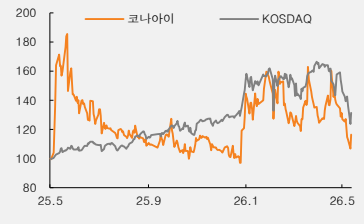


현재주가(26/06/10)	49,900원	Not Rated	
영업이익(26F,십억원)	-		
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-		
EPS 성장률(26F,%)	-		
MKT EPS 성장률(26F,%)	-		
P/E(26F,x)	-		
MKT P/E(26F,x)	-		
KOSDAQ	967.81		
시가총액(십억원)	740		
발행주식수(백만주)	15		
유동주식비율(%)	59.0		
외국인 보유비중(%)	3.8		
베타(12M) 일간수익률	0.90		
52주 최저가(원)	42,350		
52주 최고가(원)	81,000		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.6	1.8	-32.1
상대주가	6.5	-2.0	-46.4



김나미
nami.kim@miraeasset.com

코나아이

최애의 아이

메탈카드·지역화폐 동반 성장 확인, 스테이블코인 생태계 인프라로 확장

동사는 스마트카드 제조와 카드형 지역화폐 플랫폼을 함께 영위하는 핀테크·카드 전문기업으로, 글로벌 결제카드 MS 4위·국내 지역화폐 MS 60~70%를 유지하고 있다. FY25 연결 매출 3,092억원(+31% YoY)·영업이익 889억원(+166% YoY)·OPM 29%로 창사 이래 최대 실적을 기록했다. 메탈카드 중심의 스마트카드 부문이 매출의 61%(1,895억원), 지역화폐 중심의 플랫폼 부문이 22%(665억원)를 차지한다. 매출 증가율(+31%)을 영업이익 증가율(+166%)이 크게 상회하며 OPM은 전년 14%에서 29%로 큰 폭으로 개선됐다. 본업 이익 성장과 지역화폐 기반 신사업 옵션이 동시에 부각되는 구간이다.

메탈카드: 고마진 비니어 시장의 양강 구도 속 점유율 확대

동사는 글로벌 프리미엄 메탈카드 시장에서 Composecure와 양강 체제를 구축하고 있다. 고마진 비니어(Veneer) 부문 글로벌 점유율 35%를 확보했고, Amex 챔피언 밴더로서 점유율 55%, Revolut에서는 사실상 단독 공급 구조를 차지하고 있다. 메탈카드 판매 수량은 FY25 +47%, 1Q26 +90%로 가속 중이다. 핵심 변수는 전체 시장의 약 47%를 차지하는 Chase 온보딩으로, Composecure의 2028년 독점 계약 외 영역에서 협력이 진행 중이다. 선투자가 일단락된 만큼 거래량 증가분이 영업 이익으로 이어지며 수익성 개선이 본격화될 전망이다.

지역화폐 플랫폼: 발행액 확대 사이클에 스테이블코인·STO 옵션

동사는 카드형 지역화폐 시장을 개척한 사업자로 전국 65개 지자체를 운영하며 점유율 60~70%를 유지하고 있다. 2025년 재수주율 100%에 신규 4개 지역을 추가했고, 2026년 정부 목표 발행액 24조원은 FY25 대비 30% 이상 성장을 시사한다. 최근에는 국내 최초로 지역화폐 스테이블코인 결제를 시연하고 발행 기술을 확보했다. 지역화폐를 스테이블코인으로 발행해 준비금을 지방채에 투자하는 '소비가 곧 투자' 모델로 예산 의존도를 낮추고, STO로는 지역 개발 수익권을 토큰화해 1,500만 회원에게 공급함으로써 토큰증권 시장에서 유통 채널을 선점할 계획이다. 두 신사업 모두 기존 지역화폐 인프라를 재활용해 대규모 선투자가 불필요하며, 법제화 시점이 리레이팅 트리거로 작용할 전망이다.

** 본 자료는 26년 5월 20일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	195	242	280	236	309
영업이익 (십억원)	48	49	34	33	89
영업이익률 (%)	24.6	20.2	12.1	14.0	28.8
순이익 (십억원)	53	34	29	30	75
EPS (원)	3,378	2,206	1,945	2,029	5,110
ROE (%)	45.5	24.4	18.2	16.2	32.6
P/E (배)	9.6	7.4	9.2	13.6	8.9
P/B (배)	3.1	1.3	1.3	2.0	2.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	2.8	2.5	2.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

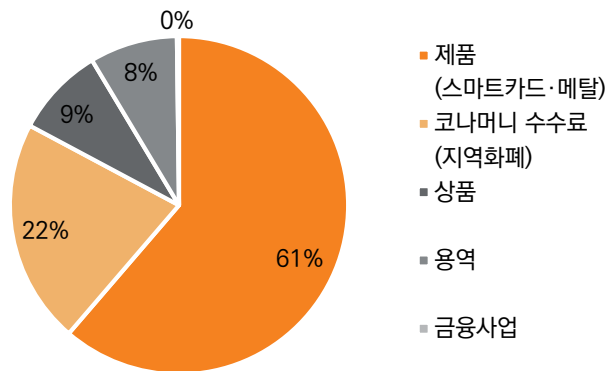
기업 개요

스마트카드 기술과 결제 플랫폼 기반의 핀테크 기업

동사는 칩 운영체제(COS) 기술을 기반으로 스마트카드(DID) 제조와 지역화폐·결제 플랫폼을 영위하는 핀테크·카드 제조사다. 1998년 설립 후 2001년 코스닥에 상장했으며, 칩 OS 개발부터 카드 제조·발급까지 통합 밸류체인을 구축해 20여 년간 전 세계 90여 개국에 제품을 공급해왔다. 글로벌 결제카드 시장점유율은 Thales·IDEMIA·G&D에 이은 4위이며, 국내 카드형 지역화폐 시장에서는 점유율 60~70%로 1위를 유지하고 있다. 연결 기준 임직원 약 220명(절반 이상이 IT 인력), 서울 본사와 부산 IT개발센터, 진천(코나엠)·김포 생산 공장을 운영한다.

사업은 스마트카드(DID) 부문과 플랫폼 부문으로 나뉜다. FY25 연결 매출 기준 메탈카드 중심의 스마트카드 부문이 61%(1,895억원), 지역화폐 중심의 플랫폼 부문이 22%(665억원)를 차지하며, 상품·SI·MVNO가 나머지를 구성한다. 2016년부터 1,000억원 이상을 투자해 구축한 독자 EMV 결제 플랫폼이 카드 제조부터 승인·정산·가맹점 관리까지 End-to-End로 수행해 중간 수수료를 제거하는 구조적 원가 경쟁력의 원천이다. 신사업 측면에서는 65개 지자체 결제망·1,500만 회원 기반 위에 스테이블코인 발행·결제와 STO 유통을 엮어, 20여 년간 축적한 카드·결제 인프라를 디지털자산 사업의 핵심 자산으로 전환하고 있다.

그림 1. FY2025 부문별 매출 비중



자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 코나아이 주요주주 현황 (2025)

주주명	소유주식수(주)	지분율(%)
조정일(대표이사) 및 특수관계자	5,698,706	39.13
자기주식	191,311	1.31
기타	8,673,274	59.56
합계	14,563,291	100

자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

스마트카드(DID)

비니어 중심의 고마진 구조와 점유율 확대

글로벌 메탈카드 시장은 2024년 기준 약 29억 달러 규모로, 수요는 미국 중심으로 형성되어 있다. 미국 프리미엄 카드 시장의 결제 수수료율이 2~3%로 유럽(0.3%)을 크게 상회해 카드사들의 메탈카드 투자 경제성이 확보되어 있다. 기존 13g 메탈카드가 20g·30g 이상으로 중량화되고, 상위 등급이 중량화될수록 하위 등급도 메탈로 전환되는 연쇄 효과가 시장 성장을 견인한다.

수요 측면에서는 JP Morgan Chase(~47%), American Express(~28%), Revolut(~4%)의 3개사가 연간 100만 장 이상을 발행하며 시장을 주도한다. 공급 측면에서는 미국 Composecure와 동사만이 메탈 대량 생산 체계를 보유해 사실상 양강 체제를 구축하고 있다. 메탈 비니어 공정은 CNC 장비 등 대규모 설비 투자와 노하우 축적이 필요해 진입 장벽이 높고, 보수적인 대형 카드사일수록 품질과 공급 안정성이 검증된 기존 공급사와의 관계를 유지하려는 경향이 강해 두 업체 중심의 과점 구조가 더욱 공고해지고 있다.

표 2. 메탈카드 글로벌 주요 고객사 현황

고객사	수량 비중	코나아이 점유	주요 현황
Chase	~47%	온보딩 추진 중	Composecure 2028년 독점계약 → 동사 협의 진행 중
Amex	~28%	~55% (챔피언 밴더)	미러카드 히트 → 한정판→일반 전환('26년)
Revolut	~4%	>90%	영국 핀테크 1위, 사실상 단독 공급

자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

동사의 메탈카드 사업은 IC칩을 내장한 프리미엄 결제카드를 글로벌 카드사에 공급하는 B2B 제조업으로, Amex·Chase·Revolut 등 글로벌 대형 발행사를 고객으로 두고 있다. Amex에서는 미러카드 히트 이후 한정판이 일반 라인으로 전환되며('26년 완료) 챔피언 밴더 지위를 굳혔고, Revolut에는 90% 이상을 단독 공급해 시중 유통 물량 대부분이 동사 제품이다. 메탈카드는 Edge-to-Edge(양측 PVC+중간 메탈)와 비니어(대부분 메탈+얇은 PVC) 두 종류로 구분되는데, 비니어가 상대적으로 고가·고마진 제품이며 동사의 주력 제품군이다. 경쟁사 Composecure는 수량 기준으로는 앞서 보이나 메탈 비니어 비중이 약 30%에 그치는 반면, 동사는 비니어 위주 생산 체계를 갖춰 글로벌 비니어 점유율 약 35%를 확보하고 있다.

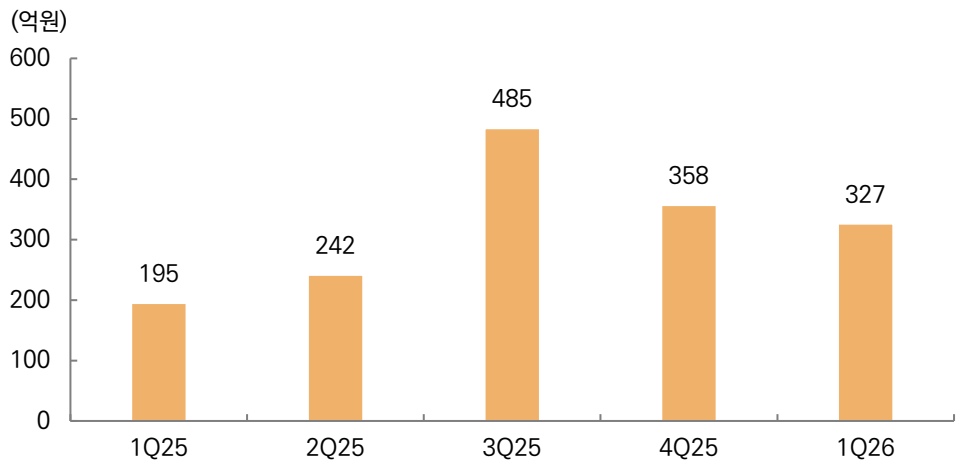
사업부별 마진율은 고객사가 극히 한정적이어서 공개되지 않으나, 제조업 평균을 크게 상회하는 고마진 구조가 전사 실적에 직접 반영되고 있다. FY25 메탈카드 판매량은 약 700만 장으로 수량 기준 +47% 성장했고, 1Q26에는 +90%로 성장세가 가팔라졌다. 메탈카드가 대부분을 차지하는 해외 매출 비중이 약 45%까지 확대되면서, FY25 전사 영업이익률이 전년 14.1%에서 28.7%로 큰 폭 개선되는 핵심 동력으로 작용했다. 국내 카드사(신한·현대·삼성 등)에도 납품하지만 해외 대비 물량은 미미하며, 수직 계열화 구조(동사 영업·개발 → 코나엠 생산·출하)로 마진 보호와 생산 유연성을 동시에 확보하고 있다.

FY26 핵심 변수: Chase 온보딩

Amex에서 챔피언 밴더를 공고히 한 데 이어 동사의 올해 최대 목표는 Chase 온보딩이다. 현재 Chase는 Composecure와 2028년까지 독점 공급 계약을 맺고 있으나, 코나아이는 독점 계약 외 영역에서 의미 있는 협의를 진행 중이다. Amex 미러카드 히트로 한국산 메탈카드의 품질이 글로벌에서 입증되면서, 보수적인 대형 카드사들의 신뢰가 빠르게 축적되고 있는 점이 협의의 발판으로 작용하고 있다.

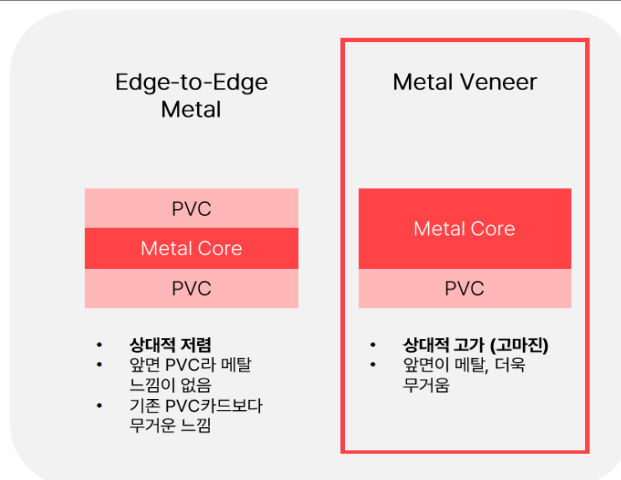
Chase는 전체 시장의 약 47%를 차지하는 단일 최대 고객사로, 온보딩이 성사되면 외형·이익의 단계적 도약이 가능하다. 이를 뒷받침하기 위해 미국 현지화를 위한 소규모 제작사 인수(추정 약 500억원 수준)를 상반기 목표로 병행 추진 중이며, 충분한 현금성 자산을 보유해 외부 자금 조달 없이 자체 집행할 계획이다.

그림 2. 분기별 미주 매출 추이



자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Edge-to-Edge 대비 메탈 비니어의 효율성



자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

지역화폐 플랫폼

플랫폼 소유 기반의 구조적 우위

동사는 2018년 인천광역시를 시작으로 카드형 지역화폐 시장을 개척한 사업자로, 현재 전국 65개 지자체를 운영하며 점유율 60~70%로 1위를 유지하고 있다. FY25 지역화폐 결제 금액은 동사 처리 기준 누적 약 12조원, 전체 시장 기준 약 18조원으로 추정된다. 수익 구조는 결제금액 대비 0.4~0.5%의 수수료(카드 결제망 공동 사용 시 일부 분담)이며, 수수료율은 이미 체크카드 수준까지 하향 조정이 완료된 상태로 추가 인하 압력은 제한적이다. 자체 단독망인 QR 결제의 비중이 높아질수록 수수료 전액 수취가 가능해 수익성 개선 요인으로 작용한다.

동사의 지역화폐 경쟁력은 직접 보유한 결제 플랫폼에서 나온다. 이는 단순 결제를 넘어 장보기·택시 호출·블록체인 투표·설문까지 통합한 지역 커뮤니티 서비스로 진화했고, 플랫폼 소유권이 동사에 있어 2~3년 입찰 주기로 사업자가 교체되더라도 신규 사업자는 플랫폼 재구축·카드 재발급·IT 인력 총원 비용을 감당해야 한다. 이 비용 허들로 KT 등 경쟁사가 순차 철수하면서 코나아이의 점유율이 자연스럽게 증가하고 있다. 2025년 재수주율은 100%였으며, 신규 4개 지역을 추가로 확보했다.

표 3. 지역화폐 플랫폼 점유율 및 구조

분석 항목	주요 내용 및 수치	구조적 우위 요인
시장 점유율	60 ~ 70% (전국 1위)	전국 65개 지자체 운영 (2025년 재수주율 100%, 4개 지역 추가)
취급 규모 (FY25)	코나 처리 기준 약 12조원 (전체 약 18조원)	1Q26 결제액 3.45조원(+35% YoY)으로 성장 모멘텀 확인
진입 장벽 (허들)	플랫폼 소유권 동사 보유	경쟁사(KT 등) 진입 시 플랫폼 재구축 및 카드 재발급 비용 과다로 철수
정책 변동성 완화	2025년 8월 지역산업상품법 개정	중앙정부의 예산 편성 의무화 + 지자체 자체 예산 방어 구조
소비쿠폰 모멘텀	추경 4.8조원 (고유가 지원) 국면	작년 소비쿠폰 수취 3위(농협·KB 시중은행 다음) 기록으로 검증 완료

자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

정책 리스크 완충 구조

지역화폐 사업의 최대 리스크로 지목되는 중앙정부 예산 변동성은 구조적으로 완충된다. 전 정부에서 중앙정부 예산을 대폭 축소했음에도 광역·기초 지자체가 자체 예산으로 상쇄하며 결제 금액이 큰 폭으로 감소하지 않았으며, 소상공인 기반 지역 정치 역학상 지자체는 지역화폐 예산을 삭감하기 어려운 구조다. 2025년 8월에는 지역산업상품법 개정으로 중앙정부가 지역 요청 시 의무적으로 예산을 편성하게 되며 정책 변동성이 추가로 완화됐다.

FY26 모멘텀도 이미 확인되고 있다. 중앙정부 추경 4.8조원 소비쿠폰(고유가 지원)이 4월 말부터 신청을 시작했으며, 작년 1·2차 소비쿠폰에서 코나아이는 지역화폐 채널 수취 기준으로 농협·KB에 이은 3위를 기록했다. 전쟁 추경 지방교부세 자율 집행분이 지역화폐 인센티브로 연결되는 흐름도 1Q26 결제금액 급증(플랫폼 결제금액 3.45조원, +35% YoY)에 이미 반영됐다.

신사업 (스테이블코인/STO)

동사의 신사업은 1,500만 회원·65개 지자체·70조원 누적 결제라는 지역화폐 인프라 위에 얹히는 구조다. 별도 사업으로 시작하는 것이 아니라 이미 구축된 결제망과 회원 베이스를 유통 채널로 전용한다는 점에서, 동일한 스테이블코인·STO 사업을 추진하는 경쟁사 대비 진입 단계를 건너뛴다. 스테이블코인은 기존 카드 단말 기반 결제·정산 레일로, STO는 지역개발 자산의 발행·유통·배당 채널로 작동하되 두 사업의 정산을 모두 지역화폐가 받친다는 점에서 사업 간 시너지도 분명하다.

따라서 두 사업은 별도의 대규모 선투자 없이 법제화 시점에 매출이 발생하는 구조로, 그 가치는 개별 사업의 현금흐름이 아니라 지역화폐 플랫폼에 내재한 옵션가치로 평가하는 것이 타당하다. 모든 거래가 자체 블록 익스플로러 코나스캔에서 투명하게 추적돼 공공·지자체 자금의 집행 요건에 부합한다는 점도 민간 플랫폼 대비 정책 수용성 우위로 작용한다. 본 사업은 3~5년 장기 관점의 투자이며, 스테이블코인 법제화와 전자증권법 기반 STO 제도 시행이 신사업 가치가 실적으로 연결되는 분기점이 될 전망이다.

스테이블코인: 지역화폐의 온체인 전환과 지방채 자원 조달 모델

동사는 기존 카드 결제 방식을 유지하면서 뒷단 정산만 블록체인으로 처리하는 하이브리드 구조를 개발 중이다. 핵심은 지역화폐를 스테이블코인으로 발행하는 모델로, ① 지역 주민의 소비가 소상공인 매출로 이어지고 ② 그 수익이 다시 사용자에게 리워드 환원되며 ③ 스테이블코인 준비금을 지방채 등에 투자해 정부 예산에 의존하지 않는 자생적 수익 기반을 확보하는 '소비가 곧 투자'가 되는 지역경제 순환 구조다. 원화 기반이고 지역 내에서만 사용되므로 외환 유출·통화정책 리스크가 없어 규제 측면에서도 안전하다는 것이 동사의 판단이다.

이 모델의 의미는 지역화폐 사업의 구조적 약점인 정부 예산 의존성을 스테이블코인 준비금 운용 수익으로 대체할 수 있다는 데 있다. 2025년 7월 시연회에서 공개된 메커니즘은 3단계 선순환 구조다. ① 총전을 위해 예치된 법정화폐 준비자산을 부동산·SOC·국채 등 안정적 투자처에 운용해 수익을 창출하고, ② 지역 내 소비 증가에 따른 지방세수 증대분 일부를 추가 재원으로 확보하며, ③ 이를 사용 빈도에 따라 이용자에게 인센티브로 환원해 재소비를 촉진한다. 사업자가 받은 코인을 다시 다른 사업자에게 결제 수단으로 전달하는 P2P 구조로 발행량보다 많은 유통량을 만들어내는 승수 효과가 핵심이며, 동사 시뮬레이션상 4차례 순환만으로 상당한 경제 승수 효과가 발생한다.

스테이블코인 규제의 이자·리워드 금지 조항 적용 여부가 핵심 변수로 지목되나, 코나아이의 모델은 적용 대상이 아니라는 입장이다. 이자 지급 금지 조항은 스테이블코인 '보유' 자체에 이자를 지급하는 경우에 적용되는데, 코나아이의 인센티브는 보유에 대한 보상이 아니라 중앙·지방정부가 별도 재원으로 새로 발행한 코인을 결제 시 캐시백 형태로 지급하는 구조이기 때문이다. 이는 기존 지역화폐 캐시백·인센티브와 동일한 논리로, 규제상 이자 지급과는 별개 영역으로 해석된다.

수익화 경로: 결제 수수료 위에 쌓이는 운용수익 레이어

현재 지역화폐 사업의 수익은 결제금액 대비 0.4~0.5%의 결제 수수료에 국한된다. 스테이블코인 발행 구조가 제도적으로 허용되면, 충전 잔액(float)에 해당하는 준비금을 지방채·국채 등 안정 자산에 운용하면서 결제 수수료 위에 운용수익이라는 별도의 수익 레이어가 추가로 쌓인다. 발행사의 운용수익은 통상 '평균 잔액 × 준비금 수익률'로 결정되며, 평균 잔액은 결제금액에 잔액 체류기간을 곱해 산출된다.

코나아이는 FY25 기준 연 12조원(코나 처리 기준)의 지역화폐 결제금액을 보유하고 있어, 스테이블코인 전환 비중이 높아질수록 운용 대상 잔액도 비례해 늘어난다. 충전형 지역화폐의 잔액 체류기간을 보수적으로 평균 15일로 가정하면 전환분의 약 4%(15/365)가 평균 잔액으로 적립되며, 여기에 국채·지방채 수준의 준비금 수익률(약 3% 내외)이 적용되는 구조다. 결제 수수료가 결제금액에 비례하는 단일 수익원인 데 비해, 스테이블코인 전환 시에는 동일 결제금액에서 수수료와 운용수익이라는 두 개의 수익원이 발생한다는 점이 핵심이다. 이 운용수익은 기존 결제 인프라 위에서 추가 고정비 없이 발생한다는 점에서 이익률 개선에 직접 기여한다. 다만 실제 수익 규모는 법제화 시점, 준비금 운용 규정, 전환 비중에 좌우되므로 현 단계에서 단정하기는 어렵다.

표 4. 기존 지역화폐 vs 스테이블코인 전환 시 수익구조 비교

구분	기존 지역화폐 사업	향후 스테이블코인 전환 시
주요 수익원	단일 구조 (결제 수수료)	듀얼 구조 (결제 수수료 + 준비금 운용수익)
수수료율 / 수익률	0.4% ~ 0.5% (체크카드 수준)	기존 수수료 + 준비금 수익률 (약 3% 내외)
수익 산정 방식	총 결제금액 × 수수료율	[결제 수수료] + [평균 잔액(결제액의 약 4%) × 운용수익률]
수익성 특징	비용 부담에 따라 제한적 개선	고정비 증가 없는 순증 구간 (이익률 개선 직접 기여)
규제 이슈 여부	없음	이자 금지 조항 적용 제외 (보유 보상이 아닌 캐시백 형태)

자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

발행부터 결제까지의 기술 역량은 이미 갖추어졌다. 2025년 7월 한국금융투자협회에서 진행한 시연회에서 자체 블록체인 플랫폼 기반의 전 과정을 공개했고, 모든 거래 내역은 자체 블록 익스플로러 '코나스캔'을 통해 실시간 투명하게 추적된다. 특히 업계 최초로 기존 카드 단말기를 통한 스테이블코인 결제까지 시연해, 개념 검증 수준에 머무는 경쟁사 대비 상용화 측면에서 앞서 있다.

실증 무대도 구체화됐다. 동사는 2026년 4월 중앙일보와 Web3 기반 디지털 결제 서비스 업무협약을 체결하고, 6월 26~27일 서울 SETEC에서 열리는 2026 재테크 트렌드 페어에서 실거래 환경 기반 스테이블코인 결제를 실증할 예정이다. 코나아이가 결제 인프라 설계·지갑 연동·정산·사용자 온보딩 전 과정을 전담한다. 기술 시연을 넘어 실거래 데이터를 확보하는 단계로, 법제화 이후 곧바로 상용화로 전환할 수 있는 준비를 갖추고 있다.

STO: 부국증권과 협력 본격화, 지역개발 유통 채널 선점

국내 토큰증권(STO) 시장은 이제 제도적 기반이 확립되는 단계다. 2026년 1월 15일 국회를 통과한 전자증권법·자본시장법 개정안이 분산원장 기반 토큰증권 발행 인프라를 제도권에 편입하고 투자계약증권의 증권사 유통을 허용했으며, 금융당국도 5월 토큰증권 협의체 2차 논의를 통해 세부 제도 설계를 진행 중이다. 현재까지 비상장주식·부동산·인프라·선박 등이 토큰화 대상으로 허용됐으며, 공모 STO는 2026년 이후 단계적 허용이 예상된다.

동사는 이 전환점을 기점으로 2026년 5월 부국증권과 STO·디지털자산 사업 협력 MOU를 체결하며 사업 실행에 착수했다. 코나아이는 분산원장 기반 토큰증권 발행·유통 플랫폼과 전산 인프라를 제공하며, 특히 전자증권법 개정으로 신설된 '발행인 계좌관리기관' 역할을 직접 수행한다. 부국증권은 금융투자업자로서 지역개발·신재생에너지 사업 기획, 프로젝트 파이낸싱(PF), 규제 대응을 담당하고 STO 전담 TFT를 구성했다. 사업 모델은 지자체 유틸 부지나 신재생에너지 사업 등을 기초자산으로 토큰증권을 발행하고, 지역 주민이 소액으로 투자할 수 있도록 개방하는 구조다. 사업 수익은 지역화폐 형태로 배당해 지역 경제 내 재순환을 유도한다.

STO 생태계는 발행→유통→응용(DVP 결제·정산)의 다층 구조로 이루어진다. 토큰 발행 자체는 기술적 진입장벽이 낮은 반면, 발행된 증권을 소화할 투자자 유통 채널 확보가 실질적인 관건이다. 동사는 지자체 유틸부지·신재생에너지를 기초자산으로 하는 지역개발 RWA의 발행·유통 레이어를 선점하고 있으며, 지역화폐 플랫폼의 1,500만 회원을 즉시 유통 채널로 확보하는 우위를 지니고 있다. 결제·배당 단계에서는 지역화폐(또는 향후 지역 스테이블코인)를 정산 레일로 결합해 STO 생태계 여러 단계에 걸쳐 관여할 예정이다. 부동산·인프라가 국내 STO 가이드라인의 핵심 대상 자산군으로 본격 토큰화되는 국면에서, 지자체 네트워크와 주민 유통 채널을 모두 보유한 동사의 입지가 차별화 요인으로 작용한다.

표 5. 코나아이 신사업 종합 밸류체인 및 역량

구분	스테이블코인 (Stablecoin)	토큰증권 (STO)
기초 자산 / 대상	지역화폐 충전 잔액 (Float) 원화 연동	지자체 유틸 부지, 신재생에너지 등 지역개발 RWA
핵심 파트너 / 무대	중앙일보 (2026.04 MOU), 재테크 트렌드 페어 (06월 실증)	부국증권 (2026.05 MOU / 전담 TFT 구성)
동사의 핵심 역할	결제 인프라 설계, 지급 연동, 정산 레일 제공	'발행인 계좌관리기관' 역할 수행 및 분산원장 플랫폼 제공
구조적 경쟁 우위	개념 검증을 넘어 기존 카드 단말기 결제 상용화 완료	STO 최대 난제인 **유통 채널**을 1,500만 회원 기반으로 즉시 해결
수익의 지역 환원	준비금 운용수익 → 결제 시 캐시백 지급	STO 투자 수익 및 배당 → 지역화폐로 지급

자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

FY25/1Q26 실적: 영업 레버리지로 이익률 고속 개선

동사의 1Q26 연결 매출액은 770억원(+32% YoY), 영업이익 248억원(+95% YoY)을 기록했다. 영업이익률은 32.2%로 전년 동기 및 FY25 연간(28.7%)을 추가로 상회했다. 메탈카드 판매량이 수량 기준 +90% 급증하고 지역화폐 결제금액도 플랫폼 기준 3.45조원(+35% YoY)으로 늘면서, 두 핵심 사업의 외형 확대가 그대로 이익 개선으로 연결됐다.

FY25 연결 실적은 매출 3,092억원(+31% YoY), 영업이익 889억원(+166% YoY), 지배주주순이익 746억원(+147% YoY)으로 창사 이래 최대를 기록했다. 매출 증가율(+31%)을 영업이익 증가율(+166%)이 5배 이상 상회한 것은 메탈카드·지역화폐 모두 선투자 이후 고정비 추가 없이 거래량 증가분이 그대로 영업이익으로 직결되는 구조이기 때문이다. 비용 측면에서도 매출원가가 1,602억원으로 매출 증가에도 +14% 증가에 그쳐 매출총이익률이 FY24 40.5%에서 48.2%로 7.7%p 개선됐고, 판관비는 601억원으로 오히려 3.5% 감소했다. 고정비 성격의 판관비가 통제되는 가운데 고마진 메탈카드 비중이 확대되는(제품 믹스 개선) 전형적인 영업 레버리지 국면이다.

표 6. 코나아이 최근 분기 및 연간 실적

(십억원, %)

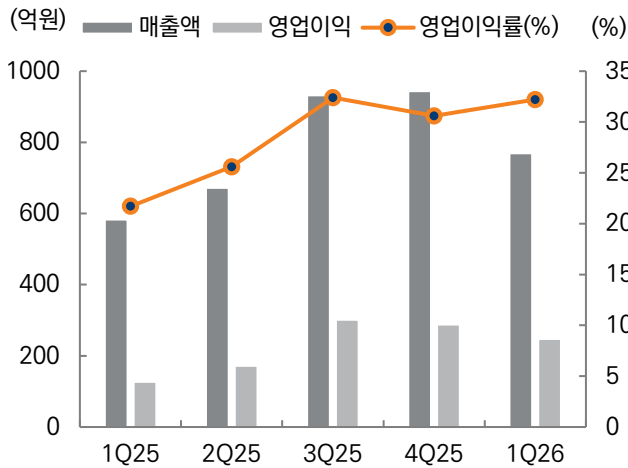
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	FY24	FY25
매출액	58.3	67.2	93.2	94.4	77	236.3	309.2
Chip(DID·메탈)	39.8	45.2	65.2	55.2	50.9	179.5	205.4
플랫폼(지역화폐)	14.6	13.4	21.3	26.7	17.9	43.3	76
기타·신사업	3.9	8.5	6.6	8.3	7.6	12.6	27.3
매출원가	30.7	36	48.1	45.4	38.4	140.6	160.2
매출총이익	27.6	31.2	45.2	45	38.5	95.7	149
매출총이익률	47.4	46.4	48.4	47.7	50.1	40.5	48.2
판매비와관리비	15	14	15	16.2	13.8	62.2	60.1
인건비	5.6	4.1	5.2	10.7	5.6	23.6	25.6
지급수수료	1.8	1.8	1.8	1	1.8	6.3	6.5
감가상각	1.1	1	0.9	1.4	0.8	4.8	4.4
경상연구개발	3.4	3.6	3.8	3.1	3.1	14.9	13.9
영업이익	12.7	17.2	30.2	28.8	24.8	33.4	88.9
영업이익률	21.7	25.6	32.4	30.6	32.2	14.1	28.7
당기순이익	9	15.6	24.2	25.8	23.4	30.2	74.5
지배주주순이익	9	15.6	24.2	25.8	23.4	30.2	74.6

자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

FY26 가이드는 매출 약 3,100억원(flat YoY)으로 보수적으로 제시됐다. 이는 1월 초 작성 시점 기준으로, 이후 전쟁 추경·소비쿠폰 등 호재가 잇따라 발생했고 가이드스 하향 시정공시 부담이 있어 보수적으로 설정된 측면이 크다. 1Q26 영업이익(248억원, +95% YoY)이 연간 가이드스 대비 빠른 페이스인 점을 고려하면 실제 실적은 가이드스를 상회할 가능성이 높다.

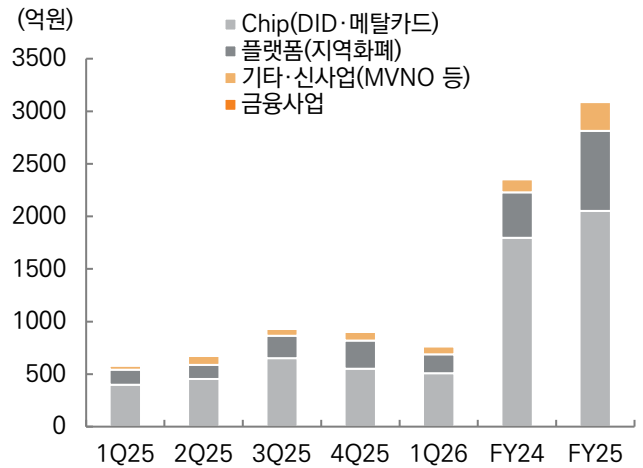
재무 구조는 안정적이다. 1Q26 말 기준 현금성 자산이 약 2,000억원 수준이며, 메탈카드 미국 현지화를 위한 소규모 제작사 인수(추정 500억원 언더)도 외부 자금 조달 없이 자체 집행할 계획이다. 방글라데시 PVC 카드 생산 공장 설립도 검토 중이나 국제 정세 변수를 지켜보고 있다. 한편 동사는 데이터·페이먼트 API 기업 쿠콘과 상호 지분을 교차 보유하는 전략적 파트너십을 맺고 있어, 스테이블코인·글로벌 결제 신사업에서의 협업 가능성도 주목된다.

그림 4. 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부문별 매출액 추이



자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

동사의 FY25 PER은 8.8배로 국내 디지털자산·핀테크 피어 평균(14.8배) 대비 디스카운트 구간에 위치한다. 고마진 제조업(메탈카드)과 플랫폼(지역화폐)이 결합된 하이브리드 구조이고 본업 이익이 빠르게 늘고 있음에도, 시장이 동사를 전통 카드 제조업으로 인식해 플랫폼 및 신사업 가치를 멀티플에 반영하지 않은 데 따른 것으로 판단된다.

저평가의 해소 여부는 이익 체력의 지속성에서 가능하다. 수익성 측면에서 ROE는 FY24 16.2%에서 FY25 32.6%로 급격히 개선됐는데, 이는 메탈카드와 지역화폐가 모두 선투자를 마치고 영업 레버리지 국면에 진입하면서 자본 대비 이익 창출력이 빠르게 높아진 결과다. 절대 PER 수치 자체보다, 이익률과 ROE가 동반 개선되는 궤적이 이어지는지가 멀티플 정당화의 핵심 변수다.

현 주가는 피어 대비 디스카운트 구간이나, 신사업 가치가 확인되는 국면에서 리레이팅이 가능하다. 글로벌 메탈카드 거래 확대(Chase 온보딩)로 본업 이익 성장이 FY26 실적으로 입증되고, 지역화폐 기반 스테이블코인·STO가 법제화를 거쳐 실제 매출로 전환되며 구간 멀티플에 반영되지 않던 신사업 옵션가치가 평가에 들어오기 시작하는 시점에 멀티플 재평가가 이뤄질 전망이다.

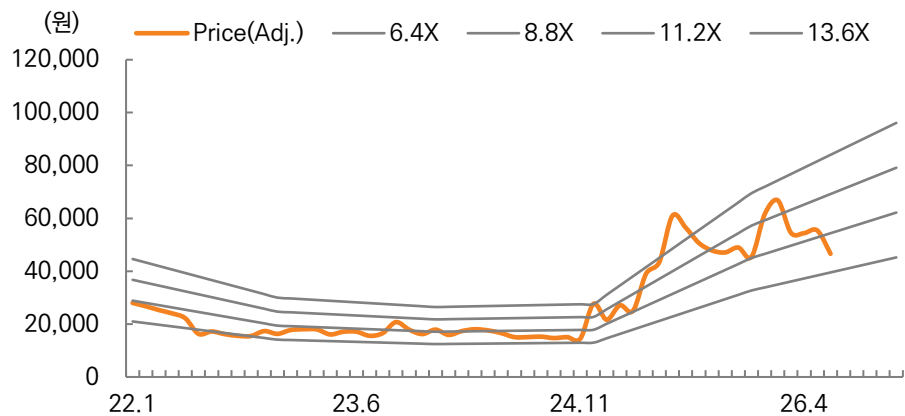
표 7. 핀테크 & 스테이블코인 유통 관련 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

국가/회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PSR		PER		ROE		
		24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y	
국내	코나아이	759	236	309	33	89	30	75	1.7	2.1	13.1	8.8	16.2	32.6
	쿠콘	221	73	69	17	19	16	21	2.3	4.1	10.4	13.3	11.5	13.5
	헥토파이낸셜	319	159	187	13	16	10	9	0.8	1.1	12.6	22.0	6.9	5.9
	아이티센글로벌	1,034	4,962	8,871	59	280	4	47	0.0	0.1	28.3	15.1	5.8	45.9
	다날	396	261	225	1	2	7	(64)	0.7	2.2	26.1	-	2.5	(21.2)
평균		546	1138	1933	25	81	13	18	1.1	1.9	18.1	14.8	8.6	15.3

출처: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 코나아이 12M trailing PER 밴드차트



자료: 퀀타와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

메탈카드 사업은 Chase·Amex·Revolut 등 소수 글로벌 발행사에 매출이 집중돼 있어, 특정 고객사의 발주 정책 변화나 메탈카드 수요 둔화가 실적에 직접적인 영향을 줄 수 있다는 점이 구조적 리스크다. 동사가 사업부별 마진율을 공개하지 않는 것도 고객사가 극히 한정적인 데 따른 것이다. 다만 Amex 챔피언 밴더 지위와 Revolut 사실상 단독 공급으로 기존 고객 기반이 견조하고, Chase 온보딩이 더해질 경우 고객 다변화가 동반된다는 점에서 집중 리스크는 완화되는 방향이다.

지역화폐 부문은 중앙정부 예산 변동성이 최대 리스크로 지목된다. 다만 광역·기초 지자체가 자체 예산으로 상쇄해 온 경험과 2025년 8월 지역산업상품법 개정에 따른 의무 예산 편성으로 정책 변동성은 구조적으로 완화됐다. 신사업 측면에서는 스테이블코인·STO의 입법·제도화 지연이 핵심 변수다. 두 사업의 옵션가치는 법제화를 전제로 하므로, 전자증권법 시행 이후에도 세부 가이드라인 확정이나 원화 스테이블코인 입법이 지연될 경우 신사업 수익화 시점이 늦어질 수 있다. 특히 스테이블코인 규제 내 이자·리워드 금지 조항의 적용 범위가 동사의 '결제 시 캐시백' 모델에 어떻게 해석되는지가 모니터링 포인트다.

탐방 Q&A

Q) Chase 독점 공급 계약 기간 내 어떻게 온보딩이 가능한지

A. 메탈에 대해서는 Composecure와 2028년까지 독점 계약이 있으나, 메탈 외 영역에서 접점을 만드는 방향이다. Chase 측도 벤더 다변화 필요성을 인식하고 있고, Amex 미러카드 등으로 품질 이력이 신뢰로 축적돼 의미 있는 협의가 진행 중이다.

Q) 메탈카드 마진율을 공개하지 않는 이유

A. 고객사 수가 극히 한정적이어서 마진율 공개 시 고객사와의 가격 협상에 부담이 된다. 다만 제조업 평균을 크게 상회하는 고마진 구조이며, 메탈카드와 지역화폐 두 핵심 사업부의 마진율이 유사하게 높은 수준이다.

Q) 지역화폐의 정권 교체 리스크를 어떻게 봐야 하나요?

A. 전 정부에서 중앙정부 예산을 대폭 삭감했지만 지자체가 자체 예산으로 방어했다. 소상공인 비중이 높은 지방의 정치 역학상 지방정부가 이 정책을 포기하기 어렵고, 2025년 8월 법 개정으로 중앙정부 의무 예산 편성이 제도화되며 변동성이 추가로 완화됐다.

Q) 지역화폐 수수료율 하락 가능성

A. 체크카드 수준까지 이미 내려와 추가 하락 여지가 크지 않다. 수수료율보다 결제금액 자체의 성장이 수익 드라이버이며, 단독망인 QR 결제 비중이 올라갈수록 수수료 전액 수취로 수익성이 개선된다.

Q) STO 사업에서 코나아이만의 차별점

A. 발행 기술은 다수 기업이 보유하고 있지만 실제 '유통'이 핵심이다. 코나아이는 1,500만 지역화폐 회원을 즉시 유통 채널로 활용할 수 있다. 2026년 5월 부국증권과 MOU를 체결해 코나아이가 발행·유통 플랫폼과 발행인 계좌관리기관 역할을, 부국증권이 사업 기획·PF·규제 대응을 맡는 협업 구도를 구축했다.

Q) 스테이블코인 이자·리워드 금지 조항 적용 시 지역화폐 기반 인센티브 모델이 막힐 가능성

A. 해당 금지 조항의 적용 대상이 아니다. 이자 지급 금지 조항은 스테이블코인을 '보유'하는 것 자체에 이자를 지급하는 경우에 적용된다. 코나아이의 모델은 보유에 따른 이자·리워드가 아니라, 중앙·지방정부가 별도 재원으로 새로 발행한 스테이블코인을 지원금 형태로 지급하는 구조다. 인센티브는 '결제 시 캐시백' 형태로 작동하며, 이는 기존 지역화폐 캐시백·인센티브와 동일한 논리이므로 이자 지급 금지 조항과는 별개 영역이다.

Q) 별도 기준 해외 매출 비중이 약 50%: 원/달러 환율 변동의 영업이익 영향과 환헛지 정책

A. 별도의 환헛지는 운영하지 않는다. 달러 비용이 정기적으로 발생하는 구조라 달러를 보유할 유인이 있으며, 환율 상황을 보면서 필요한 시점에 원화로 환전하는 방식으로 운영한다. 매출의 약 40~45%가 수출이므로 달러 강제 국면에서는 환산 매출과 수익성이 동반 개선되는 효과가 있다.

코나아이 (052400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
매출액	242	280	236	309
매출원가	122	170	141	160
매출총이익	120	110	95	149
판매비와관리비	71	77	62	60
조정영업이익	49	34	33	89
영업이익	49	34	33	89
비영업손익	-4	2	8	6
금융손익	1	1	-1	2
관계기업등 투자손익	1	3	1	0
세전계속사업손익	45	36	41	95
계속사업법인세비용	11	8	10	21
계속사업이익	34	29	30	75
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	29	30	75
지배주주	34	29	30	75
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	34	29	30	74
지배주주	34	29	30	74
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	56	43	45	101
FCF	-693	-10	14	129
EBITDA 마진율 (%)	23.1	15.4	19.1	32.7
영업이익률 (%)	20.2	12.1	14.0	28.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.0	10.4	12.7	24.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
유동자산	318	354	277	398
현금 및 현금성자산	155	150	150	241
매출채권 및 기타채권	98	121	62	87
재고자산	22	56	43	30
기타유동자산	43	27	22	40
비유동자산	82	108	136	162
관계기업투자등	19	21	2	4
유형자산	26	44	73	92
무형자산	17	18	19	12
자산총계	400	462	413	559
유동부채	226	283	209	295
매입채무 및 기타채무	189	222	112	182
단기금융부채	23	41	45	44
기타유동부채	14	20	52	69
비유동부채	4	5	6	6
장기금융부채	2	1	2	2
기타비유동부채	2	4	4	4
부채총계	254	288	215	301
지배주주지분	146	175	199	259
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	67	66	66	26
이익잉여금	122	151	172	272
비지배주주지분	0	-2	-1	-1
자본총계	146	173	198	258

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
영업활동으로 인한 현금흐름	-685	20	33	152
당기순이익	34	29	30	75
비현금수익비용가감	24	18	22	32
유형자산감가상각비	4	6	7	8
무형자산상각비	3	4	4	4
기타	17	8	11	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-741	-16	-14	61
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	-21	73	-26
재고자산 감소(증가)	-3	-35	15	7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-13	31	-117	70
법인세납부	-3	-13	-6	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-14	-41	-17	-43
유형자산처분(취득)	-9	-30	-19	-23
무형자산감소(증가)	-6	-5	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	1	-2	0	-4
기타투자활동	0	-4	4	-14
재무활동으로 인한 현금흐름	-30	15	-16	-18
장단기금융부채의 증가(감소)	-4	17	5	-2
자본의 증가(감소)	0	-1	0	-40
배당금의 지급	0	0	-7	-10
기타재무활동	-26	-1	-14	34
현금의 증가	-729	-6	0	91
기초현금	885	155	150	150
기말현금	155	150	150	241

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025
P/E (x)	7.4	9.2	13.6	8.9
P/CF (x)	4.4	5.7	8.0	6.2
P/B (x)	1.3	1.3	2.0	2.5
EV/EBITDA (x)	2.0	3.6	6.9	4.5
EPS (원)	2,206	1,945	2,029	5,110
CFPS (원)	3,730	3,114	3,469	7,327
BPS (원)	12,312	14,089	13,749	18,137
DPS (원)	0	500	680	1,200
배당성향 (%)	0.0	23.2	32.6	23.1
배당수익률 (%)	0.0	2.8	2.5	2.6
매출액증가율 (%)	24.5	15.7	-15.7	30.8
EBITDA증가율 (%)	6.3	-23.7	3.5	127.7
조정영업이익증가율 (%)	1.4	-31.0	-0.8	166.1
EPS증가율 (%)	-34.7	-11.8	4.3	151.9
매출채권 회전율 (회)	12.2	10.5	8.1	11.3
재고자산 회전율 (회)	11.8	7.2	4.8	8.5
매입채무 회전율 (회)	12.3	12.7	12.0	24.3
ROA (%)	4.7	6.7	6.9	15.3
ROE (%)	24.4	18.2	16.2	32.6
ROIC (%)	-96.2	213.3	54.9	168.3
부채비율 (%)	174.8	166.6	108.9	116.8
유동비율 (%)	140.8	124.9	132.4	134.8
순차입금/자기자본 (%)	-90.9	-63.9	-52.8	-78.3
조정영업이익/금융비용 (x)	52.5	31.0	10.8	52.9

자료: 코나아이, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.