

Crypto

카카오페이: 오를게

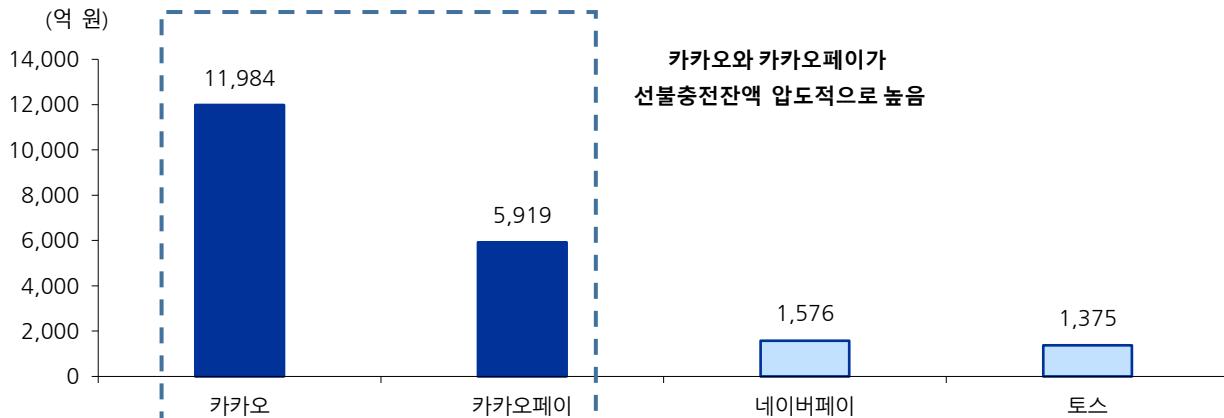
크립토 산업포인트

원화 스테이블코인 수혜주에 대한 시장의 관심이 집중되고 있습니다. 핵심 수혜주는 카카오페이 혹은 카카오 그룹이 될 것으로 전망합니다. 그 핵심은 스테이블코인 담보 여력이 될 수 있는 '선불충전금'에 있습니다.

성장산업 조태나_02)368-6174_tena@eugenefn.com

- 원화 스테이블코인 시대, 이용자 수 기반에 더해 '선불충전금' 多보유한 페이먼트사가 경쟁력 높을 것. 특히 간편결제사 중 선불충전금 가장 많은 카카오페이가 돋보일 것으로 예상
- 스테이블코인 BM에서는 담보 자산을 보유한 만큼 운용수익을 더 낼 수 있음. 선불충전금 규모가 클수록 스테이블코인 담보여력(Collateral Capacity)이 크기 때문에, 선불충전금이 중요할 수 있다는 판단
- 2025년 1분기 기준, 카카오페이는 약 5,919억원에 달하는 선불전자지급수단 잔액을 보유. 네이버페이(약 1,576억원), 토스(약 1,375억원)과 비교해 3배 이상 높음
- 카카오페이의 경우, 은행의 '계좌 to 계좌' 송금이 아닌, '페이 월렛에 충전 후 송금-결제' 구조를 띠고 있어, 스테이블코인을 가장 자연스럽게 시스템에 녹일 수 있음. 이와 비교하면 토스(비바리퍼블리카)는 송금 부분에서 강하지만, 은행계좌를 중계하는 구조라 타사 연계 수요에 머무르고 있음(25년 선불충전사업 다시 시작)
- 연간 TPV(Total Payment Value) 역시 카카오페이가 167조, 네이버페이 72조원으로 앞서고 있는 상황
- 카카오 그룹사 내에서 선불충전 잔액만큼만 스테이블코인 발행해도 2030년 예상 운용수익은 1조원을 상회하게 됨
- 카카오페이의 스테이블코인 사업 진출이 확정된 것은 아니지만, 지난 17일 스테이블코인 티커로 추정되는 상표권 18건을 등록. 금융당국 역시 핀테크 기업의 스테이블코인 발행 및 유통에 대해 유연하게 접근할 여지가 있는 것으로 보아 발행 가능성은 점차 높아지는 중
- 이제 막 주도주가 구분되는 타이밍. 밸류에이션은 부담스럽지만 아직 과열을 논하기에는 이르다는 판단.

주요 기업 선불충전잔액 현황(1Q25)



자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권

*카카오는 지급업법 개정으로 3Q24부터 선불하기 모바일 교환권 금액 포함

원화 스테이블코인 시대, 경쟁력은 '선불충전금'

간편결제사 중 선불충전금 가장 많은 '카카오페이' 돋보일 것

스테이블코인 시대의 첫번째 승자는, 탄탄한 이용자 기반에 더해 선불 충전 잔액이 많은 플랫폼이 될 가능성이 높다. 스테이블코인이 결제와 송금을 대체하게 되는 구조에서, 그것을 직접 발행할 수 있는 능력은 곧 담보 자산을 얼마나 많이 보유하고 있느냐에 달려 있기 때문이다. 이 담보가 바로 선불충전금이다. 선불충전금은 이용자가 선불전자지급수단 발행의 대가로 선불업자에게 지급한 금액으로, 대금결제, 양도, 환급에 사용한 금액을 차감한 잔액이다. 잔액 규모가 클수록 스테이블코인을 발행했을 때 담보여력(Collateral Capacity)이 클 수 밖에 없다.

현재 국내 간편 결제 시장에서 선불 충전 잔액 기준으로 독보적인 사업자는 카카오페이이다. 2025년 1분기 기준, 카카오페이는 약 5,919 억원에 달하는 선불전자지급수단 잔액을 보유하고 있다. 이는 네이버페이(약 1,576 억원), 토스(약 1,375 억원)과 비교해 3 배 이상 차이가 나는 수치다. 이 격차는 스테이블코인을 자체 발행하거나 유통할 수 있는 잠재 담보 여력의 격차를 의미한다. 선불충전금은 본질적으로 소비자가 기업에 미리 맡겨둔 돈이다. 이 자금은 기업 입장에서는 유동성을 확보하면서도 사용자의 결제 전까지는 예치금 또는 충전잔액 형태로 플랫폼 안에 '잠금(Lock)'되어 있는 구조다. 따라서 이 충전금에 연동한 1:1 비율의 스테이블코인을 발행할 경우, 플랫폼은 새로운 결제 네트워크를 만들면서도 기존 충전금의 금융적 활용도를 극대화할 수 있다.

특히 카카오페이의 경우, 은행의 계좌 to 계좌 송금이 아닌, '충전 후 송금-결제' 구조를 띠고 있어, 스테이블코인을 가장 자연스럽게 시스템에 녹일 수 있다. 뿐만 아니라 네이버페이와 비교하여 TPV도 두 배 이상 차이가 난다. 네이버페이는 쇼핑과 연계한 유통량 확보가 가능할 것 같지만, 현재로서는 후불결제/신용카드 기반 결제 비중이 높아 어떤 방식으로 진행될지 예측이 어렵다. 토스의 경우 송금이 매우 강하지만, 은행계좌를 중계하는 구조라 자체 발행보다는 타사 연계 수요에 머무를 가능성이 높다. ('25년 다시 선불충전사업 시작해서 기대되는 부분)

결국 스테이블코인을 발행하고 주도하는 기업이 되기 위해서는 일차적으로 선불충전금이 풍부해야 한다. 플랫폼 내 락업 된 유동성은 그 자체로 새로운 금융 네트워크를 여는 자산이며, 충전금이 클수록 더 많은 스테이블코인을 발행하고 더 넓은 결제 생태계를 설계할 수 있다. 카카오페이가 이 경쟁에서 가장 앞서있다는 것은, 스테이블코인 시대의 실질적 승자일 가능성이 높다는 뜻이다.

카카오페이지와 별개로 카카오가 매 분기 공시하는 '카카오 결제서비스' 선불충전 금액 규모는 '25년 1분기 기준 약 1.2조원 수준이다. 카카오의 선불충전금 잔액 규모는 '24년 2분기에 66억원 수준이었으나 같은 해 3분기 1조원을 넘게 된다. 기존의 유상 쇼핑 포인트에 선물하기 충전 잔액이 더해지며 선불충전잔액이 크게 증가하게 된 것이다.

이러한 변화에는 '24년 9월부터 시행된 개정 전금법이 영향을 미친 것으로 보인다. 기존 전금법은 모바일상품권을 '1 개 업종에 사용하는 경우'로 정의해 선불전자지급수단에 해당하지 않는 것으로 봤으나, 개정안은 해당 요건을 폐지함에 따라 대부분 모바일 상품권이 충전금을 전액 보호하도록 규제가 강화됐다.

도표 1. 카카오 결제서비스 선불충전금 총 잔액

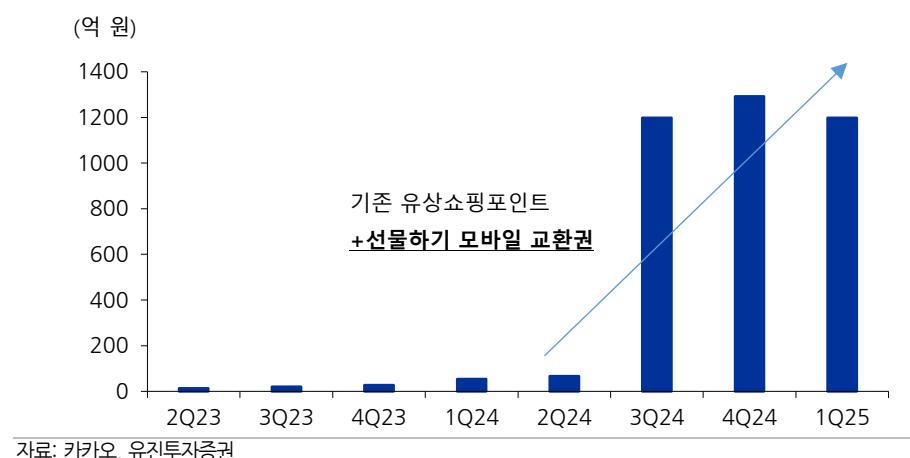


도표 2. 분기별 TPV(Total Payment Value) 비교

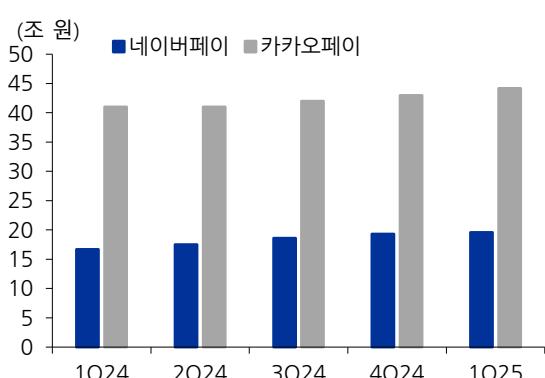
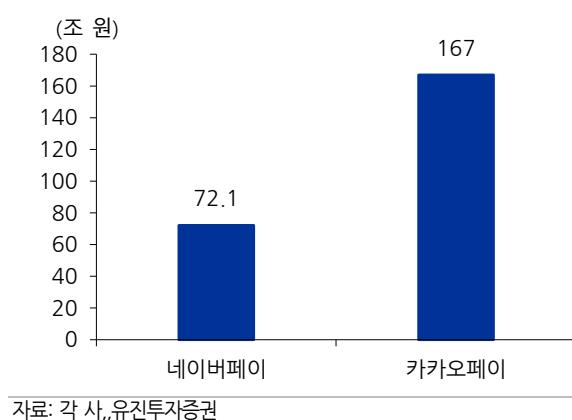


도표 3. '24 연간 TPV(Total Payment Value) 비교



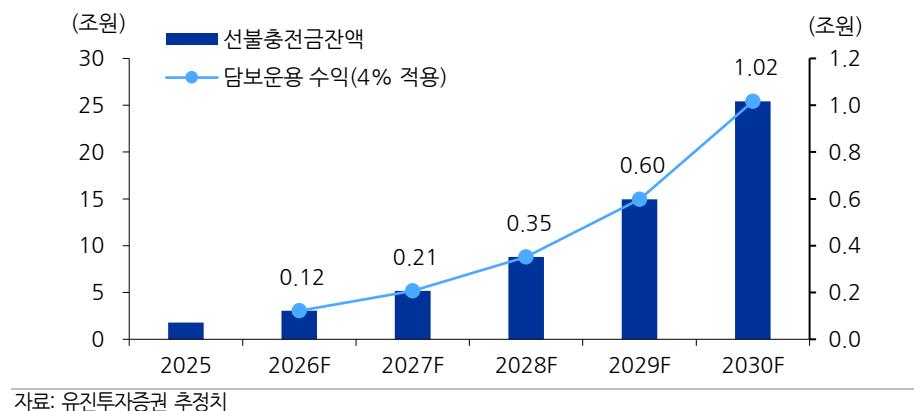
카카오 두 형제의 가능성을 어디까지 볼 수 있을까

결국은 한국판 미니 Circle(CRCL)의 탄생으로 보아야

많은 투자자들이 결제 방식의 변화에 대해 의구심을 품고 있지만, 사실 인프라가 완벽하게 갖춰지면 이용자들은 그 안에서 자연스럽게 지급/결제 패턴을 바꿀 수 밖에 없다. 일본은 예외적 국가이긴 하지만, 중국만 보더라도 그렇다. 중국은 심지어 '지폐'에서 '카드'를 거의 거치지 않고 바로 '디지털 페이먼트'로 넘어오게 되었다. 지금이 그 전환점과 유사하다고 본다면, 중국 페이먼트 시장의 초기 연평균 성장률을 적용해볼 수 있다고 생각한다. 알리페이와 위챗페이의 초기 5년간 연평균 성장률은 80~150%를 기록했다. 알리페이의 경우 초기 5년간 약 100% 평균 성장률을, 위챗페이의 경우 약 150% 성장률을 보였다.

카카오 형제들이 스테이블코인을 발행한다고 했을 때 초기 연평균 성장률을 (보수적으로) 70%라고 가정해보자, 그에 따른 2030년의 선불충전잔액은 카카오페이 8.4조, 카카오+카카오페이 합산이 25.4조 정도가 된다. 이 금액이 모두 스테이블코인으로 발행된다고 보면 카카오와 카카오페이의 연간 담보 운용 수익은 약 1조원을 넘게 된다. 카카오페이 단독으로는 약 3,000억원 이상의 규모다. 지금까지의 가정은 오가닉한 성장 가정을 적용한 것이므로, 그 이상의 상상은 투자자들에게 맡기겠다.

도표 4. 카카오 선불충전금 및 스테이블코인 운용 수익 추정치



스테이블코인 발행을 단정하긴 어려우나 가능성은 충분

카카오페이지는 지난 17 일 스테이블코인 티커로 추정되는 상표권 18 건을 등록했다. 원화를 뜻하는 KRW 와 카카오페이지의 약자인 K, P 를 조합한 문자들이다. 상표는 가상자산 금융거래업, 전자이체업, 중개업 등으로 분류되어 있어, 카카오페이지의 스테이블코인 사업 확장을 더욱 기대하게 했다.

원화 스테이블코인 법안이 아직 발의되지는 않았지만, 정책은 핀테크 업체가 스테이블코인을 발행 및 유통할 수 있는 방향으로 진행되고 있다. 현행법상 '자기 발행 코인 거래 금지' 조항에 따르면, 스테이블코인을 발행하고 유통하는 것은 불가능하다. 그러나, 최근 핀테크 기업의 스테이블코인 발행 및 유통에 대해 금융당국이 유연하게 접근할 여지가 있는 것으로 보여 실제로 카카오페이지의 발행 가능성은 더 높아지고 있다고 볼 수 있다.

주가는 많이 올랐지만 정점의 느낌은 전혀 아니다

성장주의 주가가 늘 그렇듯, 구체적 미래가 그려지기도 전에 주가가 크게 반응을 했다. 단기간에 100% 이상 상승한 관련주들도 많지만 아직은 과열의 느낌이 거의 나지 않는다고 생각한다.

2021년 메타버스와 게임 코인 광풍을 떠올려보자. 10배 이상 상승한 관련주들이 수두룩했고 그 미래가 지켜질 것처럼 보이지만 결국 대부분은 무너졌다. 그러나 이번에는 상상만 가득한 것이 아니라 실체가 있다. 적어도 이전처럼 터무니없이 무너지지는 않는다는 이야기다.

그런데 이번 스테이블코인을 중심으로한 상승장은 이슈가 발생한 것이 2주전, 시장의 의견이 모인 것은 불과 하루 이틀 전이다. 이슈 발생 직후에도 카카오페이가 주목을 받기는 했으나, 대부분의 시장 수급은 관련 테마주로 넓게 분산되었었다. 그리고 카카오페이가 본격 대장주로 주목 받게 된 것은 고작 지난 주 금요일이다. 대장이 이제 정해졌는데 아직 과열을 의심하기에는 이르다.

물론 기업의 밸류에이션 차원에서는 부담스러운 것이 사실이다. 그러나 기억해야 할 것은 성장주가 큰 테마로 마음먹고 오를 때에는 Bottom-up 전략이 별로 소용이 없다는 것이다. 더구나 지금처럼 지수가 안정적으로 상승하는 구간에는 더 그렇다. 어차피 과열 뒤에는 모든 것들이 제자리로 돌아간다. 그런데 그 열기 속에서 나만 추위에 떨 것인지는 생각해봐야 할 것 같다.

결국은 차게 식는 구간이 온다. 그것은 투자자의 상상과 기대들이 하나씩 어긋나기 시작할 때다. 아직은 아무 그림도 그려지지 않았다. Circle의 주가를 보면서 조금씩 광풍이 더해지고 있다는 생각이 드는데, 사실 국내는 그런 느낌이 별로 없다. 주도주가 이제서야 랠리를 시작했기 때문인 것 같다. 그리고 아직까지 투자자들이 너무 차분하다.

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

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

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)