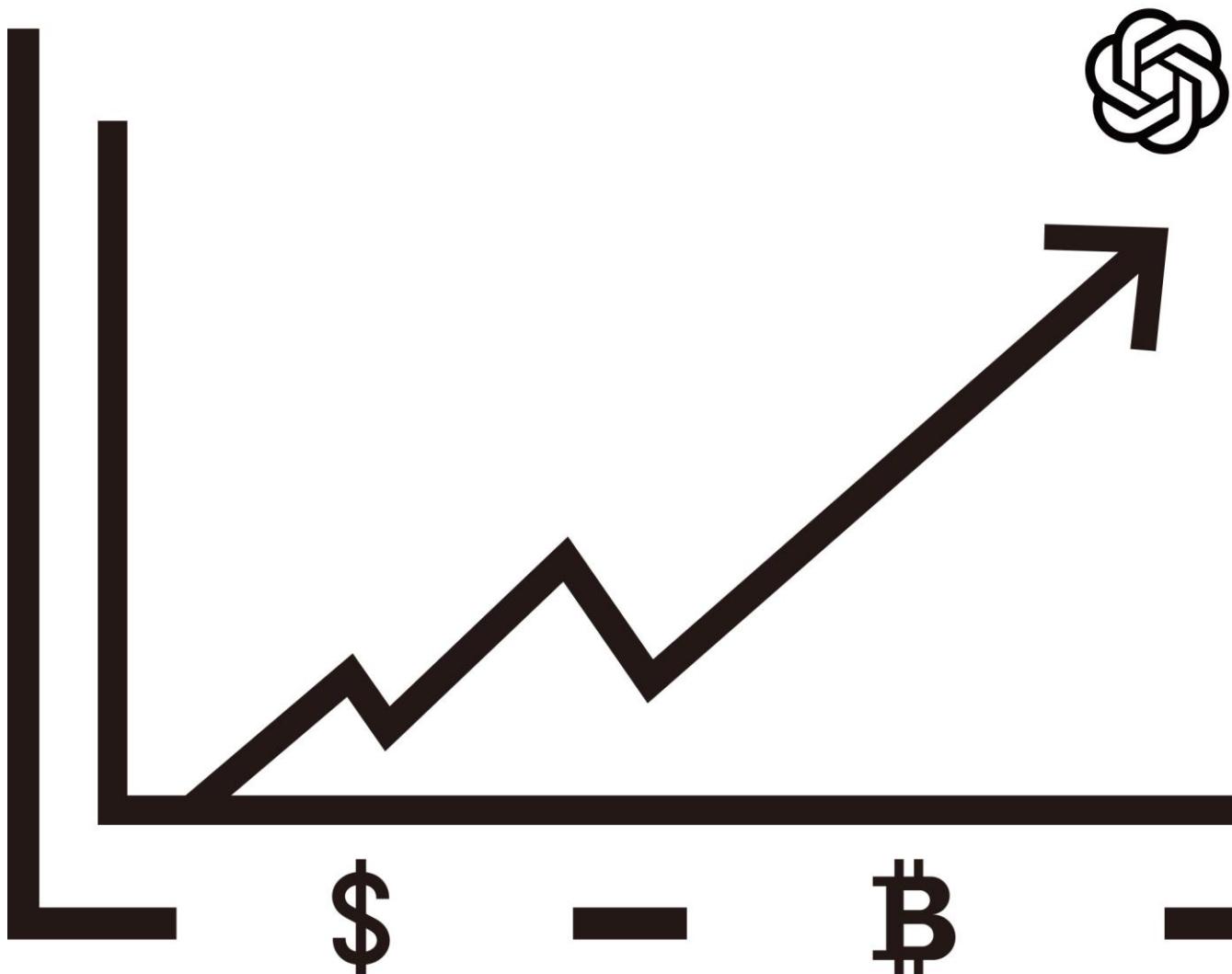


전략공감 2.0

Strategy Idea
스테이블 코인 '산업화'와 서클 인터넷(CRCL)

오늘의 차트
하반기는 ABCDEF + a

칼럼의 재해석
쿠팡, 세계에서 가장 혁신적인 유통기업 2위 선정



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 선진국
Analyst 황수욱
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

스테이블 코인 '산업화'와 서클 인터넷(CRCL)

- ✓ GENIUS Act 상원 통과, 스테이블 코인 '테마'가 아닌 '산업'으로 이해
- ✓ 스테이블 코인이 산업화 될 수요자(가계), 공급자(기업), 시장 조성자(정부) 유인 모두 존재
- ✓ 산업 지형 변화: 1) 결제 시스템 진화, 2) 시뇨리지 효과 분산으로 승자와 패자가 나올 수 있음
- ✓ 서클 인터넷(CRCL US)은 여전히 스테이블 코인 산업 외연 확장 수혜를 기대해볼 수 있는 기업

제도권으로 진입하는 스테이블 코인 산업

스테이블 코인 관련 기업들의 제도권 진입

스테이블 코인 산업이 제도권으로 진입하고 있다는 시그널이 곳곳에서 관측된다. 지난 5월 13일, S&P500 지수에 코인베이스가 편입이 되면서 당일 코인베이스 주가가 24% 상승했다. 6월 5일에는 스테이블 코인 발행 기업 최초로 서클 인터넷(CRCL US)이 상장했다. 서클은 상장 이후 불과 2주도 안되어 주가가 5배 가까이 급등하면서 국내외 투자자들의 이목이 집중되고 있다.

관심을 가지지 않을 수 없는 스테이블 코인 산업

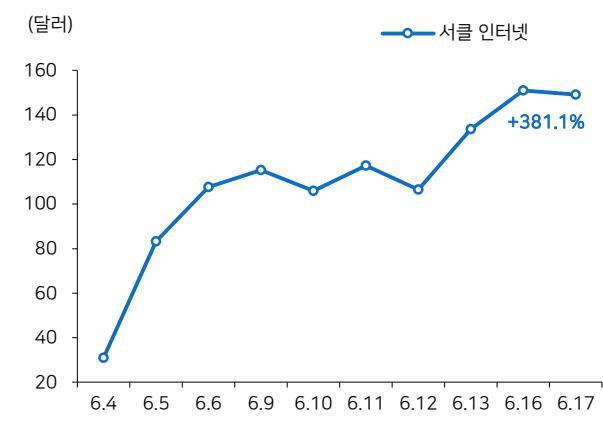
경제학도인 필자는 2019년부터 알게 된 '코인'이라는 개념에 대해 전통적인 화폐 금융시스템을 비집고 들어올 수 있을지에 대한 의구심이 컸고, 그럴 수 없다는 생각에 큰 관심을 두지 않았다. 그런데 최근 현상은, 머지 않은 미래에 새로운 화폐 금융시스템을 받아들여야 할 수도 있다는 생각이 들게끔 한다.

그림1 S&P500과 코인베이스(COIN) 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 6/5 상장한 서클 인터넷(CRCL US) 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

GENIUS Act의 상원 통과와 향후 일정

6/17 GENIUS Act 상원 통과,
수주 내 하원 표결 예정

6월 17일 스테이블 코인 규제 법안인 GENIUS Act(미국 스테이블 코인을 위한 국가 혁신 지침 및 수립법, Guiding and Establishing National Innovation for US Stable coins Act)가 미국 상원에서 68대 30으로 통과했다. 이 법안은 이제 몇 주 내에 표결이 예정된 하원으로 넘어간다.

트럼프 대통령, 8월 법안 서명
목표로 의회 통과 독려 중

트럼프 대통령은 스테이블 코인 규제 입법을 계속 지지해 왔고, 8월까지 법안 서명을 목표로 의회를 압박해왔다. 이미 지난 5월 하원에도 유사한 규제 법안인 STABLE Act가 발의되어 있는 상태다. 상원을 통과한 GENIUS Act는 하원에서 발의된 내용과 조정을 거쳐야 한다. 이후 하원을 통과해야만 트럼프 대통령 서명이 있어야 최종적으로 법안 효력이 발효될 수 있다. 이하에서 서술하는 두 법안의 일부 차이가 조율되어야 대통령 서명까지 갈 수 있는 것이다.

GENIUS Act(상원 통과)
STABLE Act(하원 발의) 비교

상원을 통과된 법안과 하원에서 발의된 두 법안은 거의 유사한 내용을 담고 있지만, GENIUS Act는 '혁신 장려와 유연성'을 좀 더 추구하고, STABLE Act는 '소비자 보호와 엄격한 일관성'을 추구한다는 차이가 있다. GENIUS Act는 먼저 길을 터주고 문제점이 보이면 추가로 손을 보겠다는 형태이며, STABLE Act는 일단 안전장치를 갖추고 예외 없이 관리하겠다는 스타일이다.

상대적으로 유연한 GENIUS Act

GENIUS Act는 은행 자회사나 통화감독청(OCC) 인허가 비은행, 주(州) 인증 소규모 발행자에 대해 유연한 진입로를 열어주고 있다. 또한 알고리즘형(비담보) 스테이블 코인에 대해서는 '먼저 어떤 위험이 있는지 연구해보자'는 태도를 취하고 있으며, 규제 선점 관련 언급을 최소화해, 주(州)별 자유도를 어느 정도 남겼다.

엄격한 일관성의 STABLE Act

반면 STABLE Act는 모든 허가 발행자에 동일한 심사 절차를 적용해 예외 없이 똑 같은 잣대로 관리하려 하고, 토큰화 예금상품까지 포함해 스테이블 코인과 은행 예금 수익 구조를 완전히 분리한다. 또한 주(州) 법률이 연방법과 충돌할 때는 무조건 연방법이 먼저 적용되도록 해 단일 규제를 지향한다.

표1 GENIUS Act와 STABLE Act 비교

분야	공통	GENIUS Act (상원 통과)	STABLE Act (하원 발의)
용어 정의	"Payment Stablecoin" 등 주요 용어 정의 포함		
준비금 요건	1:1 준비금(현금·단기국채 등) 보유·공개·회계감사·허위보고 시 형사처벌 의무		
소비자 보호	고객 자산 분리보관 의무 및 스테이블 코인 보유자 청구권 최우선 보장		
발행 주체	연준(Fed) · OCC 승인 필요	연준 관할 은행 자회사 · OCC 규제 비은행, 주(州) 인증 발행자(발행액 < \$10B)	예금은행 자회사 · 비은행 모두 연준 · OCC 승인 대상, 신청 후 120일 미처리 시 자동 승인, 주(州) 규제 선택 옵션(연간 Treasury 인증 필요)
감독·집행 권한	Fed · OCC 감독 및 제재 권한	대형 발행자(Fed · OCC), 州 발행자 대상 연방 긴급 개입 권한 명시	예금기관 발행자(Fed), 비은행 발행자(OCC) 감독, 중지 · 제재 권한 일괄 부여
주(州) 법률 선점(Preemption)	-	언급 없음	연방 승인된 발행체에 대해 주(州) 규제 상충 시 연방법 우선 적용
이자·수익 지급 금지	스테이블 코인과 예금상품 분리 위해 이자·수익 지급 금지	"Yield-Bearing Stablecoins" 정의 내금지(Section 2(23)(B)), 토큰화 예금 상품 제외	별도 조항(Section 4(9))으로 일괄 금지, 토큰화 예금도 규제 대상에 포함
알고리즘형 스테이블코인	비담보(알고리즘형) 스테이블코인 규제 필요성 인정	Treasury 연구 보고 의무	신규 발행 대상 2년 모라토리엄(발행 중단)

자료: US Senate, CRS Insight, 메리츠증권 리서치센터

시장 조성자, 수요자, 공급자 모두 스테이블 코인 산업 참여 유인 있음

스테이블 코인 규제 법안이지만
산업 확장을 독려하는 효과

'스테이블 코인 규제 법안'은 규제라는 포장을 하고 있지만, 실질적으로는 스테이블 코인 산업을 독려하는 법안으로 해석된다. 규제 불확실성을 해소하고 소비자 신뢰를 제고한다는 점에서 산업 확장의 밑바탕이 된다.

시장 조성자(정부) 입장에서는
미국의 글로벌 디지털 자산 주도권
확보 목적

시장 조성을 독려하는 미국 정부 입장에서는 향후 글로벌 디지털 자산 시장의 주도권을 미국이 갖겠다는 의지도 내포되어 있다. 최근 거론되는 이야기 중 백악관 내에서 전략적 비트코인, 디지털 자산 비축(Strategic Bitcoin Reserve) 구상을 추진 중이며, 연방 차원의 스테이블 코인 감독 체계를 통해 글로벌 금융 혁신의 중심 역할을 미국이 하고자 한다.

단기채 수요처로
재무부 발행 물량 소화에 도움

스테이블 코인 산업의 확대는 새로운 국채 수요처가 될 수 있다. 1:1 준비금 담보를 위한 단기채 수요가 늘어 재무부 발행 물량 소화에 도움이 될 수 있기 때문이다. BIS에 따르면 2024년 연간 미국 단기채 매수 주체 순위 중 JPM MMF, 중국에 이어 3번째가 스테이블 코인이었다. 미국 재무부 산하 차입자문위원회(TBAC)의 올해 4월 보고서에서는 2028년까지 스테이블 코인 발행자들이 보유한 미국 단기채 규모가 2024년 대비 8.3배 증가한 1조 달러에 이를 것으로 전망했다.

수요자 입장에서도
결제 시스템 편의성 유인 존재

수요자 입장에서도 사용 유인이 있다. 핵심은 저렴한 결제/송금 시스템이다. 미국의 기존 결제 시스템 대비 스테이블 코인 결제 시스템은 훨씬 낮은 송금 수수료를 요구한다. 오프 체인(off-chain, 거래소, 지갑 내 이전)에서는 거의 무료, 온체인(on-chain, 블록체인 네트워크 위에서 거래)에서도 대부분 몇 센트~몇 달러 수준으로 전통적 해외 송금 수수료(10~30달러) 대비 훨씬 저렴하다.

공급자는 은행 시뇨리지 효과를
누릴 수 있는 유인

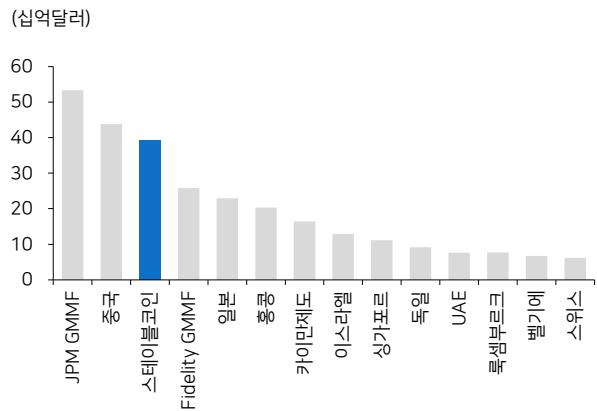
공급자(코인 발행 기업) 입장에서도 참여 유인이 크다. 핵심은 스테이블 코인 발행 기업도 전통 은행이 예대 마진(순이자마진)을 통해 독점해온 '은행 시뇨리지 효과'를 유사하게 누릴 수 있다는 점이다. 이들 기업은 단기채·MMF 등 준비자산 운용으로 발생하는 이자 수익에서 토큰 보유자에게 지급할 비용을 제하고 남은 차액을 통해 전통 금융이 얻어온 시뇨리지와 같은 형태의 수익을 창출한다. 미국 코인 발행 기업 서클 매출의 99%는 준비자산 이자 수익이다.

표2 스테이블 코인 산업 시장 조성자, 수요자, 공급자의 예상 수혜 포인트

참여자	예상 수혜 포인트	내용
시장 조성자 (정부)	통화정책 효율성 강화	준비금 규모·운용 현황을 실시간 모니터링, 통화공급 조절·유동성 관리가 용이해짐
	국채 수요 확대	1:1 준비금 담보를 위해 단기국채 수요 증가 → 재무부 발행 물량 소화에 도움
	자금세탁 방지·조세 투명성 제고	AML/KYC 의무화로 불법자금 유입 차단, 거래 내역을 통한 세원 확보 용이
	금융혁신 주도·기술 주권 확보	디지털 결제·디지털 환폐 분야에서 글로벌 리더십 확보, 민간·공공 분야 혁신 생태계 조성
수요자 (사용자)	빠르고 저렴한 결제·송금	24시간 365일 실시간 결제·송금, 전통 은행 대비 낮은 수수료
	가치 안정성	법정화폐(USD 등) 1:1 페그로 환율 변동 리스크 최소화
	금융 접근성 확대	은행 계좌 없이 스마트폰·인터넷만으로 이용 가능→Unbanked 포함 국민 전체 혜택
	디파이·웹3 연계 서비스 이용 기회	스테이블 코인을 매개로 하는 대출·스왑·스테이킹 등 탈중앙금융(DeFi) 서비스 접근성 강화
공급자 (코인 발행 기업)	시뇨리지·준비금 운용 이자 수익	예치된 준비금(단기국채·MMF) 등에서 발생하는 이자 수익 확보
	데이터 기반 부가가치 서비스 개발	거래 데이터·사용자 행동 빅데이터를 활용한 신용평가·マイ닝·맞춤형 금융상품 개발
	네트워크 효과 및 파트너십 확장	플랫폼 규모 확대 따른 제휴 강화, 부가 서비스(지갑·결제망·API) 제공으로 경쟁우위 확보
	글로벌 시장 진출 기회	국경간 결제·송금 서비스 확대, 해외 결제망 연계로 신시장 개척

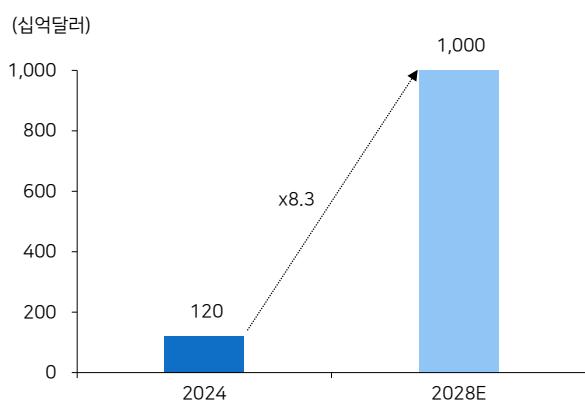
자료: BIS(2019), US Treasury(2021), Ledger Insights, Deloitte, Bitwave, Business Insider, 메리츠증권 리서치센터

그림3 '24년 미국 단기채 매수 주체 3위 스테이블 코인



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스테이블 코인 발행자가 보유한 美 단기채 규모 전망



자료: TBAC(2025.4), 메리츠증권 리서치센터

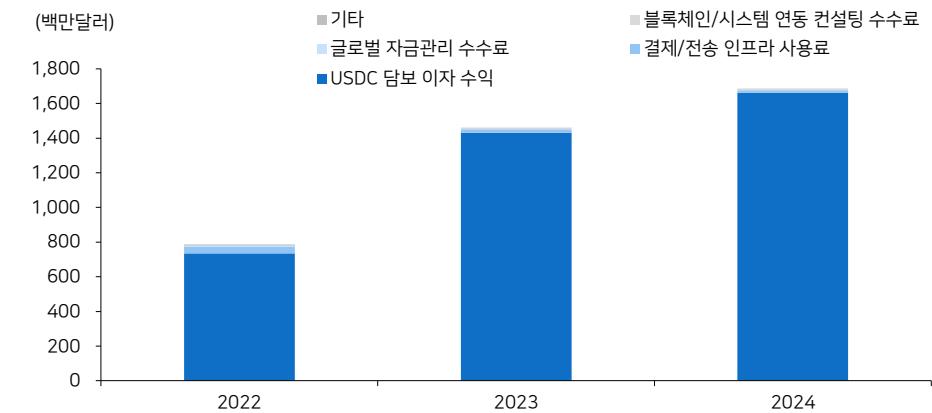
표3 미국 스테이블 코인 결제 시스템 vs 기존 결제 시스템 비교

결제 수단	수수료	정산 소요 시간	특징
신용카드	2-3% + \$ 0.30	가맹점 즉시 정산	가맹점에 높은 수수료. 환불에 따른 차지백 리스크 존재
직불카드	*규제 대상: 0.05% + \$ 0.21 *규제 예외: 0.9% + \$ 0.15	가맹점 즉시 정산	낮은 수수료, 더빈 수정조항의 영향을 받음
자동이체	\$ 0.20 - \$ 1.50	3-5 영업일	국내 거래에 한정. 결제 대금 확보 리스크 존재
국제 전신송금	\$ 30 - \$ 50	1-5 영업일	높은 수수료, 환율 마진 고려해야 함
해외송금 서비스	\$ 200 당 6.65%	수분 - 수일 단위	서비스, 국가 간 상이
P2P 결제 앱	P2P: 무료, 비즈니스: 1-3%	즉시 정산 - 1일	즉시 이체, 신용카드 사용 및 결제 시 수수료 부과
스테이블 코인 송금	\$ 0.01 이하	초 - 분 단위	글로벌 사용 가능성, 최소 수수료

주: *의 규제는 더빈 수정조항(도드-프랭크 법 중 직불카드 수수료에 상한을 둔 조항)을 의미

자료: a16z, 메리츠증권 리서치센터

그림5 코인 발행 기업 서클 인터넷의 매출 구성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

산업 지각 변동: 생존을 위한 헤게모니 싸움 시작

- 1) 결제 시스템 진화,
2) 은행 시뇨리지 효과 분산은
금융 시스템 지각 변동 유발 가능

시장 조성자, 수요자, 공급자 모두에게 참여 유인이 있다는 것은 스테이블 코인이라는 개념이 단순히 테마에 그치지 않고 '산업화'가 빠르게 이루어질 수 있는 가능성으로 내포한다. 그런데 수요자 입장에서 참여 유인인 1) 결제 시스템의 진화와, 공급자 입장에서 참여 유인인 2) 은행 시뇨리지 효과의 분산 가능성은 금융시스템 지각 변동을 유발할 수 있다. 누군가 얻는 게 있으면 누군가는 뺏긴다.

- 기존 결제 시스템 관련 기업
수수료 비즈니스 타격 가능성,
스테이블 코인 협력 노력 이유

마음이 급해진 것은 기존 금융 시스템 참여자들인 듯 하다. 결제 시스템 가격 경쟁에서 밀릴 가능성이 있는 비자, 마스터카드와 같은 기업들이 4월 말~5월 초 스테이블 코인 업계와 협력 방안을 발표하는 것은 이런 다급한 상황을 내포하는 것으로 보인다. 그럼에도 6월 13일 월마트, 아마존 등 거대 리테일 기업들이 자체 스테이블 코인 발행을 검토한다는 소식에 해당 주가가 하락하기도 했다. 코인 업계와 협력이 강화되어도 기존 결제 수수료 비즈니스의 타격은 불가피해 보인다.

- 은행 비정기 예금 같은 스테이블
코인 시장으로 이탈 가능성, 이를
막기 위한 자체 코인 발행 노력

시뇨리지 효과를 나누게 되는 은행도 잠재적 피해자가 될 수 있다. TBAC는 작년 말 기준 미국 은행 예금 17.8조 달러 중 일상적 자금 흐름용(송금/결제), 다른 계좌나 자산으로 즉시 이동할 수 있는 당좌 예금 등 6.6조 달러는 스테이블 코인 시장으로 이동할 수 있는 위험에 노출된 예금 유형으로 분류했다. 뱅크오브아메리카, 시티, 웰스파고 등 미국 시중은행들도 컨소시엄을 구성해 공동 스테이블 코인 발행하려는 움직임이 있는데, 예금 이탈을 막기 위한 목적으로 봐야 할 것이다.

- 지각 변동의 승자, 패자는 아직
장담할 수는 없지만 관찰 필요

스테이블 코인의 제도권 진입으로 금융 시스템 산업 지각 변동이 나타나는 가운데, 어떤 주체가 최종 승자가 될지 아직은 정확하게 알 수 없다. 이미 산업을 선점하고 있는 코인 기업 vs 빼기지 않으려는 은행 등 전통 금융 기업 vs 새 기회를 보고 신규 진입하는 비은행 기업 등 여러 주체들의 경쟁 구도를 면밀히 관찰해야 한다.

표4 기존 제도권 기업들의 스테이블 코인 산업 관련 움직임

회사 (티커)	주요 발표 내용	발표 일자
Amazon (AMZN), Walmart (WMT)	USD 연동 스테이블코인 자체 발행 검토 - 카드 네트워크 수수료 절감 및 결제 속도 개선 목적 - 美 'Genius Act' 등 규제 프레임워크 통과 여부에 따라 추진	2025-06-13
JPMorgan Chase (JPM)	"JPMD" 상표 출원 - 거래 · 교환 · 이체 · 결제 서비스용 디지털 자산 상표 - 'JPMorgan Dollar' 스테이블코인 출시 가능성 시사	2025-06-15
PayPal (PYPL)	PayPal USD (PYUSD) 스테이블코인 - 스텔라 네트워크 상에 PYUSD 상장, 국경 간 송금 및 결제 강화 - 페이팔 내 결제 수단으로 본격 도입 예정	2025-06-11
Visa (V)	① Rain과 협업해 USDC로 카드 결제 정산 파일럿 확대 ② Bridge와 제휴해 라틴아메리카서 스테이블코인 연동 비자 카드 출시 - 24x365 즉시 정산 가능	2025-05-01 2025-04-30
	MoonPay와 제휴해 스테이블코인 기반 결제 지원 - 카드 잔고에 연결된 스테이블코인으로 전 세계 1.5억 곳에서 즉시 결제 - API 기반 인프라 활용	2025-05-15
Mastercard (MA)	주요 은행 컨소시엄 구성 검토 - 공동 스테이블 코인 발행 논의(초기 구상 단계) - 가맹 은행 · Clearing House · Early Warning 참여 가능성	2025-05-22

자료: 언론 보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

큰 그림에서 봐야 할 서클 인터넷(CRCL)

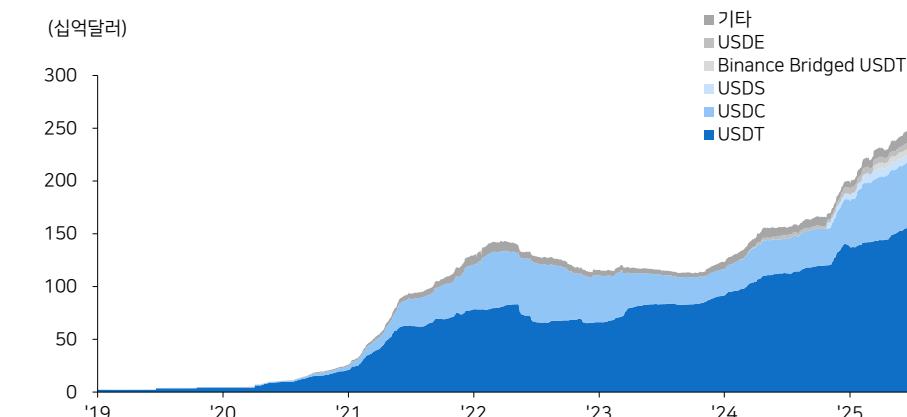
TBAC, 2028년 스테이블 코인
시장 규모 2조 달러 전망,
3년 CAGR 99.8%

이러한 지각 변동 속 분명한 사실은 '스테이블 코인 산업의 외연 성장'이다. TBAC가 인용한 Standard Chartered의 2028년 스테이블 코인 시장 규모 전망치는 2조 달러다. 현재 스테이블 코인 거래량은 전체 FX 현물거래의 약 1% 수준인 7천억 달러다. 코인 거래량이 2028년까지 FX 현물거래의 10% 수준인 월 6조 달러까지 증가한다고 가정할 때, 동일한 화폐유통속도(현재 3)을 전제로 하면 2028년 말까지 스테이블 코인 규모가 2조 달러가 되어야 한다는 논리다. 2025년 6월 기준 약 2,500억 달러임을 고려하면 향후 3년간 연 100%씩 성장해야 한다.

서클 인터넷은 금리 상승이 유리,
발행량에 비례해 수익 상승,
가파른 산업 외연 성장 수혜 기대

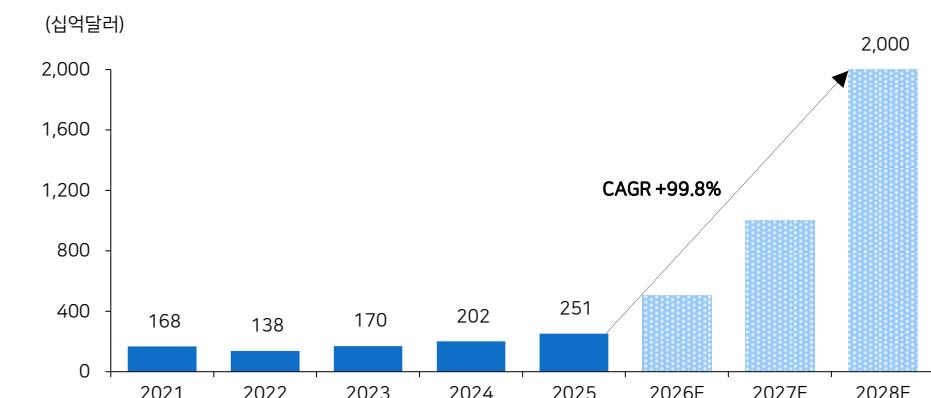
서클 인터넷은 <그림 5>와 같이 매출의 99%가 USDC 담보 이자 수익이다. 이는 1) 이자율과 2) 발행량에 의해 영향을 받는데, 금리 인하는 서클에게 부정적이지만 발행량이 크게 늘 수 있는 점을 고려해야 할 것이다. 2028년 전체 시총 기준 시장 점유율의 20%만 차지한다고 가정해도 3년간 현재 발행량 대비 6.5배 성장한 규모다. 금리 인하 기대가 후퇴할 때가 서클에게는 오히려 기회라는 점도 고려하면 자산 다변화 측면에서 포트폴리오에 유의미한 선택지로 고려해볼 수 있겠다.

그림6 스테이블 코인 시가총액 1위 USDT, 2위 USDC의 점유율은 각각 60%, 26%



자료: CoinGecko, 메리츠증권 리서치센터

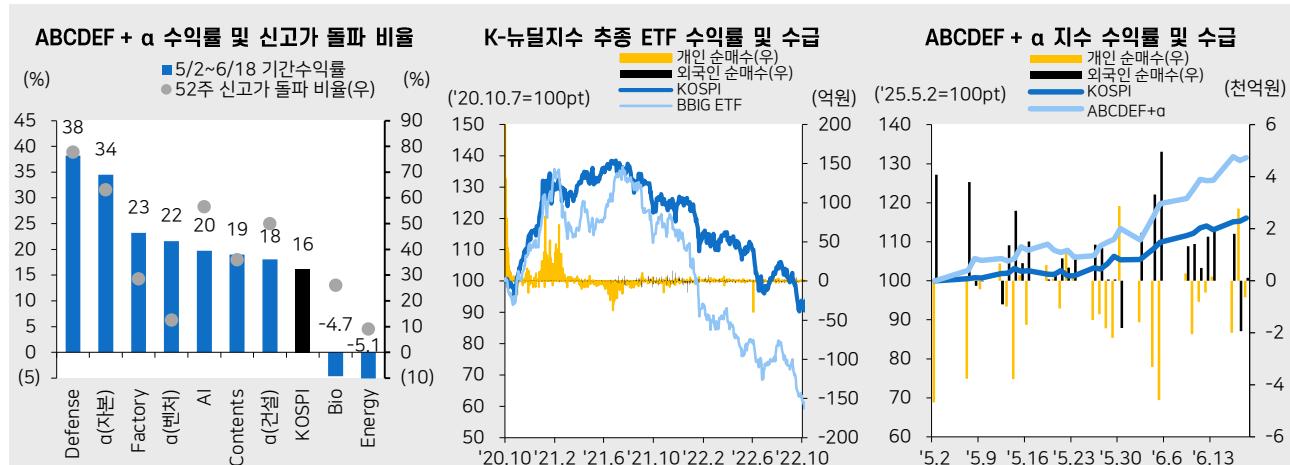
그림7 스테이블 코인 시장 시가총액 규모 전망(Standard Chartered, TBAC)



자료: CoinGecko, TBAC(2025.4), Standard Chartered, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이수정 연구위원

하반기는 ABCDEF + α 

주1: 각 분야의 수익률은 시가총액 가중평균 방식으로 산출

주2: ABCDEF+ α 지수는 분야별 영업이익성장을, 자기주식비율, 배당수익률 가중치를 달리하여 상위 2종목씩 선별하여 산출

자료:FnGuide, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

6대 성장엔진으로 ABCDEF 전략 제시

이재명 대통령은 후보 시절 산업육성정책으로 ABCDEF 전략을 제시했다. 6대 성장엔진(AI · 바이오 · 콘텐츠 · 방위산업 · 에너지 · 제조업)을 집중 육성해 새로운 성장 기반을 구축한다는 계획이다. 구체적인 내용은 아래 표와 같다.

	정책 분야	핵심 공약	수혜 업종
A	AI	소버린 AI, AI 데이터센터 구축	반도체, 전력설비, 원자력
B	Bio	R&D 연동 약가제, 디지털 헬스케어	바이오텍, CDMO, 의료 AI
C	Contents	K-컬처 300 조원 시대, 세제혜택	콘텐츠 플랫폼, 엔터테인먼트
D	Defense	방산 R&D 세제혜택 및 수출 활성화	방위산업, 항공우주
E	Energy	에너지 고속도로 구축, 재생에너지 확대, RE100 전환	전력설비, 이차전지, 신재생에너지
F	Factory	첨단전략산업 100 조원 투자, 스마트팩토리	로봇, SI, 소프트웨어
자본시장	상법 개정, 가상자산 시장 활성화	지주사, 증권, 핀테크	
건설	주택 공급 확대, 재개발 · 재건축 규제 완화	건설, 건설자재, 건설장비	
벤처투자	모태펀드 확대, M&A 시장 활성화	벤처캐피탈, 사모펀드, 증권(IB)	

바이오와 에너지 제외 모든 분야 KOSPI 아웃퍼폼

분야별 기간 수익률과 52주 신고가 돌파 비율을 분석해봤을 때, 바이오와 에너지를 제외한 모든 분야가 KOSPI(+16.1%)를 아웃퍼폼했다. 특히 방위산업과 자본시장 분야는 52주 신고가 돌파 비율이 각각 78%, 63%로 분야 내 고른 성장세를 보였다.

정책 모멘텀을 중점으로 하되 종목 펀더멘탈 동시에 고려해야

한편 현정부 첨단산업 육성 정책은 과거 문재인 정부의 한국판 그린뉴딜 정책과 유사한 점이 있다. K-뉴딜지수는 상장 이후 4개월 간 수급이 몰렸지만 KOSPI를 하회하는 부진한 성과를 보이며 매도세가 짙어졌다. 정책적 수혜로 인한 모멘텀은 장기간 지속되지 못하며 개별 종목 이익 체력이 장기적으로 더 중요함을 보여준다. 신정부 출범 초기단계임을 감안했을 때 정책 모멘텀을 중점으로 하되 종목 펀더멘탈을 동시에 고려하는 전략이 유효할 것이다.

칼럼의 재해석

황홍진 연구원

쿠팡, 세계에서 가장 혁신적인 유통기업 2위 선정 (Fast Company)

쿠팡이 글로벌 무대에서 다시 한 번 존재감을 드러내고 있다. 딜로이트에 따르면 2018~2023년 기준 쿠팡의 연평균 성장률은 +41.1%로 글로벌 유통사 중 5위를 기록했다. Fast Company가 선정한 '가장 혁신적인 유통 기업' 2위, LexisNexis의 '2025 글로벌 혁신기업 톱 100'에도 포함되면서 글로벌 테크 유통기업으로 인정받고 있다.

쿠팡 경쟁력의 핵심은 물류 시스템이다. 2014년부터 물류 인프라에 6조 원 이상을 투자했으며, 2026년까지 3조 원 이상을 추가 투자하여 전국 무료 로켓배송을 확대할 계획이다. 지난해 유료 멤버십 가격 인상에도 불구하고 와우 회원이 증가하며 서비스 생태계 내 고객 락인(Lock-In) 효과를 입증했으며, 쿠팡이츠와 쿠팡플레이 등 신사업 또한 급성장하며 종합 플랫폼 기업으로 진화 중이다.

쿠팡은 한국에서 입증된 '물류 인프라'와 '고객 락인 전략'을 기반으로 해외 시장 확장에 박차를 가하고 있다. 특히 대만 '로켓와우'와 일본 '로켓나우'를 통해 국내 성공 모델을 복제하며 글로벌 확장 가능성을 보여주고 있다. 쿠팡은 2025년 1분기에도 견조한 매출 성장과 영업이익을 기록하며 미래 성장에 대한 청사진을 제시하고 있다.

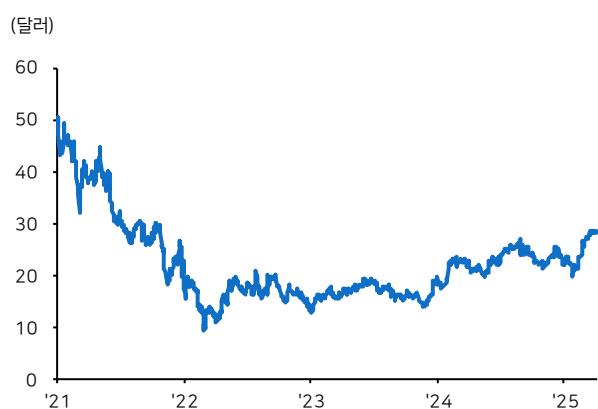
K-커머스의 존재감을 키우다

쿠팡, 글로벌 유통 강자 등극

쿠팡이 글로벌 무대에서 다시 한 번 존재감을 드러내고 있다. 글로벌 유통 시장에서 유례없는 속도로 성장한 결과, 2018~2023년 기준 쿠팡의 연평균 성장률은 +41.1%로 글로벌 5위를 차지했다. 매출 기준으로는 글로벌 59위에 올라, 한국 기업 중 유일하게 톱 100에 포함되었다.

안정적인 리테일 사업을 기반으로, 음식 배달과 OTT 등 신성장 분야까지 사업 영역을 확장하고 있다. 이러한 성장성과 혁신성을 기반으로, 쿠팡은 미국 경제지 Fast Company가 선정한 '세계에서 가장 혁신적인 유통기업' 2위에 이름을 올렸다. 또한 글로벌 특허평가기관 LexisNexis의 '2025 글로벌 혁신기업 톱 100'에도 포함되며, 글로벌 테크 유통기업으로서의 입지를 인정받았다.

그림1 쿠팡(CPNG US) 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 유통업체 매출 성장률 Top 5

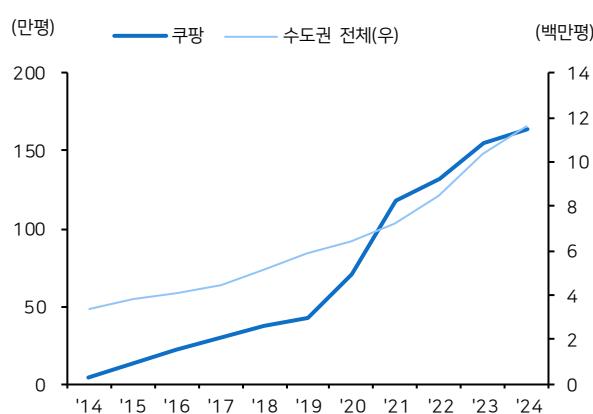
기업명(국적)	성장률 순위	매출액 순위	2018-2023 CAGR	소매 매출액
취인(중국)	1위	42위	88.2%	30,666
쇼크(터키)	2위	249위	61.6%	4,469
빔(터키)	3위	112위	59.0%	11,038
미그로스(터키)	4위	206위	57.0%	5,895
쿠팡(한국)	5위	49위	41.1%	21,223

자료: Deloitte, 메리츠증권 리서치센터

물류센터 확장 → 풀필먼트 사업

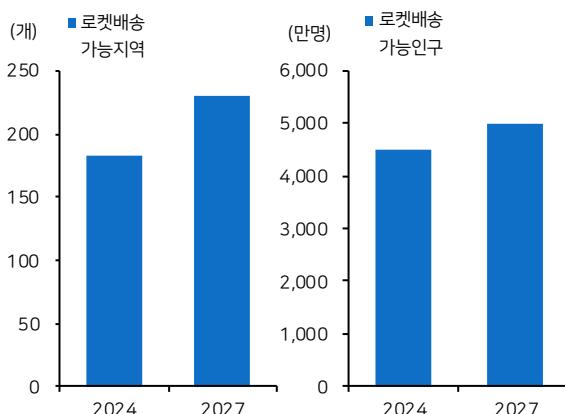
쿠팡 경쟁력의 핵심은 단연 강력한 물류 시스템이다. '로켓배송'은 주문 다음 날 바로 도착하는 서비스로, 국내 이커머스 환경을 근본적으로 변화시켰다. 쿠팡은 2014년부터 물류 인프라에 6조 원 이상을 투자했으며, 2026년까지 추가로 3조 원을 투입할 계획이다. 전국에 로켓배송 지역을 순차적으로 늘려 오는 2027년까지 '전국 인구 100% 무료 로켓배송'을 목표로 한다. 첨단 자동화 기술 도입, 배송 네트워크 고도화를 통한 물류센터 운영 효율화로, 2024년 배송 허브 간의 운송 비용이 YoY 16% 감소하였다. 판매자 전용 풀필먼트 서비스 '로켓그로스(FLC)'도 빠르게 성장 중이다. 수만 개의 중소 판매자가 쿠팡의 물류 역량을 활용하면서 '로켓그로스' 성장률은 쿠팡 전체 비즈니스 성장률 보다 더 빠르게 확장되고 있다.

그림2 쿠팡의 물류센터 연면적과 수도권 총재고



자료: 쿠팡, 젠스타메이트, 메리츠증권 리서치센터

그림3 쿠팡의 로켓배송 커버리지



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

로켓배송으로 소비자 충성도 강화

강력한 물류 인프라를 기반으로, 쿠팡은 '와우 멤버십'을 통해 고객 충성도를 극대화하고 있다. 2024년 4월 와우 멤버십 가격 인상(4,990원 → 7,890원)에도 불구하고 2024년 활성 고객 수는 2,280만 명(+10%), 와우 멤버십 회원수는 1500만 명(+7%)으로 증가했다. 이는 소비자들이 구독료 인상분(월 2,900원)보다 쿠팡이 제공하는 서비스의 가치(반품·배송비 절감, 쿠팡이츠·플레이 무료 등)를 훨씬 높게 평가했기 때문으로 분석된다.

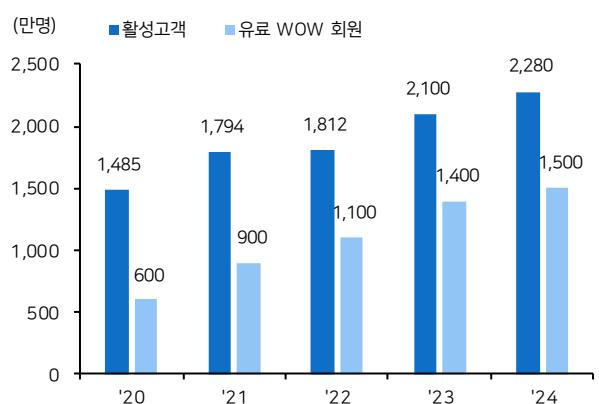
쿠팡 신사업 확대 - 쿠팡이츠

쿠팡은 '와우 멤버십' 중심 고객 랭킹 전략을 바탕으로, 음식 배달과 OTT 등 일상 소비 전반으로 서비스를 확장하며 플랫폼의 영향력을 넓히고 있다. '쿠팡이츠'는 '와우회원'에게 적용되는 '전국 무제한 무료 배달'을 개시하며 급성장하였다. 기존 수도권과 광역시 위주로 적용하던 무료 배달을 작년 5월 전국적으로 확대한 이후, 배달비가 건당 5,000원씩 치솟던 상황에서 과격적인 조건에 가입자가 급증했다. 그 결과 쿠팡이츠 가입자는 1년 새 320만 명 가까이 늘어 1,044만 명을 기록하며 배민과 격차를 좁혀가고 있다. 2025년에도 빠르고 안정적인 음식 배달 서비스 제공을 통해 성장을 유지할 전망이다.

쿠팡 신사업 확대 - 쿠팡플레이

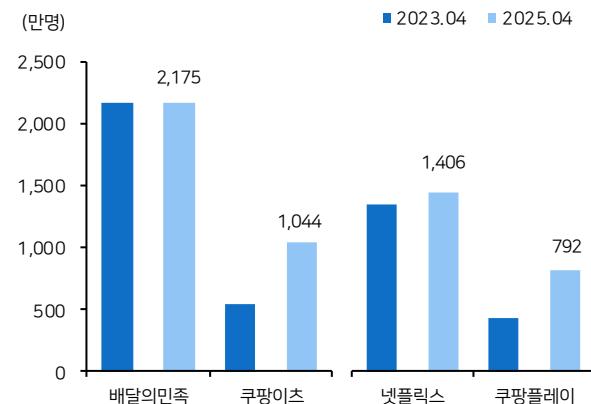
쿠팡플레이는 스포츠 중계권 확보(EPL 등), 오리지널 콘텐츠, HBO 시리즈 독점 공급 등을 통해 콘텐츠 경쟁력을 빠르게 키우고 있다. 여전히 국내 MAU 1위는 넷플릭스(1,406만 명)이지만, 쿠팡플레이는 2년 새 이용자가 91% 늘어 792만 명을 기록하며 가파른 성장세를 보이고 있다. 기존에는 쿠팡 유료 멤버십 와우회원에게만 무료로 제공되었으나, 이달 초부터 와우회원이 아니더라도 광고를 보면 무료로 이용할 수 있는 서비스로 확대하며 저변을 넓히고 있다.

그림4 쿠팡 활성고객과 유료 WOW 회원 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 배달앱 및 OTT MAU

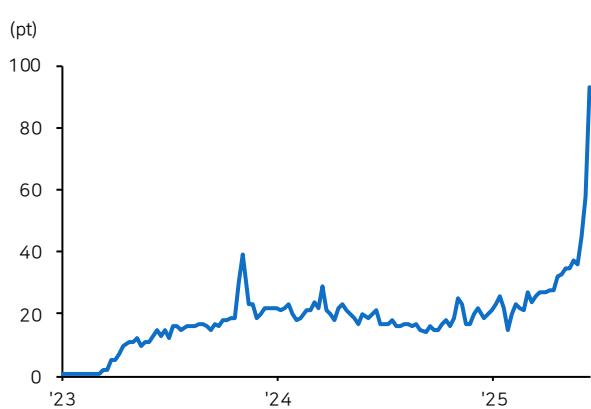


자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 비즈니스 확장 - 대만

쿠팡은 한국에서 입증된 '물류 인프라'와 '고객 랙인 전략'을 기반으로 해외 시장 확장에 박차를 가하고 있다. 2021년 대만 진출 이후 약 5,000억 원을 투자해 로켓배송, 자동화 물류센터, AI 기반 재고 시스템을 구축했으며, 불과 3년 만에 유료 멤버십 '로켓와우'를 출시했다. 배송 인력도 직접 고용해 타이베이부터 남부 가오슝까지 커버하는 전국 단위 배송망을 실현 중이다. 그 결과 1Q25 대만 현지 및 글로벌 브랜드 상품군은 5배 증가했고, 고객 지출과 재방문율도 빠르게 상승했다. 최근 대만 주요 커뮤니티에서 쇼피와 쿠팡을 비교한 긍정적인 후기들도 많이 올라오면서 구글에서 '酷澎(쿠팡의 중국어 표기)' 검색량도 크게 늘고 있는 모습이다.

그림6 대만 지역 '酷澎(쿠팡)' 구글 트렌드 추이



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림7 쿠팡의 대만 2호 풀필먼트 센터



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 비즈니스 확장 - 일본

일본 시장에서는 혜택 중심의 락인 전략을 앞세워 음식 배달 시장을 공략하고 있다. 지난 1월 일본에서 로켓나우를 선보인 지 4개월 만에 서비스 지역을 3배가량 확장했으며, 초기 도쿄 내 3곳에서 시범 운영을 시작해 이달 초 10곳으로 확대했다. 쿠팡 일본법인 'CP One Japan' 측에 따르면, 서비스 시작 1개월 만에 1,500개 이상의 음식점이 가입했으며, 가맹점은 로켓나우 입점 후 단 2주 만에 매출이 400% 상승하였다. 후발 주자임에도 빠르게 성장하는 비결은 파격적인 배달비 무료 혜택에 있다. 첫 회원 가입 시 4,000엔, 친구 초대 시 5,000엔 등 풍성한 쿠폰 이벤트도 진행 중이다. 이는 국내에서 성공한 '적자를 감수하고라도 무료 서비스를 내세워 점유율을 늘리는 파괴적 방식'을 해외에 적용한 결과로 평가된다.

중장기 가이던스 유지

- 조정 EBITDA 마진 10% 이상

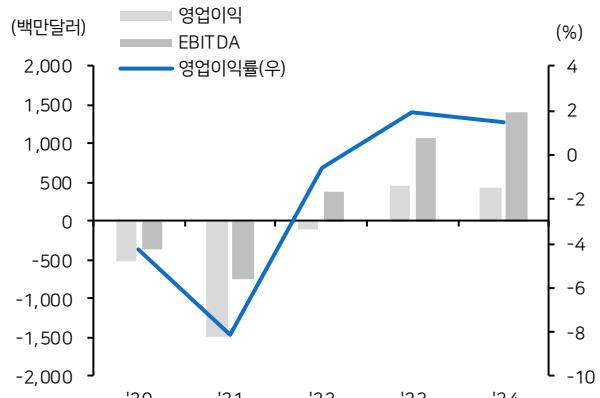
쿠팡의 물류 혁신과 해외 사업 확장은 재무적 실적 개선으로 이어졌다. 연결 기준 1Q25 매출은 YoY +11% 증가했으며, 불변 통화 기준으로는 +21% 성장하였다. 영업이익은 1억 5,400만 달러로 YoY +300% 증가했으며, 매출총이익률은 29.3%(YoY +210bp), 조정 EBITDA 마진은 4.8%(YoY +90bp)을 기록했다. 쿠팡은 대만, 일본 등 공격적인 해외 사업 확장에 따라 2025년 신사업 부문 조정 EBITDA 손실이 6.5억~7.5억 달러 발생할 것으로 예상하고 있다. 다만, 중장기 조정 EBITDA 마진 전망치는 10% 이상으로 유지하며, 1) 효율성 및 공급망 최적화, 2) 영업 레버리지, 3) 규모의 경제 등 수익성 회복에 대한 자신감을 보였다.

그림8 쿠팡이츠 일본 서비스 '로켓나우' 페이지



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림9 쿠팡 영업이익과 EBITDA 추이



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

원문: *The most innovative companies in retail for 2025 (Fast Company)*