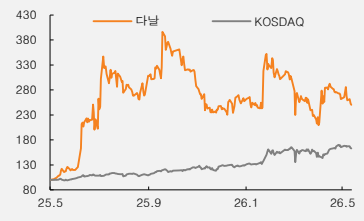


현재주가(26/5/13)	Not Rated	7,010원	
영업이익(26F,십억원)	-	-	
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-	-	
EPS 성장률(26F,%)	-	-	
MKT EPS 성장률(26F,%)	-	-	
P/E(26F,x)	-	-	
MKT P/E(26F,x)	-	-	
KOSDAQ		1,176.93	
시가총액(십억원)		530	
발행주식수(백만주)		76	
유동주식비율(%)		87.9	
외국인 보유비중(%)		2.9	
베타(12M) 일간수익률		0.93	
52주 최저가(원)		3,040	
52주 최고가(원)		11,090	
(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.0	-0.1	130.6
상대주가	-17.8	-22.1	43.4



김나미
nami.kim@miraeasset.com

다날

결제는 다 날 통해

PG 본업 이익 체질 개선 확인, 스테이블코인 생태계 플랫폼으로 전환

동사는 2000년 세계 최초 휴대폰 결제 상용화 이후 26년째 국내 MS 1위(KG그룹 과 합산 80~85%)를 유지 중인 PG 전문기업으로, FY25 연결 기준 매출 2,254억원 ·OPM 1.0%을 기록했다. 커머스 부문이 연결 매출의 86%(2,018억원)를 차지하며, 디지털콘텐츠(9%)·프랜차이즈(4%)가 나머지를 구성한다. FY25 OPM이 1.0%로 전년(0.5%) 대비 개선된 가운데, 원화 스테이블코인 법제화 논의와 크로스보더 결제 수요 확대를 배경으로 이음 솔루션 금융기관 4곳 계약 완료 및 K.ONDA 5월 런칭 으로 본업 수익성 개선과 신사업 매출이 동시에 가시화되는 구간이다.

기존 PG 사업 신용카드결제 회복·가맹점 다변화

FY25 연결 매출 역성장(-13.6% YoY)은 저품질 거래 정리에 따른 수익성 우선 선택에 기인한다. 2·3차 PG사 거래를 자발적으로 중단한 결과 대손상각비가 146억원 (-17.5% YoY)으로 축소되며 OPM은 0.5%→1.0%로 개선됐다. 휴대폰결제(취급고 7.2조)는 과점 구조를 유지하고, 신용카드결제(취급고 4.1조)는 게임 신작 부재로 부진했으나 1Q26부터 아이온2·리니지 클래식 출시로 회복세가 확인되고 있다. FY26 엔 신용카드결제 회복, 잘로페이 독점 효과 2Q26 반영 시작, 외국인학비결제 200 개 대학 확대(+30% YoY), NDS 기반 대손율 개선이 복합적으로 작용할 전망이다.

스테이블코인 인프라 허브 IEUM 구축

동사는 원화 스테이블코인 시장에서 발행사가 아닌 인프라 레일 포지션을 선점했다. 발행사 경쟁의 승자가 누가 되든, 어떤 메인넷이 채택되든 결제·송금·소각의 실행 레일은 이음 솔루션을 경유하는 구조로, 경쟁 구도와 무관하게 시장 성장이 수익으로 직결된다. BM은 고정 구독료(SaaS) 위에 발행량 연동 트랜잭션 수수료(글로벌 피어기준 거래금액의 0.1%~0.5%)가 추가되는 이중 구조로, 시장이 성장할수록 수익이 레버리지 방식으로 확대된다. 주요 타겟은 크로스보더 송금 수요가 있는 B2B 무역기업·지방은행·지자체로, 현재 금융기관 4곳 계약 완료 및 구독료 확정 상태이며 신한은행 USDC PoC 완료 후 무역기업 고객 자금이 이미 대기 중이다. 바이낸스 국내 독점 Master Aggregator(전 트랜잭션 50:50)·서클 USDC 민트 계정까지 인프라 선점은 완료됐으며, 법제화는 리스크가 아니라 수익화 트리거다.

** 본 자료는 26년 4월 17일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	286	295	295	261	225
영업이익 (십억원)	16	-3	3	1	2
영업이익률 (%)	5.6	-1.0	1.0	0.5	1.0
순이익 (십억원)	56	-15	-28	7	-64
EPS (원)	817	-222	-404	105	-910
ROE (%)	19.7	-4.6	-9.1	2.5	-21.2
P/E (배)	18.1	-22.5	-11.5	27.0	-7.9
P/B (배)	2.9	1.0	1.1	0.6	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

기업 개요

결제 인프라 전문기업, 디지털자산 신사업 모멘텀 본격화

다날은 1997년 설립 후 2000년 세계 최초로 휴대폰 결제 서비스를 상용화한 PG(전자지급결제대행) 전문기업이다. 2004년 코스닥 상장사로, 통신사 3사(SKT·KT·LGU+)와의 직결 계약을 통해 국내 휴대폰결제 시장에서 KG그룹과 합산 80~85%를 양분하는 과점 구조를 형성하며 26년째 MS 1위를 유지하고 있다.

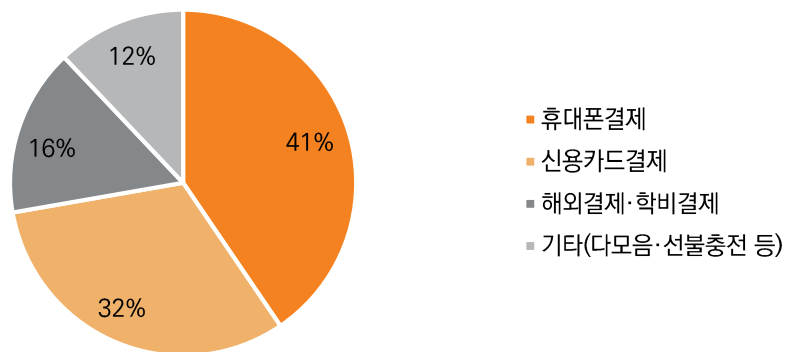
결제 사업(커머스 부문)이 연결 매출의 86%(2,018억원)를 차지하며, 디지털콘텐츠(다날엔터테인먼트, 9%)·프랜차이즈(달콤, 4%)가 나머지를 구성한다. 신규 사업 측면에서는 다날본사(PG 인프라·가맹점망·정산), 다날핀테크(이음 솔루션 개발·NC월렛, 지분 54.1%), 페이프로토콜(해외·원천기술·스위스 VQF-SRO VASP 라이선스)의 3사 분담 구조로, 발행·유통·정산 전 과정을 하나의 플랫폼에서 통합 관리하는 포지션을 통해 기존 PG 사업에서 축적한 30년간의 결제 데이터·가맹점 네트워크·SWIFT 은행망 연동 기술이 스테이블코인 사업의 핵심 자산으로 전환하고 있다.

표 1. 주요 계열사 및 체계

회사명	역할	핵심 자산
다날(본사)	PG 인프라·가맹점망·정산·수익 귀속	30년 결제망, SWIFT 연동 기술, 가맹점 500만+
다날핀테크(54.1%)	이음 솔루션 개발·NC월렛 운영	원화 SC 발행→유통→소각통합 플랫폼
페이프로토콜	해외사업·원천기술	스위스 VQF-SRO VASP 라이선스(ICO/STO/SC 발행 가능)
다날엔터	K팝 IP·음원·NOVERA 팬덤 플랫폼	K팝 아티스트 IP 다수
달콤(다날F&B)	커피 프랜차이즈	달콤·달콤N(저가 라인)

자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. FY2025 부문별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 사업부문별 매출 및 포지셔닝

구분	2025 매출	시장 지위	주요 고객 / 파트너
휴대폰결제	788억 (별도 40%) / 취급고 7.2조	MS 1위 (~40%), KG그룹과 과점	카카오·네이버·넥슨·NC소프트·배민 등
신용카드결제	617억 (별도 31%) / 취급고 4.1조	MS 2~3위권	NC소프트·신세계·쿠팡·Cafe24 등
해외결제·학비결제 등	540억 (별도 29%)	외국인 특화	잘로페이(독점)·위챗페이·페이팔·96개 대학
다날엔터(콘텐츠)	217억 (연결)	K팝 IP·팝업스토어	사이니·에이티즈·케플러 등
달콤(프랜차이즈)	100억 (연결)	프리미엄 베이커리 카페	전국 직영·가맹점

자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 다날 주요주주 현황 (2025)

주주명	소유주식수(주)	지분율(%)
박성찬	8,805,005	11.73
한국증권금융(주)	2,867,605	3.82
BROOKDALE GLOBAL OPPORTUNITY FUND	1,475,352	1.97
(주)에스유엔지아이치오	1,400,886	1.87
BROOKDALE INTERNATIONAL PARTNERS, L.P.	983,568	1.31
기타	59,539,063	79.3
합계	75,071,479	100

자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 다날 부문별 경쟁구도

구분(세그먼트)	경쟁구도	주요 경쟁사
휴대폰결제	KG그룹과 합산 MS 80~85%로 사실상 독점. 신규 진입 장벽 높음	KG모빌리언스
신용카드결제(PG)	대형 PG사 과점 시장. 동사는 게임·디지털콘텐츠 특화	KG이니시스, NHN KCP, 토스페이먼츠
원화 SC 인프라(이음)	국내 유일 SWIFT 공식망 기반 기술 검증 완료.	— (시장 형성 전)
외국인 선불카드(K.ONDA)	현 1위 와우패스(MS ~30%) 대비 범용성 차별화	오렌지스퀘어(와우패스)
크로스보더 송금	SWIFT 공식망 활용 유일 업체. 사설망(CPN) 방식과 규제상 근본 차별화	핀테크 송금사(사설망)

자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

신규 사업군: 스테이블코인·K.ONDA·RWA/STO

스테이블코인 생태계: 발행·유통·정산 인프라 허브, BM의 본질

동사가 강조하는 스테이블코인 전략의 핵심 축은 발행, 유통, 정산 생태계 전 과정의 인프라 레일이다. 원화 스테이블코인 시장에서 누가 주도권을 잡든 결제/송금/소각의 실행 레일은 동사의 이음 솔루션을 경유하는 구조로, 경쟁 구도의 승패와 무관하게 스테이블코인 시장 성장 자체가 수익으로 직결된다.

이음 솔루션은 원화 스테이블코인의 발행-유통-소각 전 과정을 관리하는 통합 플랫폼으로 2024년 11월 개발 완료 후 금융기관별 맞춤 고도화를 마쳤다. 기술 구조 측면에서는 현재 Avalanche 메인넷을 기반으로 하되 XRPL·이더리움 계열 등 멀티체인 연동 구조를 갖추고 있어, 특정 메인넷에 종속되지 않고 생태계 전반을 포괄하는 인프라 레일 역할을 유지한다. 수익화 구조는 단순 SaaS 고정 구독료에 그치지 않고 발행량에 비례한 트랜잭션 수수료가 추가되는 이중 구조로 설계되어 있어, 원화 스테이블코인 시장이 성장할수록 레버리지 방식으로 수익이 확대된다.

기존 카드 결제망에서 PG사는 가맹점으로부터 통상 2% 내외의 수수료를 수취한 뒤 카드사에 1%가량을 지급하는 구조다. 스테이블코인 인프라 사용료는 이보다 낮은 수준으로 설정되나, 중개 은행·카드사 등 중간 레이어가 생략되는 구조적 비용 절감(처리 속도 4초·비용 30~40% 절감 확인)이 가맹점·금융기관의 채택 유인으로 작동한다. 발행량 연동 트랜잭션 수수료는 시장 성장과 함께 선형 이상으로 확대되는 구조이며, 글로벌 유사 인프라(Visa B2B Connect, Ripple ODL)의 크로스보더 수수료는 통상 거래금액의 0.1~0.5% 수준에서 형성돼 있다.

현재 시중은행·지방은행 포함 4개 금융기관과 계약이 완료된 상태로, JB(전북은행) PoC 결과 발표에 이어 지자체 지역화폐 스테이블코인화 PoC 발표가 임박해 있다. 지방은행들이 특히 솔루션 계약에 적극적인 배경은 외국인 노동자 대상 송금 서비스 기반이 스테이블코인 송금 개화 시 잠식될 수 있다는 위기감에서 비롯되며, 향후 PoC 결과들이 공개되면 추가 금융기관의 계약 확산 기폭제가 될 전망이다.

표 5. 이음솔루션 vs. 기존 SWIFT

항목	기존 SWIFT 외화송금	이음(EUM) 솔루션
정산 속도	평균 2~3 영업일	약 4초
비용 효율	기준가 대비 높음	30~40% 절감
BM 본질	단순 이체 중개	통합 인프라 레일 (인프라 허브)
수익 구조	단일 수수료	구독료 + 발행량 연동 수수료 + 화이트라벨링
성장 레버리지	거래 볼륨에 따른 선형 증가	생태계 성장에 따른 기하급수적 확대 가능

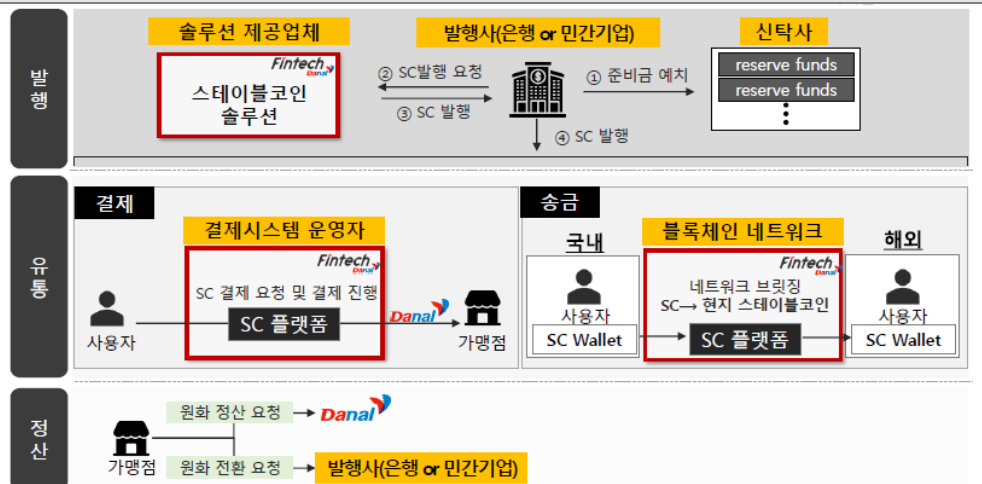
자료: 다날, 미래셋증권 리서치센터

크로스보더 정산 레일 선점 — SWIFT 공식망 기반 검증 완료

크로스보더 송금에서 다날이 확보한 경쟁우위는 SWIFT 공식 은행망을 통한 스테이블코인 송수신으로, 국내에서 이를 기술적으로 검증한 업체는 동사가 유일하다. 금융당국은 외화 유출입의 트래킹 가능성을 이유로 공식 은행망 활용을 요구하고 있으며, 사설망(CPN) 방식은 규제 관점에서 수용되기 어렵다는 판단이다. 이러한 배경을 감안하여 동사는 처음부터 SWIFT 공식망을 전략 방향으로 설정해 국내 규제 환경에 최적화된 유일한 솔루션을 확보했다. 이 선택은 단기적으로는 개발 복잡성을 높이는 요인이었으나, B2B 무역 송금에서 은행 발음 송금장 등 필수적인 회계 서류 발급 기능까지 자연스럽게 충족하면서 기업 실수요를 포괄하는 결과로 이어졌다. 처리 속도 또한 기존 수일에서 4초로 단축됐고 비용은 기존 대비 30~40% 절감이 확인됐다.

주목할 점은 신한은행 검증 결과가 전 시중은행에 적용 가능하다는 것이다. 국내 모든 시중은행이 동일한 SWIFT망을 공유하고 있어, 신한은행 1개 기관에서 검증된 기술이 사실상 전 은행권으로 확장 적용 가능하다. 현재 B2B 무역 송금 고객의 자금이 이미 USDC 계정 에 대기 중으로, 정책 결정 시 즉각적인 런칭 및 매출 발생이 가능하다.

그림 2. 국내 스테이블코인 생태계 내 다날의 BM



자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

파트너십 포지션은 다날 생태계 비즈니스 모델의 또 다른 축이다. 바이낸스가 동사와의 Master Aggregator 계약 이후 추가 파트너 불가를 선언함으로써 국내 독점 지위가 사실상 영구화됐으며, 추후 국내 가상자산 거래소에서 커스터디 역할을 하는 과정에서도 다날의 인프라가 경유 채널로 기능할 가능성이 있다. 수익 배분은 결제·송금·환전·수납 모든 트랜잭션에 50:50으로 설계돼, 거래 볼륨이 확대될수록 동사의 수익도 확대된다.

서클과는 CAP 등재를 통해 USDC 민트 계정을 확보했으며, AICIP(AI Payment Foundation, Linux 재단 산하) 가입으로 AI 에이전트 결제 파트너십도 논의 중이다. 서클의 CPN은 사설망이라 당국 허가 불가로 판단해 활용 계획을 배제하고 SWIFT 은행망 기반 독자 모델을 구축하는 전략이다. 두 파트너십의 수익 배분은 USDC(서클) 활용 시 다날:서클 = 50:50, 바이낸스 경우 트랜잭션은 동사 솔루션을 통해 50:50으로 귀속되는 구조로, 채널은 다르지만 볼륨 확대가 곧 수익 확대로 이어지는 공통된 구조를 갖는다.

원화 스테이블코인 발행사 자격에 대해서는 은행급 건전성 요건 부담과 직접 발행 대비 낮은 수익성을 이유로 인프라 제공자 포지션을 유지하는 기조다. 다만 발행 계획 자체는 배제하지 않으며, 발행사로 참여할 경우 준비자산(국채·MMF 등) 운용 수익과 발행 수수료가 수익원이 된다. 현재는 발행사 자격 취득보다 이음 솔루션을 통해 누가 발행하든 인프라 사용료를 수취하는 구조가 수익성 대비 리스크 측면에서 유리하다는 판단이다. 얼라이언스(시중은행 4곳·지방은행 3곳·법무법인 3곳·신탁운용사·증권사 2곳)는 MOU가 아닌 실질적 PoC 공동 진행 파트너십이며, 규제 샌드박스를 통한 초기 실증 검증을 당국에 요청 중인 상태다. 한국은행 CBDC 파일럿에 NHN KCP와 함께 PG사로 유일 참여하고 있다는 점도 동사의 디지털화폐 정책 생태계 내 위상을 반증한다.

표 6. 원화 스테이블코인 입법 시나리오별 다날 영향

구분	핵심 쟁점	다날 영향
입법 일정	2단계 가상자산법 정부안 및 지방선거(2026.6) 일정	입법 지연 시 SaaS·B2B 송금 수익화 지연
발행 주체	은행 지분 51% 이상(은행 중심) vs 비은행 포함 여부	인프라 제공 집중 — 발행사 선정 무관하게 수혜
해외 SC 대응	USDC 등 외화 코인 국내 유통·결제 허용 범위	K.ONDA는 외국인 대상·허가 완료 → 현행 무관
크로스보더	SWIFT 공식망 활용 여부	국내 유일 기술 검증 완료 — 정책 결정 즉시 런칭

자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

K.ONDA·크립토 결제: 외국인 결제 시장에서의 수익 가시화

2026년 5월 본격 런칭 예정인 외국인 전용 선불카드 K.ONDA는 BC카드 결제망 기반 전국 온·오프라인 가맹점, 교통카드, 편의점 ATM 출금 기능을 갖춘다. 현 시장 1위인 와우패스(오렌지스퀘어, MS ~30%)가 교통카드 기능에 집중된 제한적 서비스라는 한계를 가지는 반면, K.ONDA는 BC카드 전 가맹점과 네이버페이 오프라인 매장까지 아우르는 범용성을 갖춰 차별화된다.

추후엔 바이낸스 디지털자산·USDC·PYUSD로 원화를 충전해 사용하는 크립토 결제 기능을 순차 탑재해 스테이블코인 생태계와 K.ONDA를 동일 인프라 위에서 연계할 예정이다. BC카드와의 수수료 배분은 50:50으로 설계됐으며, 2년 내 MS 10%·3년 내 MS 20%가 목표다. 발급 채널은 전국 12개 주요 거점 키오스크와 자체 앱(삼성페이·애플페이 연동) 이중 체계로 구성돼 있다. 방한 관광객과 체류 외국인의 국내 소비 규모가 연간 40조원을 상회하는 가운데, 외국인 대상 서비스 특성상 스테이블코인 법제화 일정과 무관하게 가장 먼저 수익을 창출할 수 있는 채널이라는 점에서 단기 카탈리스트로서의 전략적 가치가 크다.

표 7. KONDA/크립토 결제 사업 구조

구분	핵심 내용	전략적 의의
K.ONDA 카드	2026.05 런칭. BC카드 전 가맹점·네이버페이·교통카드·ATM 출금. 전국 12개 거점 키오스크+앱 이중 발급	현행 규제와 무관한 최단기 수익 채널
크립토 충전	USDC·PYUSD·바이낸스 전 디지털자산 → 원화 즉시 환전 후 결제. 당국 허가 완료	스테이블코인 법제화 일정과 무관하게 가동
바이낸스 계약	아시아 2번째·국내 독점 Master Aggregator. 추가 파트너 불가 선언. 전 트랜잭션 50:50 배분	진입장벽 영구화 — 경쟁 원천 차단
서클(Circle)	CAP 등재 → USDC 민트 계정 확보. AICIP 가입(AI 에이전트 결제 논의)	글로벌 스테이블코인 생태계 직접 연결
국내 VASP	2026H2 취득 목표. 해외는 페이프로토콜 스위스 VQF-SRO 보유	ICO·STO·SC 발행 라이선스 선제 확보
TAM	관광객 29.4조(2025E) + 체류 외국인 14.0조(2023) = 43조원 + 크립토 결제 α	외국인 소비시장 전체가 잠재 타깃

자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

RWA·STO: 이음 솔루션 위에서 증권 기능 결합

STO·RWA 측면에서 동사의 접근 방식은 직접 발행사가 아닌 인프라 제공자다. 직접 발행사로 참여할 경우 수익성이 발행액의 최대 2% 수수료에 그치는 반면, 이음 솔루션 위에 증권 기능을 결합하면 발행량 연동 수수료와 플랫폼 운영 수익을 동시에 확보할 수 있다. 제로해시(Zerohash)와 공동 개발 중인 솔루션은 외국인이 스테이블코인으로 국내 주식을 거래할 수 있도록 설계된 것으로, 법률 검토를 완료하고 국내 증권사에 제안을 마친 상태다. AI 에이전트 결제(AICIP, Linux 재단 산하) 파트너십은 서클과 나노페이먼트·결제 협업을 논의 중이며, 2026년 하반기 가시화가 예상된다.

기존 사업군: PG 결제·NDS·해외결제·다모음·페이코인

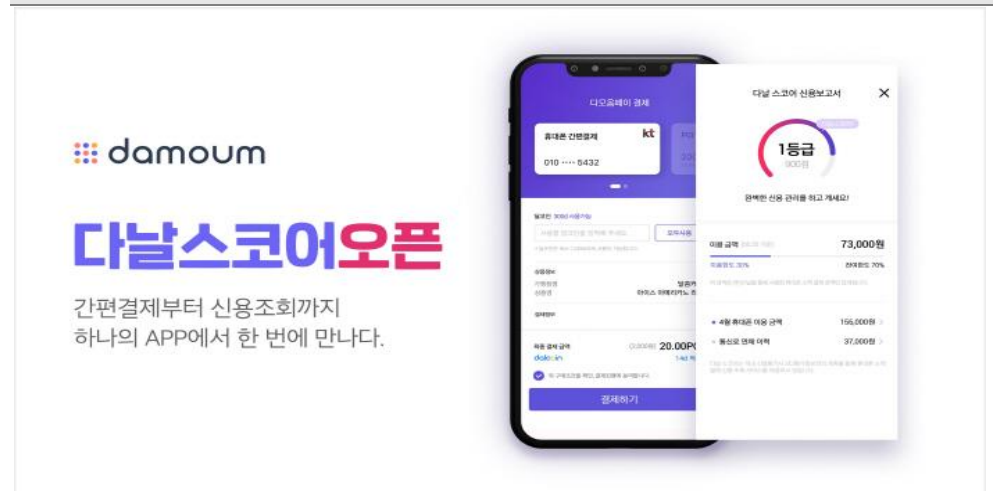
PG 결제

동사의 PG 사업은 휴대폰결제·신용카드결제·계좌이체 등 다양한 결제수단을 온·오프라인 가맹점에 연결하는 결제 인프라 서비스로, 국내 휴대폰결제 시장에서 26년째 MS 1위를 유지하고 있다. 휴대폰결제는 통신사 3사(SKT·KT·LGU+)와의 직결 계약을 기반으로 카카오·네이버·배달의민족·넥슨·NC소프트 등 국내 주요 플랫폼 전반을 고객사로 두고 있으며, KG그룹과 합산 80~85%를 양분하는 과점 구조가 안정적인 수익 기반으로 작동한다. 신용카드결제는 게임·이커머스·구독서비스 등 반복 결제 비중이 높은 카테고리들 중심으로 구성돼 있어 특정 콘텐츠 업황에 따른 변동성이 일부 존재하나, 취급고 기준(신용카드 4.1조·휴대폰 7.2조) 외형은 꾸준한 성장세를 유지하고 있다.

NDS(New Danal Score)

NDS는 2000년 이래 축적한 소액결제 비금융 데이터 기반의 자체 대안신용평가 모델로, 기존 신평사 CB 스코어가 금융정보 중심(92%)인 데 반해 휴대폰 결제정보(65%)·통신사 정보(19%)·금융정보(16%)로 구성된 소액금융 특화 모델이다. 2024년 9월부터 전 결제 프로세스에 적용한 결과 대손충당율이 ~1%에서 0.7%로 하락했으며, 이 효과가 2025년 대손상각비 -17.5% YoY 개선으로 직접 반영됐다. 특히 싼파일러(금융이력 부족자)를 정확히 판별하는 기능은 기존 신평사가 커버하지 못하는 영역이라는 점에서 외부 데이터 판매도 시작돼, 단순 내부 리스크 관리 도구에서 독립적 데이터 사업으로의 확장 가능성 또한 주목된다.

그림 3. 휴대폰결제 기반 신용평가 서비스 다날스코어 출시



자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

해외통합결제

해외통합결제는 외국인 관광객·유학생·체류 외국인을 대상으로 위챗페이·페이팔·잘로페이 등 글로벌 결제수단을 국내 가맹점에서 사용할 수 있도록 연결하는 인바운드 결제 서비스다. 2025년 12월 베트남 최대 결제플랫폼 잘로페이(ZaloPay, 빈그룹 계열)과 독점 계약을 체결하여 기존에는 위챗페이 경유만 가능했던 베트남 결제를 이제 다날 가맹점에서 직접 사용할 수 있게 됐다. 외국인 학비결제는 2018년 위챗페이 시작 이후 페이팔(2024)·잘로페이(2025) 추가로 국적별 3중 커버 체계를 완성했으며, 96개→200개 대학 확대와 +30% YoY 성장이 진행 중이다. 삼성월렛 머니 온라인결제 연동(2025.10), 페이팔·알리페이플러스·비자 사이버소스·보쿠 등 200여 개국 4억명 커버로 글로벌 결제 라인업도 지속적으로 확충되고 있다.

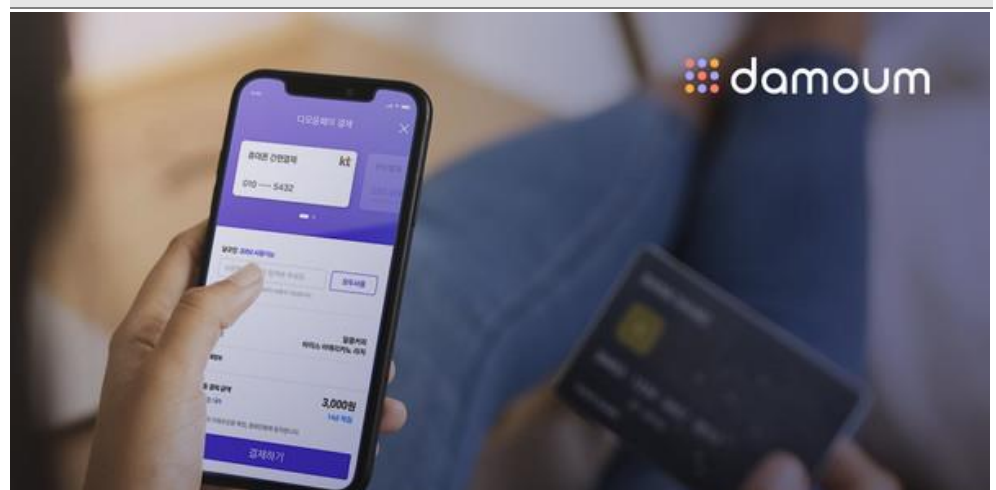
다모음 선불충전

다모음은 중저신용자를 대상으로 NDS 기반 차등 수수료 구조를 적용한 선불충전 플랫폼으로, 기존 선불충전 앱을 2025년 상반기 소액금융 특화 서비스로 전환해 흑자 전환에 성공했다. NDS 기반 '믿음파워' 모델을 적용해 이용자별 차등 수수료를 부과하고, 납부 실적 축적 시 수수료 누적 할인을 제공한다. 월 거래액 약 500억원(목표 700억), 고정 마진율 약 2%이며 상반기부터 수익이 온전히 반영될 것으로 예상된다. 다모음 앱 내 바코드로 500개 브랜드사 결제가 가능한 '무적페이'와 90% 환불 가능 구조를 통한 고객 락인 설계도 주목된다. 장기적으로는 NDS 기반 소액금융 플랫폼으로서 스테이블코인 인프라와의 연계 가능성 또한 열려 있다.

페이코인(PCI)

페이코인(PCI)은 2019년 출시된 국내 당국 허가 유일의 유틸리티 결제 코인으로, 편의점·피자 등 오프라인 가맹점에서 실사용 중이며 현재 스테이블코인 서비스 리워드 수단으로 재설계 중이다. 총 발행량 19억개 중 유보물량 8.39억개(44%)가 잠재 희석 리스크로 거론되나, 다날핀테크 직접 보유 물량이 시세 기준 약 3천만원 수준에 불과해 가격 변동에 따른 연결 손익 영향은 미미하다.

그림 4. 다모음 앱으로 결제 서비스 통합 및 페이코인 탑재



자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

4Q25/FY25 실적: 외형 감소 속 이익 체질 개선 확인

동사의 4Q25 연결 매출액은 559억원(QoQ -0.7% YoY -14.6%)을 기록했다. 신용카드결제 169억원으로 QoQ +11.9% 회복세를 보였으나, 휴대폰결제가 174억원(-13.5% QoQ)으로 계절적 비수기 영향을 받으며 전체 매출을 끌어내렸다. 영업이익은 -31억원(OPM -5.5%)으로 전분기 대비 대폭 축소됐는데, 4Q 집중적으로 인식되는 대손상각비와 계절적 비용 부담이 주요인이다.

25년 연간 기준으로는 연결 매출 2,254억원(-13.6% YoY), 영업이익 23억원(+65.2% YoY, OPM 1.0%)을 기록했다. 매출이 역성장했음에도 영업이익이 개선된 배경은 수익성 우선의 구조적 선택에 있다. 리걸·고객정보 리스크를 수반하는 2·3차 PG사 거래를 자발적으로 중단한 결과 대손상각비가 146억원(-17.5% YoY)으로 축소됐으며, 영업이익률은 전년 0.5%에서 1.0%로 개선됐다. 수익성 개선이 외형 감소를 상쇄하는 흐름이 연간 전체에서 확인된 셈이다.

표 8. 다날 최근 분기 및 연간 실적

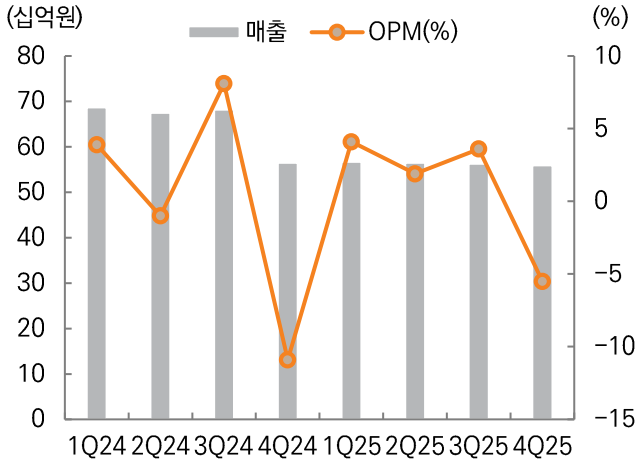
(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액	56.7	56.5	56.3	55.9	294.9	295.5	260.9	225.4
YoY(%)	-17.5	-16.3	-17.5	-14.6	-0.2	0.2	-11.7	-13.6
커머스	52.1	50.5	50.8	48.4	250	253.9	235.2	201.8
디지털콘텐츠	4.9	4.7	4.5	7.6	31.8	30.9	21.8	21.7
프랜차이즈	2.5	2.7	3	1.9	18	18.6	17.5	10.1
영업비용	51.7	51.1	49.8	55.8	278.9	272.5	241.8	208.4
지급수수료	—	—	—	—	204.0	203.2	173.9	151.5
급여및상여	—	—	—	—	25.9	26.8	26.2	25.0
감가·무형상각	—	—	—	—	17.2	9.4	10.9	9.9
기타비용	—	—	—	—	31.8	33.1	30.8	22.0
대손상각비	2.7	4.3	4.5	3.2	18.8	19.4	17.7	14.6
영업이익	2.3	1.1	2	-3.1	-2.8	3.5	1.4	2.3
OPM(%)	4.1	1.9	3.6	-5.5	-0.9	1.2	0.5	1
지배주주순이익	-1.7	-16.8	-35.7	-9.5	-15.3	-27.9	7.3	-63.7
순이익률(%)	-3	-29.7	-63.4	-17.1	-5.2	-9.4	2.8	-28.3

자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

커머스 부문 세부 매출별로는 휴대폰결제 788억원(-6.5% YoY), 신용카드결제 618억원(-11.0% YoY), 기타(해외결제·학비결제 등) 540억원(-7.4% YoY) 순으로 전 부문이 역성장했다. 신용카드결제 부진의 직접 원인은 NC소프트 등 주요 게임사의 신작 공백으로, 1Q26부터 아이온2·리니지 클래식 출시 효과가 반영되며 회복세가 확인되고 있다. 취급고는 휴대폰결제 7.2조원, 신용카드결제 4.1조원으로 외형상 성장세를 유지했다는 점에서, 매출 역성장은 단가 조정과 거래 믹스 개선에 따른 결과로 해석하는 것이 적절하다.

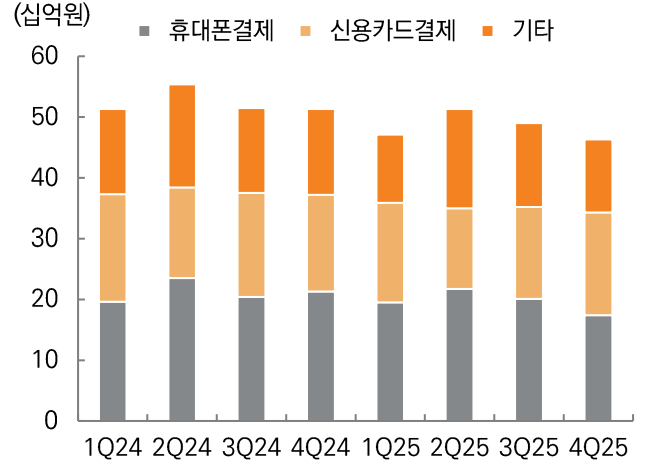
연결 기준 당기순손실은 -683억원을 기록했으나, 이는 CB 전환권 공정가치 평가손실 (FVTPL) 281억원 급증에 따른 금융비용 754억원이 주원인으로 일회성 성격이 강하다. 2025년 중 CB 전환이 완료되며 오버행이 해소됐고, 2026년부터 동일 이슈가 재발하지 않는다는 점에서 연결 순손익 구조는 대폭 개선될 전망이다.

그림 5. 연간 매출액 및 영업이익률 추이



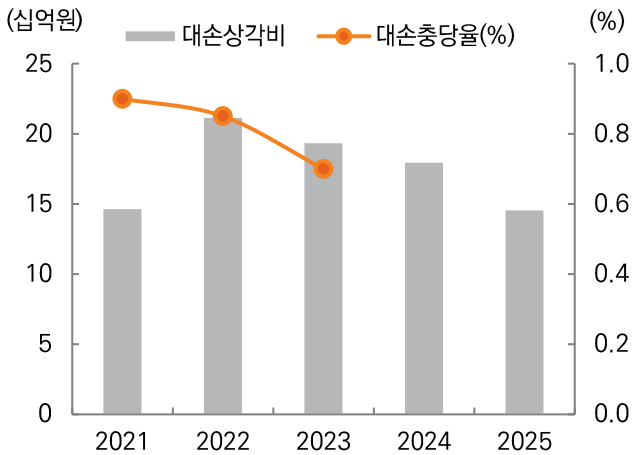
자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부문별 매출액 추이



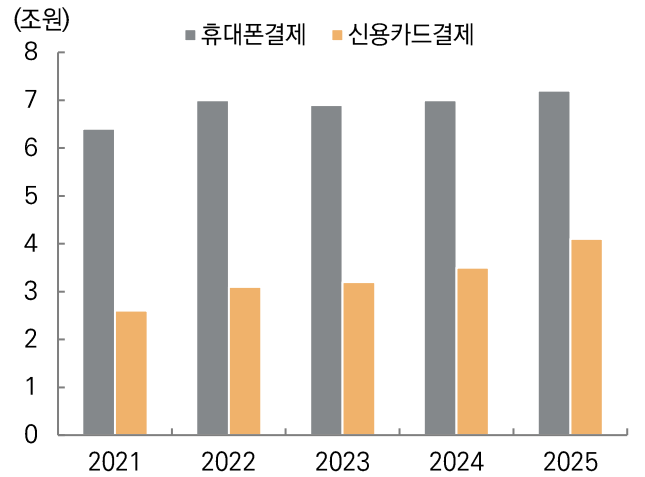
자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 대손상각비 및 대손충당율 추이



자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 결제 취급고 추이



자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

동사는 연결 기준 순손실 구조가 지속됨에 따라 PER 산출이 불가하며, CB 전환권 FVTPL 평가손실(281억원)에 기인한 순손실 변동성이 크고 자산 구조 특성상 PBR 역시 밸류에이션 기준으로 직관성이 떨어진다. 소프트웨어·핀테크 인프라 기업에 통상 적용하는 PSR(주가매출배수)을 기준으로 보면, FY25 연결 매출 기준 PSR은 2.2배로 국내 핀테크 피어 평균(1.7배) 대비 프리미엄 구간에 위치한다. 이는 스테이블코인 인프라 포지션과 K.ONDA 런칭 등 신사업 옵션 가치가 현재 주가에 선반영된 결과로 해석된다.

수익성 측면에서는 연결 기준 OPM이 FY24 0.5%에서 FY25 1.0%로 개선됐으며, 2·3차 PG사 저수익 거래 자발적 중단에 따른 대손상각비 축소(146억원, -17.5% YoY)가 이익 체질 개선을 견인했다. 연결 기준 당기순손실(-683억원)은 CB 전환권 FVTPL 평가손실이라는 일회성 요인에 기인하며, 2025년 중 CB 전환 완료로 2026년부터 이 이슈는 소멸된다.

현 PSR 2.2배 프리미엄의 정당성은 ① K.ONDA 본격 수익화(2026년 5월 런칭과 함께 바이낸스페이 및 USDC 크립토 충전 기능을 탑재해 외국인 결제시장에 진입 예정), ② 이음 (IEUM) 솔루션 수익 가시화(시중은행·지방은행 포함 4개 금융기관 계약이 완료된 상태로 원화 스테이블코인 상용화 시 구독료와 발행량 연동 트랜잭션 수수료 즉시 반영), ③ 다모 음 선불충전 흑자 기여 본격화(1Q26부터 온전 반영 시작, 월 거래액 500억원·마진율 2%)가 순차 확인되는 과정에서 검증될 전망이다. OPM의 지속적 상향과 신사업 매출이 Top-line에 반영되는 시점이 현 프리미엄 유지 여부의 분기점이다.

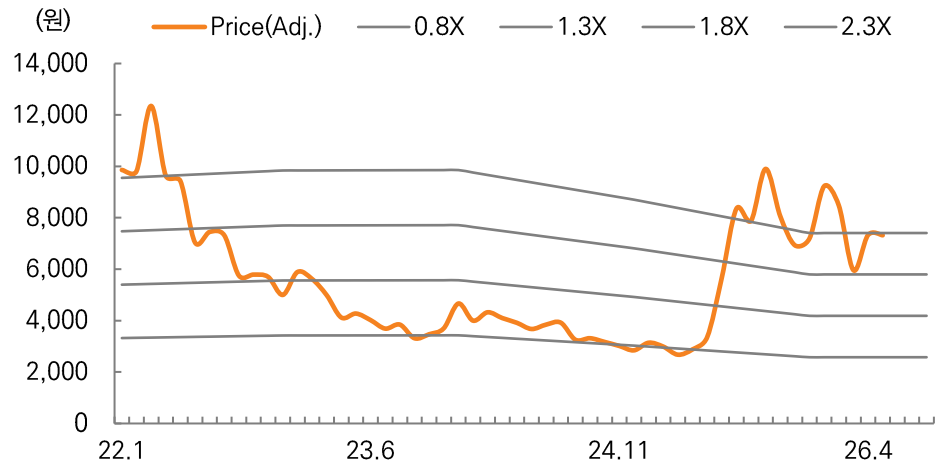
표 9. 핀테크 & 스테이블코인 정산 관련 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

국가/회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PSR		PER		PBR		
		24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y	
국내	다날	537.1	261	226	1	2	7	-64	0.7	2.2	26.1	362.4	0.6	1.8
	KG이니시스	286.3	129	130	13	18	1	8	0.2	0.2	362.9	43.1	2.7	3.0
	핵토파이낸셜	538.6	1,358	1,359	65	102	41	48	0.8	1.1	5.7	5.7	0.5	0.5
	NHN KCP	768.3	159	187	13	16	10	9	0.2	0.5	12.6	22.0	0.8	1.2
	갤럭시아메리트리	289.5	1,105	1,235	44	55	45	45	2.3	2.8	6.1	14.7	1.1	1.9
해외	Paypal	40,083	22,540	24,059	7,455	8,491	5,806	7,326	2.8	1.7	18.5	9.3	4.2	2.7
	Shift4 Payments	3,235	1,362	1,999	346	491	321	111	2.1	1.0	42.8	8.8	11.5	12.1
	Toast	13,491	1,666	2,230	22	409	27	479	4.1	3.4	423.1	32.1	13.5	9.8
	Global Payments	18,768	7,983	7,829	2,764	2,456	2,198	1,960	3.7	2.4	20.3	5.0	1.3	0.8
	Block	42,924	12,445	14,504	1,249	2,391	4,056	1,828	2.2	1.6	52.8	18.8	2.5	1.8
평균			4,901	5,376	1,197	1,443	1,251	1,175	1.9	1.7	97.1	52.2	3.9	3.6

출처: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 다날 12M trailing PSR 밴드차트



자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

원화 스테이블코인 입법 지연이 최대 리스크 요인이다. 지방선거(2026.6) 이후 정치 일정이 가상자산 입법 논의를 지연시킬 가능성이 있으며, 이 경우 이음 SaaS·B2B 크로스보더 송금의 본격 수익화가 늦어질 수 있다. 다만 K.ONDA 크립토 충전 서비스는 외국인 대상으로 현행 규제와 무관하게 진행되며, 크로스보더 정산 영역 역시 국내 결제 대비 즉각 실행 가능성이 상대적으로 높다는 점은 완충재로 작용한다. 다날핀테크의 연간 70~80억원 고정 인건비는 SaaS 매출 발생 전까지 연결 손익 압박 요인으로 잔존하며, 대형 PG사(토스·KG이니시스 등)가 스테이블코인 결제에 본격 진입할 경우 가맹점 유치 경쟁 심화 및 수수료 인하 압박도 배제할 수 없다. 금융선급금 연체율(12개월 초과 14.2%) 추이와 잔존 CB Put Option 행사(2026.10~, 158억원) 가능성, 바이낸스 글로벌 규제 이슈, 달콤·다날 엔터 적자 지속 여부도 모니터링이 필요하다.

표 10. 원화 스테이블코인 제도화 핵심 쟁점

구분	핵심 쟁점	상세 내용 및 팩트 확인	주요 영향 및 리스크
발행 주체	은행 지분 51% 룰	은행이 지분 과반(51% 이상)을 보유한 컨소시엄에 한해 발행 허용 논의	비은행 단독 발행 제한 시 상용화 및 혁신 속도 저하
지배 구조	거래소 소유 제한	발행사와 가상자산 거래소 간의 유착 방지를 위해 지분 소유 한도 설정	거래소 중심의 생태계 확장 제약 및 이해상충 방지
진입 요건	자본금 및 인가제	최소 자기자본(예: 50억) 및 발행잔액 대비 적립금 비율 설정	진입장벽 강화로 인한 중소 핀테크 사업자 참여 위축
운영 원칙	준비자산 및 상환	100% 고유동성 안전자산 보유, 이차지급 금지, 1:1 즉시 상환 의무	수익화 모델(예치 운용 등) 제한 및 운영 비용 상승
감독 체계	금융안정협의회 권한	금융위·기재부·한은 간 협의체 구성 및 긴급 조치권 부여 범위	부처 간 주도권 다툼 시 의사결정 및 입법 속도 지연
대외 정책	해외 스테이블코인	외화 기반 코인(USDC 등)의 국내 유통 및 결제 허용 범위 설정	국내 원화 코인의 경쟁력 보호 및 외환시장 변동성 관리
정치 일정	입법 모멘텀	2단계 가상자산법 정부안 제출 및 2026년 지방선거 일정	선거 정국 진입 시 논의 후순위 밀림 및 입법 무산 리스크

자료: 미래에셋증권 리서치센터

탐방 Q&A

Q) 2025년 취급고가 성장했는데 매출이 역성장한 이유

A. 두 가지다. 리걸·고객정보 리스크를 수반하는 2·3차 PG사(깡 업체)와의 거래를 자발적으로 중단했다. 매출은 줄었지만 이익은 오히려 개선됐으며 재개 계획은 없다. 둘째, 정부 지역화폐 배포 확대로 휴대폰결제 수요 일부가 대체됐다. 신용카드결제 매출 하락 원인은 주요 고객군인 게임사(NC소프트 등)의 신작 부재가 직접 원인이다. 2026년 NC 아이온2·리니지 클래식 출시로 1Q26부터 신용카드 매출 회복세를 확인 중이다.

Q) 2025년 대규모 순손실 배경과 재무 건전성

A. CB 전환가액 3,180원 기준으로 분기별 주가 상승에 따른 차액을 FVTPL로 손실 계산했다. 2025년 중 전환 완료로 오버행이 마무리됐고 올해부터 이 이슈는 없다. 현재 현금성 자산이 약 800억원 수준이고 추가 차입 계획은 없다.

Q) 스테이블코인 사업의 수익 귀속과 3사 역할 분담

A. 수익은 다날 본사에 귀속된다. 본사가 PG 인프라·가맹점망·정산을 담당하고, 다날핀테크가 이음 솔루션 개발과 NC월렛 운영을 맡으며, 페이프로토콜이 해외 사업과 스위스 VASP 라이선스를 담당하는 3사 분담 체계다.

Q) 이음 솔루션 계약 현황과 수익 구조

A. 시중은행·지방은행 포함 4개 금융기관과 계약이 완료됐다. 구독료가 적지 않다고만 밝혔다. 발행량에 비례한 트랜잭션 수수료가 추가 설계돼 있어 단순 구독료보다 훨씬 커질 것이다. 기술 우위를 기반으로 갑의 위치에서 수익을 극대화하는 구조다.

Q) 신한은행 USDC 송금 PoC 이후 상용화 타임라인

A. 기술 검증은 완료됐다. USDC 계정에 고객 자금이 이미 들어와 있는데 정책이 명확해지지 않아 송금을 못 해드리고 있는 상황이다. 늦어도 올해 4Q에는 어떤 형태로든 스테이블코인 사업이 시작될 것으로 본다.

Q) 바이낸스 계약 독점성과 수익 구조

A. 원래 국내 한정이었으나 바이낸스가 추가 파트너 불가를 선언한 이후 동남아 진출 시 동사 경유 가능성이 높아졌다. 수익은 결제·송금·환전·수납 모든 트랜잭션을 50:50으로 배분하며, PayPal·Stripe·Mastercard와 동일한 구조다.

Q) 서클과의 협력 구조와 CPN 비활용 이유

A. CAP 등재를 통해 USDC 민트 계정을 확보했다. CPN은 사설망이라 당국 허가 불가로 판단해 활용 계획을 배제했다. 서클은 USDC 유동성 공급 수단 중 하나로 접근하며, SWIFT 은행망 기반 독자 모델을 구축한다.

Q) 원화 스테이블코인 직접 발행 계획과 얼라이언스 현황

A. 현재까지는 인프라 제공자 역할에 집중한다. 은행급 건전성 요건 부담과 직접 발행 대비 낮은 수익성이 이유다. 얼라이언스는 시중은행 4곳·지방은행 3곳·법무법인 3곳·신탁운용사·증권사 2곳 참여로 MOU가 아닌 PoC 공동 진행의 실질 파트너십이다.

Q) STO 발행 파이프라인 유무

A. 직접 발행사 수익성(최대 2%)이 낮다고 판단해 솔루션 제공 방식으로 접근한다. 제로해시와 스테이블코인으로 외국인이 국내 주식을 거래할 수 있는 솔루션을 공동 개발 중이며, 법률 검토를 마치고 국내 업체들에 제안을 완료한 상태다.

Q) PCI 유보물량 리스크와 향후 활용 방안

A. 다날핀테크에서 매년 소각을 진행 중이다. 다날핀테크 직접 보유 물량은 시세 기준 약 3천만원 수준이라 가격 하락 시 손익 영향이 미미하다. 가스피 역할은 SWIFT 은행망 활용으로 방향이 전환됨에 따라 스테이블코인 서비스 리워드 수단(카카오페이 적립금 유사 구조)으로 재설계 중이다.

Q) NDS 적용 효과와 외부 데이터 사업화 현황

A. 2024년 9월부터 전 가맹점 결제 프로세스에 적용이 완료됐다. 대손충당율이 1% 미만에서 0.7%로 개선됐다. 외부 기업들 또한 관심을 갖고 작년 말부터 일부 제공 중이다.

Q) 다모음 거래액과 수익 구조

A. 월 거래액 기준 약 500억원이며 목표는 700억원이다. 고정 마진 약 2%가 발생하고 있으며, 1Q26부터 흑자 수익이 온전히 반영된다.

Q) 다날핀테크 적자 원인과 턴어라운드 시점

A. 현재 수익 구조가 없다. 스테이블코인 솔루션 개발·운영 전담 조직으로 연간 인건비 70~80억원이 고정으로 나간다. 2018년 설립 이래 누적 비용이 곧 R&D 투자비용이다. SaaS 구독 매출이 본격화되면 적자가 줄어들 것이나, 드라마틱한 개선 시점은 미정이다.

Q) 2026 상반기 카탈리스트

A. 지자체 지역화폐 SC화 PoC 결과 발표가 임박했다. K.ONDA 5월 런칭, 크로스보더 송금 대기 자금 집행 여부가 핵심이다. 잘로페이 독점 계약 매출도 2Q26부터 온전히 반영된다.

다날 (064260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
매출액	295	295	261	225
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	295	295	261	225
판매비와관리비	298	292	260	223
조정영업이익	-3	3	1	2
영업이익	-3	3	1	2
비영업손익	-32	-38	-6	-69
금융손익	-7	-10	-14	-12
관계기업등 투자손익	-9	-16	15	-10
세전계속사업손익	-35	-35	-5	-67
계속사업법인세비용	-1	6	-8	1
계속사업이익	-34	-41	3	-68
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-34	-41	3	-68
지배주주	-15	-28	7	-64
비지배주주	-19	-13	-4	-5
총포괄이익	-33	-41	2	-68
지배주주	-15	-29	7	-63
비지배주주	-18	-13	-4	-5
EBITDA	8	13	12	12
FCF	-83	3	-22	13
EBITDA 마진율 (%)	2.7	4.4	4.6	5.3
영업이익률 (%)	-1.0	1.0	0.4	0.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.1	-9.5	2.7	-28.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
유동자산	585	581	528	551
현금 및 현금성자산	90	81	61	68
매출채권 및 기타채권	276	324	330	308
재고자산	1	4	0	0
기타유동자산	218	172	137	175
비유동자산	164	189	217	191
관계기업투자등	36	51	72	62
유형자산	6	5	9	8
무형자산	31	49	44	39
자산총계	749	770	746	742
유동부채	215	245	418	223
매입채무 및 기타채무	57	65	46	53
단기금융부채	104	97	299	104
기타유동부채	54	83	73	66
비유동부채	201	229	18	211
장기금융부채	197	222	13	208
기타비유동부채	4	7	5	3
부채총계	417	474	436	434
지배주주지분	321	291	298	303
자본금	34	34	34	38
자본잉여금	170	169	169	224
이익잉여금	103	75	82	19
비지배주주지분	12	4	12	5
자본총계	333	295	310	308

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
영업활동으로 인한 현금흐름	-80	4	-16	14
당기순이익	-34	-41	3	-68
비현금수익비용가감	64	74	23	98
유형자산감가상각비	8	7	6	5
무형자산상각비	3	3	5	5
기타	53	64	12	88
영업활동으로인한자산및부채의변동	-67	-21	-19	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-4	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	0	3	1
법인세납부	-40	-2	-10	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	7	-41	-24	-14
유형자산처분(취득)	-2	-1	-5	-1
무형자산감소(증가)	-7	-13	-9	1
장단기금융자산의 감소(증가)	44	7	-6	-23
기타투자활동	-28	-34	-4	9
재무활동으로 인한 현금흐름	8	28	20	7
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	28	-14	13
자본의 증가(감소)	-3	-1	0	58
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	29	1	34	-64
현금의 증가	-66	-9	-20	7
기초현금	156	90	81	61
기말현금	90	81	61	68

자료: 다날, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025
P/E (x)	-22.5	-11.5	27.0	-7.9
P/CF (x)	11.6	9.6	7.5	17.0
P/B (x)	1.0	1.1	0.6	1.8
EV/EBITDA (x)	65.5	42.3	35.3	60.6
EPS (원)	-222	-404	105	-910
CFPS (원)	432	488	379	423
BPS (원)	4,802	4,375	4,464	4,033
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.3	0.2	-11.7	-13.6
EBITDA증가율 (%)	-68.9	56.2	-4.8	-0.5
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	-60.2	65.9
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	적전
매출채권 회전율 (회)	7.9	7.0	6.1	5.5
재고자산 회전율 (회)	274.7	115.2	116.1	645.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-4.3	-5.3	0.4	-9.2
ROE (%)	-4.6	-9.1	2.5	-21.2
ROIC (%)	-0.7	1.0	-0.2	0.6
부채비율 (%)	125.2	160.5	140.5	141.2
유동비율 (%)	271.6	236.9	126.5	246.9
순차입금/자기자본 (%)	55.5	74.8	72.9	63.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.3	0.3	0.1	0.2

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 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.