하 가맹점 기준
자료: 금융위원회, 삼성증권

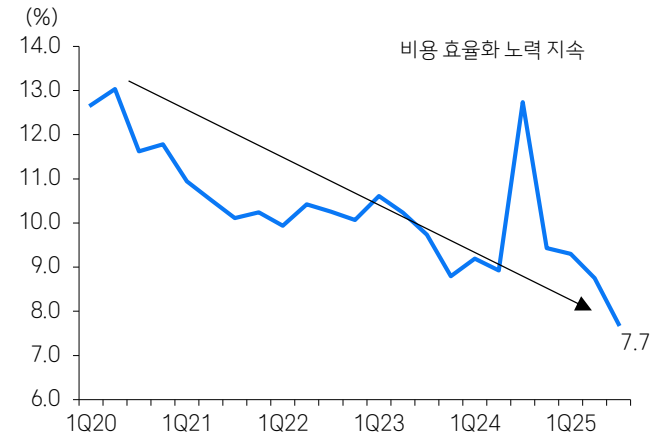
실적에 우호적 환경 마련 3. 성공적 비용 효율화 노력 지속 – 구조적 수익성 개선의 기반 마련

결국 결제사들은 수익성 개선을 위해 비용 효율화를 추구할 수밖에 없었고, 이러한 노력의 성과들이 26년에 보다 가시적으로 나타날 것으로 예상된다.

우선, 결제사들의 비용 효율화 노력은 성공적이었다고 평가할 수 있다. 성장기에 위치한 카카오페이를 제외한 결제 4사의 매출대비 판관비용률은 3Q25 기준 7.7%로, 역대 최저 수준을 기록하고 있다. 한 가지 주목할 만한 점은, 해당 비율이 신규 사업 진출을 위한 인건비 증가를 포함하는 수준이라는 점이다.

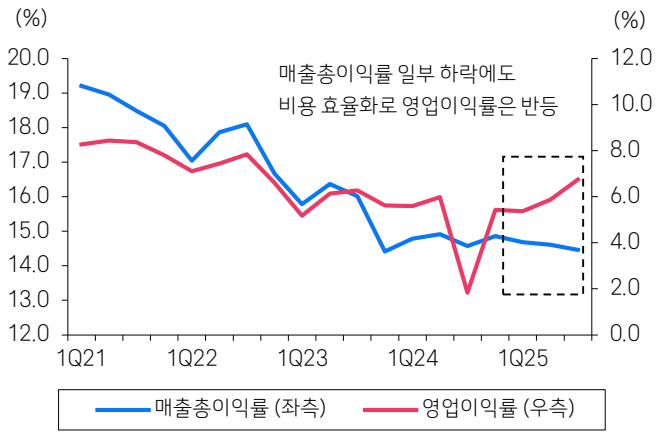
앞서 언급했듯이 가맹점 수수료율이 현재 수준에서 향후 유의미한 수준의 인하가 이루어질 가능성이 낮은 만큼, 수익성 하락 압력이 완화되며 내년부터 비용 효율화에 기반한 결제사들의 구조적 수익성 개선은 충분히 이루어질 수 있을 전망이다. 실제로, 올해 가맹점 수수료율이 추가적으로 인하되었음에도 불구하고, 비용 효율화로 결제사들의 영업이익률은 반등한 바 있다.

결제 4사 판관비용률



참고: 가중평균 기준 / KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, 삼성증권

결제 4사 매출총이익률, 영업이익률 추이



참고: 가중평균 기준 / KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, 삼성증권

26년 전망 – 2: Re-rating을 위한 관건은 결제사별 전략 성과 확인에 따른 차별화된 수익성

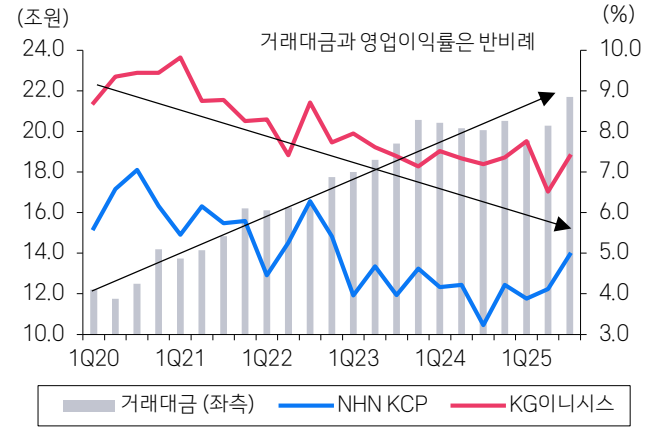
코로나 이후 이커머스 활성화에 따른 협상력 저하 – 현상유지로는 차별화된 수익성 개선 불투명

그러나, 가맹점 수수료율 인하폭 축소에 따른 수익성 하락 압력 완화로 결제사 수익성이 차별화된 수준으로 개선될 것이라고 볼 수는 없다. 이는 코로나 이후 이커머스 시장이 급격하게 팽창하면서 결제사들의 가격 협상력이 구조적으로 저하되었기 때문이다.

산업 구조상 결제사들은 거래대금 점유율이 곧 경쟁력이다. 결국 거래대금이 높은 대형 가맹점에 대한 가격 협상력은 떨어질 수밖에 없는 구조이다. 거래대금이 견조한 이커머스 플랫폼의 개수는 제한적인 반면, 온라인 PG사는 가격 경쟁을 제외한 특별한 경쟁력을 내세울 수 없었기 때문이다. 실제로, 코로나 이후 대표적인 온라인 PG사인 NHN KCP와 KG이니시스의 거래대금은 증가했지만, 영업이익률은 하락했다.

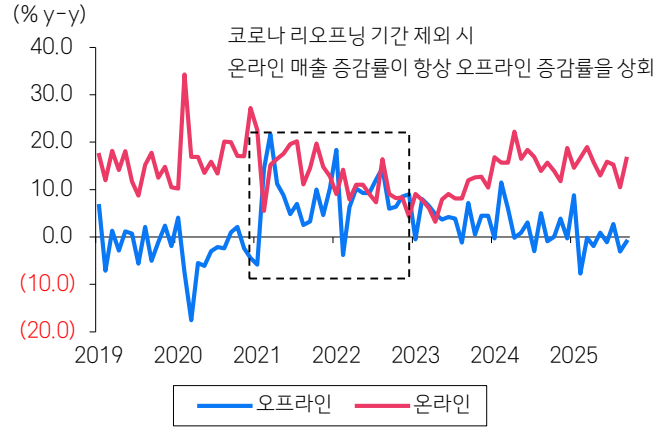
이커머스의 확대가 거스를 수 없는 흐름이라는 것도 받아드릴 필요가 있다. 실제로, 산업통상자원부에서 발표하는 주요 유통업체 매출 증감률에 따르면, 2019년부터 현재까지 코로나 리오프닝 기간이었던 2021년부터 2022년을 제외하고 모든 기간 온라인 채널 매출 증감률이 오프라인 채널 증감률을 상회했다. 결국 결제사들의 가격 협상력 저하가 해소될 여지는 제한적인 것으로 판단된다.

NHN KCP vs KG이니시스: 거래대금과 영업이익률



참고: 거래대금은 합산 기준 / KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, 삼성증권

주요 유통업체 채널별 매출 증감률



자료: 산업통상자원부, 삼성증권

결국 Re-rating을 위해서는 전략 성과 확인을 통한 차별화된 수익성 개선이 관건

결국 Valuation re-rating을 위해서는 기업별 전략의 성과 확인에 따른 차별화된 수익성 개선 여부가 관건이 될 전망이다.

이는 최근 3Q 실적 발표 이후 결제사 주가 동향을 통해 확인할 수 있다.

11월 12일, NHN KCP의 주가는 3Q25 실적을 발표함과 동시에 6.3% 급등하였는데, 이는 차별화된 수익성 개선에 기인한다. 실제로, 동사의 3Q25 매출총이익률과 영업이익률은 4Q22 이후 11분기만에 각각 10%, 5% 수준을 회복하였다. 이러한 수익성 개선의 바탕에는 NHN KCP의 전략인 해외가맹점 거래 비중 확대가 주효했는데, 해외가맹점의 경우 1) 국내 가맹점 수수료율 규제를 적용받지 않음과 동시에, 2) 가맹점 맞춤형 서비스를 제공해 국내 대형 가맹점보다 높은 마진을 수취할 수 있어 수익성이 더 높기 때문이다.

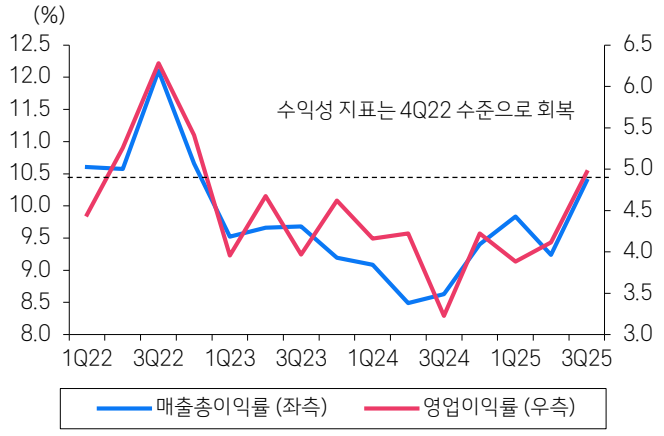
11월 17일 나이스정보통신의 주가도 예상을 상회하는 수익성 지표를 발표하며 주가가 12.5% 급등한 바 있다. 동사의 3Q25 매출총이익률은 13.4%로 상반기 대비 오히려 하락했으나, 영업이익률이 22년 이후 처음으로 6%를 상회한 6.2%를 기록한 점이 주효한 것으로 판단된다. 이는 판관비용률이 7.2%로 3.3%p y-y 대폭 개선된 점에 기인한다.

참고: NHN KCP 이익 추정치 및 목표주가 상향 – 3Q 수익성 개선 반영 및 저평가에 초점

NHN KCP의 25년 및 26년 영업이익 전망치를 각각 6.3%, 15.9% 상향 조정함에 따라 목표주가를 21,200원으로 5.5% 상향한다. 이는 3Q25 수익성 지표가 예상 대비 큰 폭으로 개선된 점을 반영했기 때문이다. 실제로, 동사의 3Q25 매출총이익률과 영업이익률은 4Q22 이후 11분기만에 각각 10%, 5% 수준을 회복하였다.

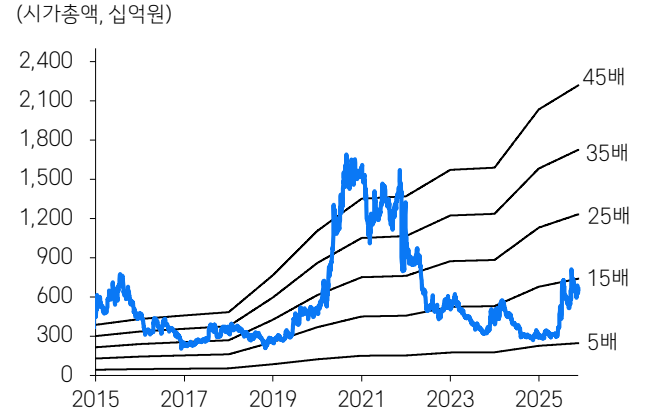
현재 NHN KCP는 26E PER 10.5배의 매력적인 수준에 거래 중인 가운데, 이는 역사적 Valuation을 고려하더라도 낮은 수준이다. 실제로, 동사는 이커머스가 본격적으로 활성화되기 이전이었던 2019년에도 최소 15배의 Valuation에 거래된 바 있다. 투자 접근에 있어 동사는 최근 본격적으로 수익성 개선이 시작된 가운데, 후술할 스테이블코인 및 AI 커머스 관련 수혜가 일부 기대된다는 점도 고려가 필요할 것으로 판단된다.

NHN KCP: 매출총이익률 vs 영업이익률



자료: NHN KCP, 삼성증권

NHN KCP PER band chart



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

NHN KCP 연간 전망치 변경

	2025E			2026E		
(십억원)	기존	신규	차이 (%)	기존	신규	차이 (%)
매출액	1,224.8	1,228.2	0.3	1,382.1	1,384.3	0.2
영업이익	52.7	56.0	6.3	65.4	75.8	15.9
지배주주순이익	46.2	49.3	6.6	56.4	64.8	15.0

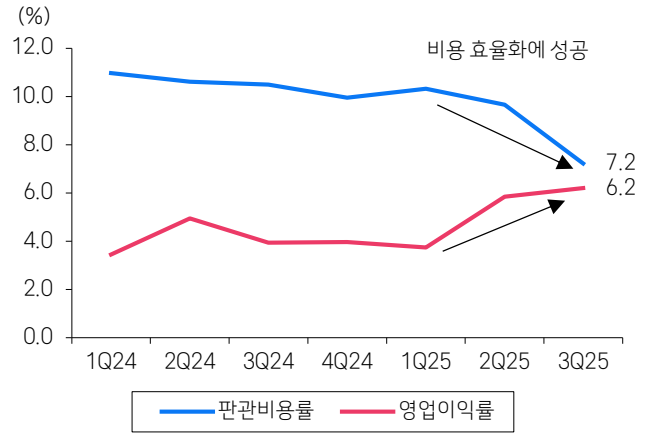
자료: 삼성증권 추정

참고: 나이스정보통신 이익 추정치 및 목표주가 상향 – 3Q 수익성 개선 반영

나이스정보통신의 25년 및 26년 영업이익 전망치를 각각 4.7%, 13.4% 상향 조정함에 따라 목표주가를 30,000원으로 20.0% 상향한다. 이는 3Q25 수익성 지표가 예상 대비 큰 폭으로 개선된 점을 반영했기 때문이다. 동사의 3Q25 매출총이익률은 13.4%로 1.0%p y-y 하락했으나, 영업이익률이 6.2%로 2.3%p y-y 크게 개선된 바 있다. 이는 마케팅 비용 효율화에 따라 판관비용률이 사상 처음으로 9%를 하회하는 7.2%를 기록했기 때문인 것으로 판단된다.

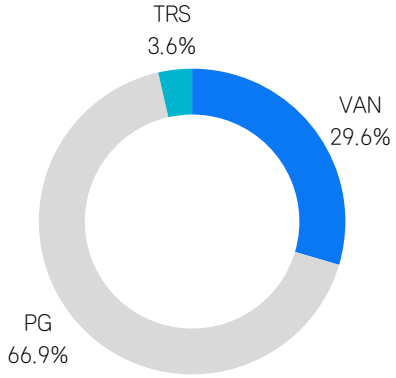
다만, 여전히 HOLD 투자의견을 유지한다. 이는, 구조적인 판관비용률 하락 추세는 긍정적이나, 3Q 비용 급감은 프로모션 관련 일부 일회성 요인을 포함한 수치라는 점을 고려할 필요가 있고, 수익성이 좋은 TRS 사업의 매출 비중이 3Q25 기준 여전히 3.6%에 불과하기 때문이다.

나이스정보통신: 판관비용률 vs 영업이익률



자료: 나이스정보통신, 삼성증권

나이스정보통신: 매출 Breakdown



자료: 나이스정보통신, 삼성증권

나이스정보통신 연간 전망치 변경

	2025E			2026E		
(십억원)	기존	신규	차이 (%)	기존	신규	차이 (%)
매출액	1,088.4	1,104.3	1.5	1,190.9	1,232.7	3.5
영업이익	54.8	57.4	4.7	54.2	61.5	13.4
지배주주순이익	43.2	45.2	4.4	44.3	48.8	10.2

자료: 삼성증권 추정

2026년은 Re-rating의 기회 – 관건은 생태계 강화를 통한 실적 개선

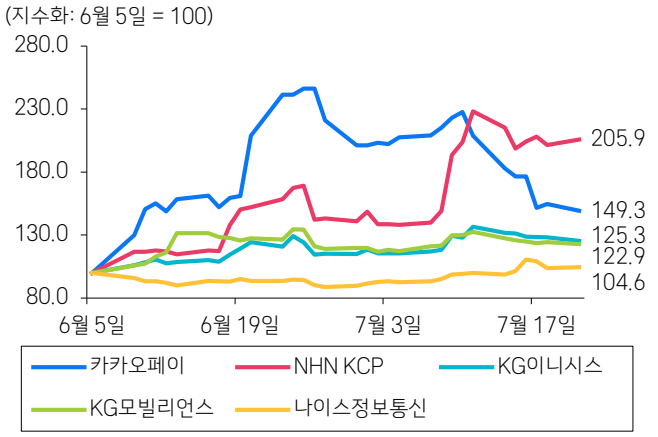
Re-rating의 관점에 있어 2026년은 결제사들에게 기회가 될 전망이다. 이는 스테이블코인 관련 입법 과정이 내년 중 마무리될 가능성이 높고, AI 커머스 관련 산업도 26년 중 활성화될 가능성이 높기 때문이다.

실제로, 결제사들의 스테이블코인 또는 AI 커머스 관련 news flow가 주가에 반영되고 있다. 6월 중 스테이블코인 관련 논의가 점화됨에 따라 국내 결제사들의 주가는 논의 전 대비 최대 3배까지 급등했었고, PayPal의 주가는 OpenAI와의 협력 발표와 동시에 최대 12.4% 급등한 바 있다.

다만, 실질적인 Valuation re-rating을 위해서는 생태계 강화 및 유저 Lock-in 확대를 통한 실적 개선이 이루어져야 할 것으로 판단된다.

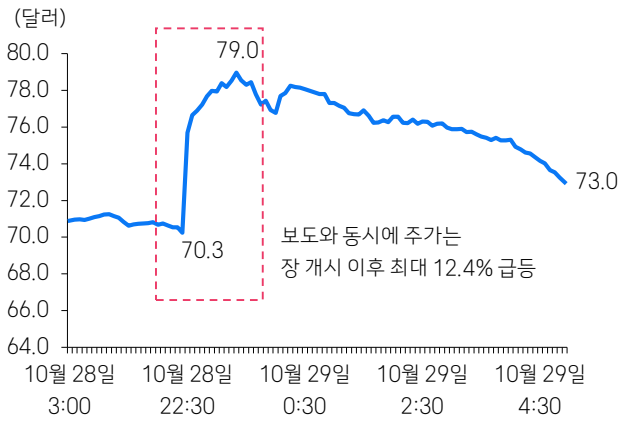
본 보고서는 생태계 강화의 관점에서 스테이블코인과 AI 커머스로의 변화의 영향을 분석해보고자 한다.

6월 이후 국내 결제사 주가 변동성



자료: Quantiwise, 삼성증권

PayPal 주가: OpenAI와의 협업 보도 당시 주가



참고: 한국시간 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

II. 스테이블코인과 결제
– 생태계 선점 역량 보유 기업에 선별적 접근 필요

비은행 핀테크의 스테이블코인 발행 가능성 – 제한적 허용

발행 라이선스는 관련 역량 보유 기업 우선 지급 가능성에 초점 필요

결제사들의 6월 주가 상승을 이끌었던 가장 큰 요인은 비은행 핀테크의 스테이블 코인 발행 가능성이다. 스테이블코인 발행 시 그에 따른 운용수익 수취 수혜를 볼 것으로 기대되었기 때문이다.

다만, 비은행 핀테크의 스테이블코인 발행 주체 관련 논의가 계속되며 입법이 지연되고 있다. 이는 가상자산 관련 법률 입법 과정에서 정부는 당초 비은행 금융사의 스테이블코인 발행을 허용하는 입장을 취했으나, 한국은행을 필두로 비은행 핀테크의 스테이블코인 발행에 회의적인 목소리가 지속적으로 나오고 있기 때문이다.

그러나 최근에는 한국은행이 스테이블코인 발행 업체 인가 기준 강화로 대안을 제시하며 입법 절차가 다시 진행될 가능성이 높아졌다. 한국은행은 미국의 GENIUS 법안에 포함된 SCRC (Stablecoin Certification and Review Committee)에 재무부와 연준이 참여한다는 점을 사례로 제시, 국내도 동일한 구조로 비은행 업체에게 스테이블코인 시장을 개방하되 인가 단계에서부터 철저한 검증이 필요하다는 점을 강조했다.

결국 비은행 핀테크사의 스테이블코인 발행은 규모가 큰 핀테크사에 우선적으로 허용될 가능성이 높다고 판단한다. 스테이블코인의 통화정책 영향 가능과 더불어 과거 SVB 사태로 인한 USDC 디페깅 사태나 테라와 같은 대규모 인출 사태의 예방 필요성 등을 감안할 때, 산업의 혁신만큼이나 경제 시스템의 안정성 또한 고려될 가능성이 높기 때문이다.

스테이블코인 발행이 어렵다면? 스테이블코인 활용 혹은 유통으로

비은행 핀테크의 스테이블코인 발행이 모두 허용되기 어렵다는 가정하에, 상당 수의 결제사들은 스테이블코인 유통으로 눈을 돌릴 여지가 크다. 이는 소수의 결제사를 제외한 대다수의 결제사들은 자본총계, 매출, 거래금액 등을 고려할 때, 스테이블코인 발행을 위한 안정성 등의 제고를 위한 투자와 이에 따른 기대 수익 간의 괴리가 발생할 수 있는 만큼, 오히려 스테이블코인의 활용 혹은 유통을 통한 수익 창출 기대가 보다 합리적일 수 있기 때문이다.

스테이블코인 활용 전략 1. 결제 시장 – 알파 창출은 어려울 전망

스테이블코인 활용이 가능한 시장으로는 국내 결제 시장이 있으나, 실질적인 알파를 창출하는 것은 어려울 전망이다. 이는 1) 국내 결제 산업이 이미 극심한 경쟁 산업이고, 2) 결제 수수료를 부담하는 주체와 수혜 주체가 달라 소비자에게 직접적인 효용을 제공하기 어렵기 때문이다.

결제 시장 고려 사항 1. 결제 산업은 이미 극심한 경쟁 산업

스테이블코인 결제가 국내 결제 시장에서 플러스 알파를 창출하기 어려운 것은 국내 결제 산업이 이미 극심한 경쟁 구도하에 놓여 있기 때문이다.

실제로, 결제 산업 내 기업들이 결제 서비스를 통해 거둬들이는 이익은 매출 대비 제한적이다. 1) 국내 인구 구조 및 경제 성장을 감안할 때, 구조적으로 성장률이 낮아지고 있고, 2) 코로나19를 기점으로 결제의 온라인화 및 대형 플랫폼 중심의 결제 증가는 카드사 및 결제사들의 가격 협상력 약화로 이어지고 있으며, 3) 이에 카드사 및 결제사들은 고객 유치 및 수성을 위해 공격적인 마케팅 활동을 펼칠 수밖에 없기 때문이다.

경쟁 심화의 방증 1-1. 카드사 – 결제 서비스 이익 만으로는 한계

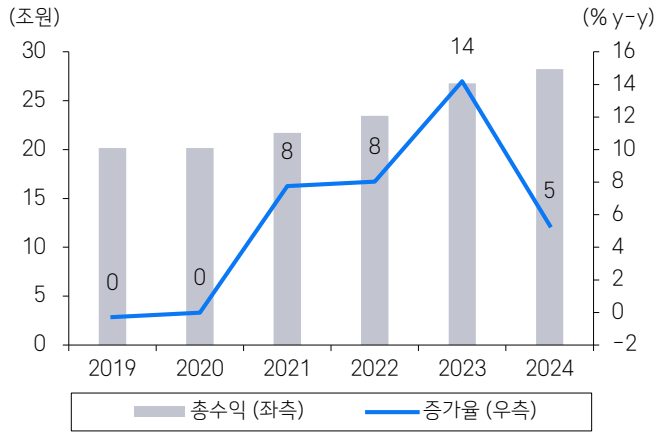
1) 고객 유지 및 수성 위한 비용 부담 가중

카드사들이 카드 결제 서비스 제공을 통해 거둬들이는 이익은 매출 대비 제한적이다. 이는 카드사들이 다양한 할인 혜택과 카드 결제 금액에 따른 마일리지 적립 등의 서비스 제공 과정에서 비용 부담이 가중되고 있기 때문이다. 실제로, 지난 해 카드사들은 가맹점 수수료 8.2조원을 포함한 총 카드 수익은 21.9조원을 기록하였으나, 실제 당기순이익은 2.6조원으로 총 매출의 9.2%를 기록하였다.

2) 한국의 가맹점 수수료율 체계도 고려 필요

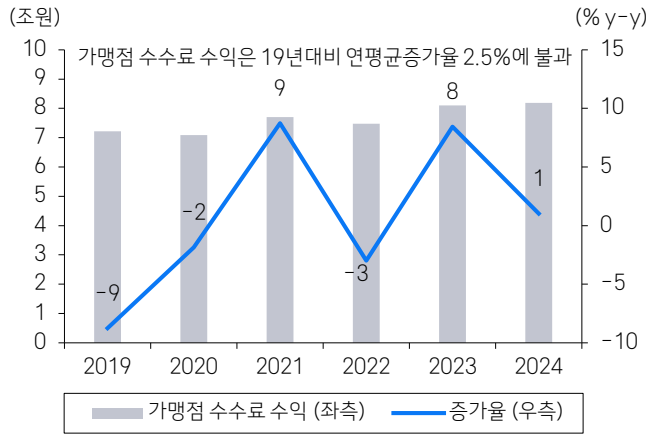
한국의 가맹점 수수료율 체계가 다른 국가들과 다른 점도 고려할 필요가 있다. 일례로, 가맹점 수수료 8.2조원은 환율 1,350원 적용 시 60억 달러로 Circle이 언급한 2.4조 달러의 0.3%에 불과할 정도로 괴리가 크다. 이는 국내 카드사들의 가맹점 수수료가 미국을 비롯한 다른 국가들에 비해 낮고, Circle이 언급한 시장 규모가 카드사 수수료 이외에도 PG사와 VAN 등 결제 Supply Chain상에 포함되는 다양한 수수료를 포함했을 수 있기 때문인 것으로 판단된다.

신용카드사: 총수익 vs 증가율



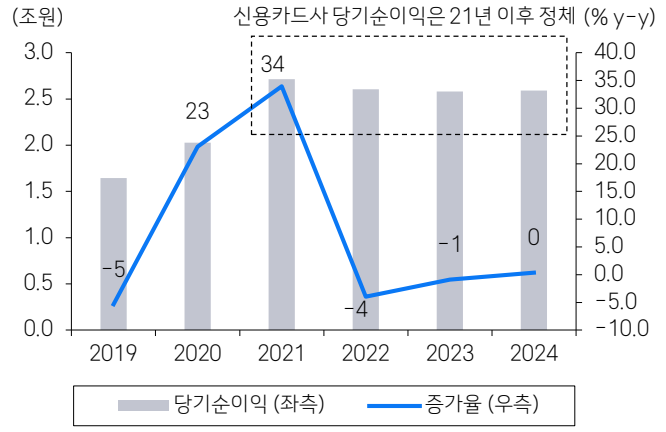
자료: 금융감독원, 삼성증권

신용카드사: 가맹점 수수료 수익 vs 증가율



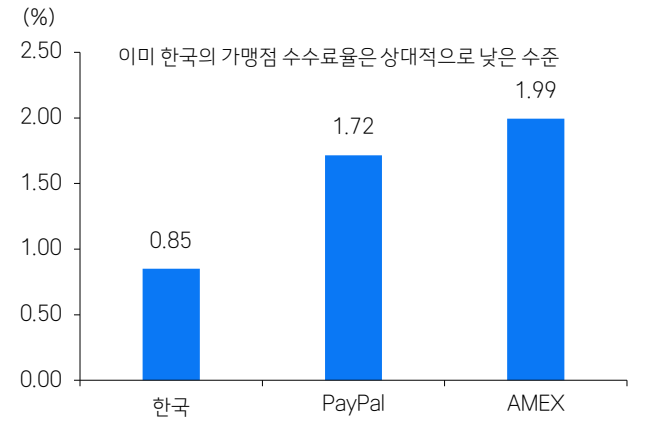
자료: 금융감독원, 삼성증권

신용카드사: 당기순이익 vs 증가율



자료: 금융감독원, 삼성증권

가맹점 수수료율 비교 (2024년)



참고: 한국 가맹점 수수료율은 카드사 합산 가맹점 수수료 수익/카드 이용 실적 기준
자료: 금융감독원, 각 사, 삼성증권

경쟁 심화의 방증 1-2. 결제사 - 쉽게 회복되지 않는 영업이익률의 시사점

온라인 결제 3사의 결제 금액 증가율 〉 매출 증가율 〉 영업이익 증가율

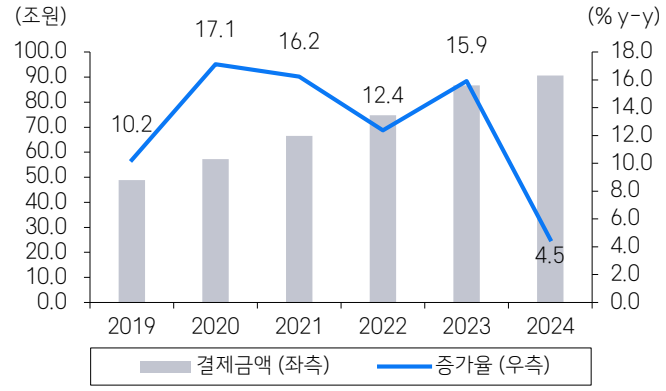
스테이블코인 결제 시장의 성장에 따른 기대가 높은 온라인 결제사 (PG사)들도 경쟁 심화에 따른 수익성 악화를 경험 중에 있다. 구체적인 예를 들기 위해 온라인 결제 3사 (NHN KCP, KG이니시스, KG모빌리언스)를 기준으로 19~24년을 분석해 보면 결과 및 시사점은 다음과 같다.

온라인 결제 3사를 기준으로 1) 전체 결제 금액은 48.9조원에서 90.6조원으로 85.4% 증가했으나, 2) 결제 수수료율을 반영한 결제 매출은 1.1조원에서 2.1조원으로 85.5% 증가하였고, 3) 비용을 차감한 영업이익은 오히려 21년을 기점으로 감소세를 보이고 있다.

특히, 영업이익률의 지속적인 하락에 초점 필요

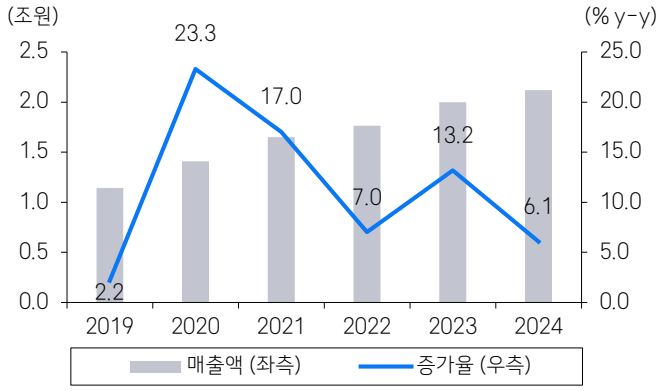
그 결과 온라인 결제사들의 영업이익률은 하락세를 벗어나지 못하고 있다. 이와 같은 수익성 악화는 온라인 결제의 대형 플랫폼 집중도 상승으로 인해 PG사들의 수수료율 가격 협상력이 낮아지고 있기 때문인 것으로 판단된다.

결제 3사 합산 결제 금액 vs 증가율



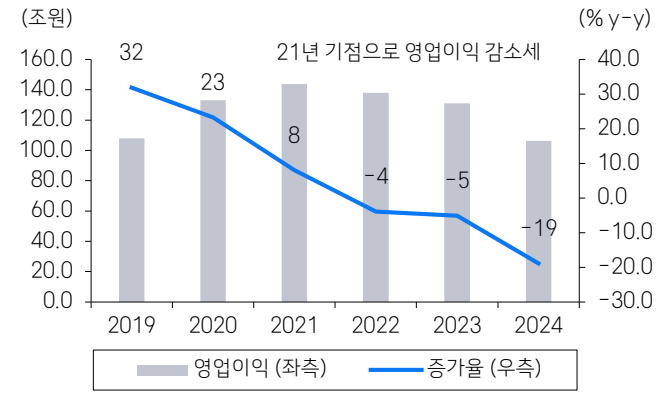
자료: 각 사, 삼성증권

결제 3사 합산 매출액 vs 증가율



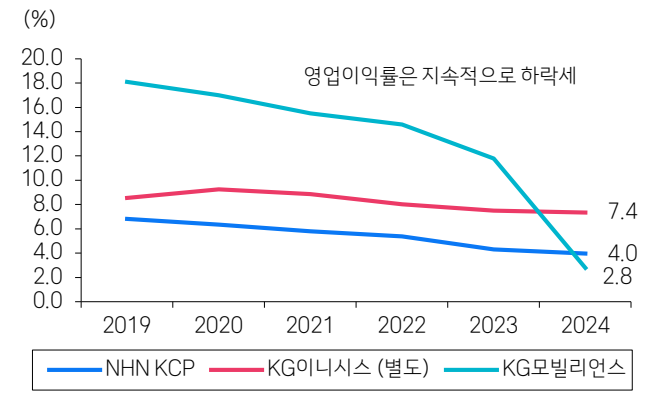
참고: KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, 삼성증권

결제 3사 합산 영업이익 vs 증가율



참고: KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, 삼성증권

결제사별 영업이익률



참고: KG이니시스는 별도 기준
자료: 각 사, 삼성증권

결제 시장 고려 사항 2. 결제 수수료 부담과 수혜 주체가 다르다

스테이블코인 결제의 기대 – 비용과 시간 단축

스테이블코인이 결제의 한 축을 담당할 것이라는 주장은 비용과 결제 시간에서의 장점을 근거로 제시한다. 즉, 스테이블코인 기반 결제의 거래 비용이 낮고 특히 해외 결제의 경우 결제까지 걸리는 시간이 카드보다 수 초 빠르다는 것이다.

가맹점 수수료는 소비자가 아닌 가맹점이 부담

그러나, 카드사의 가맹점 수수료는 소비자가 아닌 가맹점이 부담하는 비용이다. 즉, 거래 비용이 낮아져도 줄어든 비용을 기반으로 가맹점이 일정 수준 할인과 같은 서비스를 제공하지 않는 이상, 실제로 결제 수단을 결정하는 소비자에게는 아무런 소구력이 없다.

오히려 카드사의 소구력이 스테이블코인 결제보다 더 크다. 카드사는 가맹점 수수료 수익을 기반으로 할인, 포인트 적립 등의 혜택을 제공할 수 있는 반면, 스테이블코인 결제는 가맹점 수수료율이 크게 낮을 경우, 실제 제공할 수 있는 혜택의 재원이 크게 열위에 있을 수밖에 없기 때문이다.

해외 결제도 크게 다르지 않다

해외 결제의 경우, 고려할 요인이 국내 결제보다는 많을 수 있다. 1) 환전 수수료와 더불어 2) 해외 결제에 별도로 적립되는 수수료 혹은 할인 혜택, 3) 사용자가 직접 부담하는 해외 결제 수수료 등이 대표적이다.

다만, 최근 해외 여행이 빠르게 늘어남에 따라 이미 해외 결제 시장도 경쟁 강도가 크게 높아졌다는 점을 고려할 필요가 있다. 1) 카드사들은 여행 체크카드에 대한 환전 수수료를 무료화하고 있고, 2) 신용카드는 해외 결제 시 할인, 캐시백은 물론 라운지 사용 등과 같은 다양한 소비자 편의를 제공하고 있으며, 3) 네이버페이와 카카오페이 등 간편결제사들은 포인트 적립과 다양한 할인 등의 혜택을 제공하고 있다.

카드사별 트래블카드 혜택

카드사	카드명	혜택
하나카드	트래블로그	• 해외 결제 수수료 면제 • 항공사/면세점 포인트 적립
우리카드	트래블월렛 우리카드	• 해외 결제 수수료 면제
신한카드	SOL 트래블	• 해외 결제 수수료 면제 • 30종 외화 100% 환율 우대
삼성카드	삼성 iD 글로벌	• 해외 결제 수수료 면제 • 삼성페이 해외 오프라인 결제 할인
KB국민카드	KB국민 위시 트래블	• 해외 결제 수수료 면제 • 전 세계 공항 라운지 무료 이용 2회

자료: 언론 보도, 삼성증권

카카오페이 vs 네이버페이: 해외 결제 혜택

구분	혜택
네이버페이	• 네이버페이 머니카드 사용 시 3% 적립 • 해외 첫 결제 시 3만 포인트 적립 • 해외결제 수수료 환급
카카오페이	• 페이머니 사용 시 환전 수수료 면제 • 국가별 할인 및 적립 혜택 제공

자료: 언론 보도, 삼성증권

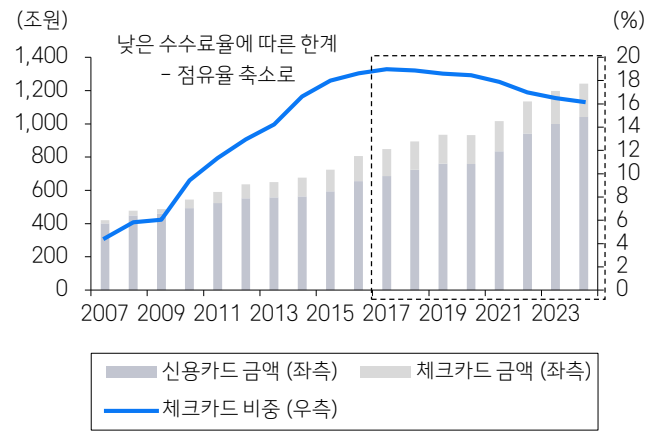
소비자의 결제 수단 선택 – 경제적 효용이 기준

결국 소비자가 결제 수단을 선택하는 기준은 경제적 효용이다. 소비자들은 카드사와 간편결제사, 스테이블코인 등 다양한 결제 수단 중 본인에게 더 많은 경제적 효용을 제공하는 수단을 결정할 가능성이 높다. 특히, 이러한 금전적 혜택은 스테이블코인 결제가 강점으로 내세우는 수초간의 결제 시간 단축이 주는 효용을 상회한다.

실제로 가맹점 수수료율 수준이 소비자의 선택에 영향을 미치지 못한다는 점은 체크카드에서 확인할 수 있다. 체크카드가 낮은 신용카드 대비 가맹점 수수료율이 낮음에도 불구하고, 전체 카드 사용액에서 차지하는 비중은 24년 기준 16.2%로 지난 2017년 이후 오히려 낮아졌다.

이에 스테이블코인 결제는 시장 초기에 더 고민이 클 수 있다. 1) 가맹점 수수료율이 기존 결제사보다 높지 않을 가능성이 높은 만큼, 제공 가능한 경제적 효용의 재원이 제한될 수 있는 가운데, 2) 시장이 태동하는 초기에는 결제망 구축을 위해 비용이 별도로 수반될 수 있으며, 3) 상대적으로 경쟁력이 있을 것으로 기대되는 해외 결제의 경우, 24년 중 해외에서 사용한 신용카드 및 체크카드 금액은 총 19.3조원으로, 국내 개인 전체 카드 결제 금액에서 차지하는 비중은 2.6%에 불과하기 때문이다.

신용카드 vs 체크카드 금액 및 체크카드 비중 추이



참고: 체크카드 비중은 신용카드 및 체크카드 총 결제 금액 기준
자료: 여신금융협회

24년 연간 카드 사용 breakdown

(조원)	국내		해외		총계
	신용	직불/체크	신용	직불/체크	
금액	643.3	85.8	14.0	5.3	748.4
비중 (%)	86.0	11.5	1.9	0.7	100.0

참고: 개인 기준 / 현금서비스, 카드론, 국세, 지방세 제외 기준
자료: 여신금융협회, 삼성증권 정리

스테이블코인 활용 전략 2. 스테이블코인을 통한 생태계 확장 시도에 초점

금융사들뿐만 아니라 대형 비금융사들의 다양한 시도도 시장 성장에 기여할 수 있다. 최근 월마트와 아마존이 자체적인 스테이블코인 발행을 고려 중인 것으로 보도된 것을 예로 들 수 있다. 아직은 초기 단계이지만, 이들 기업은 1) 신용카드 결제망에 대한 의존도를 낮추고, 2) 협력업체와의 대금 결제도 자체 스테이블코인을 활용함으로써 대금 결제에 소요되는 비용을 절감할 수 있다는 관점에서 이러한 시도를 고려 중인 것으로 판단된다.

더 나아가, 결제사 중 미국의 PayPal은 지난 23년 8월 Paxos를 통해 발행한 스테이블코인 PYUSD를 자체 결제 네트워크에 활용함으로써 자체 생태계를 강화하는 노력을 기울이고 있다. 실제로 현재 PYUSD의 발행 규모는 10억 달러로 스테이블코인 시장 내에서 발행 규모 9위에 랭크되어 있다.

결국, 이와 같은 스테이블코인을 활용한 생태계 강화가 소기의 성과를 거둘 경우, 다른 기업들도 이러한 변화를 적극적으로 차용함으로써 스테이블코인 기반 생태계가 보다 빠르게 확장될 것으로 기대한다.

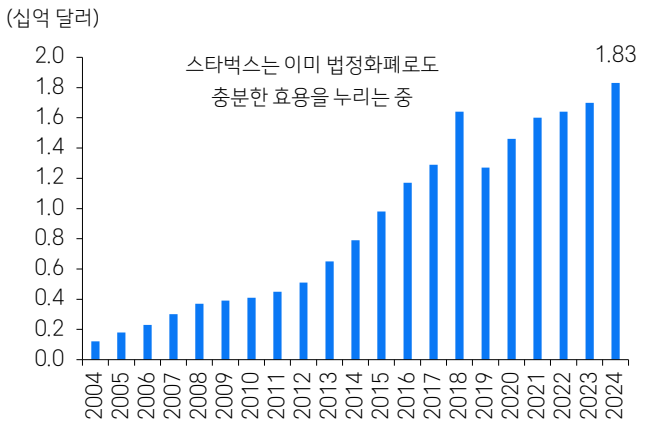
다만, 이 과정에서 다음의 사항들은 고려할 때, 이 또한 선별적인 접근이 필요하다.

고려 사항 1. 스테이블코인 vs 법정화폐의 디지털화 - 스타벅스 사례의 시사점

일차적으로 굳이 스테이블코인이 생태계 강화에 필요한가에 대한 답변은 쉽지 않다. 현재의 법정화폐 체계하에서도 이러한 시도가 이미 문제없이 구현되고 있기 때문이다.

대표적인 사례가 바로 스타벅스이다. 스타벅스는 앱에 금액을 충전하고, 이를 결제에 활용하도록 유도하고 있는데, 이를 통해 동사는 1) 선제적인 현금 유치와 2) 고객의 Lock-in, 그리고 3) 결제 과정에서의 수수료 비용을 꾀하고 있다. 이 과정에서 법정 화폐 혹은 카드 결제를 통한 충전만으로도 스타벅스가 의도한 기능과 고객의 편의성을 충분히 충족하고 있는 것은 물론, 기존의 금융상품인 PLCC카드와의 연계 등을 통해 소비자들은 추가적인 혜택도 누리고 있다.

스타벅스 미국 예치금 추이



자료: 언론 보도, 삼성증권

스타벅스 현대카드: 별 추가적립 혜택

자료: 스타벅스

고려 사항 2. 국내 간편결제 기반 플랫폼과의 경쟁

국내 간편결제 기반 플랫폼들은 스테이블코인 없이도 스타벅스와 유사한 사업 모델을 영위하고 있다. 네이버페이와 카카오페이의 경우, 소비자들은 굳이 스테이블코인을 구매하지 않더라도 예금 계좌를 연동하거나, 일정 금액을 충전함으로써 다양한 소비자 혜택을 누릴 수 있다.

1. 네이버페이: 네이버페이는 연동된 은행 계좌를 기반으로 간편 현금 결제 기능을 제공하고 있다. 특히, 네이버페이 머니 통장을 이용할 경우, 1) 연 200만원 한도로 최고 2%의 금리를 제공하고, 2) 네이버페이 결제 시 최대 3%를 적립하며, 3) 오프라인 결제 시 최대 2만원까지 2배 적립을, 4) 체크카드 결제 시 최대 1.2%의 적립률을 제공한다.

2. 카카오페이: 카카오페이 또한 카카오페이머니에 충전되어 있는 금액을 기반으로 결제 시 혜택을 제공한다. 1) 올해 3월 출시한 카카오페이굿딜을 이용할 경우 소비자는 조건/한도 없이 각 브랜드에서 제공하는 상시 할인 혜택을 최대 8%까지 받을 수 있고, 2) 카카오톡에서 카카오페이머니 결제 시 최대 2만원까지 결제의 0.5%를 적립하며, 3) 카카오페이 앱에서 페이머니로 결제 시 1.0%의 적립률을, 4) 신청 시 카카오페이 머니를 카카오페이증권으로 자동 이체, 예탁금 이자도 매주 지급한다.

결제 수익 기반 고객 혜택 제공을 통한 생태계 강화는 진행형

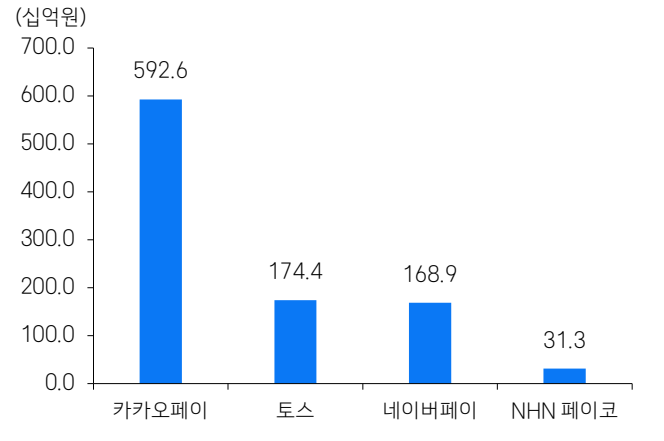
간편결제 업체들의 노력은 가시적인 성과로 나타나고 있다. 일례로, 24년 카카오페이 결제 금액 중 카카오페이 머니 결제 비중은 50% 후반을 기록한 것으로 보도되었다. 카카오페이 머니 결제의 경우, 카드 결제에 비해 결제 원가가 상대적으로 낮은데, 동사는 여기서 창출되는 수익을 고객 혜택 재원으로 활용한 것이 주효했던 것으로 판단된다. 실제로, 동사는 카카오페이 머니로 결제할 경우, 할인 및 포인트 적립 등에 있어 차별화된 혜택을 제공함으로써 고객을 끌어들이고, 해외결제 편의성을 강화하는 등 생태계 내에 Lock-in 시키는 노력을 기울이고 있다.

네이버페이 vs 카카오페이: 간편결제 혜택

구분	혜택
네이버페이	**네이버페이머니 통장 이용 시** • 2% 금리 제공 (연 200만원 한도) • 네이버페이 결제 시 최대 3% 적립 • 오프라인 결제 시 최대 2배 적립 (최대 2만원) • 체크카드 결제 시 최대 1.2% 적립
카카오페이	**카카오페이 굿딜** 조건/한도 없는 브랜드별 상시 할인 혜택 (최대 8%) **카카오페이머니** • 카카오톡에서 결제 시 0.5% 적립 • 카카오페이앱에서 결제 시 1.0% 적립 • 카카오페이증권 이체 시 예탁금 이자 매주 지급

자료: 언론 보도, 삼성증권

간편결제사별 선불 충전금 잔액



참고: 3Q25 기준
자료: 각 사, 삼성증권

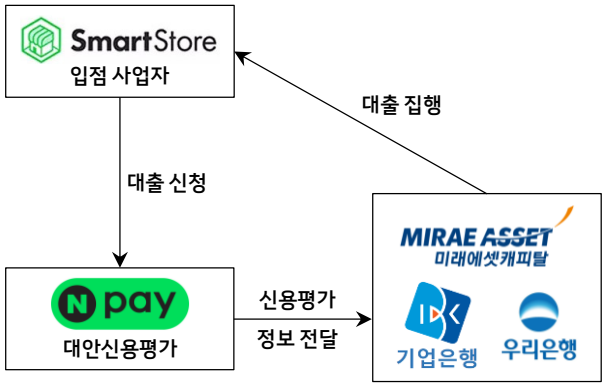
고려 사항 3. 스테이블코인 없이도 생태계 내 정보 활용을 통한 새로운 사업 모델 구축 중

스테이블코인 없이도 생태계 내에서 창출되는 정보를 기반으로 다양한 사업 모델이 시도되고 있다. Circle은 소형 사업자들이 스테이블코인을 활용함으로써 그들 고유의 아이디어와 사업성이 좋으면 앞으로는 직접 시장에서 자금 조달이 가능해질 수 있다고 언급하며, 블록체인 활용도가 높아질 것으로 주장한다. 그러나, 현재의 자본 시장 내에서도 사업성이 뛰어난 아이디어는 벤처 캐피탈, PE 등 다양한 투자자로부터 비상장 지분 투자, 대출 등 다양한 형태로 선택을 받고 있고, 유가증권 시장 이외에도 코스닥, 코넥스, 비상장 주식 거래 시장 등 다양한 형태의 시장이 이들 기업의 아이디어를 사거나, 자금 조달에 기여하고 있다.

더 나아가, 최근 국내 이커머스 플랫폼 사업자들은 확보한 가맹점 정보를 기반으로 금융 기능 제공에 나서고 있다. 네이버의 경우, 금융사들과 제휴를 맺고, 네이버 스마트 스토어의 각종 정보들을 기반으로 하는 신용 평가 역량을 활용, 네이버 이커머스 생태계 내의 가맹점들에게 여신을 제공하는 것이 대표적이다.

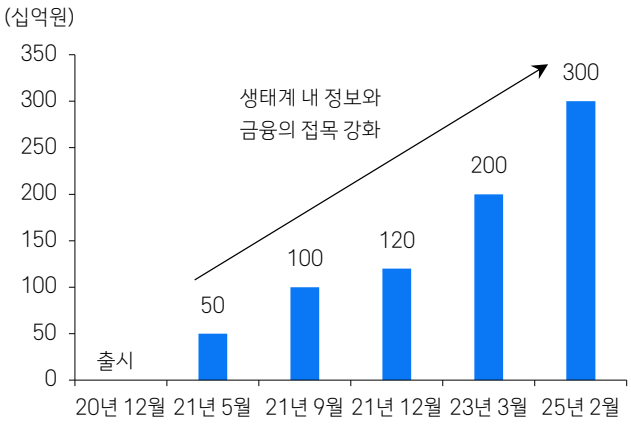
결론적으로, 이미 법정 화폐를 기반으로 하는 생태계가 일정 수준 구축된 가운데, 스테이블코인에 기반한 생태계 구축이 소비자 및 가맹점 등의 수요자에게 얼마나 더 큰 효용을 제공하는지가 향후 성패를 가늠하는 요인이 될 것으로 판단된다.

네이버 스마트스토어 대출 개념도



자료: 언론 보도, 삼성증권

네이버 스마트스토어 대출 취급액



자료: NAVER, 언론 보도, 삼성증권

스테이블코인 시장의 성장 기대는 컨센서스이지만…

스테이블코인 기반 시장의 성장에 대한 이론은 크지 않은 것으로 판단된다. 참고로, 스테이블코인 시가총액을 기준으로 1) 미국 재무장관은 2조 달러 혹은 그 이상, 2) Standard Chartered는 28년까지 2조 달러, 3) Bernstein은 10년간 약 4조 달러를 예측하였다.

JP모건은 이들보다는 다소 낮지만 현재보다는 2배 수준인 5천억 달러를 전망하였다. JP모건의 경우, 1) 현재 시가총액 2,540억 달러 중 결제 수단 채택 비율이 6% (150억 달러)에 불과하고, 2) 현재 스테이블코인의 용도도 대부분 가상화폐 거래, 분산형 금융과 담보에 집중되어 있는 만큼, 전통적 화폐 대체 기대와 현실 간 괴리가 크며, 3) 결제 등 실생활에 채택되기 위해서는 소비자에게 제공되는 혜택이 관건이지만, 이 부분은 향후 경쟁이 심화될 수밖에 없음을 이유로 들었다.

기관별 스테이블코인 시장 규모 전망치

	기간	규모
JP Morgan	2028	0.5조 달러
미국 재무부	2028	2조 달러, 혹은 그 이상
Standard Chartered	2028	2조 달러
Bernstein	2035	4조 달러

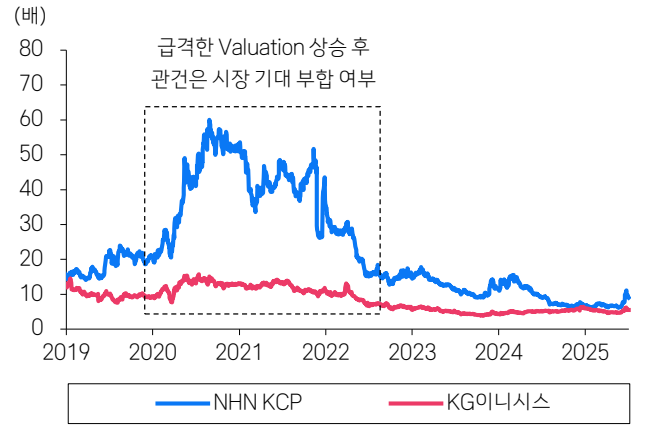
자료: 언론 보도, 삼성증권

주식 투자자의 관점에서 스테이블코인 기반 생태계 구축 및 수익 창출 능력이 향후 관건

그러나, 주식 시장의 투자자 관점에서 스테이블코인 관련주 접근에 있어서는 모든 관련주의 성공에 기반한 투자보다는 스테이블코인 시장의 성장 속에서 종목 선정에 대한 중요도가 점차 높아질 것으로 전망한다. 미래의 시장 성장에 따른 과실을 취하는 것은 소수의 기업이 될 가능성이 높기 때문이다. 실제로, 우리는 과거 2차 전지, 태양광, 결제, 전자 상거래 등의 차세대 성장 산업에서 기업 간 극심한 주가 양극화를 경험한 바 있다.

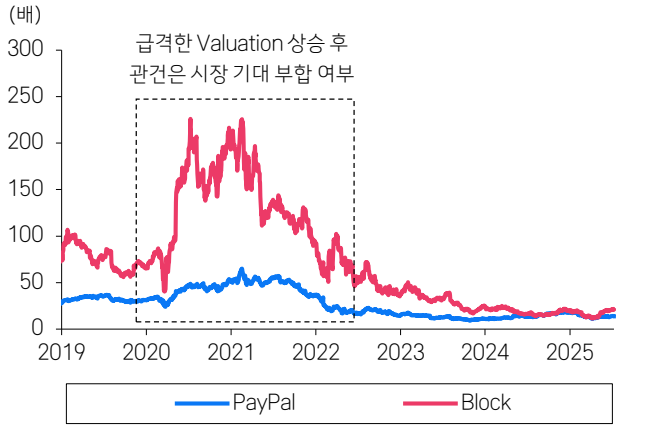
결국 스테이블코인을 기반으로 차별화된 생태계를 구축하고, 여기서 창출되는 수익을 기반으로 규모의 경제를 확장해 나가는 선순환 구조를 구축할 수 있는 기업 발굴이 향후 관건이 될 전망이다. 즉, news flow에 따라 관련 종목들의 Valuation 변동성이 높게 나타나는 것은 물론 overshooting도 빈번히 일어날 수 있지만, 향후 시장과 업계 구도에 대한 윤곽이 나오고, 이에 따른 기업들의 실적이 가시화됨에 따라 투자자들은 시장의 유력한 승자를 중심으로 차별화된 Valuation을 부여할 것으로 전망한다.

NHN KCP vs KG이니시스: PER



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

PayPal vs Block: PER



자료: Bloomberg, 삼성증권

그러나, 잠재적 승자 (Winner)를 예측하는 것은 쉽지 않다!

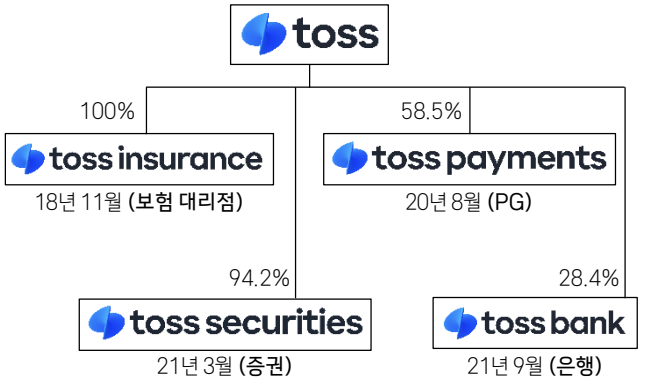
다만, 앞서 살펴본 바와 같이, 현시점에서 미래 스테이블코인 시장에서의 잠재적 승자 (Winner)를 예측하는 것은 쉽지 않다. 1) 각 국가마다 처한 상황과 규제 환경이 다른 것은 물론, 2) 스테이블코인의 활용에 있어서는 단순히 스테이블코인의 발행 규제만이 아니라 이와 연관된 다양한 산업의 규제 변화가 수반되어야 하고, 3) 기업들의 스테이블코인 활용을 위한 다양한 노력들이 뒷받침되어야 하며, 4) 최종적으로 소비자 입장에서는 스테이블코인에 기반한 상품이 기존 상품에 비해 더 많은 혜택을 제공해야 선택받을 수 있기 때문이다.

특히, 스테이블코인 하나(One tool)만으로는 한계 명확

특히, 스테이블코인 단 하나만을 무기로 시장이 기대하는 수준의 수익 창출은 쉽지 않을 가능성이 높다는 점에 초점이 필요하다. 법제화를 거쳐야 하는 현시점에서 1) 소수의 사업자에게 스테이블코인 발행이 허용될 경우, 이는 화폐의 공공재적 성격 및 규제 산업의 특성을 계승해야 한다는 점에서 높은 마진을 추구하는 것이 쉽지 않을 수 있고, 2) 반대로 다수의 사업자가 발행할 수 있게 된다면, 초기 파편화된 시장에서 업체 간 합종연횡 (Consolidation)이 이뤄지기까지 경쟁 강도는 높게 이어짐에 따라 역마진의 가능성도 고려되어야 하기 때문이다.

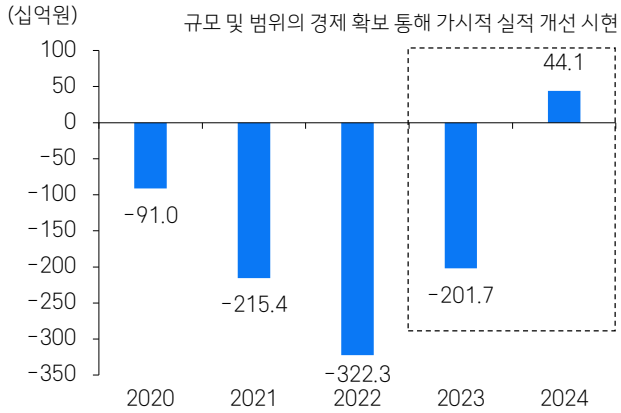
결국 스테이블코인을 기반으로 다양한 수익 창출 수단들을 얼마나 효과적으로 접목시킬 수 있는지가 관건이 될 전망이다. 가령, 토스의 경우, 결제 앱을 기반으로 은행, 증권, 보험 등 다양한 계열사를 직접 보유함으로써 금융 기능을 제공하는 것은 물론, 최근에는 이커머스까지 확장을 꾀하며 원앱을 기반으로 소비자로부터 최대한의 수익을 이끌어내고 있다.

토스 및 계열사



자료: DART, 삼성증권

비바리퍼블리카 당기순이익 추이



참고: 연결 지배주주순이익 기준
자료: DART, 삼성증권

현시점에서 차별화된 생태계 구축을 위한 조건 점검

현시점에서 차별화된 생태계 구축을 위한 조건은 다음과 같이 판단된다.

1. 스테이블코인 Rail 확보

현시점에서 일차적으로 초점이 맞춰지는 기업들은 잠재적 스테이블코인 발행 사업자이다. 자체 발행한 스테이블코인을 기반으로 사용 저변을 확장, 고유의 생태계 조성에 가장 유리할 수 있기 때문이다. 가령, 현재 달러화 스테이블코인은 Tether와 Circle이 가장 앞서 있는 가운데, 향후 원화 스테이블코인이 법제화될 경우, 시장을 장악할 수 있는 잠재적 플레이어에 초점이 필요할 것으로 전망한다.

2. 수익 창출 Vehicle 혹은 노하우 보유

하지만, 스테이블코인 하나만으로는 생태계 조성에 한계가 있을 여지가 크다. 현시점에서도 스테이블코인에 있어 가장 큰 한계는 사용처가 극히 제한적이라는 점이다. 즉, 스테이블코인을 기반으로 거래는 물론, 결제, 송금, 투자 등 다양한 기능과의 접목이 필요한데, 이를 제공할 수 있는 관련 기업 혹은 네트워크, 노하우 등의 확보 여부가 또 다른 관건이 될 전망이다. 현재 Circle의 경우, 다양한 개발자들과의 연계를 통해 이의 활용도를 높이기 위한 노력을 기울이는 것도 이의 일환이라 판단된다.

결국 스테이블코인의 활용 규모 제고를 통한 수익 창출 여부가 관건인데, 1) 디지털 자산 투자 이외의 영역에서 소매 결제를 담당하는 결제사들과 2) 무역 금융을 담당하는 은행들이 주목받는 이유이다.

3. 생태계 내의 사용자 확보 여부

스테이블코인 생태계 조성을 위한 인프라가 구축된 이후의 관건은 사용자 확보가 될 전망이다. 대표적으로 온라인 플랫폼을 예로 들면, 1) 유의미한 MAU를 확보한 네이버, 카카오와 같은 플랫폼들은 생태계 강화와 수익 증가라는 선순환이 이뤄진 반면, 2) 선순환 창출이 용이하지 않았던 라이코스, 싸이월드 등과 같은 플랫폼들은 도태되었던 점을 상기할 필요가 있다.

참고로, 생태계의 사용자는 반드시 개인 소비자에 국한되지 않는다. 이는 기업, 자영업자 등 해당 생태계의 목적에 따라 다양화될 수 있다. 가령, 1) 현재 한국신용데이터 (KCD), 더존비즈온과 같은 기업들은 자영업자, 중소기업을 대상으로 특화된 생태계를 조성하고 선순환을 이어가고 있으며, 2) 쿠팡과 같은 유통업체와 배달 앱 업체들은 개인 소비자의 확보만큼 Seller의 확보 또한 중요하다.

4. 생태계 구축을 위해 필요한 자금력 보유

생태계 구축에 소요되는 자금력의 보유 여부도 중요하다. 1) 플랫폼 시장은 선점 효과가 중요한 가운데, 2) 이를 선점하기 위해서는 소비자 유치는 물론, 3) 유형의 인프라 구축부터 다양한 기업, 개발자 등과의 네트워크 구축까지 대규모 자금을 조기에 투입해야 할 수 있기 때문이다.

5. 빠른 의사 결정 구조 보유

스테이블코인 시장에서의 성공을 위한 또 다른 중요 요소는 빠른 의사 결정 구조의 보유 여부가 될 것으로 전망한다. 스테이블코인 시장의 성장 속도가 빠를 것으로 예상되는 가운데, 각 국가별 제도 변화와 다양한 신규 사업자들의 진입에 따른 대응이 적시에 이뤄져야 하는 것은 물론, 다양한 이해 관계자를 연결해주는 네트워크 사업이라는 관점에서 다른 경쟁자보다 선점이 중요할 것으로 예상되기 때문이다.

차별화된 스테이블코인 생태계 구축을 위한 조건

스테이블코인 Rail 확보	스테이블코인 발행 사업자는 자체 발행 코인을 기반으로 사용 저변 확장, 고유 생태계 조성에 유리
수익 창출 Vehicle 혹은 노하우 보유	스테이블코인 기반 거래 및 결제, 송금, 투자 등 다양한 기능과의 접목이 필요
생태계 내의 사용자 확보 여부	생태계 인프라 구축 이후의 관건은 생태계 내 사용자 확보. 사용자는 개인 소비자뿐만 아니라, 기업, 자영업자 등으로 다양화 가능
생태계 구축을 위한 자금력 보유	네트워크 효과를 선점하기 위해서는 소비자 유치 및 네트워크 구축까지 대규모 자금이 조기에 집행될 필요성 존재
빠른 의사 결정 구조 보유	스테이블코인 시장이 급성장할 것으로 예상되는 가운데, 국가별 법안에 따른 대응 및 제휴사를 생태계에 접목하는 과정의 속도가 중요

자료: 삼성증권

III. 스테이블코인과 결제 - 관련 기업에 대한 검토

현재 결제 산업 내에서 당사 커버리지하 기업 중 관련성이 가장 높은 기업은 카카오페이와 NHN KCP로 판단된다. 이들에 대한 분석은 다음과 같다.

스테이블코인 관련 종목 1. 카카오페이 – 상장 결제사 중 생태계 구축 측면에서 우위 점유

당사는 결제사 중 앞서 언급한 스테이블코인 생태계 구축을 위한 조건을 감안할 때, 결제 산업 내에서 카카오페이가 상대적 우위를 점하고 있는 것으로 판단한다.

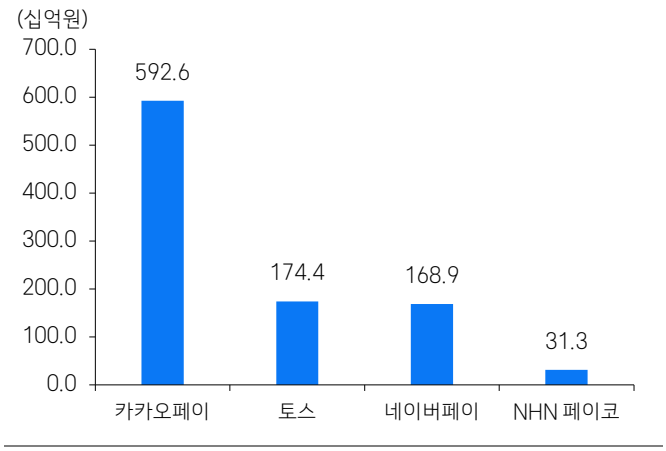
1. 스테이블코인 Rail 확보 – 자체 발행 또는 카카오뱅크와의 협업

카카오페이는 자체 발행 또는 카카오뱅크와의 협업을 통해 스테이블코인 Rail을 확보할 역량을 보유하고 있는 것으로 판단된다.

먼저, 카카오페이의 스테이블코인 자체 발행 가능성은 선불충전금 잔액 관리 경험에 기인한다. 3Q25 기준 카카오페이의 선불충전금 잔액이 5,926억원에 이르는 가운데, 경쟁사인 토스와 네이버페이의 선불충전금 잔액은 각각 1,744억원, 1,689억원에 불과하다. 또한, 선불충전금 잔액이 신탁회사에 별도 관리되는 구조는 스테이블코인 발행 시 지급준비금 별도 관리 구조와 유사하다. 즉, 카카오페이는 스테이블코인 자체 발행 시 대규모 자금 관리를 위한 기술적 기반이 이미 마련되어 있는 셈이다.

특히, 카카오 생태계 내에서 은행업 라이선스를 보유하고 있는 카카오뱅크와의 협업을 고려할 수 있다. 미국의 GENIUS 법안은 스테이블코인 발행사에 정기 감사, 월간 보고 등 다양한 규제를 적용하고 있으며, 연준과 통화감독청 등의 기존 금융감독 기관이 스테이블코인 발행사를 직접 감독한다. 이에, 한국은행도 스테이블코인 발행사에 대해 엄격한 기준을 적용할 필요성을 언급하고 있다. 즉, 향후 국내 스테이블코인 법제화 과정에서 규제 강도에 따라 카카오페이는 이미 금융 당국의 엄격한 관리 감독하에 놓여있는 카카오뱅크를 활용할 수 있다는 점에 초점이 필요하다.

간편 현금결제 사업자별 선불충전금 잔액 (3Q25)



자료: 각 사, 삼성증권

디지털자산기본법 중 스테이블코인 발행 규제

구분	요건
형태	내국법인
자기자본	5억원 이상
인력	전문인력, 전산설비 등 구비
환불계획	타당/적절한 환불 방법 및 환불준비금 계획
사업계획	타당/적절한 사업계획
대주주 자격	출자 능력, 건전한 재무상태, 사회적 신용 구비

자료: 법무법인 세종, 삼성증권

2. 수익 창출 Vehicle 혹은 노하우 보유 – 가상자산 관련 노하우 및 수익 창출 Vehicle 보유

카카오페이는 과거 가상자산 관련 사업 노하우와 더불어 다양한 금융 영역에서의 수익 창출 Vehicle을 이미 보유하고 있다. 1) 카카오페이는 22년 12월부터 24년 2월까지 국내 가상자산 거래소와 연동하여 가상자산 시세 확인 및 자산 조회 서비스를 제공한 바 있으며, 2) 관계사인 카카오뱅크는 현재 가상자산 거래소인 코인원의 입출금은행 역할을 담당하며 다양한 협업을 진행 중에 있다.

또한, 카카오페이는 향후 스테이블코인을 다양한 금융 영역에 적용할 수 있는 기반이 마련되어 있다. 실제로 카카오페이는 1) 오프라인 간편결제 1위 사업자임과 동시에 2) 카카오의 이커머스와의 연계 가능성도 고려할 수 있고, 3) 카카오톡을 기반으로 송금 서비스를 이미 제공 중에 있으며, 4) 증권 자회사를 통한 투자 기능과 5) 카카오페이손보를 활용한 다양한 보험 상품 판매 및 운용 경험도 보유하고 있다.

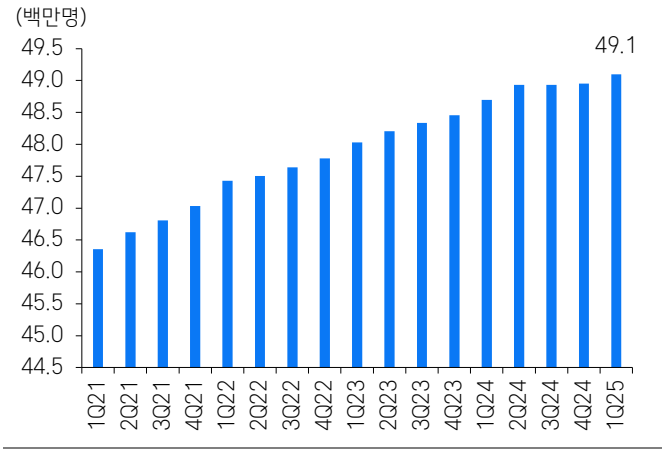
즉, 카카오페이는 향후 스테이블코인을 활용한 수익 창출에 있어서도 다른 결제사들에 비해 보다 발 빠르게 대응할 수 있을 전망이다.

3. 생태계 내의 사용자 확보 여부

카카오페이는 카카오톡과 연계되어 있다는 점에서 사용자 확보에 큰 이점을 보유하고 있다. 물론, 카카오페이의 지난 4Q24 기준 MAU 2,400만 명도 다른 결제사들과는 비교가 어려울 정도로 높은 수준이지만, MAU 4,900만 명을 보유한 카카오톡과의 연계 시 시장을 선점할 수 있는 여력은 더욱 높아질 수 있다.

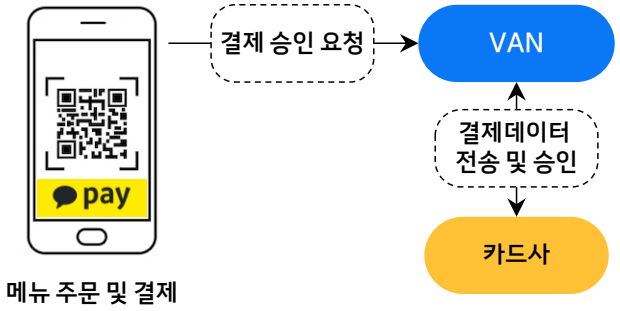
다만, 스테이블코인의 성공을 위해서는 개인 소비자만큼이나 중요한 것이 가맹점 확보이다. 스테이블코인을 사용할 수 있는 사용처를 확보해야 해당 스테이블코인의 범용성 및 가치가 높아질 수 있기 때문이다. 이러한 관점에서 1) 카카오페이의 사장님플러스, 오프라인 QR 오더 출시 등을 통한 온오프라인 가맹점 확대 노력과 더불어 2) 이미 이커머스 생태계를 구축하고 있는 카카오, 그리고 3) 이 외의 모빌리티, 게임 등과의 연계 가능성 등에 향후 초점이 필요할 것으로 판단한다.

카카오톡 MAU 추이



자료: 카카오, 삼성증권

카카오페이 오프라인 QR 오더 구조



자료: 언론보도, 삼성증권

4. 생태계 구축을 위해 필요한 자금력, 경험 보유

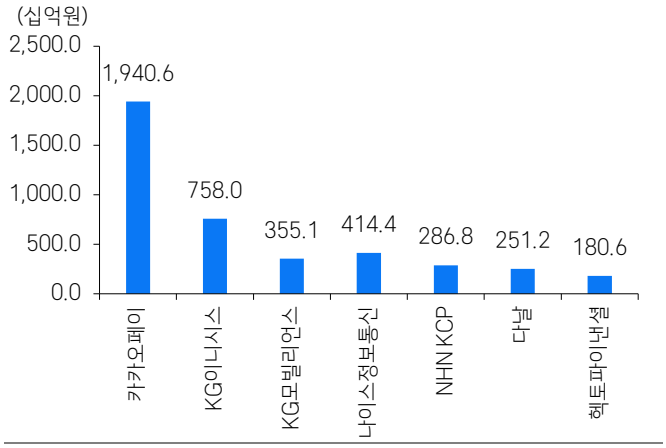
생태계 구축에 소요되는 자금 측면에서도 카카오페이는 결제 산업 내에서 상대적 우위를 점하고 있는 것으로 판단된다. 1) 카카오페이의 3Q25 기준 자본총계가 1.9조원으로 상장 PG 3사의 총 자본 2,868억원~7,580억원 수준에 비해 월등히 높고, 2) 카카오 또한 스테이블코인을 활용한 생태계 강화에 따른 보다 큰 수익을 기대할 수 있을 경우, 다양한 그룹 내 vehicle들을 활용한 협업도 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

더 나아가, 카카오페이는 모기업인 카카오와의 연계를 통해 비재무적인 생태계 구축 관련 경험 공유도 기대할 수 있는 부분이다. 카카오는 1) 플랫폼 시장 선점 효과를 달성하고, 2) 이를 선점하기 위해 소비자 유치는 물론, 3) 유형의 인프라 구축부터 다양한 기업, 개발자 등과의 네트워크 구축까지 대규모 자금을 조기에 투입하고 성공을 이끌어내는 과정에서 일련의 노하우를 보유하고 있는 것으로 판단되기 때문이다.

5. 다만, 지배 구조에 따른 의사 결정 과정은 개선 필요

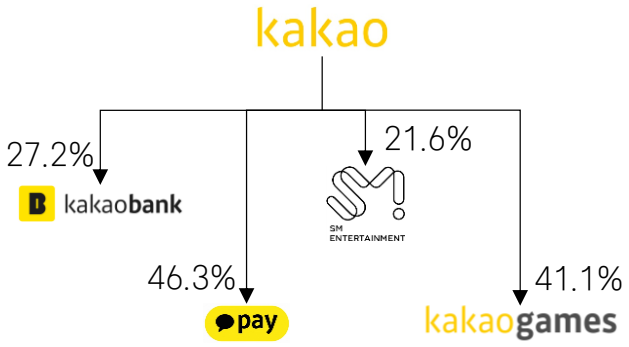
다만, 카카오페이와 카카오 생태계와의 협업 과정에서 의사 결정이 원활히 이뤄질 수 있는지가 향후 관건이 될 수 있다. 카카오는 여러 계열사들이 상장됨에 따라 카카오 생태계와 개별 계열사 간의 이해관계가 일부 차이가 발생할 수 있고, 이는 신속하고 일관된 의사 결정에 있어 일부 걸림돌로 작용할 수 있다. 실제로, 카카오가 보유하고 있는 카카오페이와 카카오뱅크 지분은 각각 46.3%, 27.2%에 불과하다. 즉, 카카오페이와 카카오뱅크는 스테이블코인과 관련된 의사 결정 과정에서 과반을 넘는 주주들의 이해관계를 고려할 수밖에 없으며, 이는 의사 결정 과정이 쉽지 않거나, 시간이 더 소요될 수 있는 리스크를 내포한다.

결제사별 3Q25 자본총계



자료: 각 사, 삼성증권

카카오 그룹 내 주요 상장사 및 지분율



자료: 각 사, 삼성증권

다만, 카카오페이에 대한 스테이블코인 發 과도한 낙관론은 경계 필요 – 실적 뒷받침 필요

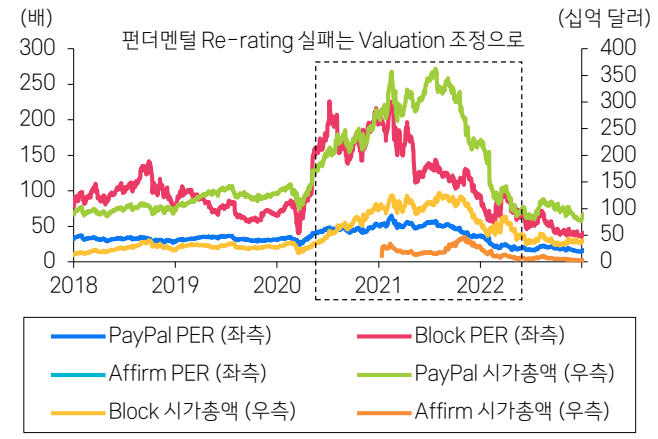
다만, 카카오페이에 대한 스테이블코인 관련 과도한 낙관론은 경계할 필요가 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 1) 스테이블코인 발행만으로 시장의 기대에 부합하는 실적 창출이 이뤄지기 어렵고, 2) 스테이블코인 발행 이후 활성화를 위해서는 상당한 비용이 수반될 수 있으며, 3) 이의 활성화를 위해서는 금융뿐만 아니라 비금융 플랫폼과의 연계를 통한 생태계 강화가 필요하고, 4) 이 과정에서 다양한 변수가 돌출될 수 있기 때문이다.

특히, 이미 카카오페이의 Valuation이 26년 PSR 5.0배, PER 67.1배의 고평가 구간에 위치하고 있는 점은 고려할 필요가 있다. 즉, 기존의 금융 플랫폼에 대한 기대와 더불어 스테이블코인과 관련된 기대감이 현재의 Valuation에 이미 일부 반영되어 있는 만큼, 이들 기대감의 구현 속도와 실제 실적 영향 등에 대한 가시성 제고가 필요한 시점이라는 점에 대해서 염두에 둘 필요가 있다.

실제로 지난 코로나19를 전후하여 핀테크가 유례없는 Valuation 상승과 하락을 경험한 점은 유의미한 반면교사로 고려할 필요가 있다. 코로나19로 인한 온라인 결제 활성화와 컨택트리스 결제의 증가, 결제 데이터의 활용, BNPL (Buy Now Pay Later)과 같은 새로운 유형의 핀테크 등장으로 결제 산업은 급격한 PER 상승을 경험하였다. 그러나, 코로나19가 끝나고 FED가 금리를 급격히 인상하는 과정에서 기존의 기대에 부응하는 실적 창출에 실패한 기업들을 중심으로 Valuation은 급격한 조정을 경험한 바 있다.

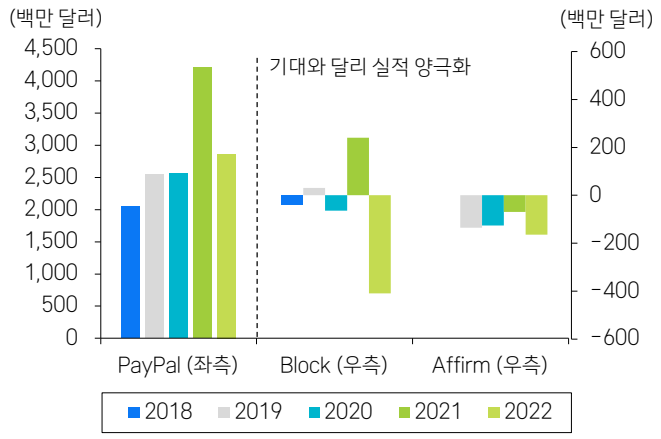
물론, 이는 시차의 이슈에도 일부 기인하는 것으로 판단할 수 있다. 즉, 이들 핀테크 기업들의 사업성은 여전히 유망한 만큼, 향후 시간이 지남에 따라 이들 기업의 실적 또한 기대에 부합하는 수준으로 개선될 수 있다. 다만, 지난 2~3년간 이들 기업의 급격한 Valuation 하락은 현재 스테이블 코인 관련주들 또한 시장의 기대에 부합하는 실적 창출 여부에 따라 높은 주가 변동성을 띌 수 있음을 시사한다는 관점에서 접근할 필요가 있다.

미국 핀테크: 시가총액 vs PER



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 핀테크: 당기순이익 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

결국 스테이블 코인은 멀고 실적은 가깝다 – 카카오페이의 일차적 관건은 플랫폼 실적

일차적 관건은 증권 실적을 필두로 한 플랫폼 실적 개선

카카오페이의 향후 실적 관련 일차적 관건은 증권 자회사 실적 개선과 더불어 플랫폼 매출 확대 확인이 될 것으로 판단된다. 1) 스테이블코인과 관련된 실적 영향은 여전히 법제화부터 가야 할 길이 먼 반면, 2) 단기적으로 동사의 플랫폼 valuation을 정당화할 수 있는 요건 중 하나는 MTS관련 Traffic의 유입과 이에 기반한 관련 플랫폼 매출 확대인 가운데, 3) 최근 증시 환경은 동사 MTS에 우호적이기 때문이다.

참고로, 1Q 중 카카오페이증권은 35억원의 영업이익을 기록하며 카카오페이의 연결 흑자 전환을 견인하였고, 2Q와 3Q에도 증권의 견조한 실적 개선세가 지속되며 카카오페이의 영업이익 증가를 견인한 바 있다.

장기적으로 스테이블코인 수혜 가능성 존재

물론, 최근 카카오페이의 주가 상승을 견인한 스테이블코인 수혜 가능성도 중장기적 관점에서는 계속해서 추이를 지켜볼 필요가 있다. 당사는 앞서 언급한 바와 같이, 카카오페이가 장기적으로 스테이블코인 생태계를 선점할 가능성이 높을 것으로 예상한다. 다만, 이와 관련된 기대감이 Valuation에 안착하기 위해서는 1) 관련 규제 및 법안 도입을 통한 산업 가이드라인 마련, 2) 카카오페이의 지배 구조 개선에 기반한 의사 결정 과정 효율화가 먼저 진행되어야 할 것으로 판단된다.

스테이블코인 관련 종목 2. NHN KCP – 생태계 선점보다는 결제 인프라 강점에 초점

NHN KCP와 스테이블코인 수혜 – 생태계 선점보다는 스테이블코인 결제 인프라 강점에 초점 필요

올 여름 동사의 주가 상승을 이끌었던 스테이블코인 관련 수혜 기대감은 과도한 것으로 판단된다. 일각에서 NHN KCP의 스테이블코인 발행과 활용에 대한 기대감을 표출하는 가운데, 실제로는 스테이블코인을 활용한 생태계 구축에 있어서 동사는 다른 결제 플랫폼에 비해서는 상대적 열위에 있는 것으로 판단되기 때문이다.

그러나, 동사는 스테이블코인 결제 인프라 시장에서 두각을 나타낼 수 있을 전망이다. 이는 동사의 견조한 국내외 가맹점 네트워크에 기인한다. NHN KCP는 1) 국내 온라인 결제 1위 사업자로서 국내 가맹점에 PG서비스를 제공함과 동시에 2) 해외 대형 가맹점의 국내 결제를 처리하고 있다. 또한, 3) 최근 월드페이와의 협약으로 인해 국내 가맹점의 해외 진출 채널까지 확보한 상태이다.

스테이블코인이 해외 송금 및 결제에서 부각될 것으로 기대되는 가운데, 이러한 NHN KCP의 국내 사업 기반과 해외 경쟁력은 스테이블코인 결제 인프라 시장을 선점하는 데 도움이 될 전망이다.

IV. Agentic AI와 결제 – 데이터가 승리의 열쇠

또다른 변화, AI 커머스

Agentic AI와 결제의 융합, AI 커머스의 시대는 머지 않았다

2026년에는 스테이블코인 뿐만 아니라 AI 커머스로의 전환이 본격적으로 이루어질 전망이다. 이미 ChatGPT, Google Gemini와 같은 LLM AI의 일상생활 내 사용 빈도가 높아져가는 상황 속에서, 커머스 기능의 도입은 AI의 성장을 보다 빠르게 촉진시킬 수 있을 것으로 기대되기 때문이다. 이러한 비전을 가지고 Visa, Mastercard, PayPal 등 해외 대형 결제사들은 이미 26년부터 AI 커머스 기능을 출시할 준비를 마친 상태이고, 국내 결제사들 또한 관련 계획을 보도하고 있다.

Agentic AI와 결제의 융합 – Visa의 비전

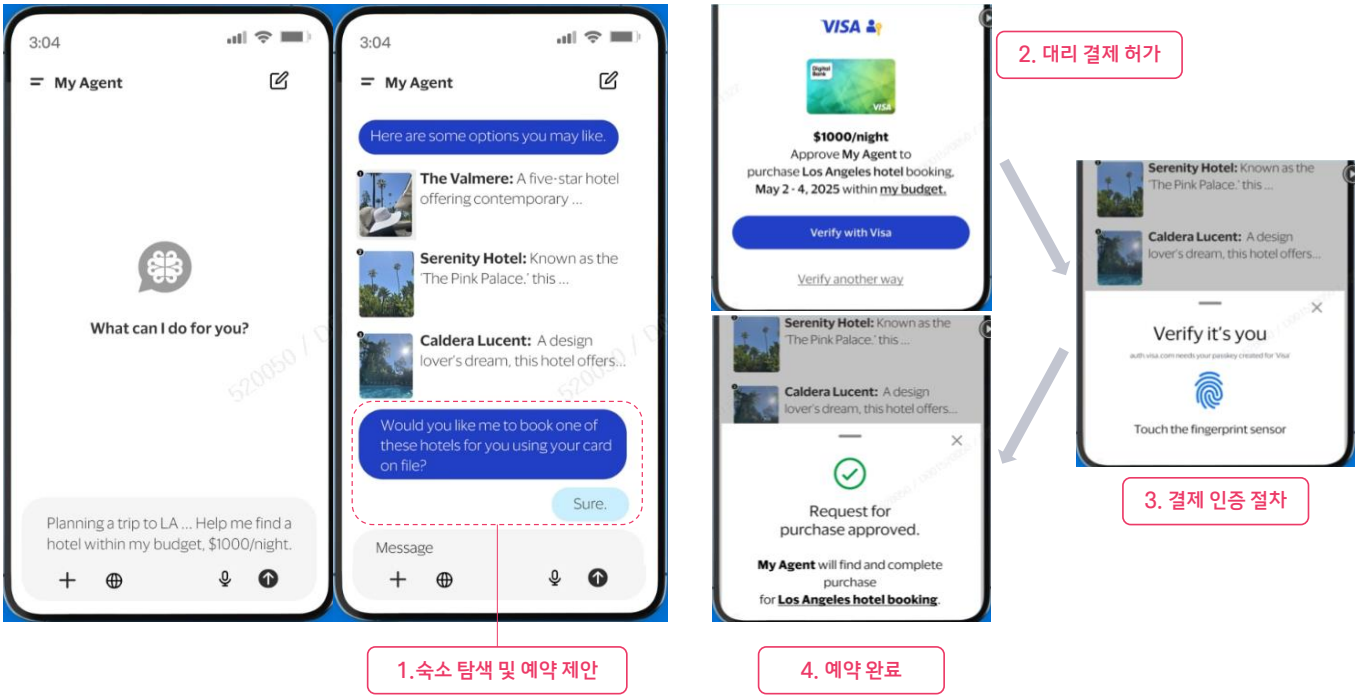
AI 커머스의 등장은 이커머스의 등장만큼 큰 혁신

Visa는 25년 5월, 연례 행사에서 Agentic AI와 결제의 융합에 따른 AI 커머스의 시대에 대한 비전을 제시하였다. Visa는 해당 행사에서 AI 커머스의 발전은 과거 이커머스의 등장과 같이 소비 시장의 판도를 뒤집을 것이라고 언급했다. 이커머스는 소비자들로 하여금 매장에 직접 가서 물건을 비교해야 하는 물리적 부담에서 벗어나도록 하였으나, 수많은 상품의 비교, 분석, 구매 의사결정에 따른 인지적 부담은 오히려 가중시켰다. 하지만, Agentic AI를 통해 상품의 비교, 분석, 구매까지 모두 대행해주는 AI 커머스는 소비자의 커머스 관련 피로도를 완전히 해소해 줄 수 있는 대안이 될 전망이다.

Visa Intelligent Commerce – 모든 AI 에이전트를 위한 결제 API 패키지

Visa는 모든 AI 에이전트가 사용할 수 있는 결제 기능 API 패키지인 Visa Intelligent Commerce를 소개하였다. Visa Intelligent Commerce를 통해 소비자는 기존의 상품 비교, 예약 정보 작성, 결제 진행 등의 단계를 생략할 수 있게 된다. 예를 들어, 소비자가 LA 여행 계획 단계에서 1박당 1,000달러 이하의 숙소 추천을 요구하자, AI 에이전트는 숙소 리스트업 이후 등록된 카드로 예약을 진행할지 문의한다. 이에 소비자가 대리 결제를 허가하고 인증절차를 거치면 Agentic AI가 자동으로 여행 일정에 맞춘 숙소 예약을 완료한다. 결국 소비자는 상품의 비교, 예약 정보 입력 등의 인지적 부담을 전부 Agentic AI에 위임할 수 있게 되며 오로지 의사결정만 하면 되는 수준으로 커머스의 구조가 간소화된다. 참고로, CEO에 따르면, Visa Intelligent Commerce는 수 분기 이내 공식 출시를 목표로 하고 있다.

Visa Intelligent Commerce 기반 AI 에이전트 결제 대행 구조도

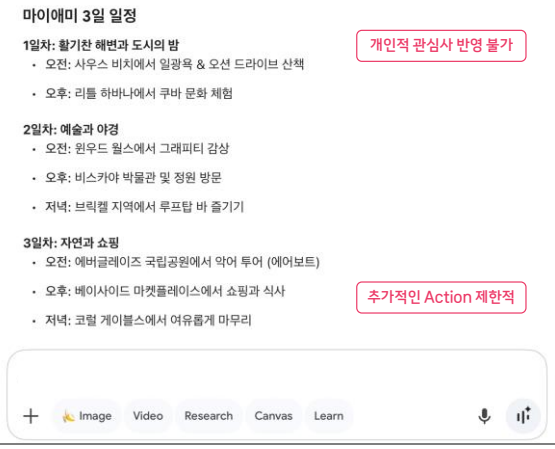


자료: Visa, 삼성증권

핵심은 초개인화 AI의 등장 – 결제 데이터와 AI의 융합

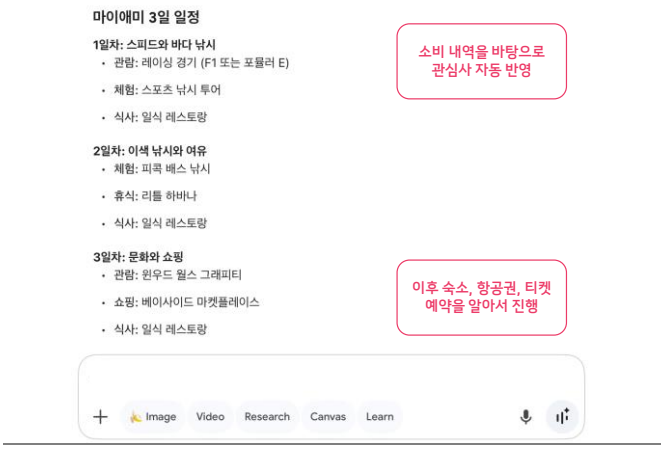
Visa Intelligent Commerce의 핵심은 소비자 결제 데이터의 AI 적용을 통한 초개인화 서비스이다. 현재의 생성형 AI는 특정 지역에 많은 사람들이 방문하거나 검색한 내역을 바탕으로 추천을 해주지만, 결제 데이터가 결합된 Agentic AI는 소비자 개인에게 맞춰진 추천 내역을 제공할 수 있다. 예를 들어, 마이애미로 3일간 휴가를 떠난다고 가정할 시, 생성형 AI는 대다수 사람들이 자주 찾는 식당, 자주 방문하는 관광지인 해변가를 추천하는데 그치며, 개인적 관심사를 반영하기 위해서는 직접 프롬프트를 입력해야 한다. 그러나, 결제 데이터가 반영된 Agentic AI는 과거 소비 내역을 바탕으로 사용자가 좋아하는 일식 맛집, 카레이싱 경기 일정, 낚시 장소를 추천함과 동시에 카레이싱 티켓 예약 대행 및 낚시 용품의 구매까지 자동으로 제안한다.

As-is: 생성형 AI와 단순 추천



자료: 삼성증권

To-be: Agentic AI의 개인 맞춤 추천 및 예약까지



자료: 삼성증권

토큰화 기술과 인증 절차로 결제 절차 신뢰도 및 데이터 보호 역량 확보

Visa는 소비자의 자금에 대한 사용 권한이 제3자인 Agentic AI에게 위임되는 것에 대한 우려를 잠재우기 위해 토큰화 기술과 인증 절차를 설명했다. 동사는 토큰화 기술을 통해 카드 번호를 고유의 16자리 암호화 코드인 토큰으로 보관함과 동시에 소비자의 AI 에이전트에 전송한다. 사용자가 해당 토큰을 Agentic AI에서 사용하는 것에 대한 승인 절차를 마치고 나면, Agentic AI는 대리결제시 Visa API를 통해 지문 또는 얼굴 인식 인증 절차를 거친다. 이를 통해 Visa는 Agentic AI가 결제 정보를 통해 무허가 결제를 진행하는 행위를 차단할 수 있다고 언급했다.

Visa는 또한, 개인화 서비스 이용을 위한 소비 내역 공유에 대한 우려를 해소하기 위해 데이터 보호 체계를 강조했다. 모든 Visa 카드는 결제 내역과 관련한 다양한 데이터 항목을 보유하고 있는데, Agentic AI에게는 원 데이터가 아닌 데이터를 바탕으로 분석한 데이터 인사이트만 공유된다. 또한, 제공된 데이터 인사이트도 사용자가 원할 시 언제든 회수할 수 있는 구조로, 사용자의 소비 내역 데이터는 실질적으로 Visa의 데이터베이스 내에만 머무르는 구조이며, 사용자는 자신의 데이터에 대한 완벽한 통제권을 보유하고 있다고 강조했다.

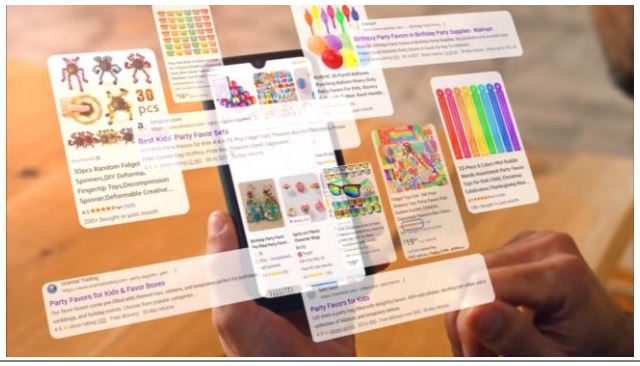
Agentic AI와 결제 기능의 융합 – 글로벌 사례 점검

글로벌 사례 1. Mastercard Agent Pay – AI 커머스 시대, 결제 신뢰성 확보가 핵심

Visa의 경쟁사인 Mastercard도 25년 5월 API 패키지의 형태로 Mastercard Agent Pay를 출시하며 AI 커머스 경쟁에 동참하고 있다. Mastercard는 따로 설명회를 개최하지 않아 자세한 정보가 공개되지는 않았으나, Mastercard Agent Pay의 전반적인 구조와 기능은 Visa Intelligent Commerce와 상당 부분 유사할 것으로 판단된다. 이는 Mastercard Agent Pay 홍보 영상에서 확인 가능한 내용으로, Visa와 동일하게 1) 토큰화에 기반한 결제의 신뢰성과 2) 물품 구매에 대한 인지적 부담 해소를 통한 고객 편의성 확대를 강조하고 있다.

참고로, 언론보도에 따르면, Mastercard는 Citibank와 US Bank 고객 중 Mastercard 카드 소유자들에게 선제적으로 Mastercard Agent Pay를 사용해볼 수 있는 기회를 제공할 예정이며, 연말 전까지 모든 미국 내 Mastercard 카드 소유자들에게 서비스를 제공할 수 있을 것으로 언급하였다.

Mastercard Agent Pay: 결제 신뢰성 및 고객 편의성 확보



자료: Mastercard

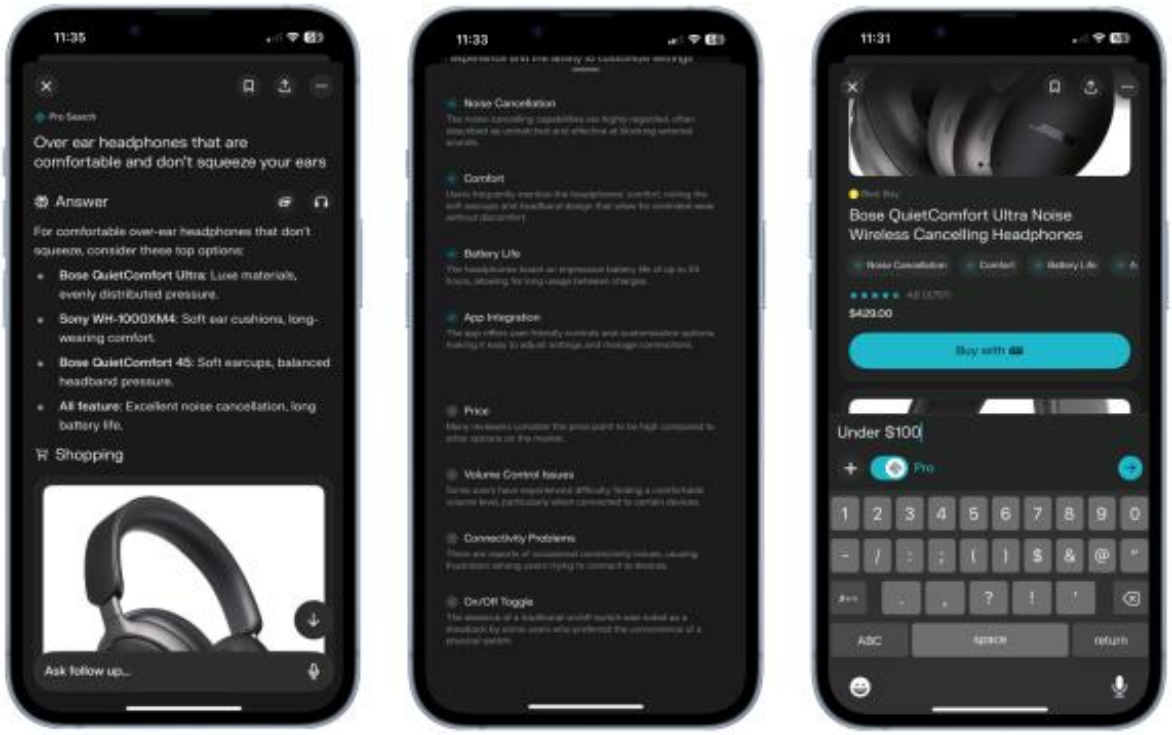
글로벌 사례 2. PayPal – AI 커머스 결제 프로세스의 간소화

AI 커머스에 대한 PayPal의 접근방식은 Visa와 Mastercard와는 사뭇 다른 것으로 평가된다.

Visa와 Mastercard는 결제 기능 연동 시 각 AI 에이전트 전용 토큰을 발급하며 해당 토큰은 연결된 AI 에이전트에서만 사용이 가능하다. 또한, 각 AI 에이전트에서 진행하는 결제는 API를 통해 Visa와 Mastercard에서 지문이나 얼굴인식 같은 추가적인 인증 절차를 거쳐 처리하는 구조이다.

반면, PayPal은 PayPal Agent Toolkit을 통해 각 AI 에이전트가 자체적으로 PayPal의 기능을 내재화할 수 있도록 구현했다. 실제로, 지난 5월, Perplexity는 PayPal Agent Toolkit을 통해 자사 챗봇에 결제 기능을 도입하였다. 해당 기능은 소비자들이 상품 검색과 여행 예약, 티켓 구매 등 다양한 소비 활동을 챗봇 안에서 원클릭으로 처리할 수 있게 구현했으며, 결제부터 송장 발급까지 모든 프로세스가 AI의 백엔드에서 진행된다.

Perplexity: 챗봇내 결제 기능

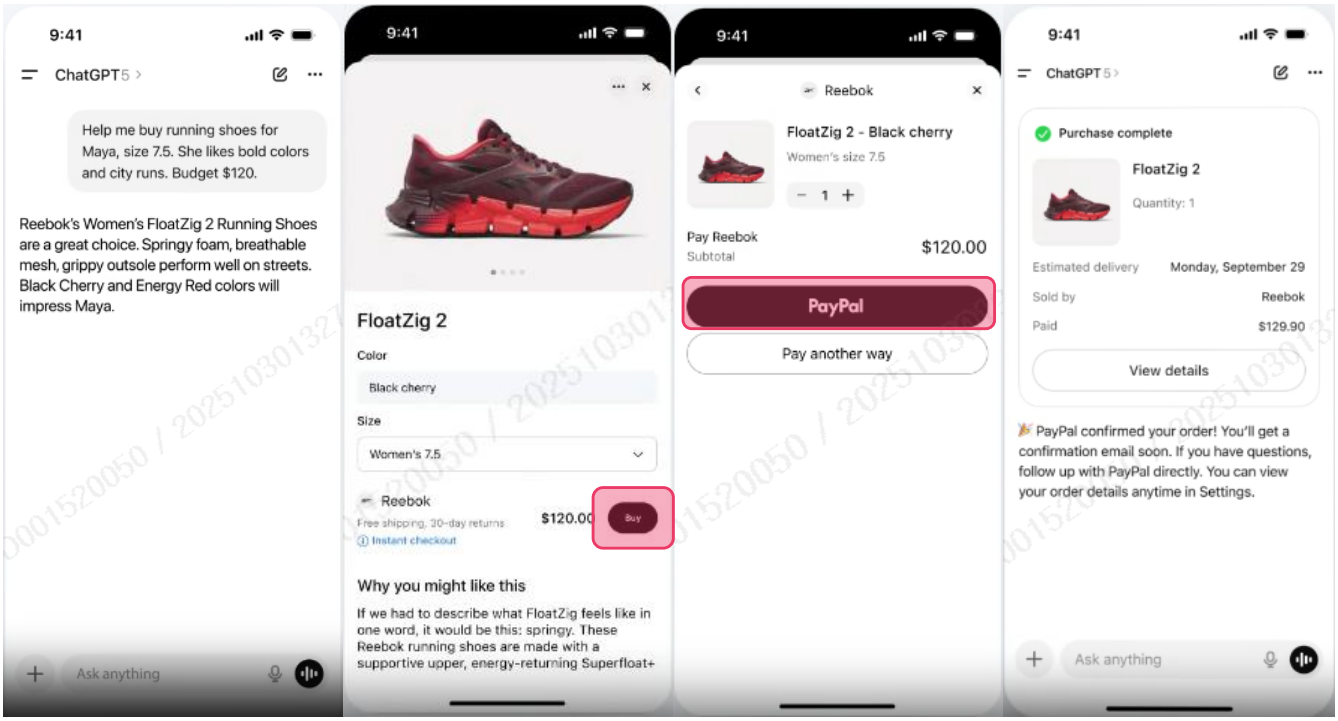


자료: Perplexity

또한, PayPal은 10월 28일 3Q25 실적 발표와 동시에 OpenAI와의 협업을 발표하였다. 해당 보도에 따르면, PayPal이 Agentic Commerce Protocol을 도입함에 따라 PayPal 가맹점과 사용자들을 내년부터 ChatGPT와 직접 연동되어 가맹점들은 AI를 통한 상품 노출, 사용자들은 인터페이스 내 원클릭 간편결제 서비스를 경험할 수 있을 예정이다.

PayPal이 공개한 홍보 영상에서는 소비자가 ChatGPT를 통해 러닝화 구매를 문의하자, GhatGPT는 소비자가 필요로 하는 기능과, 취향에 맞는 색상을 반영한 제품을 추천하였다. 이후 소비자는 구매 버튼 터치 이후 PayPal 결제 기능을 통해 상품을 주문하였다. 이렇듯, PayPal은 OpenAI와의 협업을 통해 ChatGPT 인터페이스 내에서 소비자가 상품 주문, 결제, 배송현황 확인까지 한번에 완료할 수 있는 서비스를 내년부터 제공할 예정이다.

PayPal과 OpenAI 협업 홍보 영상



자료: PayPal

시사점 – 결국 데이터를 보유하는 것이 승리의 열쇠

시사점 1. 결제 데이터 보유자 중심으로 시장 재편 가능성

현재 개발되고 있는 여러 API를 통해 유추할 수 있는 점은 Agentic AI의 시대에서는 결제 데이터 보유자 중심으로 시장 구조가 재편될 수 있다는 점이다. 이는, 성공적인 Agentic AI의 핵심인 초개인화 서비스를 실현시키기 위해서는 사용자의 소비 내역 데이터 확인이 필수적이기 때문이다. 결국, Agentic AI 개발사들은 자사 AI 고도화 및 경쟁력 확보를 위해 대형 결제사의 결제 데이터를 활용할 수밖에 없을 전망이다. 실제로, Visa는 AI 커머스 결제 시장을 선점하기 위해 모든 AI 에이전트가 사용할 수 있는 API 패키지의 형식으로 Visa Intelligent Commerce를 제공할 계획이다.

시사점 2. Human in the loop는 여전히 필요

Agentic AI가 결제 기능까지 수행하지만, 여전히 Human in the loop, 즉 결제 과정에서 사람의 개입은 필요할 전망이다. 기존의 대안을 제시하는 수준의 AI는 구매와 같은 경제 활동 이전의 단계에서 멈추지만, Agentic AI는 사용자의 경제 활동까지 완료, 이를 보고하는 최종 단계까지 관여하기 때문이다. 이에 Agentic AI가 제시하는 대안을 확인하고 최종적으로 이를 Confirm하는 인간의 개입이 결제 직전의 단계에 필요하다.

시사점 3. 커머스 업체들의 전략 변화 요구

기존 커머스 생태계 내에서는 소비자가 해당 제품을 비교, 분석, 그리고 최종적으로 구매를 결정했다. 기업 혹은 판매자 입장에서 소비자들의 선택을 받기 위해서는 소비자 향 노출을 늘리고 브랜드 이미지와 가격 경쟁력을 제고하는 등의 노력이 필요하였다. 가령, 커머스 플랫폼에 판촉비 증가, 광고를 통한 노출 증대 및 브랜드 이미지 구축 등이 대표적 사례라 할 수 있다.

그러나, 구매 결정의 주도권이 Agentic AI로 넘어갈 경우, 사람을 대상으로 하는 판매 전략에도 수정이 불가피할 전망이다. 즉, 1) Agentic AI의 알고리즘에 들어갈 수 있는 여지를 높이고, 2) 최종적으로 해당 구매를 confirm하는 단계에서 소비자의 선택을 받을 수 있도록 하는 two track 전략에 대한 필요성이 점차 높아질 것으로 전망된다.

시사점 4. 결제 플랫폼의 역할 강화 기대

PayPal, 알리페이, 카카오페이, 네이버페이 등 다양한 결제 플랫폼이 이미 수 년 전에 출시되어 많은 발전을 거쳐왔음에도 불구하고, 여전히 결제 기능은 다양한 수단과 플랫폼들로 파편화되어 있다. 국내의 사례를 보더라도 많은 사람들은 온라인과 오프라인의 결제 수단이 다르고, 온라인 마저도 결제 플랫폼, 이커머스 플랫폼 등 다양한 플랫폼들로 다시 파편화되는 구조가 지속되고 있다.

그러나, Agentic AI의 도입은 결제 플랫폼의 역할 강화로 이어질 것으로 기대된다. 즉, 결제 플랫폼으로의 개인 정보 집중을 용인하는 것이 보다 초개인화된 서비스를 가능케하고, 관련 데이터의 축적이 오차를 줄이거나 맞춤형 서비스로 귀결될 경우, 소비자들의 결제 활동도 점차 소수의 결제 수단 혹은 플랫폼으로 집중될 여지가 높아질 수 있기 때문이다.

그리고, 이는 결제 플랫폼의 기능 확대로 이어질 수 있을 전망이다. 즉, 단순 재화 혹은 서비스 구매를 넘어 보험, 투자 등과 같은 금융 기능 등에 있어 보다 초개인화된 대안을 제시할 수 있을 것으로 기대하기 때문이다.

국내 Player 점검 – 국내는 아직 개발 단계

국내 Player 1. 카카오페이 – 금융비서와 소비 AI의 Two-track 전략

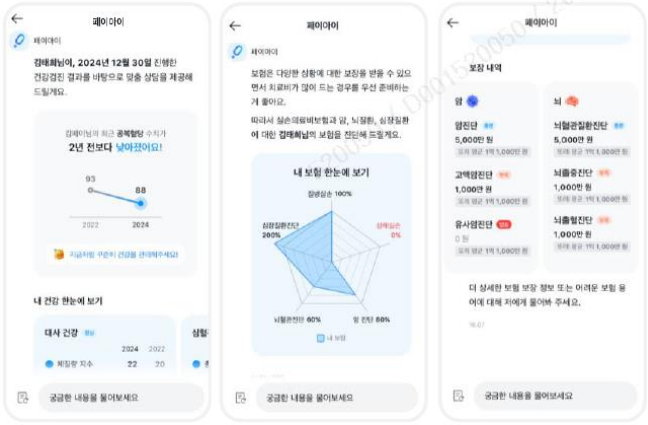
카카오페이도 유저향 AI 브랜드 '페이아이'의 출시를 알리며 에이전트 AI 시장 경쟁에 발을 들였다. '페이아이'는 크게 두가지 Agent를 기반으로 초개인화 AI 서비스를 제공할 예정인데, 이들 Agent는 1) 자산 및 건강 관리 등 사용자의 개인 비서 역할을 하는 금융 Agent와 2) 결제 기능이 접목된 소비 AI를 기반으로 하는 결제 Agent이다.

이에 카카오페이는 지난 6월 금융 Agent의 첫 번째 서비스인 '보험진단 AI'를 정식 출시하였다. '보험진단 AI'는 건강검진 결과에 기반하여 사용자의 보험 보장 상태를 분석한 이후 필요한 보험을 추천하는 서비스이다. 동사는 이후 자산관리 AI 등 사용자의 금융 및 건강 정보 등을 한눈에 조회하고 관리할 수 있는 서비스를 추가하며 금융 Agent를 진화시킬 계획이다. 추가적으로 카카오페이는 10월 중 금융 Agent의 두 번째 서비스인 '카드/결제 혜택 AI'를 출시한 바 있다.

결제 Agent 측면에서 카카오페이는 26년 상반기 중 결제 Agent가 포함된 금융 Agent AI 생태계를 출시할 계획이다. 실제로 카카오페이는 지난 8월, AI 에이전트와 카카오페이 결제 기능의 오픈 API를 연동하기 위한 MCP Agent Toolkit을 발표하며 결제 기능을 시연한 영상을 공개하였다. 해당 영상에서는 Chat GPT와 같은 LLM이 카카오페이의 결제 API와 어떤 형식으로 연동 되는지 나타나며, 결제 링크 생성, 결제 상태 확인, 결제 취소 등의 기능이 구현되어 있다.

다만, 카카오페이 사례의 경우, 현 시점에서 엄밀한 의미의 Agentic AI를 구현한 것은 아니다. Agentic AI가 차별화되는 지점은 대안의 제시와 더불어 실행에 있는데, 아직 실행 단계가 구현되지는 않았기 때문이다.

카카오페이 '보험진단 AI' 서비스 화면

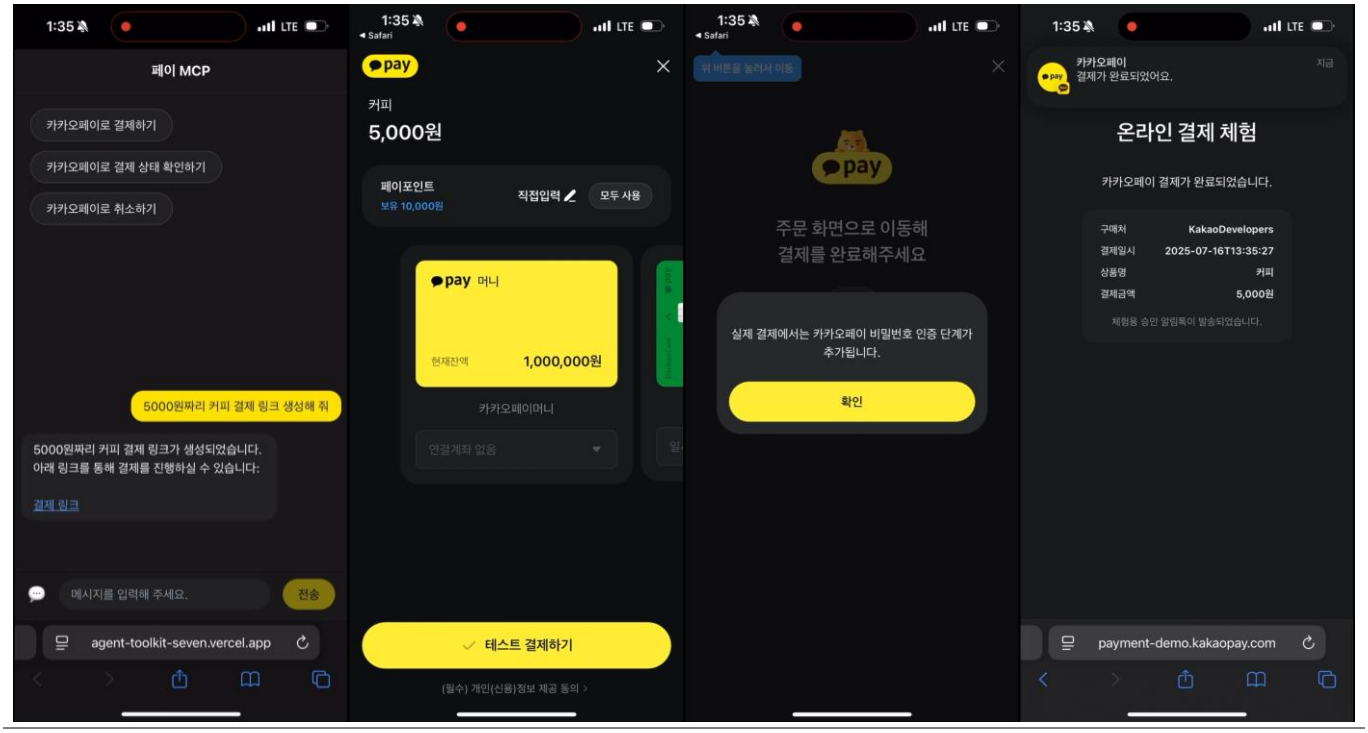


자료: 카카오페이

카카오페이 AI 서비스 추진 계획

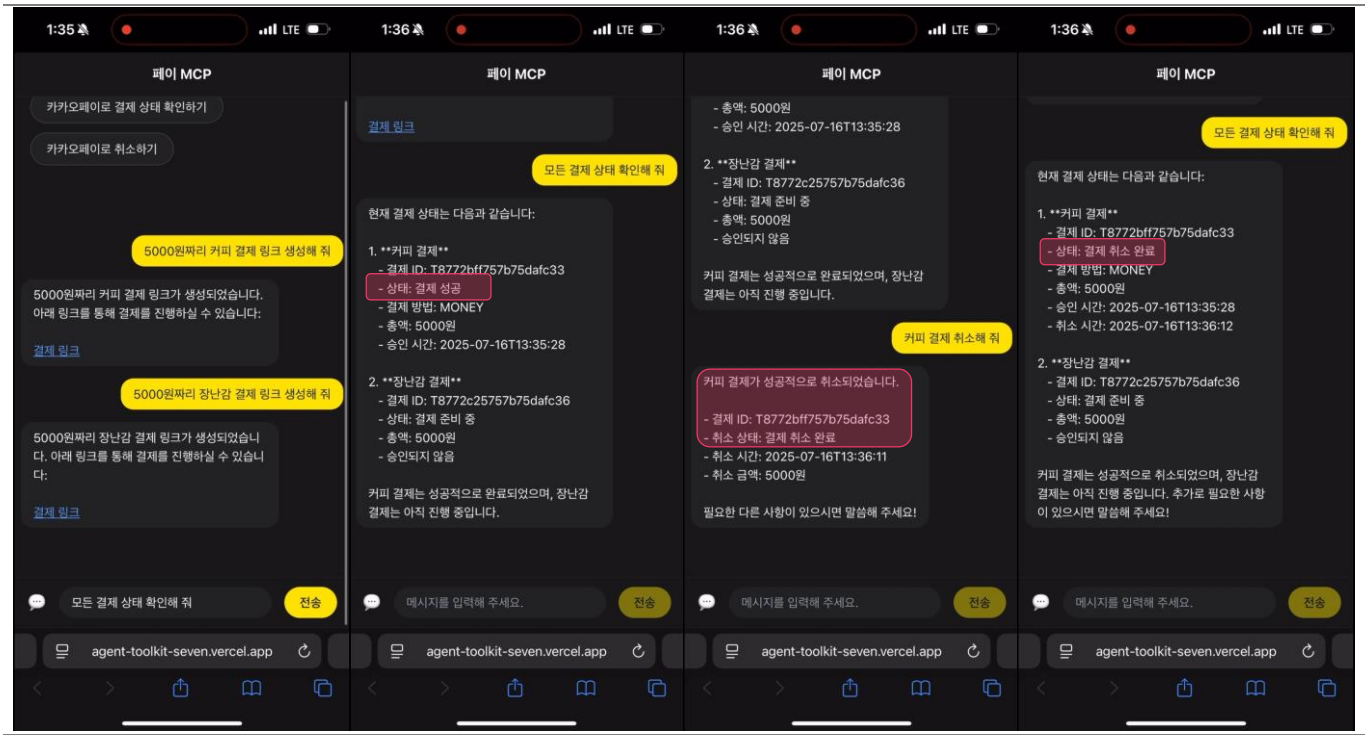
자료: 카카오페이

카카오페이 MCP 챗봇 대화 시연 영상 – 결제 링크 생성 및 결제 승인



자료: 카카오페이

카카오페이 MCP 챗봇 대화 시연 영상 – 결제 취소 및 결제 상태 확인



자료: 카카오페이, 삼성증권

국내 Player 2. NHN KCP – Agent Payments Protocol 지원 계획 발표

국내 온라인 결제 1위 사업자 NHN KCP는 지난 9월 Google Cloud가 제안한 AI 에이전트 기반 결제 프로토콜 AP2(Agent Payments Protocol) 지원 계획을 발표했다. AP2는 AI 에이전트 간 소통을 연동하는 A2A (Agent-to-Agent) 프로토콜과 AI 에이전트가 다양한 데이터 소스에 연결될 수 있도록 하는 MCP (Model Context Protocol)의 확장 형태로, 여러 플랫폼에 걸친 에이전트 기반 결제 정산이 가능하도록 지원하는 기능이다. 추가적으로, AP2는 신용카드부터 스테이블코인을 아우르는 범용 결제 프로토콜로 설계되고 있다.

참고로, 최근 OpenAI의 ACP, Google의 AP2, Coinbase의 x402 등 AI 커머스 관련 여러 오픈소스 프로토콜이 개발되고 있으나, 세 가지 프로토콜 모두 AI 커머스의 각기 다른 한 축을 담당하고 있어 서로 간의 경쟁은 없을 것으로 판단된다. ACP는 구매자, AI 에이전트, 기업 간 상호작용을 원활히 해주는 공개 표준이고, AP2는 AI 기반 결제의 보안성과 상호 운용성을 강화하는데 초점을 두고 있으며, x402는 인터넷 고유 결제 시스템인 HTTP 402 코드 기반 스테이블코인 결제 프로토콜이다.

동사의 AP2 개발 참여는 긍정적으로 평가할 수 있다. 글로벌 표준 결제 인프라 개발에 참여하고 있다는 점과 동사의 주된 사업 전략이 해외 가맹점 확대라는 점을 고려할 경우, AP2 개발 참여는 동사의 해외 결제 네트워크 확장 측면에서 긍정적으로 작용할 가능성이 높기 때문이다.

AP2 협력 업체

자료: Google

국내 Player 3. 쿠콘 – Agentic AI에 데이터 인프라 제공

쿠콘은 카카오페이와 달리 Agentic AI와 상호작용하는 Front-end API를 직접 개발하는 것은 아니다. 동사는 오히려 카카오페이와 같은 결제 API 개발사 또는 Agentic AI를 도입하는 기관에게 데이터 수집 인프라를 제공하는 방향으로 Agentic AI에 대비하는 것으로 생각된다.

실제로, 쿠콘은 지난 7월 웹케시그룹과 NH농협은행이 체결한 'AI 기반 미래형 뱅킹 서비스 협약'에서 실시간 정보 호출 및 연동과 관련된 기술 기반을 제공한다고 보도한 바 있다. 해당 협약을 통해 개발되는 서비스는 NH농협은행 직원이 기업 고객 자금 관리와 인터넷 뱅킹 기능을 자연어 명령으로 처리할 수 있도록 하는 것으로, 해당 서비스에서 쿠콘은 자체 네트워크를 통해 서비스 구현에 필요한 다양한 금융 데이터를 실시간으로 제공하는 역할을 맡을 것으로 예상된다.

앞서 언급한 서비스를 제외하면 아직 Agentic AI와 연관된 추가적인 협업이나 계약 관련 보도는 없다. 그러나, 이미 많은 결제사와 금융기관, 기업 고객들이 쿠콘의 데이터 API를 사용하고 있다는 점을 감안하면 향후 Agentic AI 도입 진행상황에 따라 쿠콘의 데이터 인프라에 대한 수요는 보다 확대될 수 있을 전망이다.

쿠콘 데이터 연결 통로

자료: 쿠콘

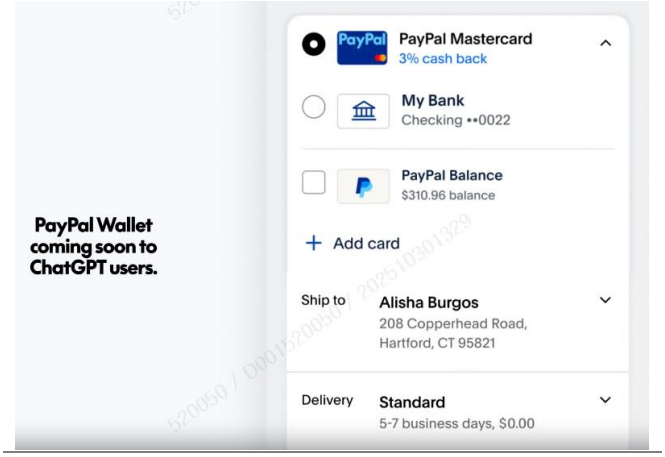
V. Agentic AI와 결제 – 투자 관점에서 가능성에 초점 필요

AI커머스 투자 전략 – 실적 개선 기대는 시기상조. 다만, 결제 데이터 혹은 플랫폼 측면에서 우위 여부에 초점

아직 국내 Agentic AI 관련 개발이 본격적으로 시작되지 않음에 따라 이에 따른 기업들의 실적 개선 효과가 가시화되기에는 아직 이르다고 판단된다. 다만, 향후 Agentic AI의 도입에 따라 커머스 기반 결제 데이터를 보유하거나 결제 플랫폼 측면에서 우위에 있는 대형 결제사들이 수혜주로써 부각될 가능성이 높다고 판단한다. 이는 해당 기업들이 결제 데이터 및 플랫폼 역량에 기반한 선순환 구조 구축으로 차별화된 이익 증가를 기대할 수 있기 때문이다. 결제 트래픽이 많을수록 결제사들은 양질의 결제 데이터를 보유하는데, 이 데이터를 기반으로 Agentic AI가 고도화되면 소비자는 보다 자연스럽고 편리한 Agentic AI를 사용할 수 있게 된다. 이는 다시 고객 Lock-in 및 결제 데이터 확대로 이어지는 선순환 구조를 완성한다. 이 과정에서 결제사는 AI 커머스를 통한 거래대금 확대로 실적 개선을 기대할 수 있고 Valuation 매력도가 재차 제고될 수 있다.

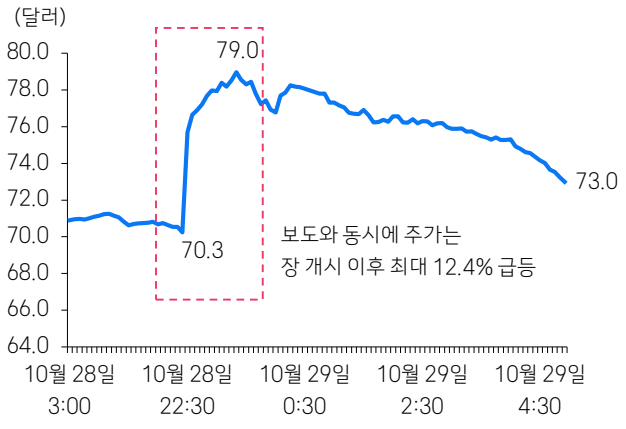
실제로, 최근 PayPal의 사례를 통해 AI 커머스 관련 기대가 결제사 Valuation re-rating으로 이어질 가능성을 확인할 수 있다. PayPal의 주가는 최근 OpenAI와의 협업 발표 직후 장중 최대 79.0달러까지 12.4% 급등하며 Valuation re-rating에 대한 가능성을 보여줬으나, 장외 주가에서 상승분을 대부분 반납하면서 아직은 관련 투자가 시기상조라는 사실도 같이 증명하였다.

PayPal과 OpenAI 협업 홍보 영상



자료: PayPal

PayPal 주가 추이



참고: 한국시간 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

다만, 국내 결제사가 AI 커머스와 관련된 내용을 발표할 경우 Valuation에 미치는 단기적 파급력은 PayPal에 비해 상대적으로 제한적일 것으로 판단된다. 이는 PayPal의 사례는 1) 전세계 1위 구독자 수를 보유한 AI 모델과의 계약이라는 점과, 2) 실질적 서비스 개시가 당장 내년부터 시행된다는 점을 고려할 필요가 있기 때문이다. 결국, 국내 AI 커머스 관련 투자는 실질적 Valuation re-rating의 시작이 아니라 여전히 가능성에 불과하다는 측면에 초점을 둘 필요가 있다.

AI커머스 관련 종목 1. 카카오페이 - 카카오 AI에 기반한 빠른 확산 여부가 관건

다만, 카카오페이의 가능성에는 주목할 필요가 있다. 이는 1) 동사는 상장 결제사들 중 AI 관련 개발 현황을 가장 적극적으로 공유하고 있는 가운데, 2) 온라인과 오프라인을 아우르는 결제 채널을 강화하고 있으며, 3) 연내 발표될 카카오 AI와의 연결성도 기대할 수 있기 때문이다.

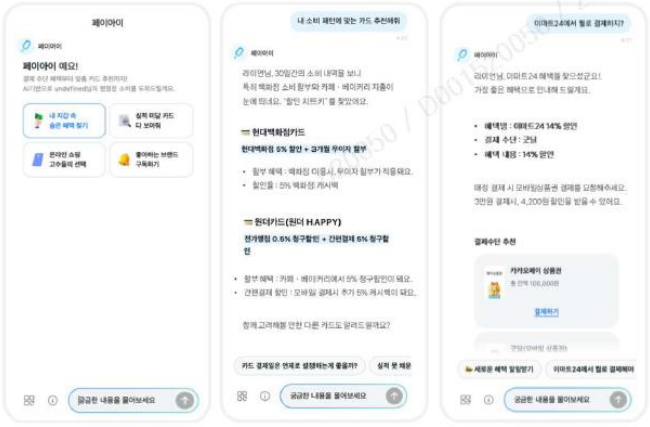
AI 관련 개발 현황 공유

카카오페이는 국내 상장 결제사들 중 가장 적극적으로 AI 관련 개발 현황을 공유하고 있다. 동사는 이미 2Q25와 3Q25 실적 발표 도중 자체 AI인 '페이아이' 관련 서비스 출시 현황을 공개했고, MCP 형태의 결제 API 개발 과정을 상세하게 공유하는 등 AI 관련 소통을 적극적으로 이어가고 있다. 경쟁사들 중 네이버페이와 토스도 AI 관련 진행 상황을 일부 공유하고 있으나, AI 에이전트를 언급한 네이버페이는 비상장사인 관계로 투자가 어렵고, 토스는 AI 에이전트를 조직 역량 확대 측면에서 도입 중으로 Agentic AI를 활용한 결제와는 다소 결이 다르다고 판단된다.

결제 채널 강화

Visa, Mastercard의 사례와 같이 카카오페이도 온라인과 오프라인을 아우르는 결제 채널 강화에 적극적으로 나서고 있다. 앞서 언급한 것과 같이, 결제 채널의 확대는 고객 Lock-in 측면에서 중요한데, 카카오페이는 7월 오프라인 QR 오더 출시, 사장님플러스 등을 통해 가맹점을 늘려 나가고 있는 동시에 굿딜, 카카오페이머니 이자 지급, 마스터카드 가맹점 해외 NFC 결제 지원 등 소비자 혜택 강화를 통해 소비자 기반 확대 노력도 기울이고 있다.

카드/결제 혜택 AI 베타 출시



자료: 카카오페이

마스터카드 가맹점 해외 NFC 결제 지원

자료: 카카오페이

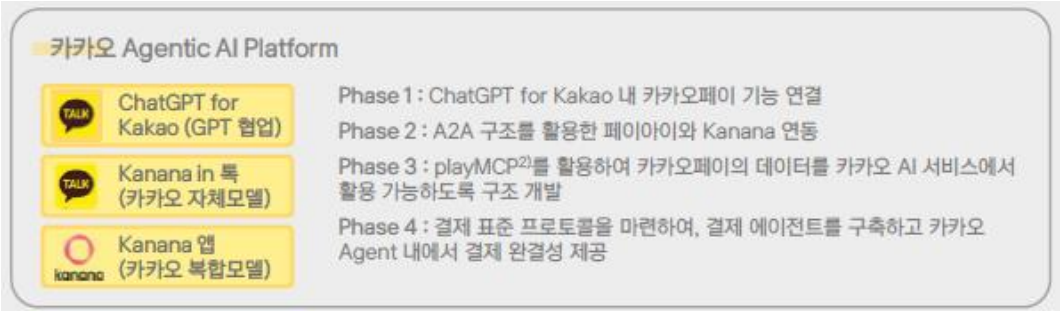
카카오 AI와의 연결성에 주목 필요

마지막으로, 카카오페이와 카카오 AI와의 연결성도 기대되는 부분이다. 2Q25 실적 발표 컨퍼런스 콜에서 카카오페이는 1) 카카오의 AI 에이전트 내에서 카카오페이의 기능을 사용할 수 있도록 준비하고 있고, 2) 향후 연계 범위를 확대할 예정이며, 3) 동사는 궁극적으로는 카카오 AI 에이전트 내에서 상품 추천 및 결제 실행 단계까지 고도화할 것으로 발표하였다. 다만, 실제 이러한 구조의 최종 단계가 구현되기까지는 다소 시간이 걸릴 전망이다. 이와 관련 동사 또한 카카오와 카카오페이 AI 구현 방식의 합의, 외부 파트너사 모집 등의 과제가 선결되어야 하는 것으로 언급한 바 있다.

3Q25 실적 발표에서는 보다 구체적인 카카오 AI와의 단계적 연결 계획을 발표한 바 있다. Phase 1은 10월 출시된 ChatGPT for Kakao내 카카오페이 기능 연결, Phase 2는 Agent-to-Agent 구조를 활용한 '페이아이'와 카카오 자체 AI 모델인 '카나나'의 연동, Phase 3는 playMCP를 활용하여 카카오 AI 서비스에서 활용할 수 있도록 카카오페이 데이터 연동, Phase 4는 결제 프로토콜 마련 및 카카오 Agent 내 결제 완결성을 제공하는 것이다.

연동 단계를 구체적으로 설명한 점은 중기적으로 긍정적으로 판단된다. 이는 카카오페이가 4,000만 MAU를 보유한 카카오톡이 구현할 AI 생태계 내 가장 유리한 위치를 차지한 결제사이기 때문이다. 결국 카카오 Agentic AI Platform의 확대와 더불어 카카오페이 기능이 성공적으로 연동된다면, 카카오페이에 대한 유저 Lock-in이 보다 극대화되고, 이에 기반한 플랫폼 실적의 개선도 기대할 수 있을 전망이다.

카카오 Agentic AI Platform 단계별 계획



자료: 카카오페이

AI커머스 관련 종목 2. NHN KCP – AP2 글로벌 표준 채택과 실적 개선시 Re-rating 가능

NHN KCP가 참여하고 있는 Google의 AP2 프로젝트가 글로벌 표준으로 채택될 경우, NHN KCP의 Re-rating이 가능할 전망이다. 이는 AP2 프로젝트에 참여하고 있는 유일한 국내 결제사로써, AP2의 글로벌 표준 채택 시 1) 국내 AI 커머스 결제 인프라 생태계를 선점하는 것과 더불어, 2) PayPal과 Mastercard 같은 대형 글로벌 결제사들과의 네트워크 강화로 크로스보더 거래대금의 성장 Driver를 확보할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다.

다만, 동사의 AP2 참여에 따른 Valuation re-rating을 정당화하기 위해서는 실적 개선이 우선적으로 이루어질 필요가 있다. 이는 Open AI와의 협업 보도에 따라 PayPal의 주가가 급등하기는 했으나, 실질적인 실적 개선으로 이어질 수 있을지에 대한 우려로 주가가 다시 조정된 점을 통해 확인할 수 있다. 이는 AI 커머스가 단순 결제 채널의 변화로만 작동할 경우 거래대금의 성장이 제한적일 수 있다는 우려에 기인한다. 결국 먼저 AI 커머스를 도입한 PayPal이 AI 커머스 도입으로 인한 거래대금의 증가, 또는 비용 절감에 기반한 수익성의 개선 등의 실질적인 실적 개선 효과를 발표할 경우, 동사의 Valuation도 Re-rating을 부여할 정당성이 확보될 것으로 판단된다.

AI커머스 관련 종목 3. 쿠콘 - 포지셔닝은 긍정적. 다만, 실질적인 펀더멘털 개선 신호가 우선

다양한 결제사와 금융기관, 기업을 고객으로 둔 쿠콘의 위치를 고려할 경우, 향후 Agentic AI 경쟁 활성화에 따른 데이터 수요 확대는 전방시장의 확대 측면에서 접근 가능하다. 이는 Agentic AI 고도화 및 초개인화를 위해서는 사용자에 대한 양질의 데이터가 필요하기 때문이다.

다만, Agentic AI 발전이 쿠콘의 실질적인 펀더멘털 개선 및 Valuation re-rating으로 이어지기 위해서는 여전히 선결되어야 할 부분들이 남아 있다. 1) 데이터 사업의 특성상 수수료율이 낮은 만큼, 전방시장의 확대에 따른 매출 성장률 기여도에 대한 불확실성 해소가 일차적으로 필요하고, 2) 더 나아가 Agentic AI 산업에서 대형 플랫폼들의 영향력이 커질 경우, 데이터 제공자 역할을 하는 쿠콘의 협상력이 또 다른 관건이 될 것으로 생각된다.

Valuation Matrix

Company name		카카오페이	NHN KCP	KG이니시스	나이스정보통신	KG모빌리언스
종목코드		A377300	A060250	A035600	A036800	A046440
투자의견		BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD
주가 (원)		49,400	16,350	10,450	25,100	4,710
목표 주가 (원)		69,000	21,200	12,200	30,000	5,800
목표 시가총액 (십억원)		9,300	851	340	262	220
상승 여력(%)		39.7	29.7	16.7	19.5	23.1
목표 P/S (배)		7.4	0.6	0.3	0.2	0.7
목표 P/E (배)		79.8	14.5	4.8	5.6	6.0
시가총액 (십억원)		6,675.9	656.6	287.9	251.0	179.0
매출액 (십억원)	2024	766.2	1,105.3	1,354.3	975.1	266.1
	2025E	966.9	1,228.2	1,302.9	1,104.3	255.9
	2026E	1,360.1	1,384.3	1,358.7	1,232.7	308.6
매출성장률 (%)	2024	24.5	13.7	0.7	9.4	(4.8)
	2025E	26.2	11.1	(3.8)	13.2	(3.9)
	2026E	40.7	12.7	4.3	11.6	20.6
영업이익	2024	(57.5)	43.8	61.0	39.9	7.4
	2025E	52.9	56.0	101.7	57.4	36.6
	2026E	113.4	75.8	116.7	61.5	57.9
영업이익률 (%)	2024	(7.5)	4.0	4.5	4.1	2.8
	2025E	5.5	4.6	7.8	5.2	14.3
	2026E	8.3	5.5	8.6	5.0	18.8
당기순이익 (십억원)	2024	(21.5)	45.2	41.2	37.6	9.7
	2025E	72.9	49.3	68.4	46.1	26.1
	2026E	116.6	64.8	80.1	49.7	42.7
EPS (원)	2024	(102)	1,126	1,478	4,382	250
	2025E	463	1,228	2,483	5,169	686
	2026E	745	1,614	2,908	5,584	1,124
EPS 성장률 (%)	2024	적전	28.2	(46.7)	29.6	(77.7)
	2025E	흑전	9.1	68.0	18.0	174.3
	2026E	61.1	31.4	17.1	8.0	63.8
SPS (원)	2024	5,691	27,523	48,535	111,623	6,854
	2025E	7,156	30,582	47,286	126,406	6,731
	2026E	10,066	34,468	49,310	141,110	8,117
SPS 성장률 (%)	2024	24.2	13.7	0.7	12.2	(4.8)
	2025E	25.7	11.1	(2.6)	13.2	(1.8)
	2026E	40.7	12.7	4.3	11.6	20.6
P/Sales (배)	2024	4.6	0.3	0.2	0.2	0.7
	2025E	6.9	0.5	0.2	0.2	0.7
	2026E	4.9	0.5	0.2	0.2	0.6
P/E (배)	2024	n/a	6.3	6.0	4.1	19.0
	2025E	106.8	13.3	4.2	4.9	6.9
	2026E	66.3	10.1	3.6	4.5	4.2
ROE (%)	2024	(1.1)	18.5	5.7	10.2	2.8
	2025E	3.7	17.3	8.9	11.2	7.4
	2026E	5.7	19.6	9.7	11.0	11.4

참고: 11월 24일 종가 기준
자료: 각 사, 삼성증권 추정

카카오페이

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,430	3,908	5,146	6,693	7,250
현금 및 현금성자산	1,257	1,564	1,417	1,283	1,162
기타 유동자산	2,173	2,343	3,730	5,410	6,088
비유동자산	536	507	501	521	542
관계기업투자	29	45	48	50	52
유형자산	45	39	38	39	41
무형자산	144	127	118	123	128
기타 비유동자산	318	296	297	309	321
자산총계	**3,966**	**4,415**	**5,647**	**7,214**	**7,792**
유동부채	1,909	2,381	3,559	5,020	5,459
예수금	522	584	528	479	433
미지급금	574	624	773	804	837
기타	813	1,173	2,258	3,737	4,189
비유동부채	123	123	126	131	137
부채총계	**2,032**	**2,504**	**3,685**	**5,151**	**5,595**
자본금	67	67	68	68	68
자본잉여금	1,815	1,818	1,807	1,807	1,807
이익잉여금	(170)	(184)	(121)	(21)	113
자본조정	165	160	162	162	162
비지배지분	58	50	47	47	47
자본총계	**1,935**	**1,911**	**1,962**	**2,063**	**2,196**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	**615.4**	**766.2**	**966.9**	**1,360.1**	**1,707.6**
결제서비스	443.4	490.0	505.0	599.7	713.9
금융서비스	142.8	244.1	410.2	681.9	878.7
기타	29.1	32.1	51.8	78.5	114.9
영업비용	**672.0**	**823.7**	**914.0**	**1,246.7**	**1,549.6**
인건비	203.1	215.4	252.6	295.5	329.5
지급수수료	318.0	360.2	385.5	448.9	526.7
광고선전비	56.5	65.5	87.7	102.4	108.7
기타	94.3	182.5	188.2	399.9	584.8
영업이익	**(56.6)**	**(57.5)**	**52.9**	**113.4**	**157.9**
영업이익률 (%)	(9.2)	(7.5)	5.5	8.3	9.2
기타수익	9.7	5.8	6.1	3.5	3.5
기타비용	15.9	19.0	12.4	16.9	16.9
금융수익	68.4	65.8	50.0	45.0	40.5
금융비용	12.8	5.6	4.9	4.4	4.0
지분법이익	1.6	5.1	3.3	2.6	2.7
법인세비용차감전순이익	**(5.6)**	**(5.4)**	**94.9**	**143.2**	**183.7**
법인세비용	17.3	16.2	22.0	26.6	34.1
당기순이익	**(22.9)**	**(21.5)**	**72.9**	**116.6**	**149.6**
증가율 (%y-y)	적전	적지	흑전	59.9	28.3

수익률

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업이익률	(9.2)	(7.5)	5.5	8.3	9.2
세전계속사업이익률	(0.9)	(0.7)	9.8	10.5	10.8
순이익률	(3.7)	(2.8)	7.5	8.6	8.8
ROA	(0.6)	(0.5)	1.3	1.6	1.9
ROE	(1.2)	(1.1)	3.7	5.7	6.8

재무 비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출	18.0	24.5	26.2	40.7	25.5
영업이익	적지	적지	흑전	114.5	39.2
순이익	적전	적지	흑전	59.9	28.3
주당지표 (원)					
EPS (연결기준)	3	(102)	463	745	990
SPS	4,583	5,691	7,156	10,066	12,637
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E	n/a	n/a	106.8	66.3	49.9
P/S	10.8	4.6	6.9	4.9	3.9

자료: 카카오페이, 삼성증권 추정

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	SPS (원)	P/E (배)	P/S (배)	ROA (%)	ROE (%)	DPS (%)	배당수익률 (%)
2023	615.4	(22.9)	3	(99.2)	4,583	n/a	10.8	(0.6)	(1.2)	-	-
2024	766.2	(21.5)	(102)	적전	5,691	n/a	4.6	(0.5)	(1.1)	-	-
2025E	966.9	72.9	463	흑전	7,156	106.8	6.9	1.3	3.7	-	-
2026E	1,360.1	116.6	745	61.1	10,066	66.3	4.9	1.6	5.7	-	-
2027E	1,707.6	149.6	990	32.8	12,637	49.9	3.9	1.9	6.8	-	-

자료: 카카오페이, 삼성증권 추정

NHN KCP

대차대조표

12월 31일 기준(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	430.1	480.1	532.5	566.9	597.0
현금 및 현금성자산	254.9	159.4	217.6	226.4	235.6
기타	175.3	320.7	314.9	340.5	361.4
비유동자산	91.9	90.2	86.0	91.6	96.4
유형자산	28.3	33.6	33.7	35.1	36.5
투자부동산	13.2	7.9	13.7	14.2	14.8
기타	50.3	48.7	38.6	42.3	45.1
자산총계	**522.0**	**570.3**	**618.5**	**658.5**	**693.4**
유동부채	294.1	297.5	307.1	291.6	261.2
비유동부채	4.3	7.6	8.1	8.1	8.1
부채총계	**298.4**	**305.1**	**315.1**	**299.7**	**269.3**
자본금	20.1	20.1	20.1	20.1	20.1
주식발행초과금	38.9	38.9	38.9	38.9	38.9
이익잉여금	208.3	244.4	290.0	345.5	410.8
기타자본항목	(43.7)	(43.7)	(51.6)	(51.6)	(51.6)
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	223.5	259.7	297.4	352.9	418.2
비지배지분	0.1	5.4	6.0	6.0	6.0
자본총계	**223.6**	**265.2**	**303.4**	**358.8**	**424.1**

손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**972.0**	**1,105.3**	**1,228.2**	**1,384.3**	**1,537.5**
매출원가	879.6	1,006.9	1,105.3	1,238.3	1,373.5
매출총이익	**92.4**	**98.5**	**122.9**	**145.9**	**164.0**
판관비	50.4	54.7	66.9	70.2	71.8
판관 비율 (%)	5.2	4.9	5.4	5.1	4.7
영업이익	**42.0**	**43.8**	**56.0**	**75.8**	**92.2**
영업이익률 (%)	4.3	4.0	4.6	5.5	6.0
금융수익	6.8	11.6	11.4	12.4	13.1
금융원가	4.8	0.4	1.3	1.4	1.4
관계기업 투자손익	1.5	1.1	0.1	0.1	0.1
기타이익	1.2	3.0	0.5	0.5	0.5
기타손실	1.1	0.3	0.4	0.4	0.4
법인세비용차감전순이익	**45.6**	**58.9**	**66.2**	**86.9**	**104.2**
법인세비용	10.4	13.6	16.4	21.6	25.9
법인세율 (%)	22.8	23.1	24.8	24.9	24.9
당기순이익	**35.2**	**45.3**	**49.8**	**65.3**	**78.3**
비지배지분	(0.1)	0.1	0.5	0.5	0.5
지배지분 당기순이익	**35.3**	**45.2**	**49.3**	**64.8**	**77.8**
증가율 (%y-y)	1.0	28.2	9.1	31.4	20.0

수익률

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출총이익률	9.5	8.9	10.0	10.5	10.7
영업이익률	4.3	4.0	4.6	5.5	6.0
세전계속사업이익률	4.7	5.3	5.4	6.3	6.8
순이익률	3.6	4.1	4.0	4.7	5.1
ROA	7.1	8.3	8.3	10.2	11.5
ROE	16.7	18.5	17.3	19.6	19.9

주당지표

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	878	1,126	1,228	1,614	1,936
SPS	24,203	27,523	30,582	34,468	38,284
DPS	200	100	250	320	390
PER (배)	11.7	6.3	13.3	10.1	8.4
PSR (배)	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4
배당성향 (%)	21.9	8.6	20.0	20.0	20.0
배당수익률 (보통주, 현금, %)	1.9	1.4	1.5	2.0	2.4

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (% YoY)	SPS (원)	PER (x)	PSR (x)	ROA (%)	ROE (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2023	972.0	35.2	878	1.0	24,203	11.7	0.4	7.1	16.7	200	1.9
2024	1,105.3	45.3	1,126	28.2	27,523	6.3	0.3	8.3	18.5	100	1.4
2025E	1,228.2	49.8	1,228	9.1	30,582	13.3	0.5	8.3	17.3	250	1.5
2026E	1,384.3	65.3	1,614	31.4	34,468	10.1	0.5	10.2	19.6	320	2.0
2027E	1,537.5	78.3	1,936	20.0	38,284	8.4	0.4	11.5	19.9	390	2.4

자료: NHN KCP, 삼성증권 추정

KG이니시스

대차대조표

12월 31일 기준(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	792.7	913.2	1,034.9	1,112.7	1,208.5
비유동자산	919.4	953.2	1,067.8	1,111.5	1,158.0
자산총계	**1,712.1**	**1,866.4**	**2,102.7**	**2,224.2**	**2,366.5**
유동부채	833.5	1,056.5	1,008.8	1,005.9	1,002.8
비유동부채	183.3	56.3	320.7	356.8	396.6
부채총계	**1,016.7**	**1,112.9**	**1,322.5**	**1,355.7**	**1,392.5**
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	78.3	88.2	72.6	72.6	72.6
기타자본항목	33.3	4.2	32.7	81.7	142.7
기타포괄이익누계액	373.8	398.0	421.8	456.9	497.1
이익잉여금	(23.9)	(23.7)	(19.0)	(19.0)	(19.0)
지배주주 지분	475.5	480.6	522.1	606.1	707.4
비지배주주	220.0	272.9	258.2	262.4	266.6
자본총계	**695.4**	**753.6**	**780.2**	**868.5**	**974.0**

손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,344.8**	**1,354.3**	**1,302.9**	**1,358.7**	**1,441.8**
매출원가	1,057.4	1,062.2	1,001.9	1,037.0	1,090.9
매출총이익	**287.4**	**292.1**	**301.1**	**321.7**	**350.9**
판관비	181.1	231.1	199.4	205.0	219.7
판관 비율 (%)	13.5	17.1	15.3	15.1	15.2
영업이익	**106.3**	**61.0**	**101.7**	**116.7**	**131.2**
영업이익률 (%)	7.9	4.5	7.8	8.6	9.1
영업외손익	16.0	(17.0)	(10.2)	(12.1)	(13.2)
법인세비용차감전순이익	**122.3**	**44.0**	**91.5**	**104.5**	**118.0**
법인세비용	25.2	(0.7)	21.0	22.3	25.4
법인세율 (%)	20.6	(1.5)	23.0	21.3	21.5
당기순이익	**97.1**	**44.7**	**70.5**	**82.2**	**92.6**
비지배지분	19.7	3.5	2.1	2.1	2.1
지배지분 당기순이익	**77.4**	**41.2**	**68.4**	**80.1**	**90.5**
증가율 (%y-y)	35.1	(46.7)	65.9	17.1	12.9

수익률

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출총이익률	21.4	21.6	23.1	23.7	24.3
영업이익률	7.9	4.5	7.8	8.6	9.1
세전계속사업이익률	9.1	3.3	7.0	7.7	8.2
순이익률	5.8	3.0	5.3	5.9	6.3
ROA	4.9	2.3	3.4	3.7	3.9
ROE	11.9	5.7	8.9	9.7	9.8

주당지표

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	2,775	1,478	2,483	2,908	3,284
SPS	48,193	48,535	47,286	49,310	52,327
DPS	420	500	500	570	640
PER (배)	4.3	6.0	4.2	3.6	3.2
PSR (배)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향 (%)	21.0	39.9	25.9	26.0	27.6
배당수익률 (보통주, 현금, %)	3.5	5.7	4.8	5.5	6.1

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (% YoY)	SPS (원)	PER (x)	PSR (x)	ROA (%)	ROE (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2023	1,344.8	77.4	2,775	35.1	48,193	4.3	0.2	4.9	11.9	420	3.5
2024	1,354.3	41.2	1,478	(46.7)	48,535	6.0	0.2	2.3	5.7	500	5.7
2025E	1,302.9	68.4	2,483	68.0	47,286	4.2	0.2	3.4	8.9	500	4.8
2026E	1,358.7	80.1	2,908	17.1	49,310	3.6	0.2	3.7	9.7	570	5.5
2027E	1,441.8	90.5	3,284	12.9	52,327	3.2	0.2	3.9	9.8	640	6.1

자료: KG이니시스, 삼성증권 추정

나이스정보통신

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,007.5	906.2	1,034.7	1,040.4	1,044.3
비유동자산	203.7	216.3	205.6	210.5	213.9
자산총계	**1,211.2**	**1,122.6**	**1,240.2**	**1,250.9**	**1,258.1**
유동부채	832.1	725.8	815.5	818.6	820.7
비유동부채	12.8	10.9	13.9	49.4	91.1
부채총계	**844.9**	**736.7**	**816.8**	**784.4**	**744.8**
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	2.8	2.9	1.0	1.0	1.0
기타자본항목	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	331.7	363.8	399.1	440.2	483.9
이익잉여금	(13.1)	(18.1)	(17.9)	(16.9)	(14.7)
지배주주 지분	326.4	353.6	387.1	429.3	475.1
비지배주주	36.4	33.1	36.3	37.3	38.2
자본총계	**366.3**	**385.9**	**423.4**	**466.5**	**513.4**

손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**891.6**	**975.1**	**1,104.3**	**1,232.7**	**1,336.8**
매출원가	752.6	832.8	944.4	1,048.0	1,135.3
매출총이익	**139.0**	**142.3**	**159.9**	**184.7**	**201.5**
판관비	102.3	102.4	102.5	123.3	133.7
판관 비율 (%)	11.5	10.5	9.3	10.0	10.0
영업이익	**36.8**	**39.9**	**57.4**	**61.5**	**67.9**
영업이익률 (%)	4.1	4.1	5.2	5.0	5.1
금융수익	9.7	16.1	12.2	13.9	12.4
금융원가	5.8	5.1	7.2	7.2	7.2
관계기업 투자손실	2.1	6.9	7.8	7.8	7.8
기타이익	3.4	6.9	9.6	9.6	9.6
기타손실	(0.6)	(0.1)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
법인세비용차감전순이익	**38.7**	**50.7**	**60.0**	**65.7**	**70.7**
법인세비용	9.0	13.0	13.9	16.0	17.3
법인세율 (%)	23.1	25.7	23.2	24.4	24.4
당기순이익	**29.8**	**37.6**	**46.1**	**49.7**	**53.4**
비지배지분	(0.5)	(0.7)	0.9	0.9	0.9
지배지분 당기순이익	**30.3**	**38.3**	**45.2**	**48.8**	**52.5**
증가율 (%y-y)	(25.7)	26.3	18.0	8.0	7.6

수익률

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출총이익률	15.6	14.6	14.5	15.0	15.1
영업이익률	4.1	4.1	5.2	5.0	5.1
세전계속사업이익률	4.3	5.2	5.4	5.3	5.3
순이익률	3.4	3.9	4.1	4.0	3.9
ROA	2.7	3.3	3.8	3.9	4.2
ROE	8.5	10.2	11.2	11.0	10.7

주당지표

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	3,381	4,382	5,169	5,584	6,009
SPS	99,483	111,623	126,406	141,110	153,024
DPS	730	810	980	1,120	1,200
PER (배)	6.4	4.1	4.9	4.5	4.2
PSR (배)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향 (%)	21.6	18.5	19.0	20.0	20.0
배당수익률 (보통주, 현금, %)	3.4	4.5	3.9	4.5	4.8

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (% YoY)	SPS (원)	PER (x)	PSR (x)	ROA (%)	ROE (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2023	891.6	30.3	3,381	(23.0)	99,483	6.4	0.2	2.7	8.5	730	3.4
2024	975.1	38.3	4,382	29.6	111,623	4.1	0.2	3.3	10.2	810	4.5
2025E	1,104.3	45.2	5,169	18.0	126,406	4.9	0.2	3.8	11.2	980	3.9
2026E	1,232.7	48.8	5,584	8.0	141,110	4.5	0.2	3.9	11.0	1,120	4.5
2027E	1,336.8	52.5	6,009	7.6	153,024	4.2	0.2	4.2	10.7	1,200	4.8

자료: 나이스정보통신, 삼성증권 추정

KG모빌리언스

대차대조표

12월 31일 기준(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	393.8	396.2	544.1	607.4	690.1
비유동자산	135.6	142.3	190.8	209.7	234.3
자산총계	**529.4**	**538.5**	**735.0**	**817.1**	**924.3**
유동부채	172.4	187.1	255.6	282.0	316.5
비유동부채	7.3	4.4	118.9	147.0	178.5
부채총계	**179.7**	**191.5**	**374.5**	**429.0**	**495.0**
자본금	19.4	19.4	19.0	19.0	19.0
자본잉여금	133.3	133.3	133.3	133.3	133.3
기타자본항목	(0.0)	(0.0)	4.0	4.0	7.0
기타포괄이익누계액	206.8	208.3	220.4	247.9	286.1
이익잉여금	(16.2)	(18.9)	(20.7)	(20.7)	(20.7)
지배주주 지분	343.4	342.2	356.0	383.6	424.8
비지배주주	6.3	4.8	4.5	4.5	4.5
자본총계	**349.7**	**347.0**	**360.5**	**388.1**	**429.3**

손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**279.6**	**266.1**	**255.9**	**308.6**	**347.5**
매출원가	189.2	179.6	175.1	201.9	217.8
매출총이익	**90.4**	**86.5**	**80.7**	**106.6**	**129.6**
판관비	57.4	79.1	44.1	48.7	54.9
판관 비율 (%)	20.5	29.7	17.2	15.8	15.8
영업이익	**33.0**	**7.4**	**36.6**	**57.9**	**74.8**
영업이익률 (%)	11.8	2.8	14.3	18.8	21.5
영업외손익	24.0	(5.4)	(4.4)	(3.7)	(3.1)
법인세비용차감전순이익	**57.0**	**2.0**	**32.2**	**54.2**	**71.6**
법인세비용	15.6	(6.2)	7.8	13.2	17.4
법인세율 (%)	27.4	(306.9)	24.3	24.4	24.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**41.3**	**8.2**	**24.4**	**41.0**	**54.2**
비지배지분	(2.3)	(1.5)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
지배지분 당기순이익	**43.6**	**9.7**	**26.1**	**42.7**	**55.9**
증가율 (%y-y)	56.0	(77.7)	168.6	63.8	30.7

수익률

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출총이익률	32.3	32.5	31.6	34.6	37.3
영업이익률	11.8	2.8	14.3	18.8	21.5
세전계속사업이익률	20.4	0.8	12.6	17.6	20.6
순이익률	15.6	3.6	10.2	13.8	16.1
ROA	8.7	1.8	4.1	5.5	6.4
ROE	13.1	2.8	7.4	11.4	13.7

주당지표

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	1,124	250	686	1,124	1,469
SPS	7,201	6,854	6,731	8,117	9,142
DPS	220	220	230	250	270
PER (배)	4.9	19.0	6.9	4.2	3.2
PSR (배)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
배당성향 (%)	18.7	88.0	33.5	22.2	18.4
배당수익률 (보통주, 현금, %)	4.0	4.6	4.9	5.3	5.7

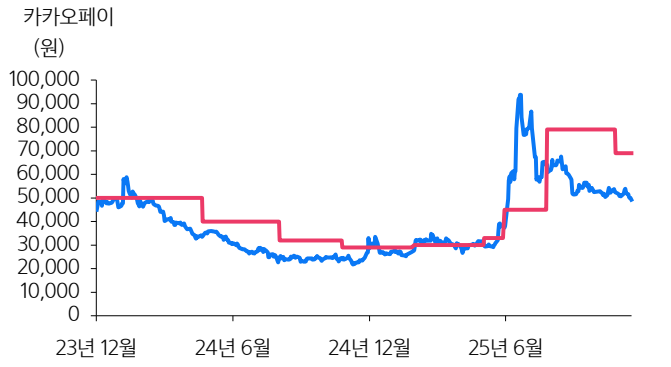
12월 31일 기준	매출액 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (% YoY)	SPS (원)	PER (x)	PSR (x)	ROA (%)	ROE (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2023	279.6	43.6	1,124	56.0	7,201	4.9	0.8	8.7	13.1	220	4.0
2024	266.1	9.7	250	(77.7)	6,854	19.0	0.7	1.8	2.8	220	4.6
2025E	255.9	26.1	686	174.3	6,731	6.9	0.7	4.1	7.4	230	4.9
2026E	308.6	42.7	1,124	63.8	8,117	4.2	0.6	5.5	11.4	250	5.3
2027E	347.5	55.9	1,469	30.7	9,142	3.2	0.5	6.4	13.7	270	5.7

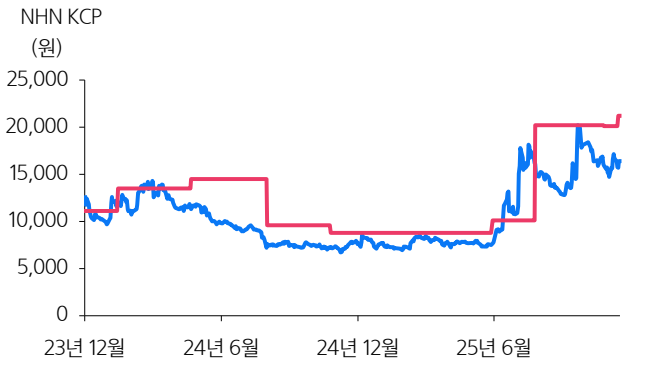
자료: KG모빌리언스, 삼성증권 추정

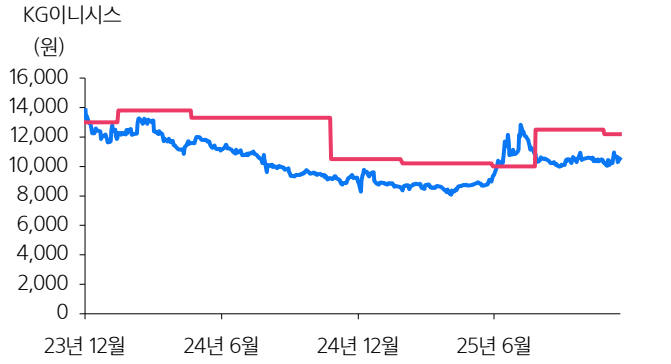
Compliance notice

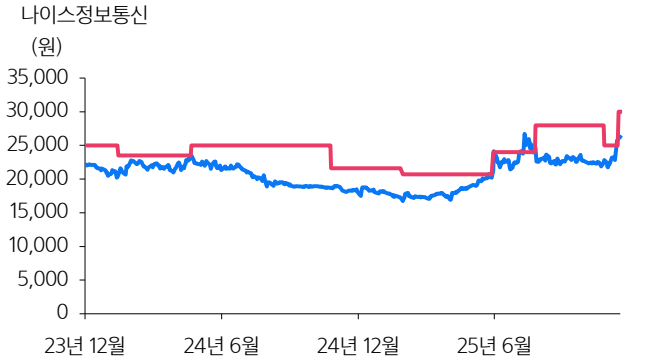
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

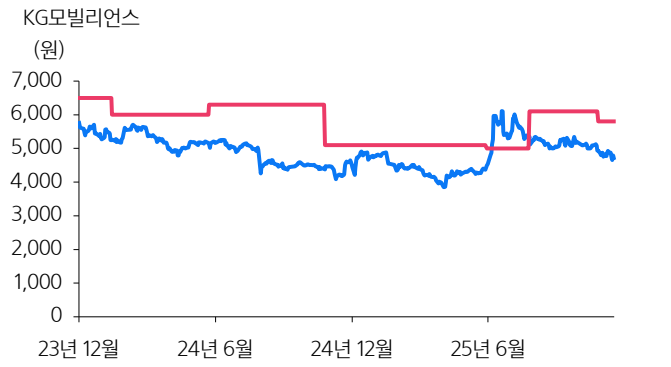
2년간 목표주가 변경 추이











최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

카카오페이									
일 자	2023/7/21	2024/4/26	8/7	10/30	2025/2/3	5/8	6/4	7/31	10/31
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
TP (원)	50000	40000	32000	29000	30000	33000	45000	79000	69000
괴리율 (평균)	-12.01	-25.87	-23.99	-9.68	2.97	-2.09	54.46	-28.21	
괴리율 (최대or최소)	-34.60	-10.13	-18.75	15.34	16.00	18.48	108.44	-14.56	

NHN KCP									
일 자	2023/11/9	2024/1/19	4/26	8/6	10/30	2025/6/4	7/31	10/31	11/26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	11100	13500	14500	9600	8800	10100	20200	20100	21200
괴리율 (평균)	-4.66	-7.82	-32.60	-22.19	-12.88	29.23	-24.40	-20.83	
괴리율 (최대or최소)	13.51	5.93	-18.48	-18.02	-2.16	79.70	0.00	-14.78	

KG이니시스								
일 자	2023/7/21	2024/1/19	4/26	10/30	2025/2/3	6/4	7/31	10/31
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	13000	13800	13300	10500	10200	10000	12500	12200
괴리율 (평균)	-12.63	-12.01	-21.34	-13.57	-15.18	11.76	-16.95	
괴리율 (최대or최소)	6.31	-3.91	-9.70	-6.95	-10.78	28.30	-12.48	

나이스정보통신									
일 자	2023/7/21	2024/1/19	4/26	10/30	2025/2/3	6/4	7/31	10/31	11/26
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	25000	23500	25000	21600	20700	24000	28000	25000	30000
괴리율 (평균)	-12.58	-6.63	-18.45	-15.53	-12.19	-2.20	-18.90	-4.85	
괴리율 (최대or최소)	-2.20	-1.06	-8.80	-12.04	0.24	11.25	-15.54	5.60	

KG모빌리언스							
일 자	2023/7/21	2024/1/19	5/28	10/30	2025/6/4	7/31	10/31
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	6500	6000	6300	5100	5000	6100	5800
괴리율 (평균)	-16.94	-12.45	-24.35	-13.60	10.65	-15.68	
괴리율 (최대or최소)	-6.62	-5.00	-16.67	-3.73	22.20	-12.46	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.09.30 기준
매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI cc 소비자중심 Best Korea Brands 2024 1

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA