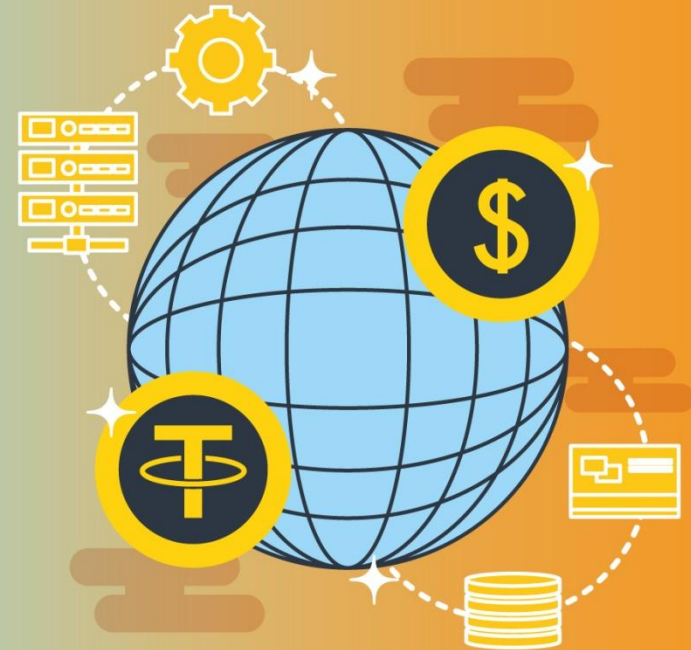


2025.07.09

DS collaboration

# 스테이블코인, 냉정과 열정사이



김준영 경제  
02-709-2652  
elvis.kim@ds-sec.co.kr

최승호 인터넷·게임  
02-709-2658  
csh@ds-sec.co.kr

김대성 연구원  
02-709-2665  
rlarla6019@ds-sec.co.kr

김현지 연구원  
02-709-2663  
guswl4461@ds-sec.co.kr

DS INVESTMENT  
& SECURITIES

## 스테이블코인, 냉정과 열정사이



04\_ [Intro]

19\_ [경제]  
스테이블코인의 허와 실

36\_ [인터넷/소프트웨어]  
인터넷/SW 산업 영향 점검 및 전망

54\_ [기업분석]  
NAVER, 카카오, 삼성에스디에스

## ■ 경제\_스테이블코인의 허와 실

- ✓ 미국 정부 부채 증가 속도는 매년 약 2조 달러 수준으로 늘어날 것으로 보임. 약 2조 달러 중 절반이 이자 지출일 것으로 보임. 당장의 재정 적자만큼 이자 지출을 줄여야 하는 것이 핵심. 채권 시장 안정화가 필요한 미국 정부
- ✓ 스테이블코인 발행사는 28년까지 1~2조 달러 수준의 미국 국채를 보유할 것으로 보임. 이는 전체 채권 발행량의 5% 수준에 이름. 일본과 중국의 미국 국채를 각각 약 1.2조 달러 정도 보유하고 있음. 글로벌 주요국 이상의 수급 주체로 올라섬
- ✓ 다만 스테이블코인은 유동성을 늘리지는 않을 것으로 보임. 신용 창출이 불가능하며 잠재력이 높음. M1 통화량이 줄어듦. 게다가 은행은 빠져나간 예금만큼 레포, 은행채 등의 더욱 높은 금리로 조달해야 함. 이는 은행의 대출 태도를 위축시키는 요인일 것
- ✓ 스테이블코인 이외에도 SLR 규제완화를 통해 채권 시장 변동성 개선에 기여할 수 있을 것. 연준의 QT 테이퍼링이 진행되면서 양적 긴축 속도가 크게 줄어들었음
- ✓ 미국 경기 둔화세는 가속화될 것으로 보이며 이에 따라 미국 채권 금리는 하방 압력이 커질 것으로 전망

## ■ 인터넷/SW\_코어밸류는 AI, 스테이블코인은 히든밸류

- ✓ 최근 인터넷/일부 SW 기업의 주가상승에는 1.AI 2.스테이블코인이 있었음. 명확한 법안이 확정되기 전까지 스테이블코인으로만 야기되는 주가상승은 비논리적이고 비이성적으로 판단
- ✓ 이는 명확한 EPS의 상향 근거로 활용되기 어렵기 때문. 그래도 민간 중심 스테이블코인 발행 허용 시 최대 수혜 업체들은 핀테크사들이 될 것으로 전망. 해당관점에서는 업비트와 빠른 컨소시엄 구성을 선택했고 국내 1위 간편결제 업체인 네이버가 스테이블코인 최대 수혜주
- ✓ 인터넷 기업에게 코어 밸류는 AI임. AI AGENT 시대 개막하며 본격적으로 AI B2C 서비스가 개화되는 시기. AI 서비스가 구체화되고, 시점이 다가옴에 따라 밸류에이션 확장은 필연적이라고 판단
- ✓ 네이버의 경우 다목적성 플랫폼 /풍부한 UGC를 가지고 있다는 특성상 AI 서비스와의 협응성이 좋을 것. 카카오의 경우 AI 서비스를 대기업 중 가장 빠르게 전개하고, OPENAI와의 협업으로 서비스 품질이 높을 것이라는 점이 밸류에이션 확장의 근거

## [Intro]

스테이블코인, 냉정과 열정사이



# 스테이블코인 (1)

## ■ 스테이블코인 정의

- 통화, 원자재, 금융자산의 가치에 연동되거나 고정(페그)된 암호화폐
- 높은 변동성을 지닌 암호화폐 대비 안정적인 가치를 제공하는 것을 목표로 함

## ■ 스테이블코인의 3대 핵심 축

- 사용성: 온체인 및 오프체인 활용 범용성
- 페그 안정성 메커니즘: 페그 유지를 위한 구조적 설계, 담보 유형, 공급 조정 메커니즘 전반
- 투명성 및 거버넌스: 담보 투명성 및 안정적인 운영을 통해 페그에 대한 시장의 신뢰 확보

담보별 스테이블코인 특징

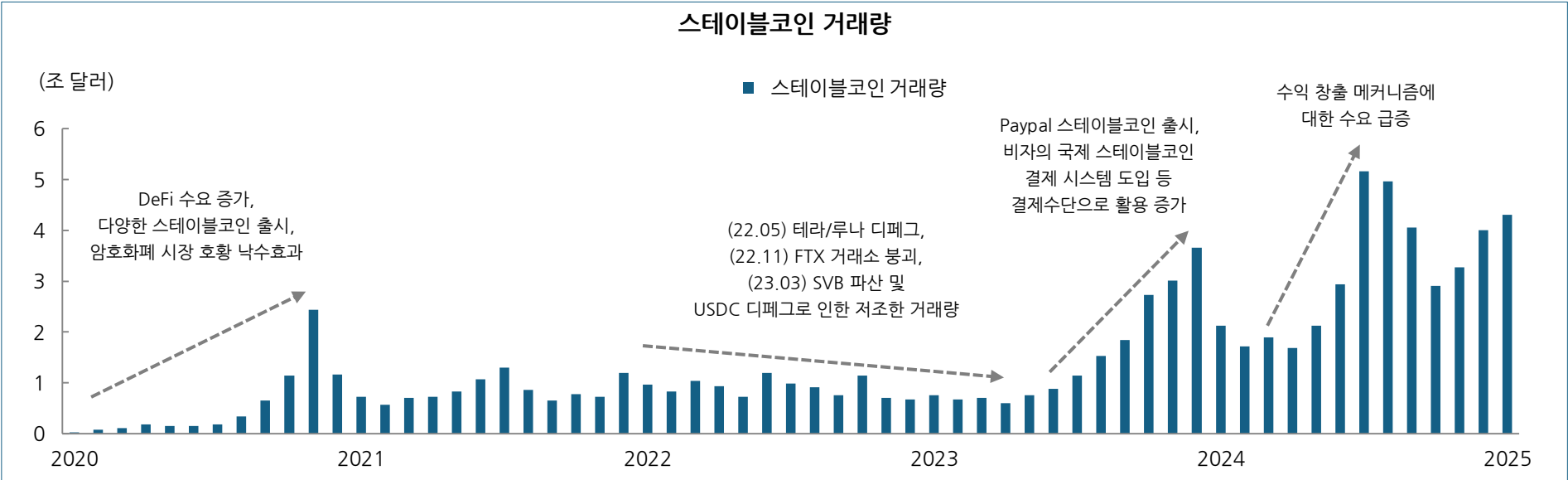
종류	담보형			비담보형
	법정화폐 담보	암호화폐 담보	실물자산 담보	알고리즘형
정의	법정화폐에 1:1로 페그, 현금 또는 현금성 자산을 담보	법정화폐에 1:1로 페그, 스마트계약에 예치된 암호화폐를 담보	금, 채권, 국채 등 실물 자산에 페그, 해당 실물 자산을 담보	법정화폐 또는 자산에 페그, 공급/수요 알고리즘을 통해 페그 유지
주요 요소	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 법정화폐 기반 1:1 담보</li> <li>- 중앙집중식 운영</li> <li>- 높은 페그 안정성</li> <li>- 높은 투명성</li> <li>- 규제 준수 필요성</li> <li>- 상환 용이</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 암호화폐 초과담보</li> <li>- 탈중앙 운영</li> <li>- 부분적 페그 안정성</li> <li>- 온체인 기반 투명성</li> <li>- 안정성 및 유동성 확보 메커니즘</li> <li>- DAO 기반 거버넌스 운영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 실물 자산 담보</li> <li>- 중앙집중식 운영</li> <li>- 부분적 페그 안정성</li> <li>- 높은 투명성</li> <li>- 수탁기관 및 제3자에 의한 검증 절차</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 담보 미보유</li> <li>- 탈중앙 운영</li> <li>- 낮은 페그 안정성</li> <li>- 온체인 기반 투명성</li> <li>- 거버넌스 토큰과 연동 설계</li> </ul>
Key Player	<ul style="list-style-type: none"> <li>- USDC (Circle)</li> <li>- USDT (Tether)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- USDS/DAI (Sky)</li> <li>- GHO (Aave)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- PAXG (Paxos)</li> <li>- Real Estate Tokens</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FRAX (Frax)</li> <li>- AMPL (Ampleforth)</li> </ul>

자료: DS투자증권 리서치센터

# 스테이블코인 (2)



자료: Coinmarketcap, DS투자증권 리서치센터



자료: Artemis, DS투자증권 리서치센터

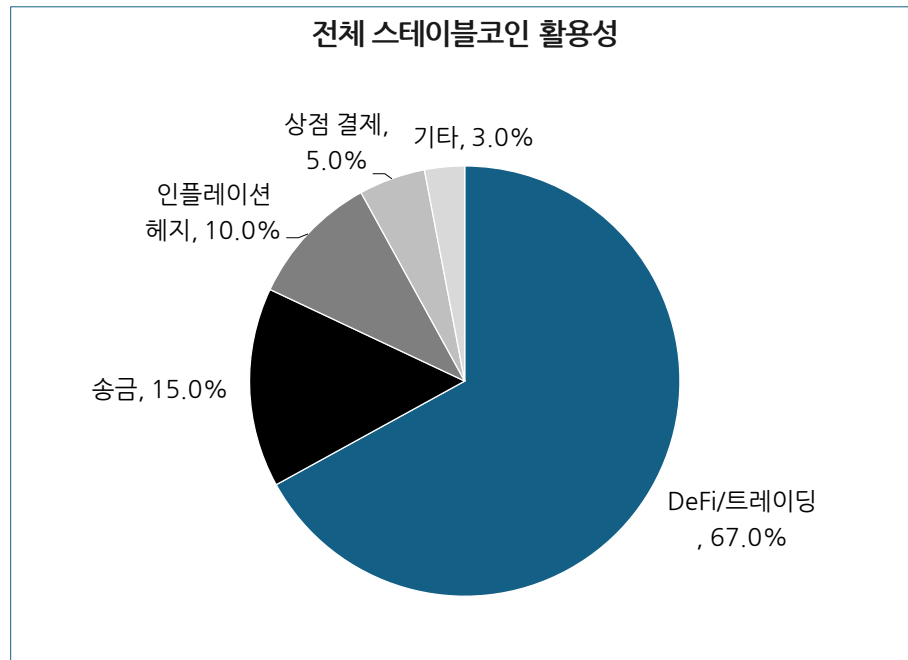
## 스테이블코인 (3)

### ■ 스테이블코인의 활용처

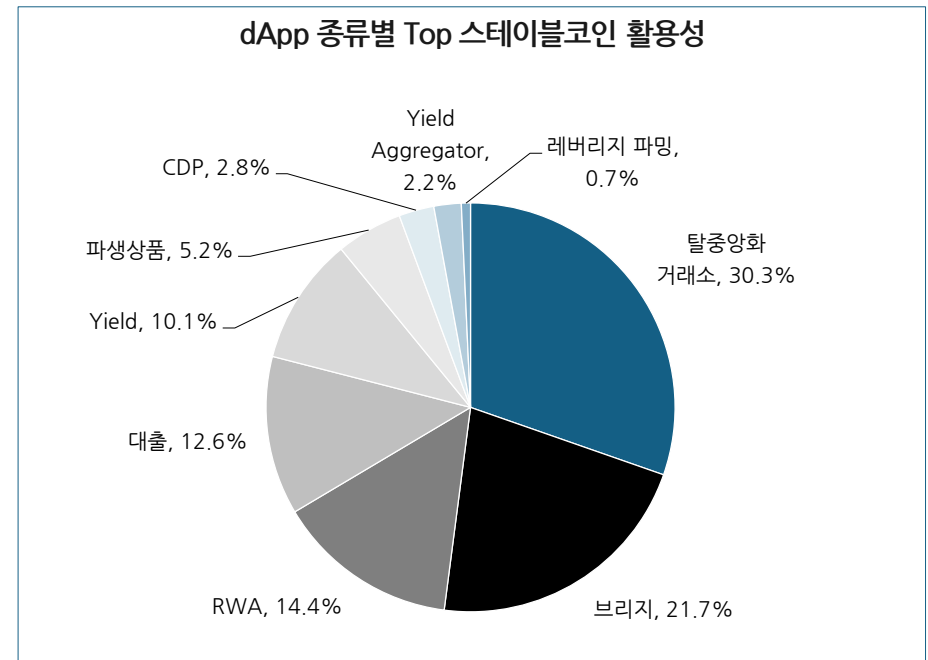
- 핵심 기능인 트레이딩 및 온체인 DeFi 활용 67%
- 송금 15%, 상점결제 5%, 자산 가치 보호 10%

### ■ Top 스테이블코인의 dApp 활용처

- 스테이블코인의 dApp 사용 사례는 토큰 변환, 트레이딩 및 체인 간 이동에 집중되어 있음 (약 52%)
- 이는 스테이블코인이 탈중앙화 인프라 내 유동성과 상호 운용성을 갖춘 주요 교환 매개체로 기능하고 있음을 보여줌
- RWA dApp 사용 비중은 온체인 메커니즘을 통해 오프체인 수익원에 대한 수요를 반영. 실물자산의 토큰화는 접근성 및 투명성을 제고할 뿐만 아니라 Line-IX Swap 사례와 같이 영화/엔터테인먼트 등 비전통적 섹터를 포함한 다양한 자산군에 투자 기회를 확대
- 반면 온체인 수익 창출 메커니즘은 35.4% 비중 차지



자료: Chainalysis, Fireblocks, DS투자증권 리서치센터



자료: Defillama, DS투자증권 리서치센터  
주: USDT, USDC, DAI, FRAX, USDE, PYUSD 합계

# 스테이블코인 운영의 핵심 메커니즘

## ▪ 페그 안정성 = 담보 기반 상환 + Mint/Burn 차익거래 메커니즘

- 1:1 상환 가능성이 스테이블코인의 가격을 페그에 고정
- 준비금은 현금 및 현금성 자산, 국채, 기타 자산 등으로 구성
- 보안성과 유동성을 보장하기 위해 규제된 금융기관 또는 신뢰할 수 있는 수탁기관에서 보관
- 차익거래 메커니즘: 시장 가격이 페그 이하로 하락할 경우 차익거래자는 할인된 가격에 스테이블코인을 매수한 후 상환하여 차익 실현 → 수요 증가로 페그 회복(가격이 페그를 초과할 경우 새 토큰 발행 이후 판매하여 차익 실현) → 공급 확대로 페그 회복

## ▪ 투명성 및 거버넌스 = 감사 + 규제 준수

- 준비금이 완전히 담보되어 있고 유동성과 안전성을 사용자에게 보장하기 위해 정기적인 감사 및 확인 절차 공개, 실시간 보고가 필수적
- 발행사는 일반적으로 온체인 투명성보다 물리적 감사와 준비금 증명을 강조함

주요 자산 담보형 스테이블코인 비교			
종류	USDC	USDT	PAXG
시총	609억 달러	1,436억 달러	237,350 톨큰
준비금	612억 달러	1,492억 달러	- 237,350 London Good Delivery gold Troy Ounces
	- 현금 85억 달러 - Circle Reserve Fund 527억 달러 (단기 미국 국채, 독일물 국채 환매조건부채권, 현금 등)	- 현금, 현금성 자산 및 기타 단기 예치금: 81.49% - 회사채 0.01%, 금 및 귀금속 4.46%, 비트코인 5.13%, 기타 투자자산 2.99%, 담보대출 5.91%	
투명성 (감사)	- Deloitte: 월별 실사(attestation) 및 월간 검토 진행	- Tether International: 준비금 구성 공개 - BDO Italia: 분기별 보고서 및 실사 진행	- KPMG와 협력하여 월간 실사 진행
준비금 관리	- 분리된 계좌 및 제3자 수탁 기관을 통해 Circle의 운영 리스크로부터 보호 및 사용자 환매 시 유동성 보장 - Circle Reserve Fund(BNY Mellon 수탁, BlackRock에서 운용)	- Tether International에서 관리 - 준비금 격리에 대한 공식 정보 없음	- 런던 Brink's 금고에 계좌를 개설, 금 실물을 보관할 금고를 유지 - 금 거래 및 도매 전문 기관인 INTL FCStone에 계좌를 보유 - 금 및 금고 분리 계정에 수탁하여 보관
규제 준수	- 미국 재무부 등록 자금서비스업체(MSB) - MiCA 요건 준수	- USDT는 미국 재무부(FinCEN)에 등록되어 있음 - BVI와 홍콩에 설립되어 있어 주요 감독 기관의 직접적 규제/감독을 받지 않음	- 뉴욕 금융서비스국(NYDFS)의 규제 하에서 개별 상품까지 감독

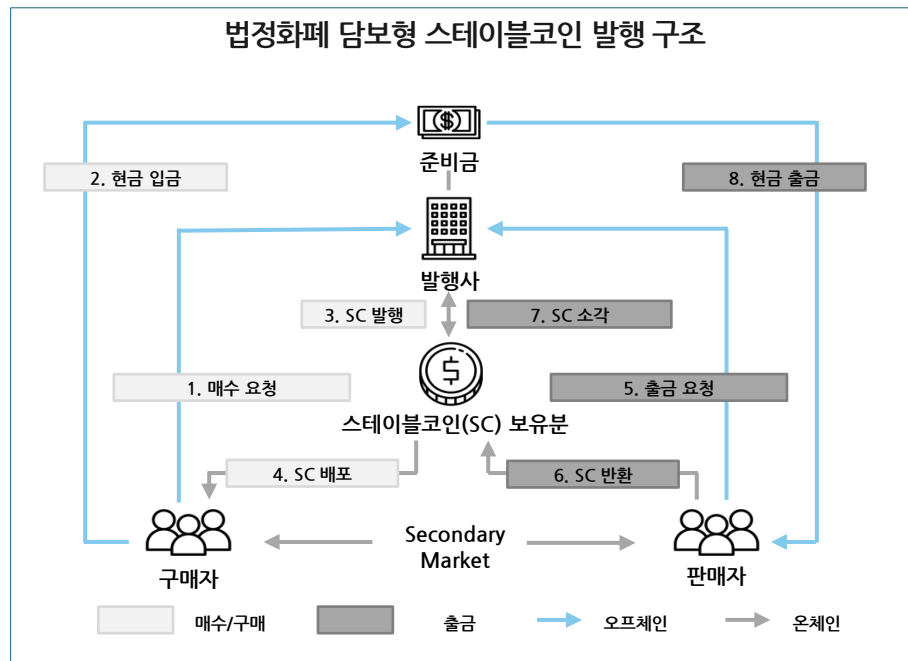
자료: Tether, Circle, Paxos Trust, DS투자증권 리서치센터



# 법정화폐 담보형 스테이블코인의 발행 구조

## ■ 스테이블코인 발행 및 소각은 Primary Market에서 진행

- 거래소, wallet 업체, 은행 및 B2B/B2C 앱 등 기관 고객이 법정화폐 또는 실물 자산(금 등)을 발행기관에 예치하고, 발행사는 스마트 컨트랙트(smart contract)로 그에 상응하는 스테이블코인을 새로 발행(minting)
- 상환(redemption)은 토큰을 발행기관에 반환하면 발행기관이 법정화폐 또는 실물 자산을 되돌려주는 방식으로 이루어짐
- 이러한 거래는 일반적으로 은행 송금(wire) 또는 API 연동을 통해 직접 이루어짐
- Secondary market: 개인투자자는 발행기관과 직접 상호작용하지 않고 중개기관(예: 거래소)을 통해 스테이블코인을 구매 및 판매



자료: DS투자증권 리서치센터

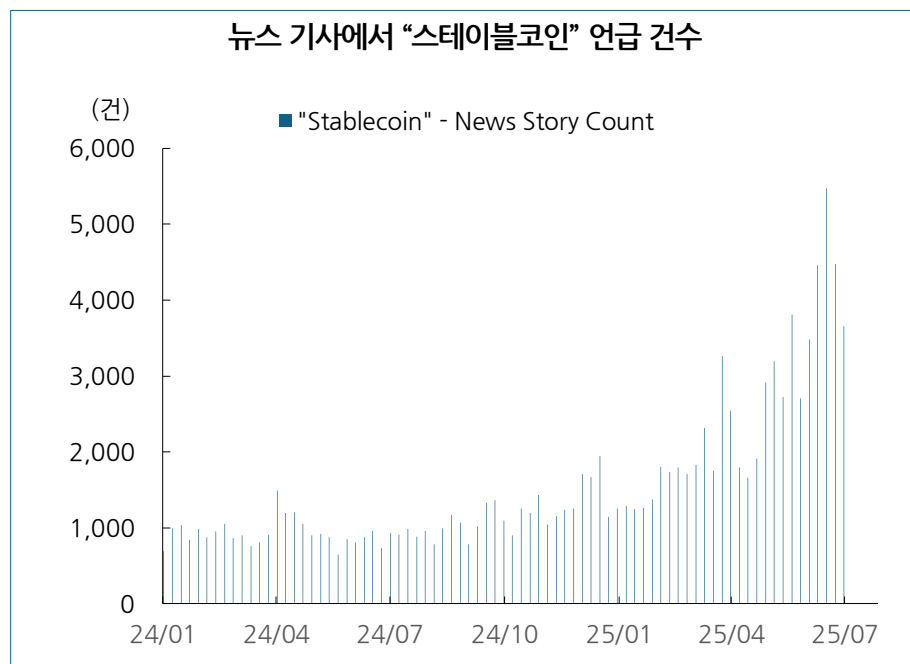
스테이블코인 상위 10개				
스테이블코인	발행사	시총 (억 달러)	m/s (%)	종류
USDT	Tether	1,577.60	62.15	법정화폐 담보형
USDC	Circle	615.33	24.24	법정화폐 담보형
DAI	SKY (舊MakerDAO)	53.65	2.11	가상화폐 담보형
USDe	Ethena	52.99	2.09	가상화폐 담보형
USD1	World Liberty Financial	22.07	0.87	법정화폐 담보형
FDUSD	First Digital Lab	14.64	0.58	법정화폐 담보형
PYUSD	Paxos Trust (Paypal)	9.52	0.38	법정화폐 담보형
TUSD	True USD	4.93	0.19	법정화폐 담보형
RLUSD	Ripple Labs	4.55	0.18	법정화폐 담보형
USDD	TRON DAO Reserve	4.31	0.17	가상화폐 담보형

자료: CoinMarketCap, DS투자증권 리서치센터

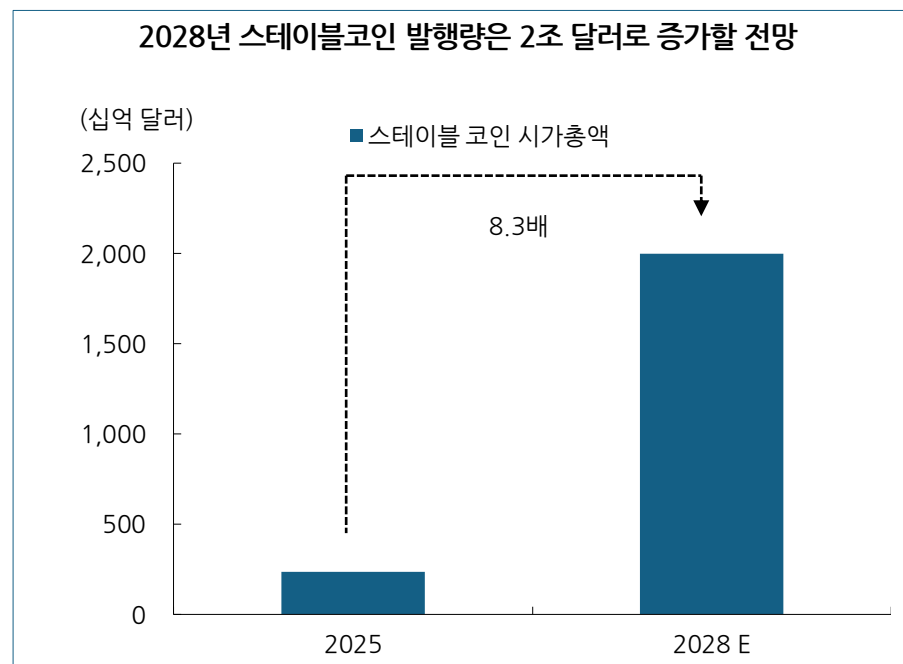
# 미래 화폐로 부상하기 시작한 스테이블코인

## ■ 스테이블코인 생태계를 지지하는 트럼프

- (2024.08) 트럼프는 디지털 자산에 대한 적극적인 수용 입장을 밝히며 미국을 '지구의 암호화폐 수도로 육성하겠다'라는 공약을 제시
- (2025.02) 미국 의회의 'Genius Act' 발의
- (2025.03) 트럼프는 백악관 크립토 서밋에서 바이든 행정부의 가상자산 규제 정책인 'Operation Choke Point 2.0.' 종료 및 스테이블코인 규제 법안 추진 계획 발표
- (2025.03) 통화감독청(OCC)은 은행들의 암호화폐 관련 활동을 수행하기 위한 사전 승인 요건을 폐지
- (2025.04) 증권거래위원회(SEC)는 달러 기반 스테이블코인이 증권에 해당하지 않을 수 있다는 등 관련 가이드스 발표
- (2025.06) 'Genius Act' 상원 본회의 통과
- (2025 하반기) 하원 본회의 심의 및 트럼프 대통령 서명



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: TBAC, DS투자증권 리서치센터

## 빠른 속도로 추진되고 있는 'Genius Act'

### ■ 스테이블코인 규제 추진에 대한 강한 의지를 보이는 트럼프

- 스테이블코인의 안전성 및 금융 시스템의 안정성 확보를 목적으로 지급 스테이블코인(Payment Stablecoin)에 관한 규제 내용을 담고 있음
- 발행 자격, 규제 체계, 준비자산 요건, 이자지급 금지, 이용자 보호 규정 등을 명시
- 해당 법안은 현재 하원 본회의 심의 및 대통령 서명만 앞두고 있음

'Genius Act' 주요 내용	
구분	내용
스테이블코인 정의	- 법화 준거형 지급 스테이블코인 - 결제·정산 수단 목적 - 가치저장형 페깅 토큰 성격
이자 지급	- 이자지급 금지 명시
발행자	- 미국 내 법적 주체로서 부보예금기관(은행, 신탁) 자회사, 비은행기관, 주(洲) 인허가 발행자 (중앙은행의 통화정책을 침해하지 않는 선에서 민간 참여를 허용) - 비인허가 기관의 발행은 위법
준비자산	- 허가된 발행인은 반드시 1:1 준비금 요건을 충족해야 하며, 스테이블코인의 가치는 발행한 코인의 액면가와 동일한 금액의 준비금으로 담보되어야 함 - 발행액의 100%에 대해 미국 법정화폐, 연방예금보험이 적용되는 금융기관의 예금, 미국 단기 국채(만기 93일 이하), RP(7일 이하 만기), 중앙은행 지급준비금 등 - 준비금은 발행된 스테이블코인의 상환을 위한 목적으로만 사용되어야 하며 재사용, 재담보, 재융자 금지
상환청구권	- 신속한 상환처리를 위한 계획 의무화
금융안정규제	- 연방-주(洲) 이중규제체계 정립 - 연방준비제도이사회(Fed), 연방예금보험공사(FDIC), 통화감독청(OCC) 등에 감독권한 부여
해외발행코인 국내유통규제	- 스테이블코인 규제가 실질적으로 유사한 국가와의 상호주의 조항 규정
발행자 대상 자금세탁규제	- 자금세탁규제 준수할 의무 - 자금세탁 이력이 있는 자의 재직 불가 등
이용자 보호	- 발행인으로부터 언제든지 1:1 비율의 법정화폐로 상환받을 권리
기타	- 증권법 및 상품거래법의 적용을 받지 않음

자료: US Congress.gov, DS투자증권 리서치센터

# WLFI의 스테이블코인 발행은 이해충돌로 이어짐

## ■ 트럼프家が 운영하는 WLFI, 스테이블코인 USD1 발행

- WLFI(World Liberty Financial)는 트럼프의 장남이 운영하는 암호화폐 회사로 2024년 9월에 출범
- 지난 3월 민주당 상원 의원들은 Genius Act와 트럼프家の WLFI에서 출시한 스테이블코인의 잠재적인 이해충돌 문제를 제기
- 민주당 Elizabeth Ann Warren 상원의원은 “Crypto Bill Creates a 'Superhighway' for Trump Corruption”라고 발언
- 최근 하원 금융서비스위원장 French Hill은 Genius Act 법안의 통과가 예상보다 길어질 수 있다고 언급
- 트럼프 가족과의 이해충돌 문제 뿐만 아니라 국외 집행 능력, 주 및 연방 기관의 역할, 기업 스테이블코인 발행 허용에 따른 은행업에서의 분리 문제 등에서 상하원 간 의견 차이를 보이는 상황

### 민주당 상원 의원이 연준 지도부에게 보낸 서한

United States Senate

WASHINGTON, DC 20510

March 28, 2025

The Honorable Rodney Hood  
Acting Comptroller  
Office of the Comptroller of the Currency  
400 7<sup>th</sup> St. SW  
Washington, D.C. 20219

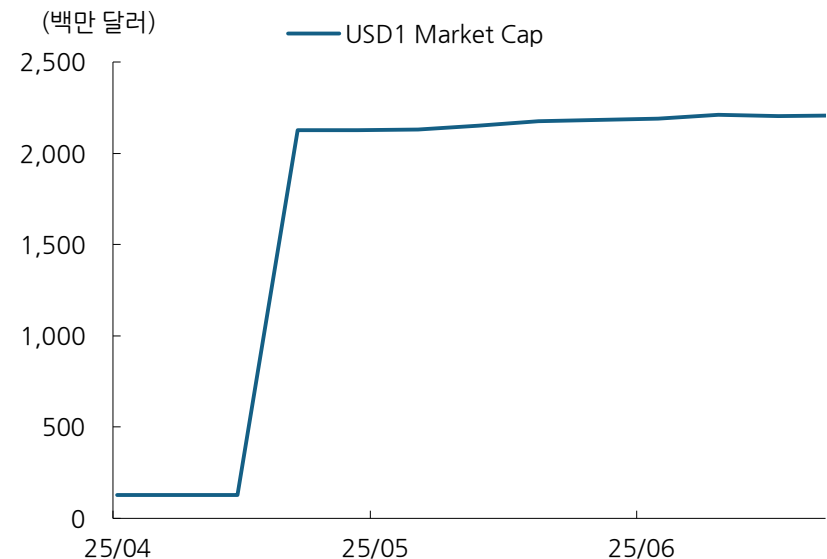
The Honorable Michelle Bowman  
Chair, Committee on Supervision and Regulation  
Board of Governors of the Federal Reserve System  
20<sup>th</sup> Street and Constitution Avenue NW  
Washington, D.C. 20551

Dear Acting Comptroller Hood and Governor Bowman:

We write today regarding the announcement that World Liberty Financial (WLF), a cryptocurrency company backed by President Trump and his two sons, will soon launch a stablecoin called USD1.<sup>1</sup> The name of the stablecoin appears to be a reference to both the U.S. dollar and to the Presidency (e.g., Marine One, Air Force One, etc.). **President Trump's involvement in this venture, as he strips financial regulators of their independence and Congress simultaneously considers stablecoin legislation, presents an extraordinary conflict of interest that could create unprecedented risks to our financial system and to the integrity of decisions made by the Federal Reserve Board (the Fed) and the Office of the Comptroller of the Currency (OCC).** Both agencies would be tasked with regulating, supervising, and enforcing the law for stablecoins, including USD1.<sup>2</sup> In effect, the President of the United States could sign legislation that would facilitate his own product launch and then retain authority to regulate his own

자료: US Senate Banking Committee, DS투자증권 리서치센터

### 출시 한 달만에 시가총액 21억 달러를 돌파한 USD1

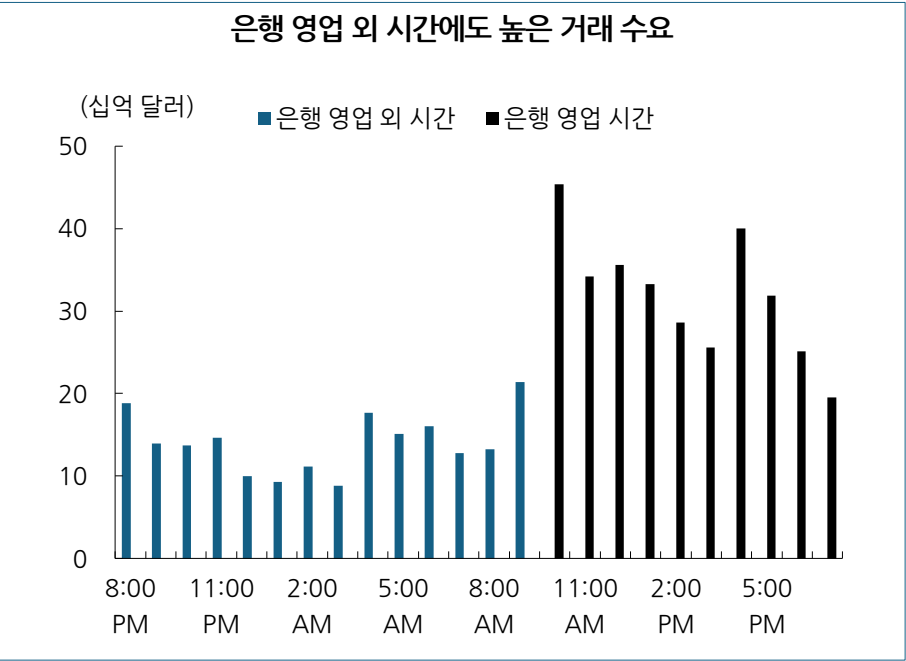


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

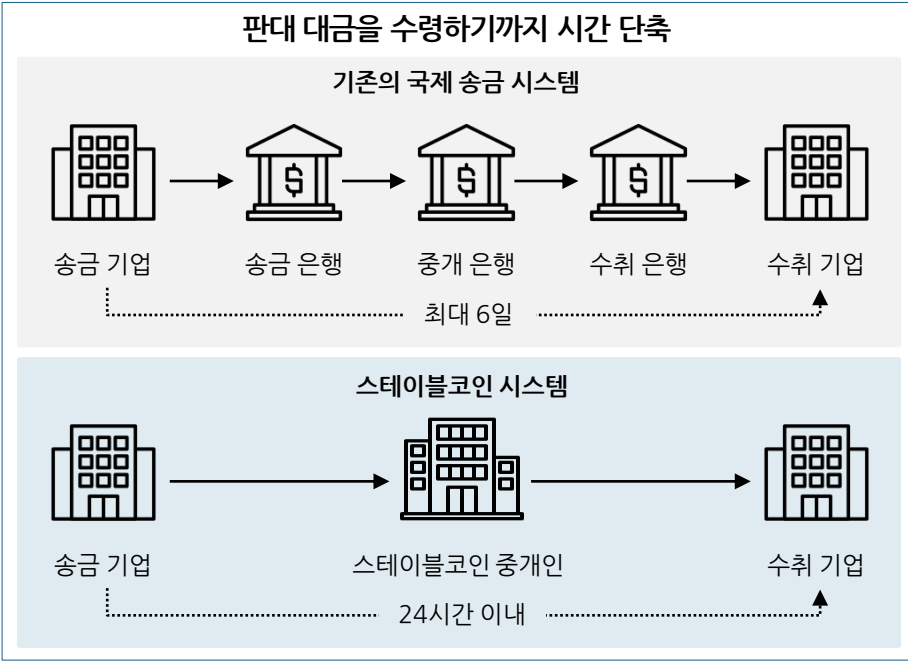
# 아마존, 월마트 등 자체 스테이블코인 발행 움직임

## ■ 민간 참여 속도도 빠름

- 이 경우 기존 금융 시스템에서 처리하는 현금/카드 거래를 이전하면서 수수료 수십억 달러 절감 가능  
(가맹점들은 2~3%의 신용카드 처리 수수료를 지불하고 있으나 스테이블코인 기반 결제는 이를 대폭 절감해 현금을 확보하는데 용이해짐)
- 판매 대금을 수령하기까지의 시간을 단축해 해외에 공급업체가 있는 판매자에게 특히 유리
- 국경 간 거래에서도 SWIFT가 필요 없음
- Amazon은 온라인 구매용 회사 자체 코인을 발행하거나, 자체 스테이블코인을 개발하지 않더라도 외부 스테이블코인의 활용을 검토하는 중
- 비자, 마스터카드 등 카드 네트워크 기업들의 대안적 결제 수단으로서 부상할 가능성
- Genius Act 최종 통과 여부에 따라 소매업체들의 자체 스테이블코인 발행 여부를 최종 결정할 계획



자료: Artemis, DS투자증권 리서치센터  
주: 2024년 USDT 이체금액 기준

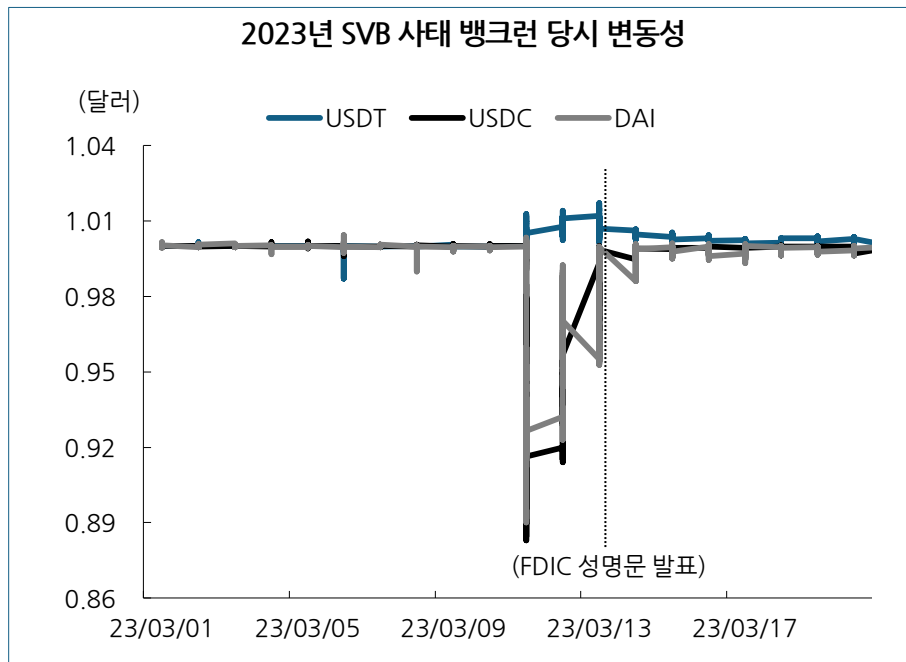


자료: CPMI, BVNK, DS투자증권 리서치센터

# 글로벌 차원에서도 규제 체계 마련에 속도를 내고 있음

## ■ 주요국 중앙은행에서도 스테이블코인의 법정 화폐 대체 가능성을 우려

- 민간 차원의 스테이블코인 발행을 허용할 경우 중앙은행의 통화정책 유효성을 제약하고 금융 안정성을 해칠 수 있음
- 투기적인 가상자산 거래에서 정보 비대칭을 이용한 시장 무결성 훼손, 투자자 보호 문제, 익명성을 이용한 자금 세탁, 테러 자금 조달 등으로 악용될 위험
- 그 중 건전성이 가장 심각한 리스크
- 스테이블코인 발행사의 예금 예치 은행의 건전성도 중요함. SVB 사태와 같이뱅크런 발생시 스테이블코인 발행사의 달러 환전 가능성에 대한 불확실성이 커짐
- EU, 영국, 홍콩 등은 CBDC와 스테이블코인 입법을 병렬 추진하고 있음
- 한편, 일본은 최근 스테이블코인의 지급준비자산의 운용 유연화 등 규제를 완화하려는 움직임



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

법화 준거형 스테이블코인의 효용과 위험	
효용	위험
가격 안정성	가격 변동성
법정통화의 동일한 가치	1달러 페깅에 실패하고 가치가 하락하거나, 가상자산 가격 프리미엄이 전가되어 고평가될 위험
TradiFi와 DeFi의 연결수단	신용
(ex. BlackRock BUIDL의 USDC)	1:1 준비자산 충분성, 외부 신용평가 및 감사, 1:1 상환에 대한 위험
디지털자산시장 유동성 강화	유동성
스테이블코인 거래 페어(Pair) 시장 확대 대규모 가치 저장 수단	짧은 기간에 대규모 상환 요구가 있을 경우 현금성 자산이 부족하거나 준비자산을 급히 헐값에 매각해야 할 가능성
지급결제 효율성	규제 위험
RTGS의 효율성 DLT의 혁신성	자금세탁 방지, 투자자 보호, 금융안정 등
글로벌 송금 효율성	기술 및 보안 위험
고비용 SWIFT 시스템을 대체	스마트계약 코드의 취약성, 해킹 위험 등

자료: DS투자증권 리서치센터

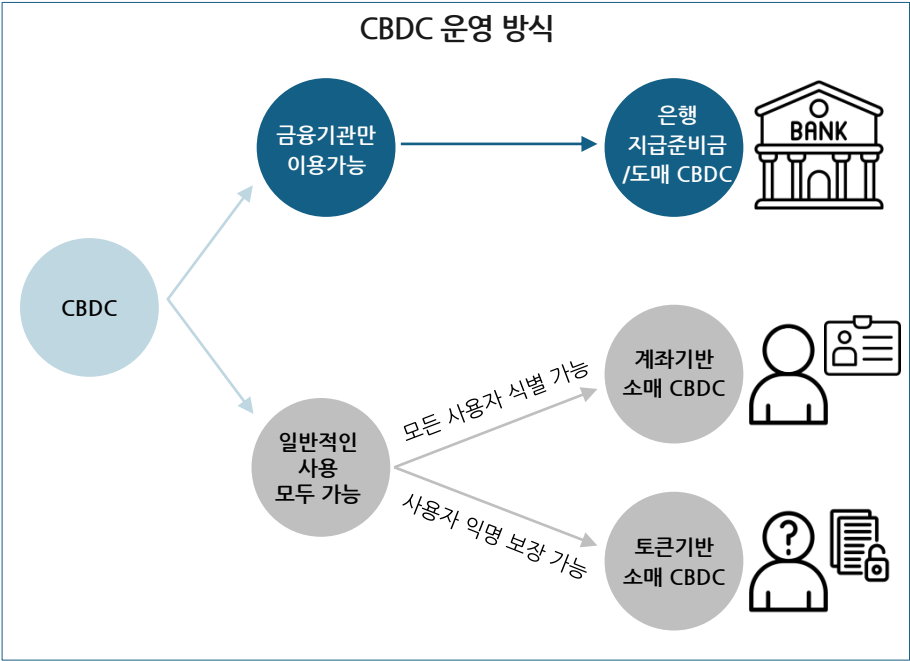
# CBDC (1)

## ■ 중앙은행 디지털 화폐(Central Bank Digital Currency)

- 중앙은행이 실물화폐를 보완 혹은 대신해 디지털 형태로 발행하는 명목화폐
- 법정화폐와 1:1 교환이 보장되므로 가치 변동의 위험이 없으며, 중앙은행의 직접 채무라는 점에서 공신력을 가짐
- CBDC는 도매 CBDC와 소매 CBDC로 구분할 수 있음
  - 도매 CBDC는 중앙은행의 지급준비금과 유사한 전자화폐로, 중앙은행과 상업은행 간에 결제 청산과 결산
  - 소매 CBDC는 중앙은행이 민간의 지급결제시스템 용도를 위해 발행하는 전자화폐로, 민간 및 기업이 중앙은행에 직접 청구
- 한편, 트럼프 정부는 미국의 국익과 달러화의 기축통화 지위를 유지하기 위해 원칙적으로 CBDC 발행을 금지하겠다고 밝힘

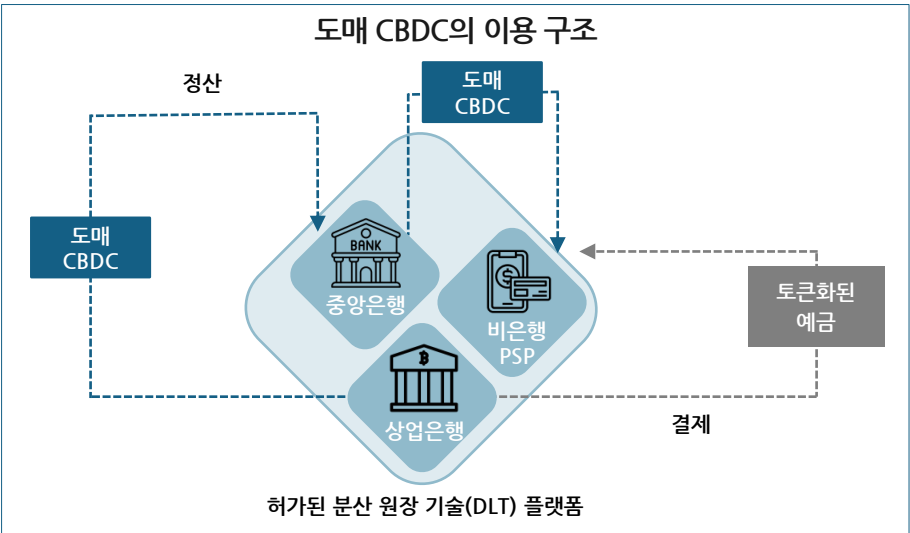
국가별 CBDC 현황						
도매 CBDC		소매 CBDC		도·소매 CBDC 병행	발행계획 없음	
시범 사업	스위스 일본 프랑스 싱가포르 태국 홍콩	시범 운영	한국 중국 홍콩	시범사업 /운영	유럽연합 사우디 UAE 브라질 인도	미국 독일 캐나다 영국 호주 러시아
		정식 발행	바하마 자메이카 나이지리아			
		발행 가능성 검토	일본 터키 남아공 필리핀 스웨덴 캄보디아			

자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터  
주: 캐나다는 지난해 소매형 CBDC 연구를 축소하겠다고 발표



자료: BIS, DS투자증권 리서치센터

# CBDC (2)

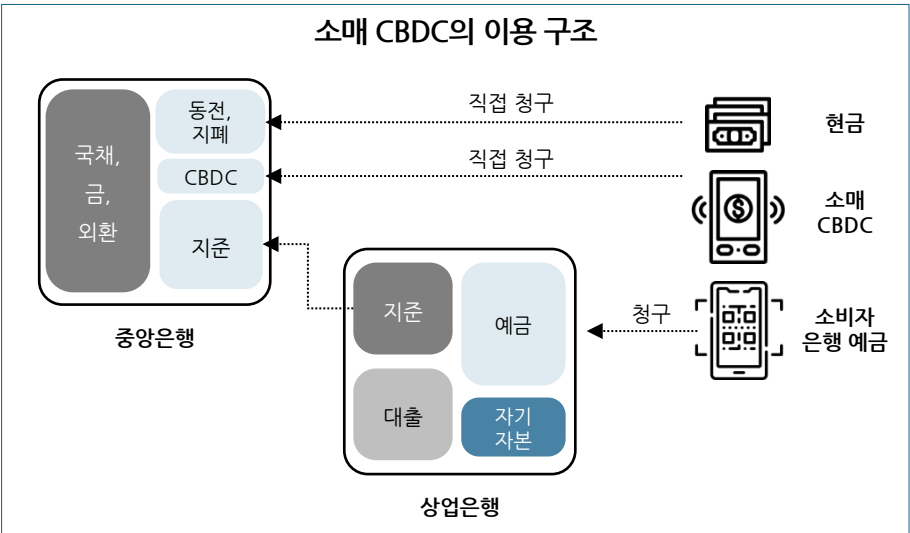


자료: BIS, DS투자증권 리서치센터

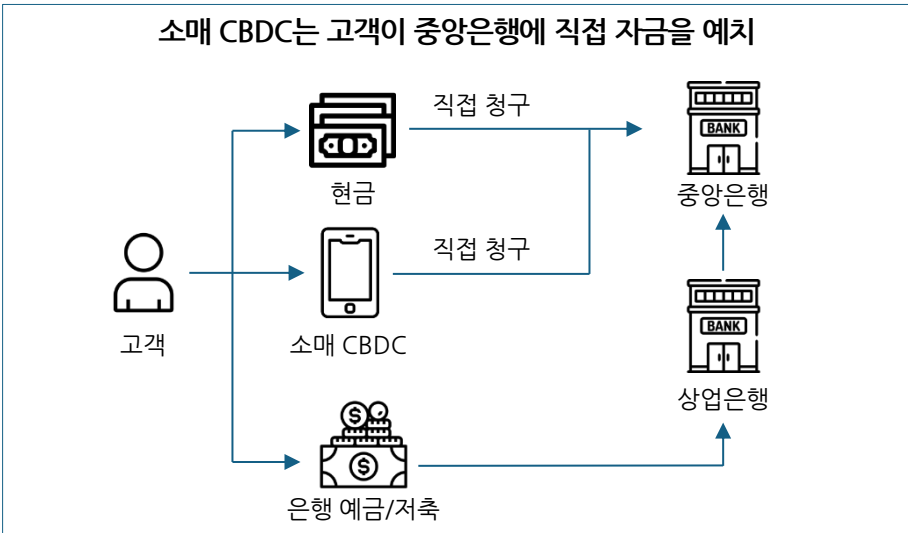
**지준과 닮은 도매 CBDC**

중앙은행		상업은행	
UST : 10	지급준비금 : 10	지급준비금 : 10	예금 : 10
UST (+5)	지급준비금 (-5)	지급준비금 (-5)	예금 (+5)
	CBDC (+5)	CBDC (+5)	
	지급준비금 (+5)		

자료: DS투자증권 리서치센터



자료: BIS, DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터



# 한국은행의 CBDC 실험, '한강 프로젝트'

## ■ '한강 프로젝트'를 통해 예금 토큰 활용성 테스트

- 한국은행은 지난 4~6월 은행 예금을 CBDC와 연계한 토큰으로 변환한 뒤 실생활에서 결제 수단으로 사용하는 실험을 진행
- 해당 실험은 은행 등 금융기관만 이용 가능한 도매 CBDC 기반으로 함. 시중 은행이 고객에게 '예금 토큰' 형태의 디지털 통화를 발행해주는 방식
- 이러한 방식은 중앙은행이 직접 개인에게 CBDC를 발행할 경우 발생할 수 있는 개인정보 침해 우려를 완화하기 위함
- 최대 10만명을 목표로 했으나 사전 모집 인원은 2만명
- 참여가 저조했던 이유는 1) 국내는 이미 민간 결제 인프라가 잘 발달되어 있어 디지털자산으로의 사용 유인이 적으며, 2) 지정 사용처가 제한적이기 때문
- 지난달 한국은행은 해당 프로젝트를 잠정 중단하고, CBDC 2차 실거래 테스트를 보류하겠다고 발표

결제성 가상자산 : CBDC vs. 예금토큰

구분	CBDC	예금토큰
개요	중앙은행이 발행한 디지털화폐	분산원장기술 기반 예금의 토큰화
발행주체	중앙은행	상업은행
목적	- 지급결제의 디지털화에 대응 - 통화정책의 주권 보호	- 금융상품 토큰화를 통한 새로운 부가 가치 창출 - 비은행권의 지급결제 혁신에 대응
신뢰 기반	국가 및 중앙은행 제도	은행금융규제 및 대차대조표, 예금자보호제도 등
사례	- 중국의 'e-CNY' - 나이지리아의 'e-나이라'	- JPM Coin - CBMT(Commercial Bank Money Token)

자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

'한강 프로젝트' 개요



### 1. 참가 은행 지정 앱을 통해 전자지갑 개설

- 참가 은행: KB국민, 신한, 하나, 우리, NH농협, IBK기업, BNK부산

### 2. 본인의 계좌 예금을 예금 토큰으로 전환

- 전환 한도: 보유 한도 100만원, 테스트 기간 중 500만원

### 3. 지정된 매장에서 QR코드 결제로 예금 토큰 사용

- 교보문고, 세븐일레븐, 이디야커피, 현대홈쇼핑 등 지정
- 사용처는 판매 대금을 즉시 받을 수 있고 전자지갑 개설 은행에 수수료 지급할 필요 없음

자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

주: 시스템 유지 보수 기간은 매일 오후 11시 20분부터 익일 밤 12시 20분까지이며, 점검시간 중 예금토큰 잔액 조회는 가능하지만 사용처 결제 및 예금 토큰 전환 제한

국내에는 이미 민간 결제 인프라가 잘 갖춰져 있음

(단위: %)

구분	현금	신용카드	모바일카드	체크카드	계좌이체	선불충전금
전체	12.2	54.7	19	13.1	0.6	0.3
20대	3.6	38	36.8	19.5	1.4	0.7
30대	2.9	49.5	34.9	12.3	0.4	0
40대	2.7	62.4	24.3	10.1	0.4	0.1
50대	5.5	68.8	14.5	10.6	0.5	0.1
60대 이상	30.2	52.1	2.9	13.7	0.6	0.5

자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

주: 모바일카드는 실물카드를 스마트폰 등 모바일기기에 설치된 카드사 앱이나 간편결제 앱에 등록해서 결제하는 지급수단

# CBDC의 특징

구분		내용
장점	비용 효율성 제고	결제 절차 단순화를 통해 수수료 등 거래 비용을 줄이고 화폐 발행 비용을 절감
	시간 효율성	24시간 결제 가능
	금융 포용성	저소득·소외계층의 금융 접근성을 개선. 특히 국민 대다수가 은행 계좌가 없는 개도국에서 이점으로 부각
	통화정책 유효성	중앙은행의 통화정책 효과를 확대하고 자금의 유통 경로를 추적 가능
	지하경제 양성화	불법 자금 추적 등 거래 투명성 강화하고 조세 기반 확대를 통한 세수 확보를 개선
	운영 리스크 감소	블록체인 기술로 인해 다중적·동시적 변경으로 결제 및 청산 과정에서 안전성 보장
단점	익명성 제한	중앙은행이 민간의 모든 거래를 확인 가능하다는 점에서 개인정보 침해 우려
	시중은행의 유동성 위기	중앙은행이 직접 관리하는 안전자산으로 간주 → 위기 시 시중은행의 예금이 중앙은행으로 모두 이동해 은행예금에서 CBDC로 자금 유출 우려
	은행의 자금중개 기능 약화	중앙은행과 시중은행의 업무 중복에 따른 중개 기능 위축
	시중은행 수익성 약화	예금 감소 → 자금 조달 비용 상승 및 대출 여력 축소 → 민간 신용 창출 제약
	금융자원배분 효율성 저하	중앙은행의 시장 참여도가 높아지게 되면 금융자원배분의 효율성 약화될 수 있음
	사용처 제한	중앙집중형 또는 허가형 블록체인을 기반으로 운영되는 구조이기 때문에 해외 가맹점 등 사용처가 제한될 수 있음

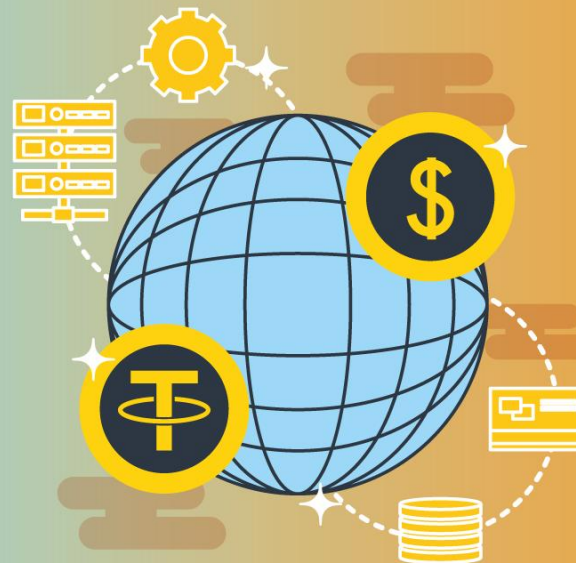
자료: DS투자증권 리서치센터

## [경제]

스테이블코인, 냉정과 열정사이



스테이블코인의 허와 실



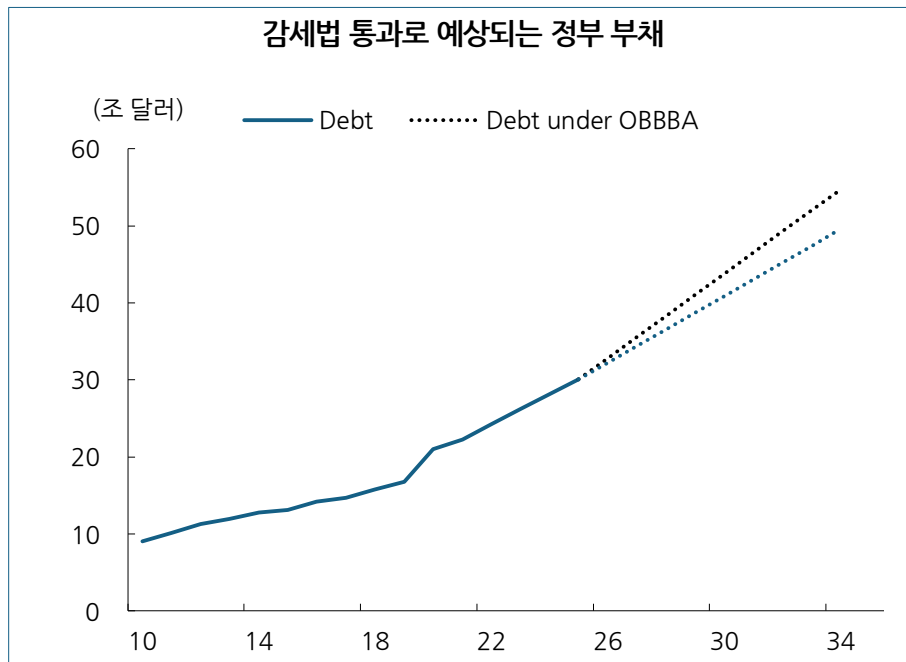
김준영 경제  
02-709-2652  
elvis.kim@ds-sec.co.kr

김현지 연구원  
02-709-2663  
guswl4461@ds-sec.co.kr

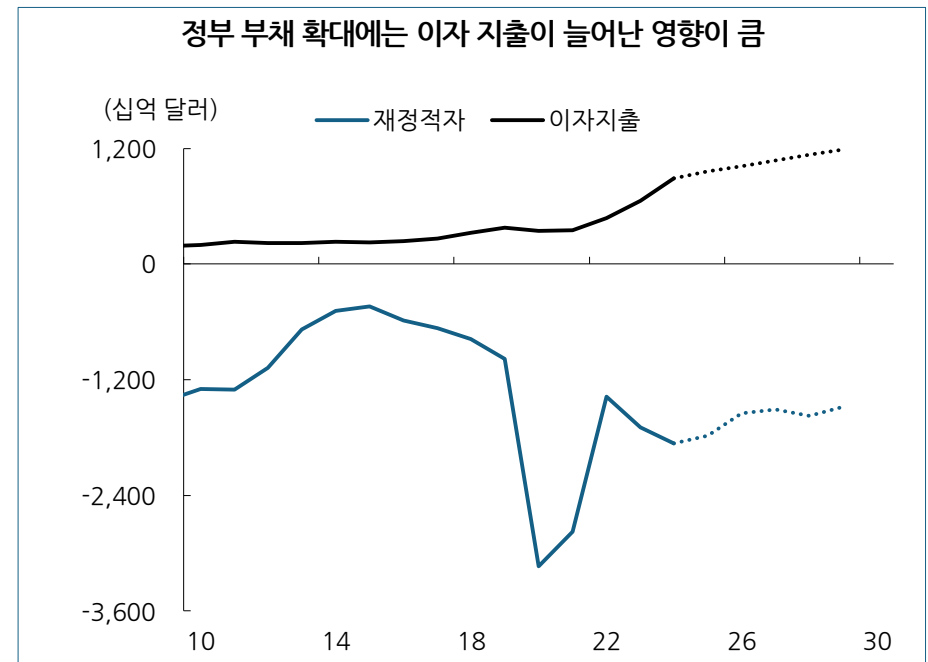
# 미국의 정부 부채는 빠르게 늘어날 것

## ■ 재정 적자보다 이자 지출을 줄이는 것이 더 중요함

- 미국 정부 부채는 가파른 증가 추이를 보일 것, 감세 법안 통과로 가팔라질 것
- 트럼프의 감세 등의 정책이 재정 적자폭을 키운다는 전망
- 대략 매년 2조 달러씩 빠르게 정부 부채가 쌓일 예정. 이 중 1조 달러는 이자 지출
- 정부의 이자 지출을 가장 쉽게 줄이는 방법은 명목 성장률보다 채권 금리를 낮은 수준으로 유지해야 함 (금융 억압)
- QT 중단, SLR 규제완화와 더불어 스테이블코인 산업 확대는 채권 시장 수급을 개선시킬 것으로 보임
- 재정 적자폭이 크게 줄어들어도 채권 금리가 안정되지 않으면 이자 지출은 줄어들지 않음



자료: CBO, DS 투자증권 리서치센터



자료: CBO, DS 투자증권 리서치센터

# 스테이블코인으로 일부 수급 개선

## ■ 스테이블코인을 국채시장과의 연계 도구로 활용하고 싶은 트럼프

- 현재 최대 스테이블코인 발행사인 테더(Tether)는 약 1,200억 달러 규모의 미국 국채를 보유하고 있음
- 이는 한국은행의 미국 국채 보유 규모에 근접한 수준
- 테더를 포함한 스테이블코인 발행사의 보유 국채는 대부분 만기 1년 이내의 단기채로 구성됨. 단기채 수급에 실질적인 영향력을 행사하고 있음

테더의 자산 대부분은 단기채

(단위: 십억 달러)

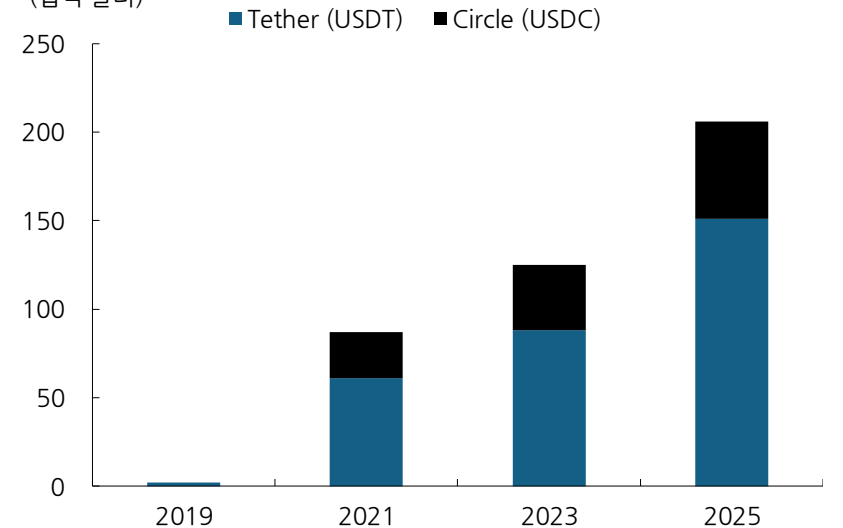
Asset Category	Amount
1. Cash & Cash Equivalent & Other Short-Term Deposits	
U.S. Treasury Bills	98.524
Overnight Reverse Repurchase Agreements	15.094
Term Reverse Repurchase Agreements	1.614
Money Market Funds	6.286
Cash & Bank Deposits	0.064
Non-U.S. Treasury Bills	0.066
<b>Subtotal</b>	<b>121.647</b>
2. Corporate Bonds	0.014
3. Precious Metals	6.663
4. Bitcoin	7.662
5. Other Investments	4.462
6. Secured Loans	8.826
<b>Total (1+2+3+4+5+6)</b>	<b>149.275</b>

자료: Tether, DS투자증권 리서치센터

주: 2025년 1분기 기준

빠르게 커지는 스테이블코인 발행량

(십억 달러)



자료: Visa Onchain Analytics, DS 투자증권 리서치센터

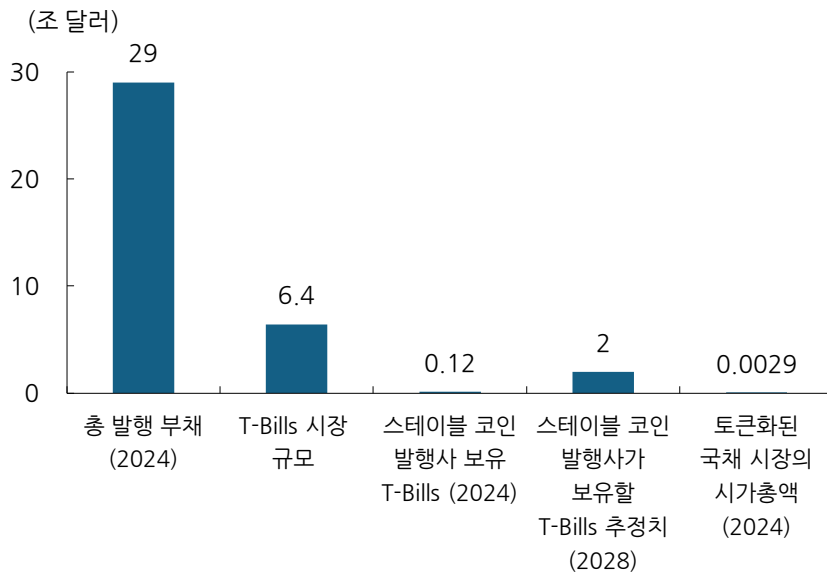
주: 스테이블코인 평균 공급량으로 미국 달러화 표시 스테이블코인과 미국 외 통화 표시 스테이블코인은 제외

# 큰손이 되고 있는 스테이블코인 발행사

## ■ 중장기적으로 국채 수급의 안정화에 기여하는 ‘핵심 수급’으로 부상

- 미국 재무부는 스테이블코인 시장의 점진적인 성장을 전망하고 있음. 2028년에는 발행사들이 보유한 미국 국채 규모가 2조 달러에 이를 것으로 예측
- 미국 전체 국채의 발행 잔액은 약 30조 달러, 28년 정부 부채 규모는 약 36조 달러 수준
- 28년 스테이블코인 발행사는 전체 국채 발행액 중 대략 5% 이상을 보유하게 됨. 이는 일본과 중국의 미국 국채 보유량의 합과 유사한 수준
- 재무부의 권고보다 높은 수준의 단기채 발행이 예상됨에 따라 단기채의 국채 시장 대비 비중이 25% 수준일 것으로 추정. 단기채 시장은 대략 9조 달러 규모
- 스테이블코인 발행사가 단기채 시장에서 약 22%에 해당하는 비중을 차지하게 될 것

스테이블코인의 채권 시장 수급

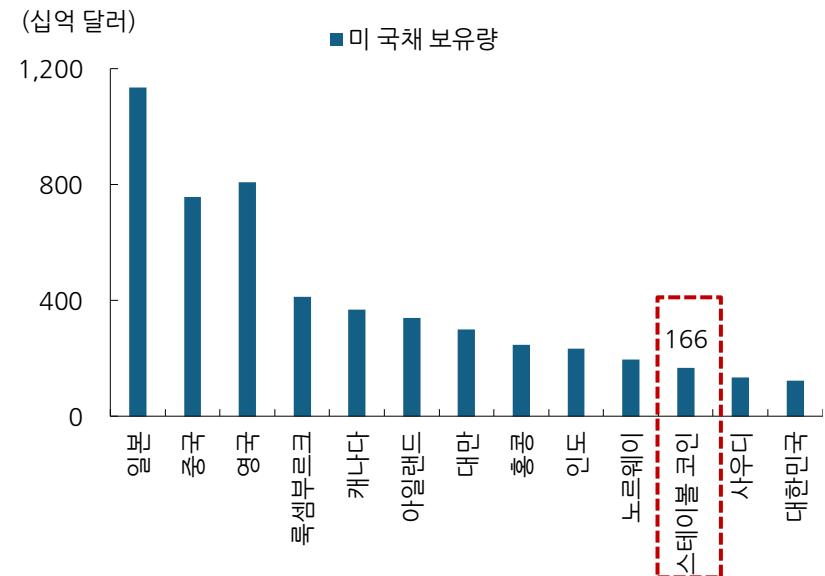


자료: TBAC, DS 투자증권 리서치센터

주1: 스테이블코인 발행사가 보유할 것으로 추정되는 T Bills 은 이자 지급형 스테이블코인의 시나리오를 제외한 값

주2: 베네통 재무장관·SC은행은 2028년 스테이블코인 발행사가 보유할 T-Bills를 2조 달러로 추정

스테이블코인은 대한민국 모든 주체의 보유량보다 많음



자료: USDT, DS 투자증권 리서치센터

주: 국가별 미 국채 보유량은 2025년 4월 기준이며, 스테이블코인은 2025년 5월 기준

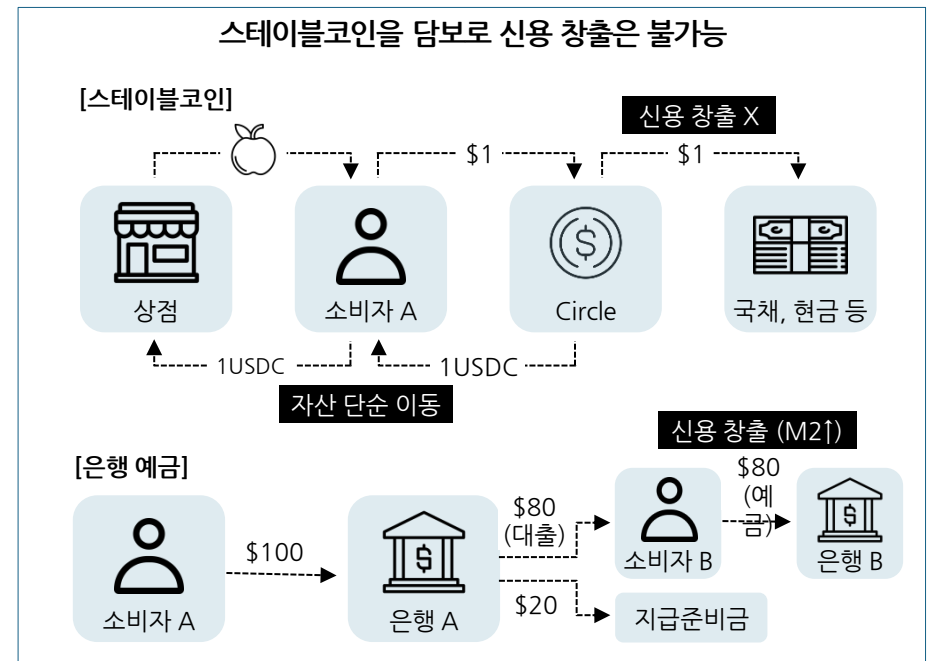
# 스테이블코인은 유동성을 늘리기 힘들 것

## ▪ ‘신용’ 창출이 아니라 새로운 ‘통화’ 창출일 뿐

- 수신업무는 할 수 있지만 여신업무를 할 수 없음. 지급 준비 제도에 해당되지 않음
- 스테이블코인을 담보로 더 많은 양의 스테이블코인을 대여해줄 수 없음 → 신용 창출 불가
- 새로운 형태의 ‘통화’ 창출이지만 신용을 기반으로 하는 신용 창출과는 거리가 멀
- 금 태환 시절, 금 보유량이 늘어나는 만큼 통화량이 늘었던 것과 유사한 구조
- 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 관리통화제도 하에 유동성이 빠르게 늘었던 것처럼 스테이블코인의 신용 창출이 허용된다면 빠르게 유동성은 늘어날 것 (가능성이 낮음)

통화제도				
구분	금 본위제	금-달러 페그	Fiat 통화제도	스테이블코인 시스템
시기	~1930 (브레튼우즈 이전 포함)	1944~1971 (브레튼우즈)	1971~현재	현재
통화 페깅	금	금 (달러 ⇄ 금), 기타 통화 ⇄ 달러	없음 (불태환)	달러 (USDT, USDC 등)
발행 제약	금 보유량	미국 금 보유량	없음 (중앙은행 정책 기반)	준비금(1:1) or 알고리즘
공급량 한계	존재	존재	없음	설계에 따라 다름
붕괴 계기	대공황, 전쟁 등	미국 금 부족, 적자 확대	금태환 포기 (1971, 닉슨 선언)	디페그 등 가능성
특징	인플레이션 억제, 경기 탄력 ↓	안정성 ↑, 유연성 ↓	유연성 ↑, 인플레이션 위험 ↑	디지털 통화

자료: DS 투자증권 리서치센터



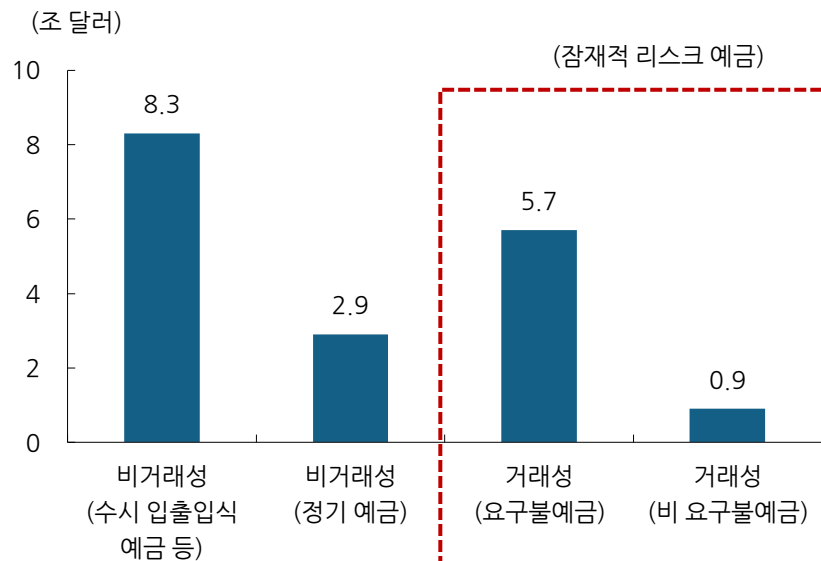
자료: DS 투자증권 리서치센터

# 은행 예금이 스테이블코인으로 옮겨갈 가능성

## ■ 기존 예금 기반 금융 중개 시스템에 구조적인 변화를 유도할 가능성

- 스테이블코인의 성장 확대는 간접적으로 은행의 예금금리에 영향을 줄 수 있음
- MMF와 유사하게 스테이블코인이 상대적으로 높은 수익률을 제공할 경우 예금 대비 수익률이 낮은 자금이 이동
- 스테이킹 수익이 예금 금리보다 월등히 높다면 스테이블코인 수요가 늘어날 수 있음
- 혹은 스테이블코인이 결제 및 송금의 용도로 활성화 된다면 가치저장의 수단으로 활용될 수 있음
- 현재 미국 은행 시스템 내 예금 중 스테이블코인 시장으로 유입될 가능성이 있는 자금 규모는 약 6.6조 달러 수준으로 추정
- 이는 시스템 전체의 유동성 재분배를 촉진할 것으로 보임

예금이 줄어든 수 있는 리스크



자료: TBAC, DS 투자증권 리서치센터  
주: 2024년 4분기 미국 총 예금 기준

은행 부채 중 예금 비중 감소 가능성 높아짐



자료: TBAC, DS 투자증권 리서치센터



# 대형 은행의 과점 환경에서 스테이블코인은 미국 소비자에게 매력적

## ■ 미국 대형은행, 낮은 예금 금리 but 높은 예금 수요

- 시중은행의 계좌 개설 비용 및 유지비가 없는 한국과 달리 미국 소비자는 매월 높은 계좌 유지 조건과 비용, 수수료를 부담함
- 대형 은행은 중소형 은행 대비 계좌 유지 조건이 까다롭고 서비스 수수료가 높으며 예금 금리가 낮음. 그럼에도 전체 예금 규모의 67% 수준을 차지함
- NBER에 따르면 대형 은행 고객들은 일반적으로 도시 지역의 고소득 가구이며, 이들은 온라인 뱅킹 등 첨단 서비스 기술과 ATM 접근성 등 유동성 서비스를 중요시함. 이를 대가로 평균적으로 더 낮은 금리를 수용하는 것
- 중소형 은행의 디지털 전환이 미흡하며 송금/결제 수수료가 더 비쌌
- 대형 은행에 비해 상대적으로 중소형 은행 예금이 스테이블코인 시장으로 빠져나갈 가능성이 큼
- 대형은행은 이미 저렴한 예금을 통해 자금을 조달하고 있어 타격이 상대적으로 적을 것

중소형 은행과 대형 은행 비교

구분	중소형 은행	대형 은행
자산	1,000억 달러 미만	1,000억 달러 이상
상품	개인화 (지역사회 또는 특정 인구를 대상으로 한 금융 서비스 제공)	표준화 (예금계좌, 대출, 신용카드, 기업 자산 관리 등 광범위한 금융 서비스 제공)
접근성	ATM 네트워크와 지점 수 적음	대규모 ATM 네트워크 및 지점 보유
서비스	첨단 서비스 기술 도입이 다소 늦음	모바일 및 온라인 뱅킹에 중점
특징	높은 예금 금리 제공 & 낮은 서비스 수수료	낮은 예금 금리 제공 & 높은 서비스 수수료

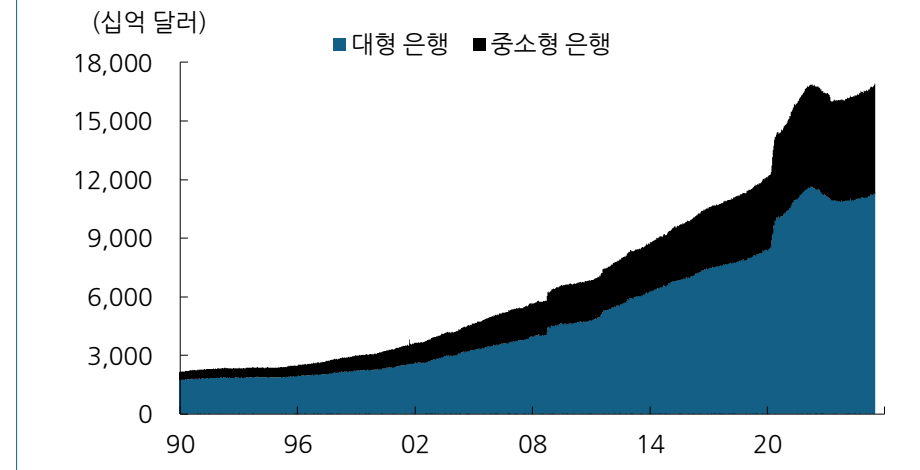
자료: DS투자증권 리서치센터

대형 은행은 낮은 예금 금리를 제공하거나 높은 최소 예치금

Name	APY (%)	Service Charge (\$)	Min Deposit (\$)
Wells Fargo	0.01	12	25
BoA	0.01	8	100
JPM	0.01	29.5	250
Citi	0.03	12	1500
GS	3.65	0	500
MS	4.00	15	1000

자료: Depositaccounts, DS 투자증권 리서치센터

대형 은행은 전체 예금의 상당 부분을 차지

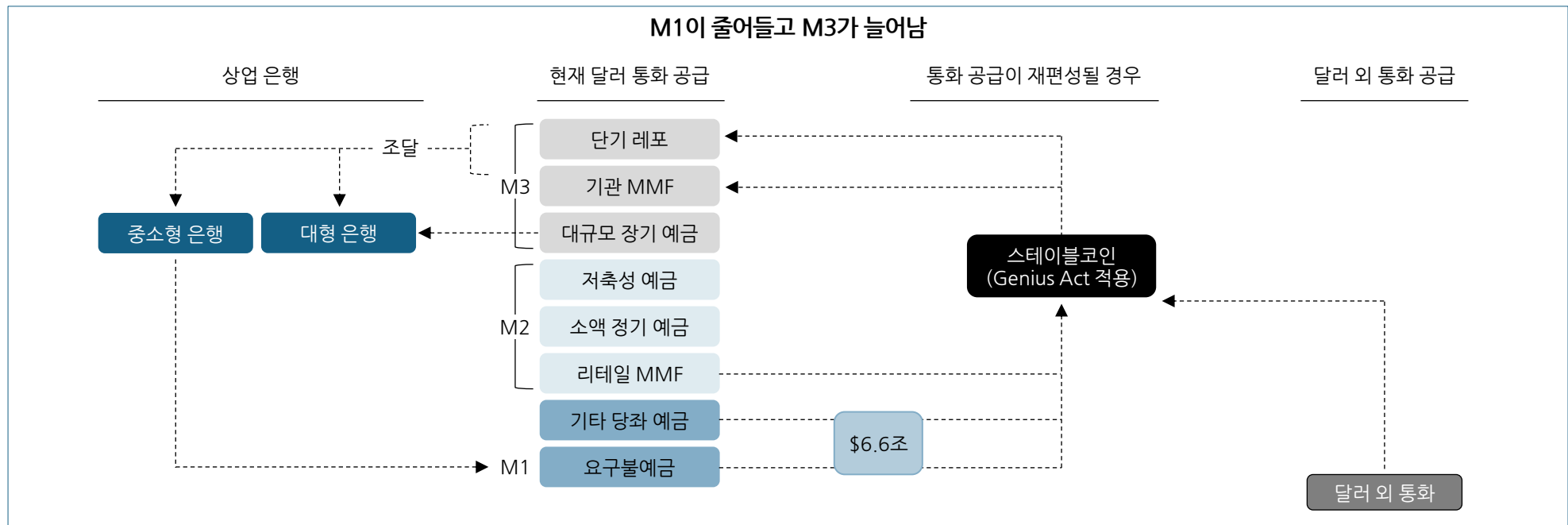


자료: FRB, DS 투자증권 리서치센터

# 유동성 창출에는 오히려 부정적일 수도

## ▪ M1이 감소하고 M3가 늘어나는 구조, 성장 원동력의 잠재력이 줄어드는 현상

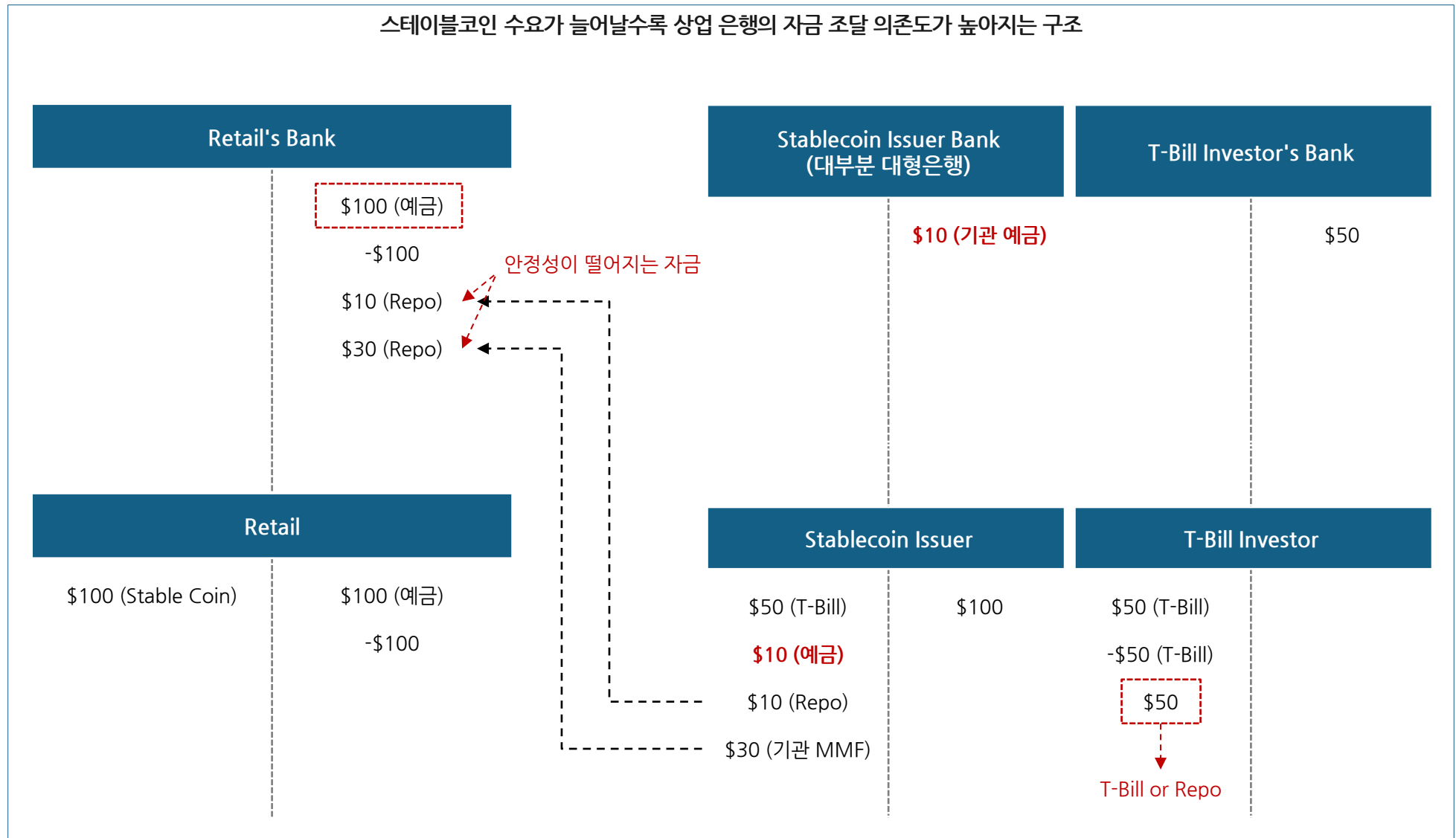
- 예금이 이탈하는 경우 은행의 규모와 크게 무관하게 이탈할 가능성
- 은행은 단기 레포, 기관 MMF, 기업 장기 예금 등으로 자금을 조달해야 함
- 은행의 예금 구성이 달라짐
- 은행 입장에서는 상대적으로 불안정한 조달 구조를 가지게 됨
- 일부 대형은행은 스테이블코인 발행사의 장기 예적금 창구로 쓰이며 유동성을 확보할 수 있을 것
- 예금을 비싸게 조달해야 하는 중소형 은행에게 불리한 구조
- 은행 입장에서는 자금 조달 비용 상승, 경제 전반에서는 M1이 줄어들면서 신용창출 가능성이 줄어들



자료: TBAC, DS 투자증권 리서치센터

# 불확실성이 커진 은행의 자금 조달

[경제]



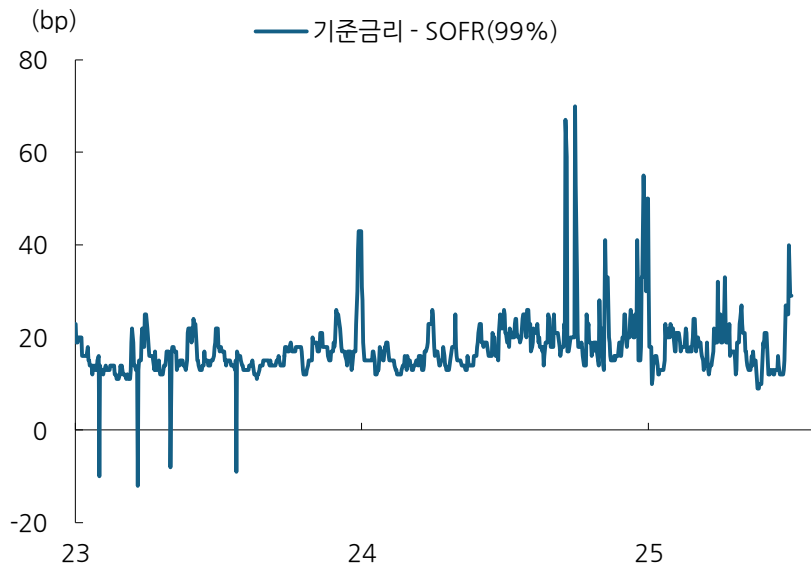
자료: DS투자증권 리서치센터

# 레포 시장의 수급 불균형 가능성

## ■ 스테이블코인으로 인한 은행 부채 구성 변화, 단기 자금 시장의 수요 확대 전망

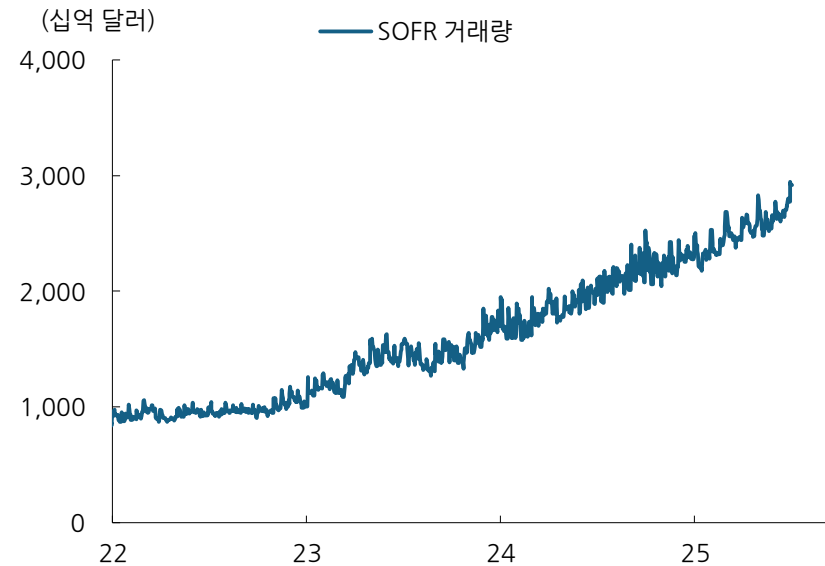
- 구조적으로 시장의 레포 수요는 늘어날 수밖에 없음
- 은행의 레포 매도 수요가 많아짐에 따라 자금 시장 및 금리에 대한 금융 시스템 민감도가 높아질 가능성
- 분기말 임을 감안해도 최근 미국 레포 금리가 소폭 상승하는 모습
- 거래량 또한 최근 증가세가 가파름
- 중장기적으로 역레포에서 레포시장으로 자금을 꺼낼 수 있을 것으로 보임 (하지만 남아있는 역레포 잔고 금액이 크진 않음)

최근 들어 확대되는 레포 시장 수급 불균형



자료: FRB, DS 투자증권 리서치센터

레포 거래량이 더 빠르게 늘어날 가능성



자료: FRB, DS 투자증권 리서치센터

# 단기채 발행량을 늘릴 수 있을까?

## ■ 재무부는 단기채 발행량을 늘려 수급 균형을 맞출 것

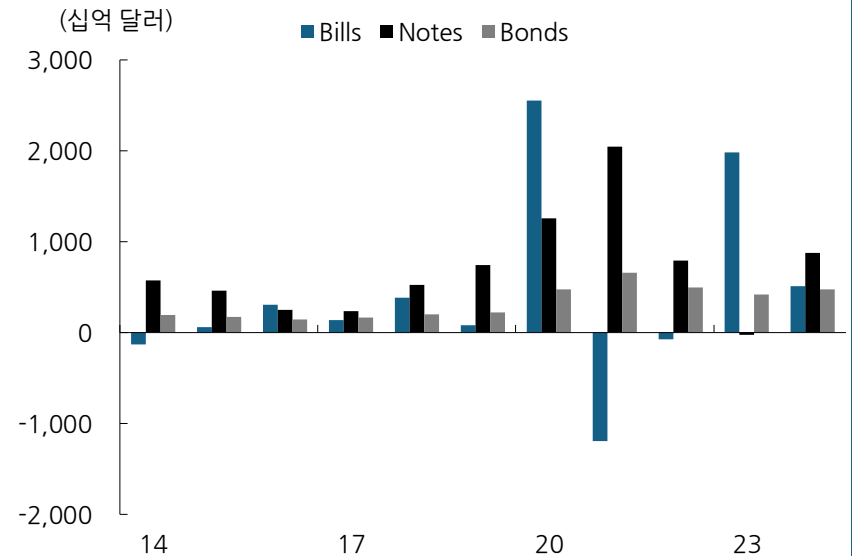
- 현재 TBAC의 단기채 발행량 권고 사항은 15~20%
- 재무부는 단기채 발행량을 늘려서 시장의 수요가 많은 단기 구간 채권 공급을 늘릴 유인이 있음
- 커브 정상화 시 이자 지출을 줄일 수 있음. 게다가 기준금리 조정으로 이자 지출에 보다 직접적인 영향을 줄 수 있음
- 스테이블코인과 MMF의 공급이 단기채 시장을 뒷받침해줌
- 현재 수준 20~23%은 역사적으로 높은 수준이 아님. 80년대 단기채 발행 비중이 30%대

QE의 시대에 접어들면서 단기채 발행 비중이 상대적으로 줄었음



자료: Treasury, DS 투자증권 리서치센터

만기별 연간 순발행량 추이

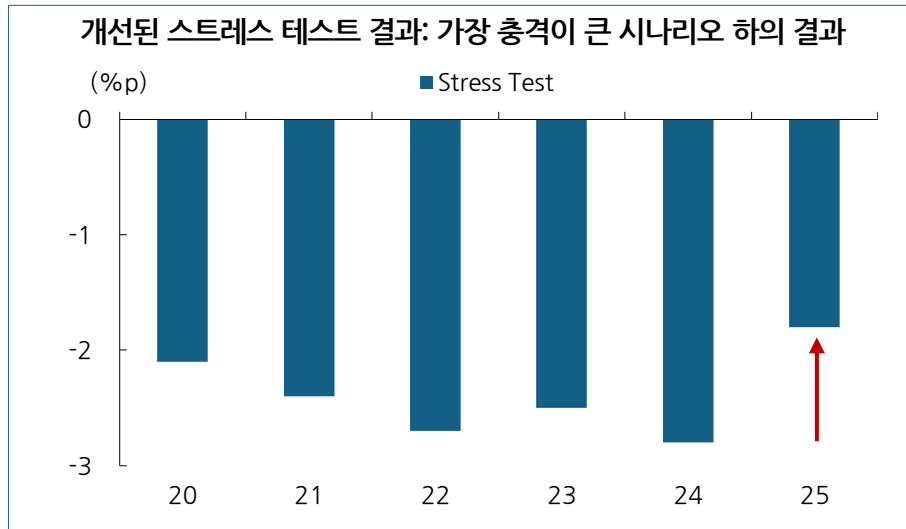


자료: Treasury, DS 투자증권 리서치센터

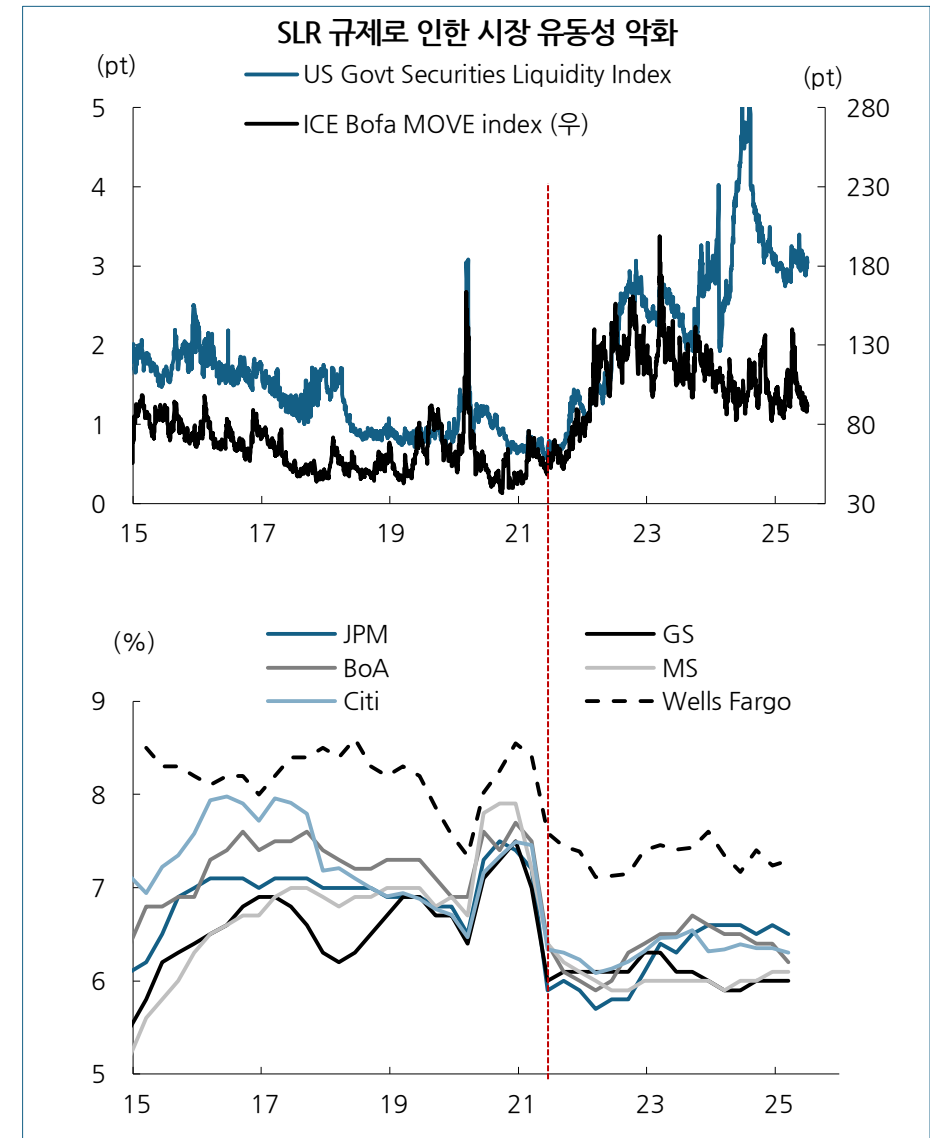
# 스테이블코인 이외 미국채 안정 방안: SLR

## ■ SLR에 추가되는 버퍼를 줄이는 방안이 언급됨

- 스트레스 테스트 결과는 과거에 비해 개선되면서 규제 완화에 대한 우려 완화
- 코로나 이후 SLR 비율이 은행 총자산 확대를 제한하면서 미국 채권 시장의 변동성과 유동성은 악화되었음
- G-SIB들은 기본 SLR 규제에 2~3% 고정된 추가 버퍼를 적용 받았음
- 하지만 앞으로는 재무 상황에 따라 추가 자본 요구(Method 1 Surcharge \* 0.5)할 것으로 보임
- 대형 은행 SLR 규제는 대략 3.5~4.5% 수준으로 내려올 것으로 보임 (회사마다 상이할 것)
- 은행의 국채 매입 여력 확대에 대한 견해가 다양하지만 규제 완화 이전에 비해 채권 보유량은 늘어날 가능성이 높음
- 브로커리지(채권시장 호가 개선) 및 차익 거래 활성화 기여 기대할 수 있음
- 시장의 매수 매도 호가 스프레드 축소 및 변동성 안정을 기대해볼 수 있음



자료: FRB, DS 투자증권 리서치센터  
 주: 은행들의 보통주 자본비율(CET1)의 총합 기준 최대 하락 폭



자료: FRB, Bloomberg, DS 투자증권 리서치센터

# 스테이블코인 이외 미국채 안정 방안: QT 중단

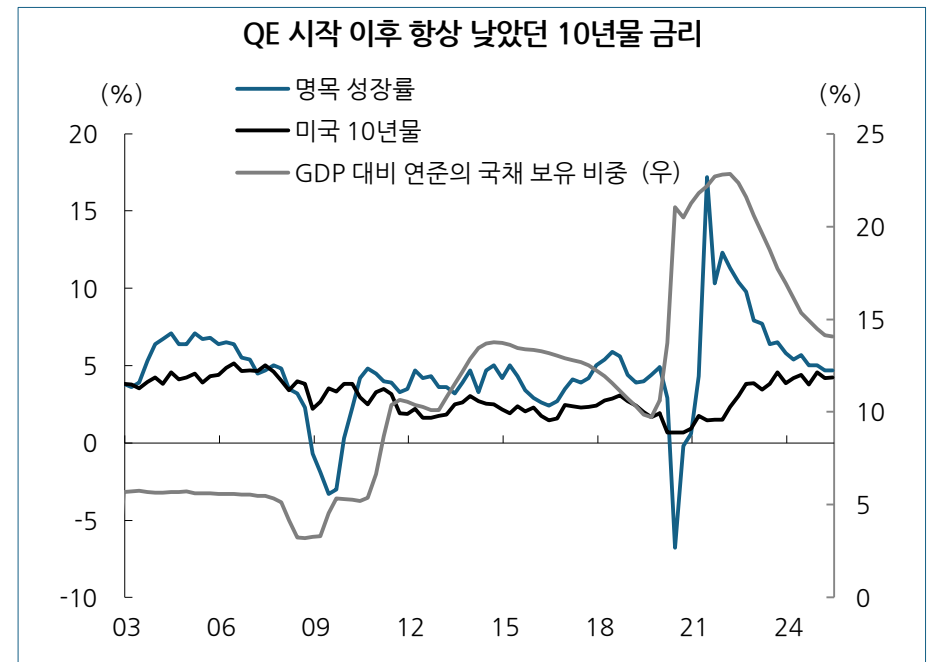
## ■ 양적 긴축을 멈추는 것 또한 하나의 국채 금리 안정 정책

- QE가 실질적으로 장기물 금리를 낮추진 못했음. 하지만 연준이 가지고 있는 국채 보유량이 많을수록 그만큼 정부의 이자 지출이 줄어들
- QT를 중단하는 것은 이자 부담을 조금이라도 줄일 수 있는 방법
- 연준 총자산은 약 6.6조 달러 규모로 GDP 대비 약 22% 수준
- 코로나 이전 GDP 대비 연준의 국채 보유량 규모 수준

- 명목 성장률이 장기물 금리의 적정 레벨 기준점이 됨
- 10년대는 연준의 자산 매입이 늘어나면서 명목 성장률보다 장기물 금리가 더 낮았음 → 하지만 연준의 총자산이 크게 줄어들어 명목 성장률을 크게 하회하기 힘든 상황
- 전체 국채 시장 대비 연준의 채권 보유 비중이 긴 시계에서는 채권 금리에 영향을 줌



자료: FRB, DS 투자증권 리서치센터

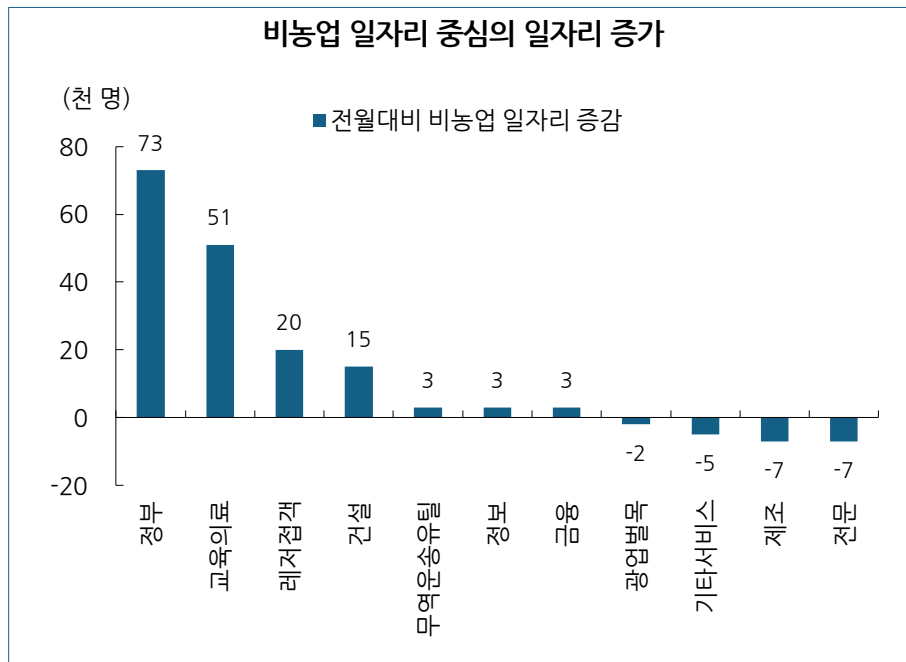


자료: FRB, DS 투자증권 리서치센터

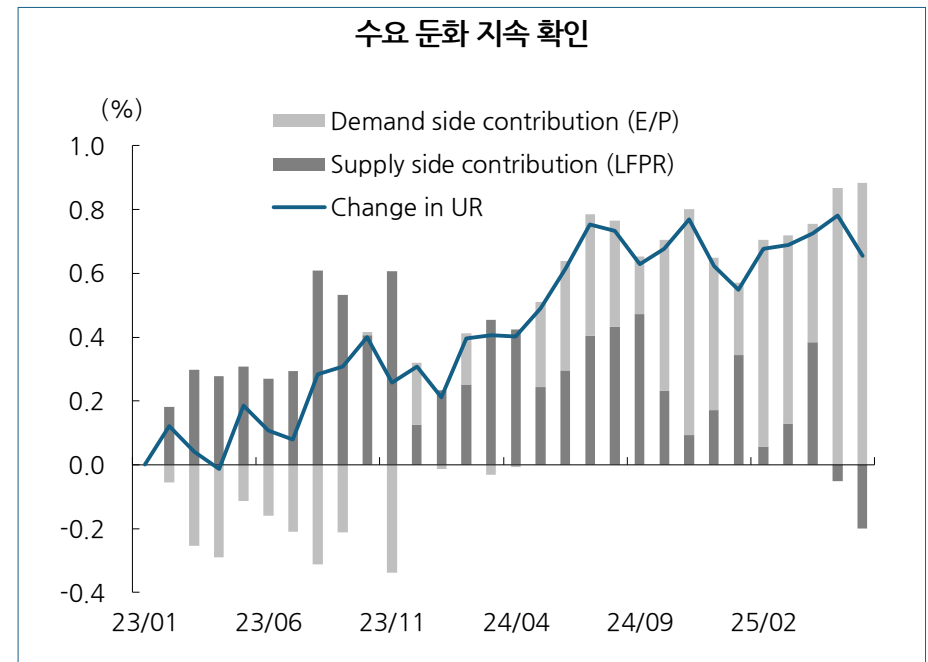
# 미국 경기 업데이트: 고용 둔화

## ■ 질적 개선이 없는 미국 고용시장

- 미국 고용시장 냉각은 빠르게 진행되는 중
- 고용지표 전반적으로 예상치 상회. 하지만 비농업 일자리는 정부와 헬스케어 일자리 주도로 늘어났음. (경기에 민감한 섹터는 고용 부진 지속)
- 경제활동참가율 하락 및 고용률 하락 → 실업률 하락 기여
- 수요 둔화로 인한 실업률 상승폭이 커지고 있음
- 실망실업자, 한계실업자 모두 급등. 고용시장에서 실업자는 아니지만 사실상 실업자와 유사한 성격을 가지는 그룹으로 볼 수 있음



자료: BLS, DS 투자증권 리서치센터



자료: BLS, DS 투자증권 리서치센터

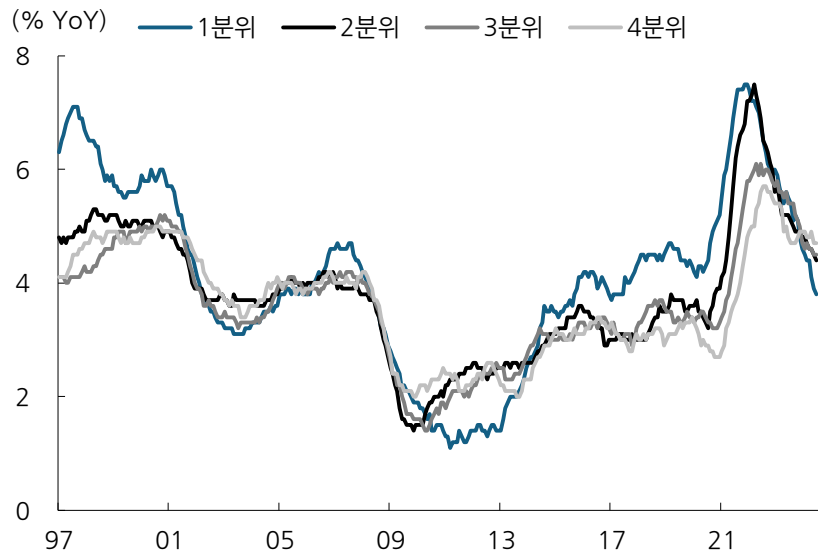


# 미국 경기 업데이트: 힘 빠지는 임금

## ■ 고용 소득 의존도가 높은 계층의 임금 상승률이 빠르게 둔화되고 있음

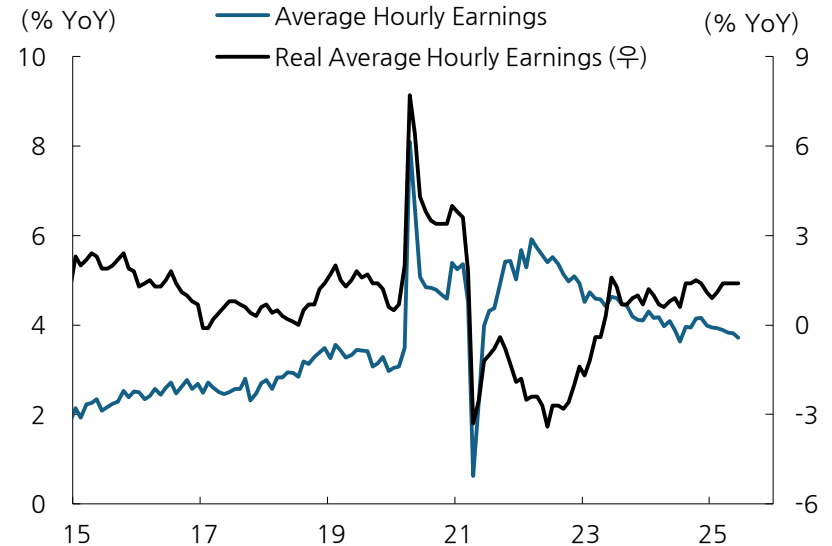
- 임금 하위 25% 계층의 임금 상승률 둔화세가 가파름
- 서비스 섹터 임금 상승률 저조 & 저학력 노동자 임금 상승률 저조
- 가계의 계층별 양극화가 심화되면서 하위 계층의 상황 악화가 헤드라인 경기 데이터에 부분적으로 반영되는 상황으로 보임
- 부의 효과를 누리지 못하는 하위 50%의 상황은 지속적으로 나빠질 것
- 하반기 물가 반등 시 실질 임금 둔화 가능성 높아 소비 성장세도 예상보다 낮을 가능성
- 고용 수요가 강하지 않아 임금이 물가를 따라가기보다 명목 임금 상승률은 기존의 상승 추이를 유지할 가능성이 높다는 판단

미국 경기가 좋을 땐 하위 계층의 임금 상승률이 더 높음



자료: Atlanta Fed, DS 투자증권 리서치센터

하반기 실질 임금 둔화 가능성이 높다고 판단됨



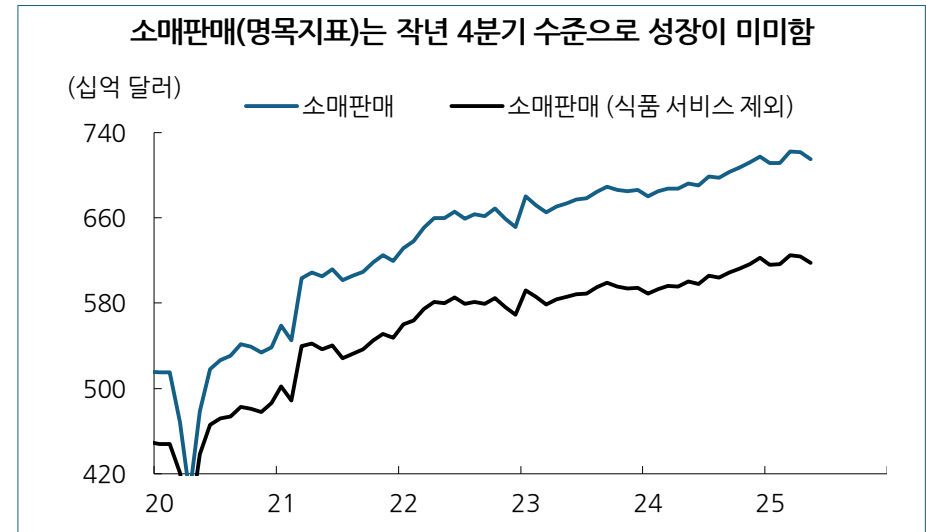
자료: BLS, DS 투자증권 리서치센터

# 미국 경기 업데이트: 실물 경기 둔화 지속

[경제]

## ■ 관세 영향이 아직 다 반영되기도 전에...

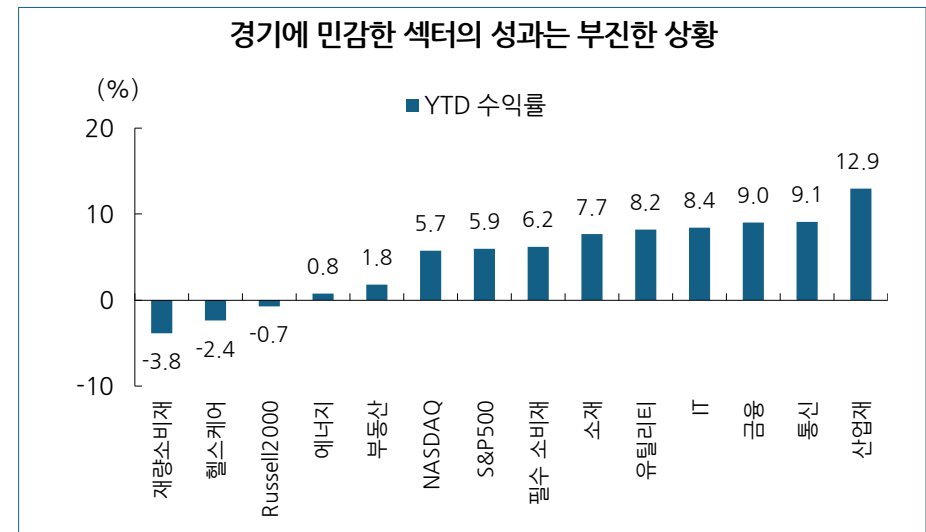
- 5월 실질 개인소비지출 역성장, 실질 가처분소득은 22년 1월 이후 가장 큰 폭의 역성장 기록
- 1분기 GDP 소비는 재차 하향 조정되었음. 서비스 소비는 코로나 이후 가장 낮은 성장률 기록
- 경기 둔화되며 올해 들어 서비스 소비 둔화폭 확대
- 코로나 이후 재화 주도 소비 성장에서 서비스 주도 소비 성장 트렌드
- 무역수지 적자로 부풀려진 성장 둔화 이면에 미국 소비 체력 둔화 확인



자료: US Census Bureau, DS투자증권 리서치센터



자료: Atlanta Fed, DS 투자증권 리서치센터



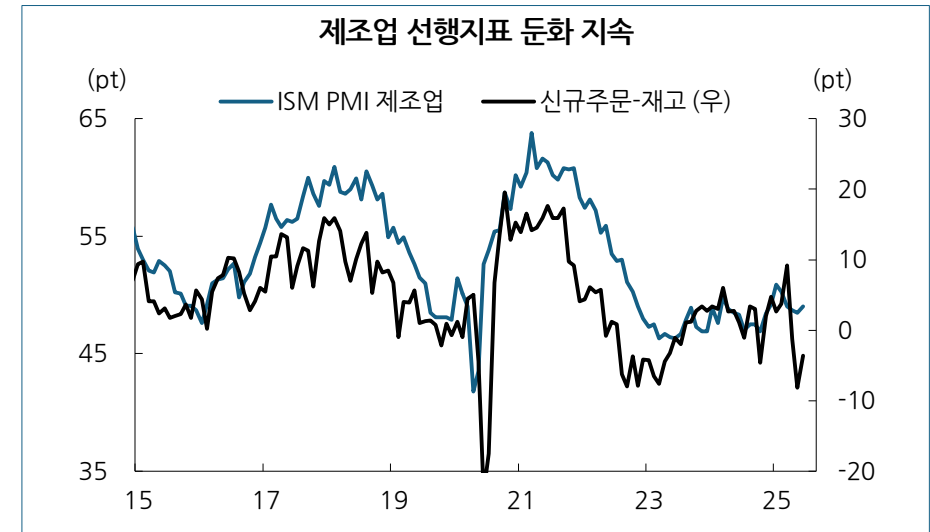
자료: Bloomberg, DS 투자증권 리서치센터

# 미국 경기 업데이트: PMI 둔화 지속

[경제]

## ■ 제조업 PMI 데이터는 심화되고 있음

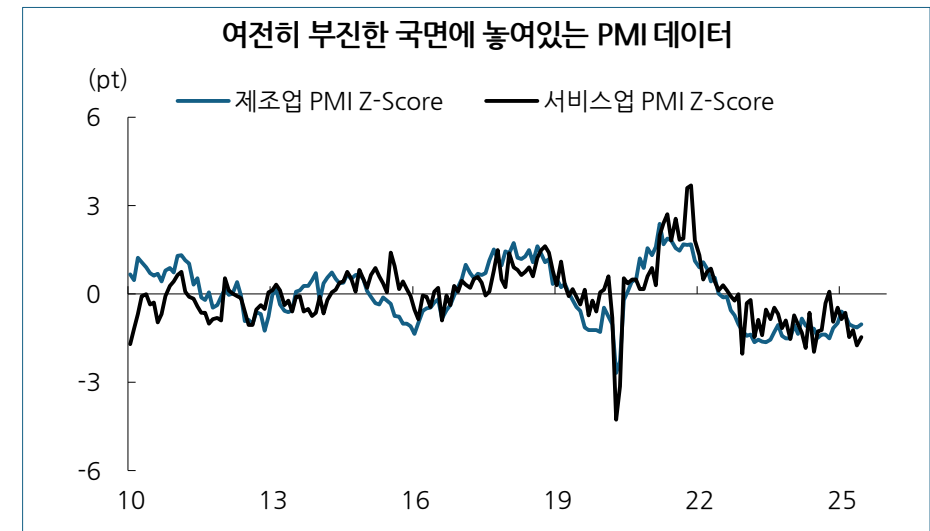
- 제조업 PMI는 49.0pt로 전월 48.5pt보다 소폭 반등
- 생산은 반등했으나 신규 주문과 고용은 감소
- 산업별 정성 코멘트가 시간이 지날수록 악화되는 상황을 반영하고 있음
- 관세 언급이 대부분 섹터에서 확인됨. 부정적인 코멘트 비중이 늘어났음
- 서비스 PMI에서도 언급되었듯 관세로 인한 비용 부담이 큰 것으로 보임



자료: ISM, DS투자증권 리서치센터

제조업 산업별 코멘트	
산업	코멘트
가공금속	- 지난 4~6주간 사업이 크게 둔화. 고객들은 관세 불확실성으로 계약 체결을 원치 않음
목재	- 불안정한 관세율은 2, 3차 공급업체의 자재 비용에 부담을 줌 - 비용은 예상 인플레이션보다 6%에서 10% 상승함
화학	- 바이오/제약 산업의 상황은 더욱 악화됨. 기업들은 채용을 보류하고 있음
기계	- 관세로 인해 국내외 판매가 완전히 중단되었고, 주문량이 급감함
식품 및 담배	- 관세 변동성은 기계, 철강 및 특수 부품에 영향을 주고 있음 - 건설 및 정비를 위한 숙련된 인력이 부족함
컴퓨터/전자제품	- 관세는 장기적인 계획을 수립하는 데에 혼란과 불확실성을 주고 있음
석유/석탄	- 관세는 자재 비용에 계속 영향을 미치고 있음
1차 금속	- 관세, 물가 상승 등이 향후 공급망에 미치는 영향은 커질 것 - 재고가 없고 공급이 줄어들어 수요를 따라가는데 시간이 걸릴 것
기타 제조업	- 관세 변동성으로 단기적인 공급 계획이나 예산을 세우기 어려움
운송 장비	- 관세 불확실성으로 인해 고객 수요가 감소하고 있고, 이는 매출 둔화로 이어짐. 몇몇 공장 가동을 중단할 예정임. 내년에도 개선되긴 어려워 보임

자료: ISM, DS 투자증권 리서치센터

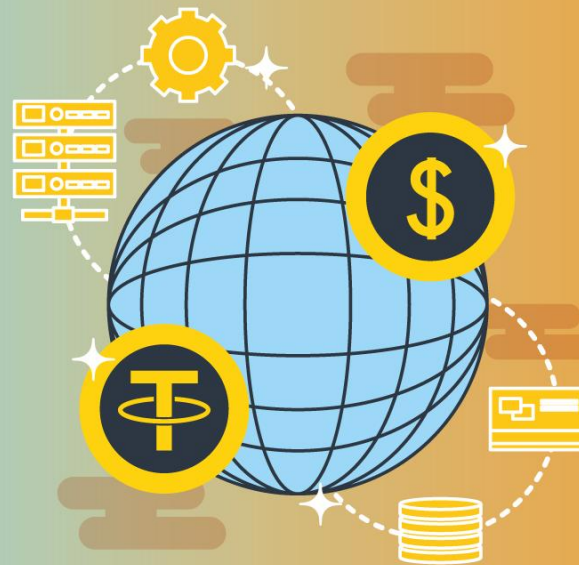


자료: ISM, DS 투자증권 리서치센터

## [인터넷/소프트웨어]

스테이블코인, 냉정과 열정사이

## 인터넷/SW 산업 영향 점검 및 전망



최승호 인터넷·게임  
02-709-2658  
csh@ds-sec.co.kr

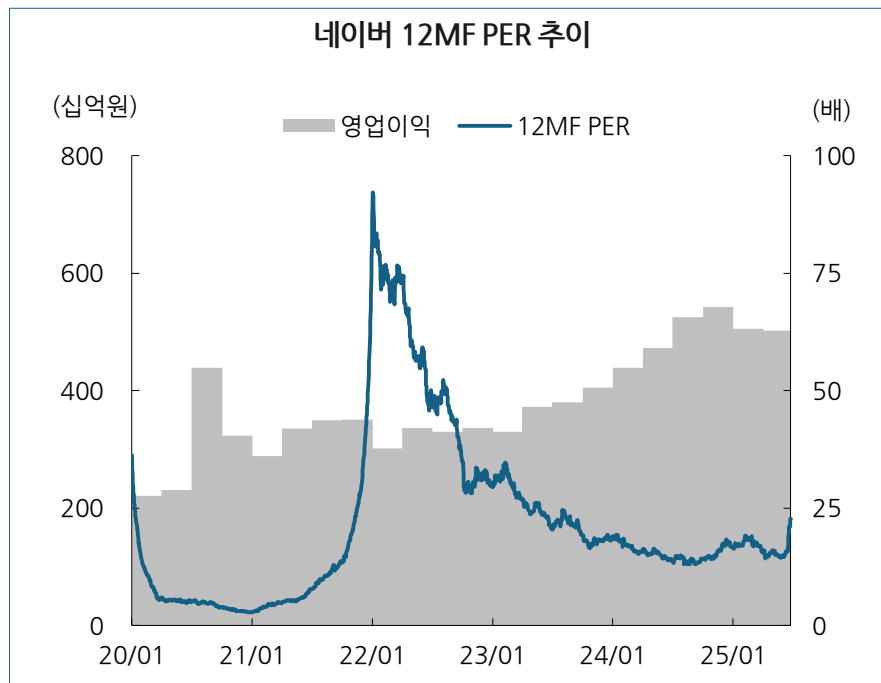
김대성 연구원  
02-709-2665  
rlarla6019@ds-sec.co.kr

# 인터넷 산업과 스테이블코인: 현 상황에서는 히든밸류 정도로 판단

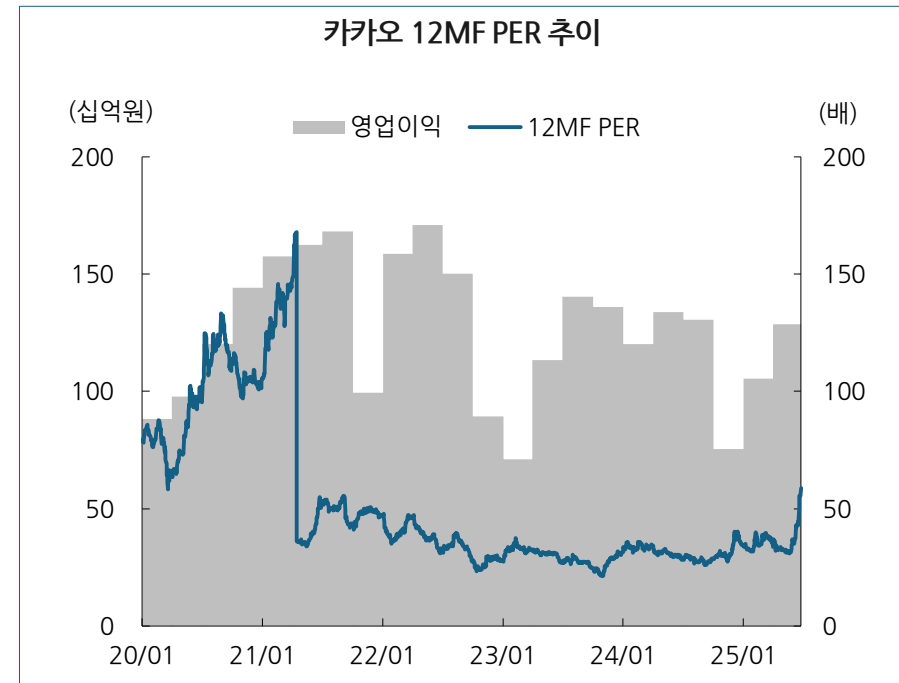
[인터넷/SW]

## ■ 투자보다는 매매의 영역으로 판단

- 스테이블코인 이슈로만 야기되는 주가상승은 비합리적으로 판단. 이는 법안이 확정되지 않은 상황에서 코인 발행에 따른 향후 EPS 상향근거가 부족하기 때문
- 12MF 컨센서스 PER 네이버 22배까지 확대, 카카오는 58배까지 확대된 상황, 코로나 메타버스/NFT 시기 네카오 밸류에이션은 50~100배 수준이었음을 참고
- 명확한 법안이 공개되기 전까지는 뉴스플로우에 따른 매매의 영역으로 판단. 유의미한 추정은 법안이 확정된 이후 가능. 그래도 스테이블코인은 이제 시작단계  
1.미국 법안 통과 → 2.한국 법안 통과 → 3. 실제 발행 → 4. 발행 후 성과 확인 이 4가지 플로우에서 1단계도 오지 않은 상황. 명확한 그림을 그리기에는 이름.
- 또한 최근 주가상승에는 AI의 역할도 있었다는 점이 포인트. AI는 실질적으로 EPS 상승과 연결될 것
- 종합하면, 인터넷 기업에게 스테이블코인은 히든밸류 정도로 판단. 코어밸류는 스테이블코인보다 AI로 판단
- 그동안 저평가되었었던 AI에 대한 가치를 반영한다면 네이버/카카오 UPSIDE 충분히 계산 가능. AI 최대 수혜 산업으로서 인터넷 산업 리레이팅 전망
- 스테이블코인에 대한 낙관적 시나리오를 반영 시, 국내최대 간편결제 업체이자 업비트와 협업 선택한 네이버를 최대 수혜주로 제시



자료:Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

주: 비교의 편의성을 위해 23, 24년의 일회성비용을 제거하고 계산한 수치('23, '24 EPS 적자)

## ■ 자본시장 중심 원화 스테이블코인 발행

- 지난 5월 이재명 대통령은 디지털자산 관련 공약에서 스테이블코인 활용 방안을 마련하겠다고 발표
- 6월에는 더불어민주당 민경덕 의원이 국내 원화 기반 스테이블코인 발행을 허용하는 ‘디지털 자산 기본법’을 발의
- 해당 법안은 자본시장 중심의 스테이블코인 발행 모델을 기반으로 함
- 현 대통령실 정책실장 김용범 전 기재부 1차관도 자본시장을 중심으로 한 스테이블코인 모델을 지지
- 자본시장형 원화 스테이블코인의 발행 구조는 금융기관과 기술사업자가 기능을 분담하는 컨소시엄 모델을 전제
- 지난 6일 한국은행은 비은행 원화기반 스테이블코인 발행 허용 시 유관 기관의 만장일치 결정을 거치는 방안 제시
- 현행 전자금융거래법은 중앙전산 시스템을 활용한 관리 체계이기 때문에 블록체인의 탈중앙적 특성을 고려하기 어려우며 완결된 업권법이 아님

은행 vs. 자본시장 중심 발행 모델			
구분	세부 쟁점	은행 중심	자본시장 중심
예금자 보호 적용	예금 기반 토큰 보유자에게 동일한 예금자 보호 적용 여부	보호 한도 중복 적용 가능성, 우선 변제권 해석 문제	비(非)은행 기반 구조로 해당 없음
지급준비금 규제	지급준비금 요건 적용 여부	유동성 규제와의 충돌 가능성	필요 시 자산운용 비중 조절로 대응 가능
회계 처리 기준	스테이블코인의 회계상 자산 분류 방식	현금성 자산 또는 예금 계정	수익증권 또는 기타 자산
법적 성격 정의	토큰의 법적 분류 (전자화폐, 증권 등)	지급수단 또는 전자화폐	자본시장법상 수익증권 또는 금융투자상품
이자 지급 구조	토큰 보유자에게 이자 지급 가능 여부	무이자 구조 또는 금리 규제와의 충돌 우려	준비자산 운용 수익 기반 간접 수익구조 설계 가능
간편결제 수단 범용성	간편결제 수단으로서 활용 가능성	은행 내부망 기반으로 범용성 제한	퍼블릭 체인 연계 및 웹3 결제망 활용으로 확대

자료: 해시드오픈리서치, DS투자증권 리서치센터

자본시장 중심 스테이블코인 발행 모델	
항목	자본시장 중심 모델
발행 주체	자산운용사, 핀테크, 특화법인 등 민간주도
준비자산 구성	MMF, 국채, RRP 등 고안정성 자산 다변화
상환 구조	스마트컨트랙트 기반 자동 상환, 실시간 공시
회계 감사	외부 감사법인 참여, 체계적 공시 리듬 유지
기술 연동성	API, 블록체인 연계 디지털 결제, 웹3 호환
민간 참여 유도	리워드 설계 유연성, 글로벌 서비스 연동 가능
위기 대응성	분산 커스터디, 실시간 준비금 확인, 투명 감사 체계

자료: 해시드오픈리서치, DS투자증권 리서치센터

# 한국 스테이블코인 법제화 관련 타임라인 (1)

[인터넷/SW]

날짜	주체	내용
05/06	이재명 대통령	<b>디지털 자산 관련 공약 발표</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>디지털자산 생태계 정비를 통한 산업육성기반 마련 <ul style="list-style-type: none"> <li>가상자산 2단계법(업권법) 제정 및 국가 차원의 산업육성을 위해 혁신로드맵 수립</li> <li>민간 중심의 실증사업 발굴, 규제 간소화 등 블록체인 특구 실효성 제고</li> </ul> </li> <li>가상자산·연계상품 제도화 및 안전한 투자기회 보장 <ul style="list-style-type: none"> <li>비트코인 등을 기초자산으로 하는 현물 ETF 발행·상장·거래 허용</li> <li>통합감시시스템 설치 및 안정성이 담보된 가상자산 발행 조건부 허용 검토</li> <li>가상자산 거래 수수료 인하 유도</li> <li>원화 스테이블코인 발행·유통 등 스테이블코인 활용방안 마련</li> </ul> </li> <li>토큰증권의 조속한 법제화를 통한 다양한 사업기회 창출 <ul style="list-style-type: none"> <li>국채, 미술품, 특허 등 전통적인 증권으로 거래되지 않던 자산들의 제도권 거래 허용</li> <li>장외유통플랫폼 제도화를 통한 유통성 제고</li> <li>공정한 가치평가 및 회계감사, 권리관계 확인체계 구축 등 투자자 보호 강화</li> </ul> </li> </ol>
06/10	더불어민주당 민경덕 의원	<b>‘디지털자산 기본법’ 발의</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>자문기구 : 대통령 직속 디지털자산위원회 신설</li> <li>발행요건 : <ol style="list-style-type: none"> <li>발행자 인가 요건 : 자기자본금 5억원 이상 보유한 국내 법인</li> <li>충분한 물적 시설 및 출자 능력, 재무건전성 기준 충족</li> <li>환불 방법 및 환불준비금에 관한 계획 마련</li> <li>자율규제기구 : 디지털자산협회를 설립하여 상장 심사·감시 권한 부여할 예정</li> <li>금융위원회를 통한 발행 신고제 도입</li> <li>발행인이 적립한 환불준비금을 상계·압류하지 못하며 대통령령을 제외하고는 양도하거나 담보로 제공할 수 없음</li> </ol> </li> </ul>
06/12	한국은행 이창용 총재	<b>스테이블코인 신중론 표명</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>통화정책 유효성 제약과 금융안정을 해칠 수 있는 점 우려</li> <li>원칙적으로 원화 스테이블코인 도입 자체를 반대하지는 않으나 비은행 민간기업의 발행에는 회의적</li> </ul>

자료: DS투자증권 리서치센터

## 한국 스테이블코인 법제화 관련 타임라인 (2)

[인터넷/SW]

날짜	주체	내용
06/18	한국은행 이창용 총재	<b>원화 스테이블코인의 발행 필요성을 인정</b> - 향후 금융위원회 등 관련 부처와 규제 방안을 마련할 계획이라고 발표
06/25	류상대 한국은행 부총재	<b>시중은행을 통한 발행방식을 우선 검토</b> - 원화 기반 스테이블코인의 초기 발행은 규제를 받고 있는 시중은행 통해 이뤄지는게 바람직하다고 발표 - 시장 혼란이나 소비자 피해가능성을 고려하면 초기에는 은행을 통해서만 발행이 이뤄지는 것이 바람직 - 스테이블코인 도입으로 자본 유출 가속화될 수 있으며, 외환 자유화 정책이나 원화 규제화 전략에도 영향 줄 수 있음
6/27	국정기획위원회 업무보고	<b>한은에 스테이블코인 도입 촉구</b> - 은행부터 하자는 한은의 입장은 코인발행 취지에 맞지 않음 - 스테이블코인은 시대적 요구이자 흐름 - 스테이블코인의 해외사례 등 금융 리스크 측면에 대한 추가자료 제출 요청
06/30	한국은행	<b>CBDC 2차 실거래 테스트 보류</b> - 4월부터 국내 7개은행(KB, 신한, 하나, 우리, NH, IBK, BNK)와 진행했던 프로젝트 한강 잠정 중단 - 구체적 상용화 계획이 없는 상황에서 최근 스테이블코인 법안 발의되며 은행권 반발로 중단 추정
07/02	한국은행 이창용 총재	<b>스테이블코인 규제 필요성 강조</b> - 규제되지 않은 스테이블코인을 허용하면 달러 스테이블코인으로의 교환을 가속화 하고, 자본유출과 통화정책 유효성 약화로 이어질 것 - 비은행 금융기관의 스테이블코인 발행은 한은의 권한을 넘어서 정부 기관과 논의 필요 - 한국은 유럽이나 미국과 달리 자본 유출입관리를 시행하고 있음, 원화스테이블코인은 단순히 통화정책 문제가 아니라 자본 흐름 관리, 금융안정, 나아가 내로우 बैं킹 구조와도 맞물려 있는 복합적 이슈
07/06	한국은행	<b>비은행 원화기반 스테이블코인 발행 허용 시 유관 기관의 만장일치 결정을 거치는 방안 제시</b> - 한은은 최근 원화 스테이블코인 발행 인가 단계에서 한은 포함 관련 기관 간의 합의가 필요하다는 입장을 국정기획위원회에 공식 전달 - 한은은 "범부처 차원의 규제 대응이 필요하다"며 "유관 부처 간 합의 기반의 정책기구를 구성하는 안을 고려해야 한다"고 밝힘



# 한국 스테이블코인 법제화 관련 타임라인 (3)

[인터넷/SW]

날짜	주체	내용
7월 중	더불어민주당 정무위원회	<p><b>‘디지털자산 혁신법’ 발의 예정</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 스테이블코인 등을 포함한 ‘가치안정형 디지털 자산’을 정의</li> <li>- 지난 6월 발의된 ‘디지털 자산 기본법’보다 발행 요건을 강화 (총 12가지의 발행 요건을 포함)               <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 발행자 인가 요건 : 자기자본금 10억원 이상 보유한 국내외 법인</li> <li>2) 임원 자격 요건 : 금융회사 지배구조법 제5조 기준에 부합할 것</li> <li>3) 상환청구권 보장 및 상환정책 수립 : 이용자가 상환을 요청할 경우 3영업일 이내 상환할 의무</li> <li>4) 준비자산 구성·운영 기준 : 발행된 디지털 자산과 1대1 이상의 준비자산을 유지 (준비자산의 총액 ≥ 미상환 잔액 총합)</li> <li>5) 월별 및 연간 외부 감사 체계를 도입하고 백서, 설명서 등 공시 체계 구축</li> <li>6) 업종 분류 및 진입 인가·등록 체계 : 9개 디지털 자산 업종을 세분화해 인가 대상(10억원 이상)과 등록 대상(5억원 이상)으로 구분</li> <li>7) 금융위원회 산하의 디지털자산위원회 설치</li> <li>8) 자율규제기구 : 디지털자산협회를 설립하여 상장 심사·감시 권한 부여할 예정</li> <li>9) 한국은행의 권한 명시 : 자료 제출 요구, 금융위원회에 특정 스테이블코인에 대한 의견 표명 가능</li> <li>10) 해외발행 스테이블코인 : 금융당국의 인가 및 공시 규제를 받음</li> <li>11) 비인가 ‘실험적’ 면제 조항 : 발행한 스테이블코인의 평균 시가총액이 1년간 10억원 이하이고, 발행자 메인넷에서만 유통되는 경우 당국의 인가 면제</li> <li>12) 폐업 시 디지털자산보호재단을 통해 이용자 자산 이관 및 정보 제공 의무 명시</li> </ol> </li> </ul>
하반기	한국 금융위원회(FSC)	<p><b>2단계 규제 프레임워크 마련할 예정</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 원화 스테이블코인의 구체적인 규제 체계 수립</li> <li>- 달러 기반 스테이블코인 대응 : 외국통화기반 스테이블코인 거래를 중개하는 가상자산사업자에 대한 진입 규제, 이용자 보호 의무 등</li> <li>- 원화 기반 스테이블코인 발행 : 원화 스테이블코인의 발행인 자격, 이용자 보호 등</li> </ul>

자료: DS투자증권 리서치센터

# 코인거래소 협력을 통해 성장한 CIRCLE – 국내도 코인거래소 협력 필수적

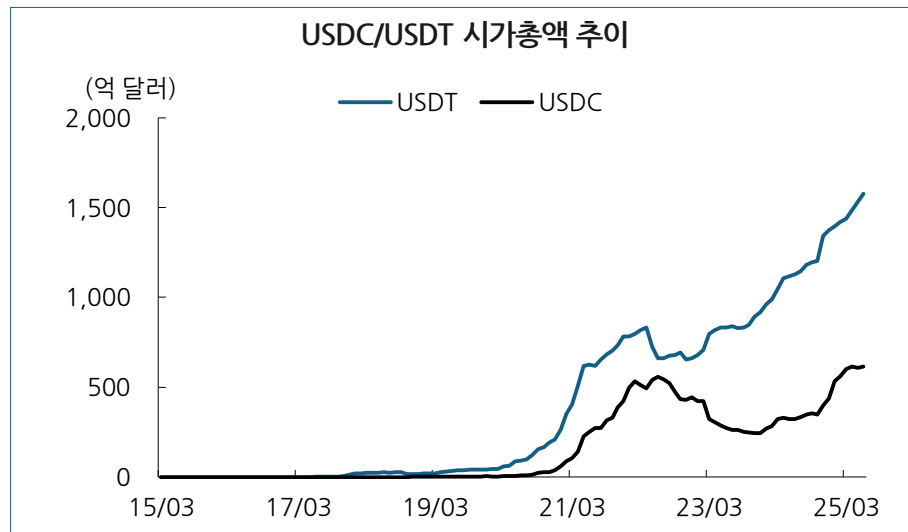
[인터넷/SW]

## ■ 서클의 오래된 파트너: Coinbase

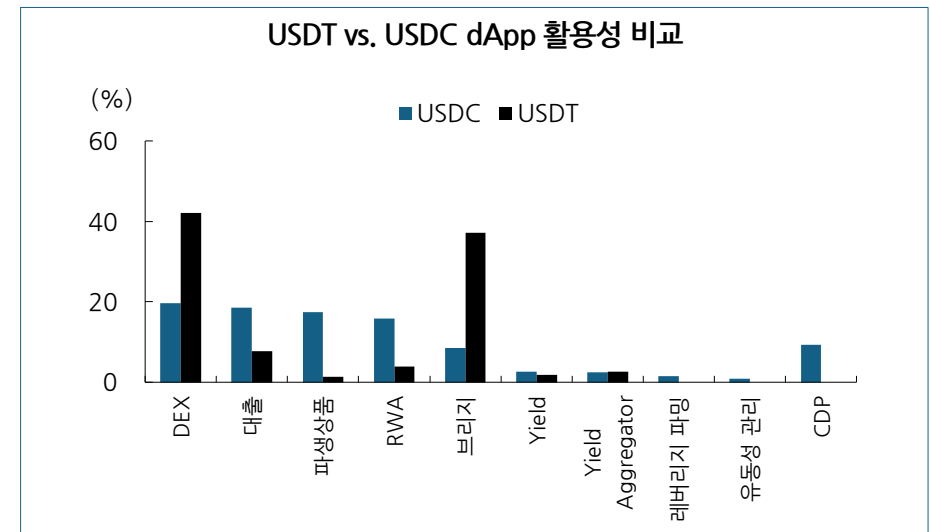
- 2024년 연간 매출액은 16.7억 달러, 영업이익은 2,479만 달러(17.1%)
- 발행 연도인 '18년부터 Coinbase와 USDC 관리 및 Coinbase를 통한 초기 네트워크 형성을 위해 CENTRE 컨소시엄을 형성
- 해당협력을 통해 USDC는 빠르게 성장, 19년 발행 시가총액 0.5B → 25년 발행 시가총액 61B
- 2023년에는 컨소시엄 해체 후 Coinbase에서 Circle에 지분 투자 → Circle은 USDC 발행 및 거버넌스에 대한 전권을 가지며, 각 플랫폼에서 보유 중인 USDC 수량에 따라 수익을 배분하고 각 플랫폼 이외 유통 및 활용되는 USDC에서 발생하는 이자 수익은 동등하게 나눔
- Circle IPO 이후 당사의 준비금 잔여 이익의 50%를 Coinbase과 나누며 Coinbase 플랫폼에서 보관된 USDC에 대해서는 Coinbase가 이자 수익을 독점
- 국내도 원활한 사업 확장을 위해 코인거래소와의 협력이 필수적일 것으로 전망

## ■ USDC의 dApp 사용처

- USDT는 토큰 전환(42.2%) 및 크로스체인(37.2%) 거래를 위한 교환 매개체로 주로 사용됨
- 반면, USDC는 주로 수익 창출을 위해 사용되며 대출 및 파생상품 활용률이 높음 (52%)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

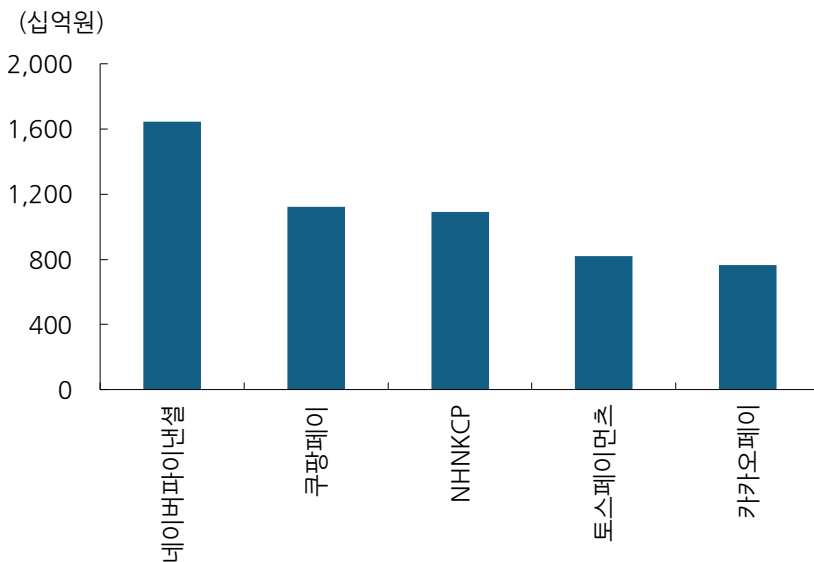


자료: Defillama, DS투자증권 리서치센터

## ■ 민간주도로 간다면 핀테크가 최대 수혜 예상

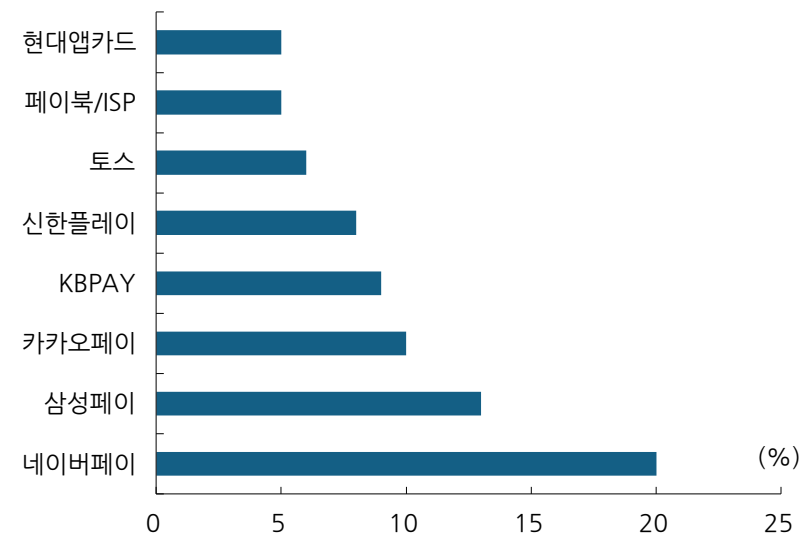
- 스테이블코인의 밸류체인을 간략화하면 발행 - 유통 - 활용(결제 등) 3단계로 요약 가능
- 민간주도로 간다면 발행은 대기업이, 수탁의 역할은 은행이, 유통의 역할은 코인거래소가, 활용(결제)의 역할은 간편결제 업체들이 담당할 가능성 높음
- 한국은행 의견은 발행의 역할이 은행이 되어야 한다는 입장. 이 경우에도 기술지원/유통/결제 등을 이유로 협력관계는 구축될 수 있음
- 각각의 영역에서 컨소시엄이 구성되어 진행될 가능성 높음
- 언론보도에 따르면 네이버-업비트 / 토스-넷마블이 컨소시엄 구성 논의 중
- 결제/수탁/발행의 역할을 할 수 있는 회사는 많지만, 유통의 역할을 할 수 있는 코인거래소는 한정적임. 서클의 성장에도 코인베이스와의 컨소시엄이 주효했음
- 민간 중심 발행 허용된다면, 핀테크 업체들이 은행 대비 앞서나갈 것으로 예상. 간편결제에서 봤듯이 B2C 수요 발생은 기존 은행보다 핀테크 업체들이 유리
- 업비트와 JV 설립 논의 중이고(언론 보도) 국내 1위 간편결제 업체인 네이버가 가장 빠르게 스테이블코인에서 점유율을 확대하며 앞서갈 수 있을 것으로 전망

주요 핀테크 사 2024년 매출액



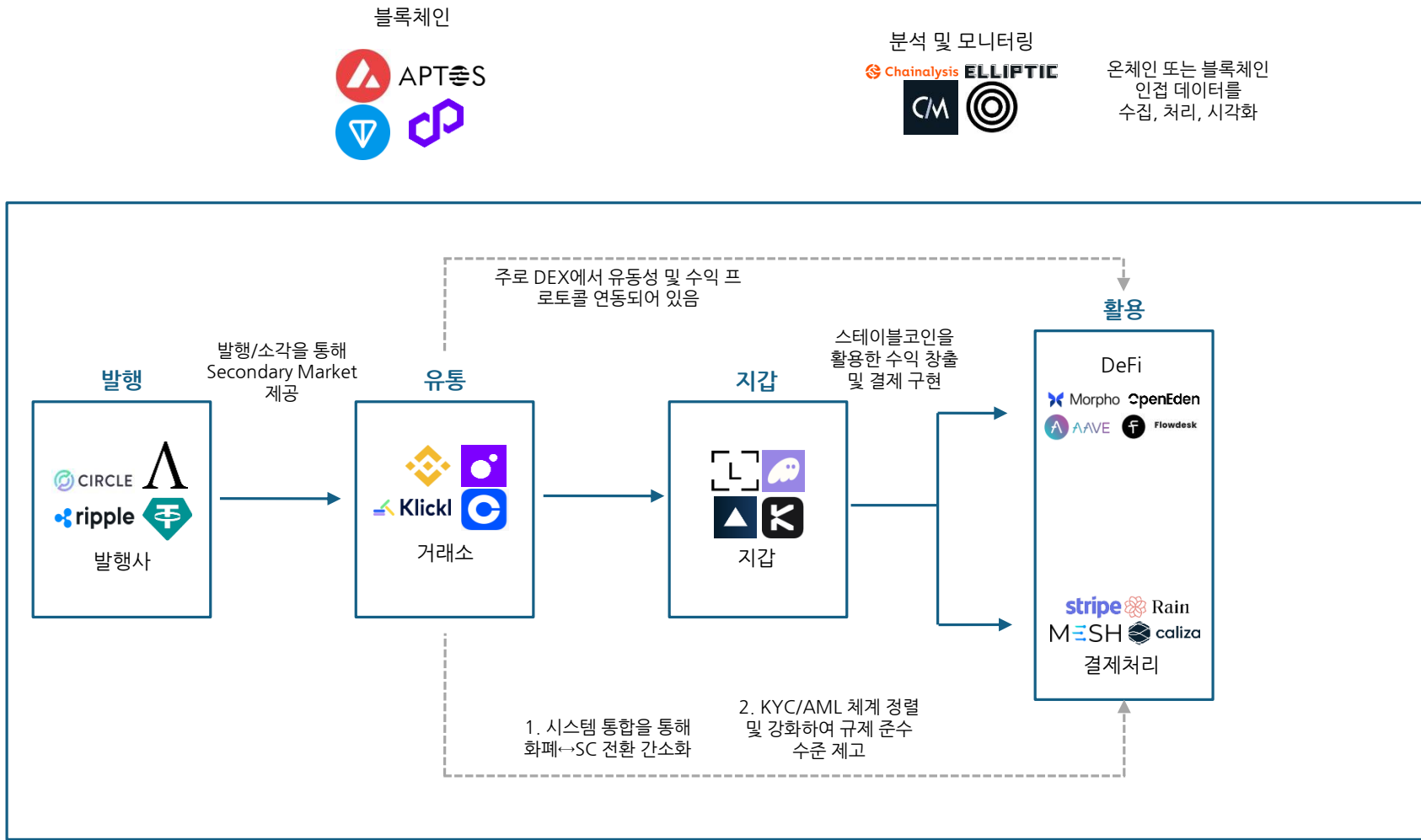
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

간편결제 이용률 (2023년 하반기 설문조사)



자료: 컨슈머인사이트, DS투자증권 리서치센터

## 스테이블코인 밸류체인



자료: DS투자증권 리서치센터

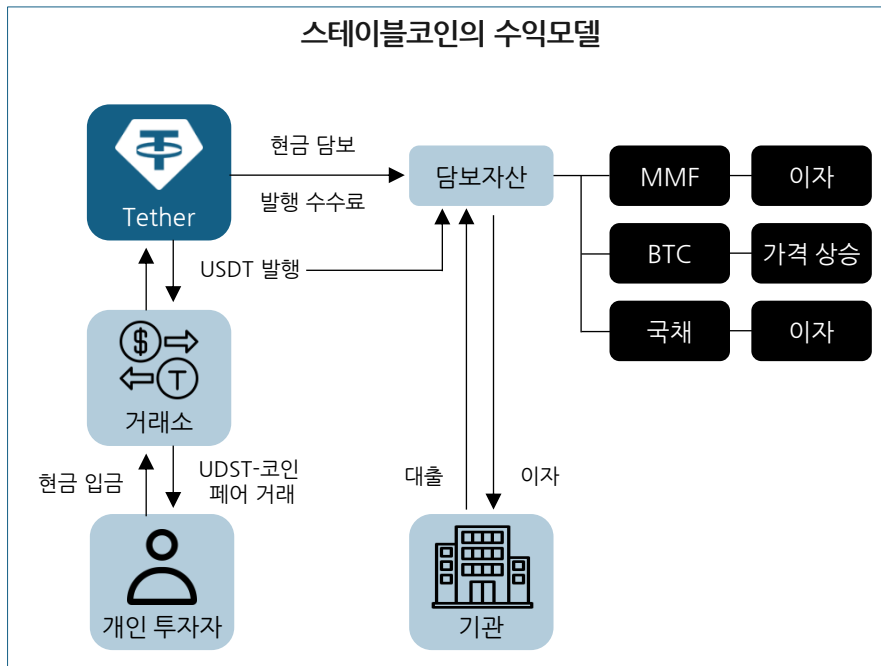
산업	주체	내용
은행/인터넷뱅크	KB, 신한, 우리, 하나, 신한, IM, BNK, IBK, NH, 케이뱅크, 토스, 카카오뱅크	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 상표권 출원 완료</li> <li>- 스테이블코인 관련 합작법인 공동 설립을 검토 중</li> <li>- 합작법인은 공동으로 스테이블코인을 발행</li> <li>- 준비자산은 은행에 예치·신탁하는 사업모델 구상 중</li> <li>- 일부 은행들은 오픈블록체인·DID협회(OBDIA)에 가입해 스테이블코인 협의체에도 참여</li> </ul>
증권/보험	미래에셋증권	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 계열사인 미래에셋컨설팅이 상표권 출원</li> <li>- 그룹 차원에서 디지털자산 관련 기능을 계열사 단위로 분산해 운용할 수 있도록 설계한 사전 조치라는 해석</li> </ul>
핀테크	네이버페이, 카카오페이, 다날, NHN KCP 등	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 네이버페이: 업비트와 스테이블코인 컨소시엄 구성, 미디어데이를 통해 스테이블코인 진출계획 밝힘</li> <li>- 그외 카카오페이, 다날, NHN 등 상표권 출원 완료</li> </ul>
게임사	넷마블, 넥서스 등	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 넷마블: 언론보도에 따르면 자회사 마브렉스를 통해 원화스테이블코인 사업 진출 검토 중, 토스와 협업논의</li> <li>- 넥서스: 상표권 출원, 바이낸스가 운영하는 BnB체인에 원화스테이블코인 등록</li> </ul>
SW/블록체인	해시드, 안랩, 업비트 등	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 안랩블록체인컴퍼니: 오픈에셋과 협업해 원화스테이블코인의 오프라인 결제를 포함한 PoC 성공적 완료</li> <li>- 해시드: 언론보도에 따르면 금융지주와 스테이블코인 발행 방향을 논의 중</li> <li>- 업비트: 상표권 출원완료</li> </ul>

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

# 스테이블코인 발행사의 수익구조 -1. 결제수수료

## ■ 수수료 절감 효과는 존재하지만, 실제 수요 창출이 먼저

- 해외송금 기준 SWIFT는 평균 2-5일 소요, 수수료는 6% 내외 vs 스테이블코인 0% 대, 실시간 처리
- 결제의 경우 간편결제 수수료(PG포함) 2-3% 수준 vs 스테이블코인 0%대
- 간편결제는 1.편리함, 2.인센티브가 핵심. 네이버페이같은 경우 네이버 결제 시 평균적으로 1~5% 추가 적립 혜택
- 미국 서클의 수익은 99%가 이자수익으로 구성. 발행/유통사 입장에서는 결제수수료를 통한 큰 이득이 없을 것으로 전망.
- 송금수수료도 마찬가지로 이미 원화 송금은 무료이며 국제송금의 경우에도 카카오뱅크가 국가/금액 상관없이 4,900원으로 인하한 상황
- 전자상거래 업체는 득을 볼 수 있을 전망. 자사의 결제시스템에 스테이블코인을 추가하며 발행 니즈 높일 수 있기 때문. 페이팔의 PYUSD는 현재 8.1B 규모임
- 미국의 월마트, 아마존도 그런 연유로 스테이블코인 발행 계획을 밝힌 것으로 추정.
- 다만 실질적으로 스테이블코인이 결제에 사용되는 비중은 낮은 상황, 소비자에게 명확한 인센티브 제공하지 못한다면 기존결제에서 움직일 유인이 부족할 것
- PYUSD는 코인에치 시 연3.7%달하는 이자수익 제공. 국내 모델이 자리잡기 위해서는 이러한 인센티브 제공이 필요할 것



자료: DS투자증권 리서치센터

**페이팔 스테이블코인은 4월부터 유저에게 이자수익 지급**

## PayPal introduces 3.7% yield on stablecoin balances to boost payments activity

PUBLISHED WED, APR 23 2025 12:35 PM EDT | UPDATED WED, APR 23 2025 2:25 PM EDT

Tanaya Macheel  
@TANAYAMACHEEL

SHARE [f](#) [X](#) [in](#) [✉](#)

---

**KEY POINTS**

- Customers will earn an annual rewards rate of 3.7% beginning this summer.
- It will be paid in the PayPal USD stablecoin (PYUSD) on their holdings of the same token.
- The rewards will be available to use for paying and transacting within the PayPal ecosystem.

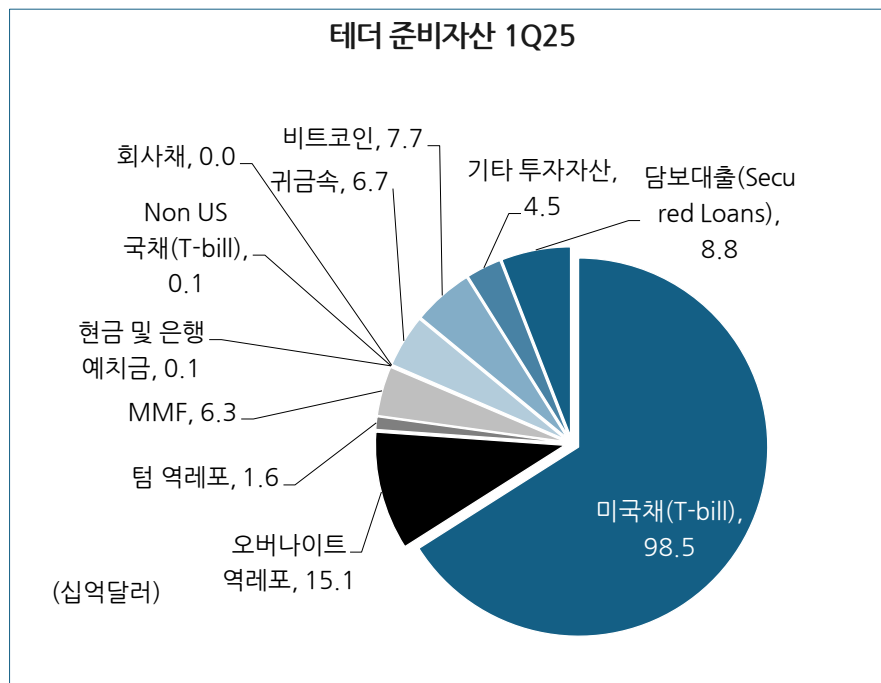
자료: CNBC, DS투자증권 리서치센터

## 스테이블코인 발행사의 수익구조 -2. 이자수익

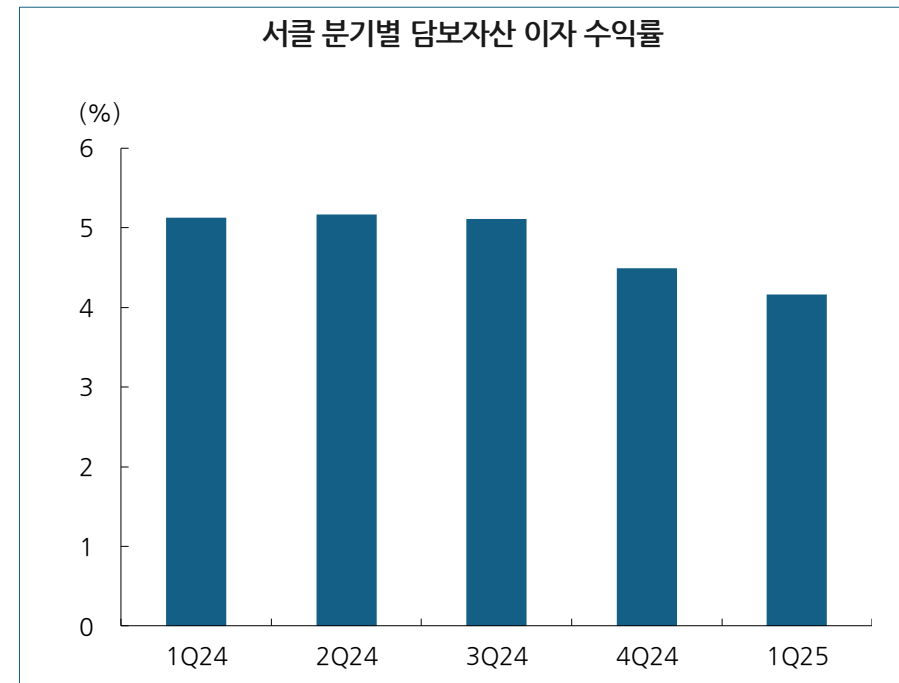
[인터넷/SW]

### ■ 담보자산에 따라 수익성 다름 전망

- 스테이블코인 발행사의 핵심 수익구조. 서클의 경우 연간 16.7억 달러에 달하는 이자수익 발생
- 미국 1위 스테이블코인인 테더의 경우 준비자산의 대부분을 미국채로 보유. 수익률 4~6% 수준
- 국내의 경우에도 MMF, 국채 등을 100% 준비자산으로 보유할 것으로 예상. 국채 수요 늘릴 수 있는 정부입장에서는 득이 큼
- 국내 국채/CD/MMF 수익률 감안 시 2~3%수준의 이자수익을 예상
- 발행사도 이자수익 창출가능. 다만 Transaction cost /마케팅 비용 등도 고려해야, 실제로 서클의 분배 및 거래비용은 전체 매출의 60%를 차지
- 이 중 90%가 코인베이스, 이는 스테이블코인 발행에 유통사도 중요함을 시사함.



자료: Tether, DS투자증권 리서치센터



자료: Circle, DS투자증권 리서치센터

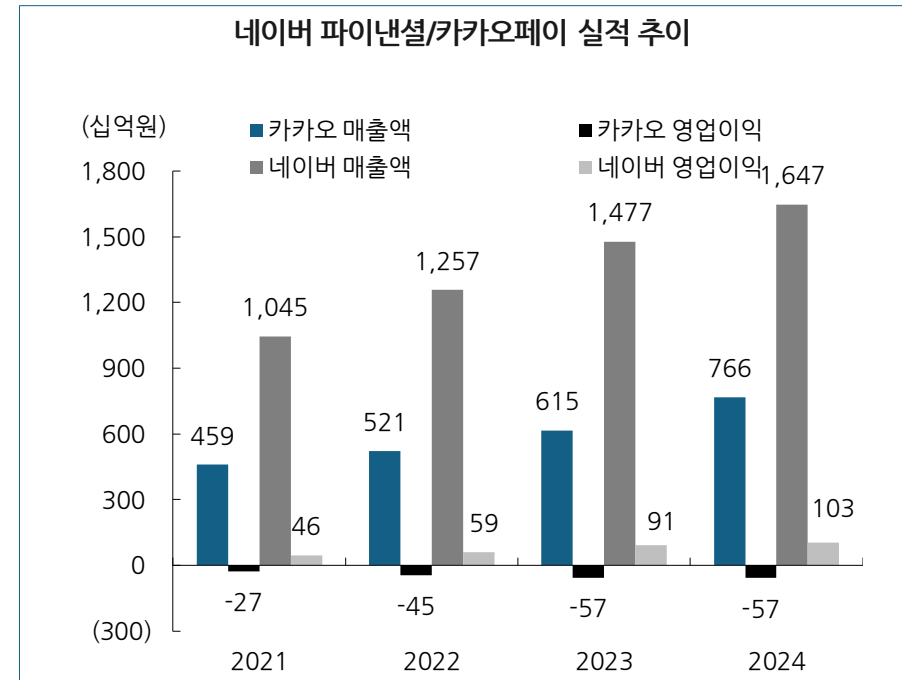
# 스테이블코인 발행 시 이자수익분석

## ■ 발행 니즈는 충분, 실질적 손해는 제한적으로 전망

- 인터넷(네이버/카카오) 회사들은 이미 자체적인 결제시스템(네이버페이/카카오페이) 가지고 있음. 따라서 스테이블코인 발행할 니즈는 충분히 있음
- 법리적 이슈가 있을 수 있으나 해외사례와 같이 국내도 핀테크가 발행가능하다고 가정. 거래소 코인 결제는 USDT도 가능하므로 우선 고려하지 않음
- 앞서 살펴본 것과 같이 스테이블코인 발행에 따른 매출은 1. 담보자산에 따른 운용수익, 2. 결제수수료임
- 실질적 수익은 담보자산에 따른 이자수익으로 집중될 것으로 전망. 서클도 매출의 대부분이 이자수익에서 발생
- 국내 MMF 담보 시 기대 수익률은 연간 2~3%수준으로 예상
- '24년 네이버 페이 결제액은 약 72조원, 카카오페이 REVENUE TPV는 48조원임
- 간편결제 침투율 추이 참고하여 향후 5년 뒤 스테이블코인 침투율 5~10% 도달한다고 가정, 페이 결제액은 연평균 성장률 15% 가정
- 해당 시나리오대로면 '2030년 네이버페이 이자 기대수익 2,087억~4,175억원 카카오페이 1,412억원~2,825억원 예상

스테이블코인 수익 Scenario		
조원	네이버페이	카카오페이
'2030 결제액	167	113
IF Penetration 5%	8.4	5.7
IF Penetration 10%	16.7	11.3
억원	연간수익률 2.5% 가정	
IF Penetration 5%	2,087	1,412
IF Penetration 10%	4,175	2,825

자료: DS투자증권 리서치센터



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터



# 스테이블코인, 소비자 입장에서 사용할 이유는?

## ■ 국내원화 스테이블코인 니즈는 높지 않을 것

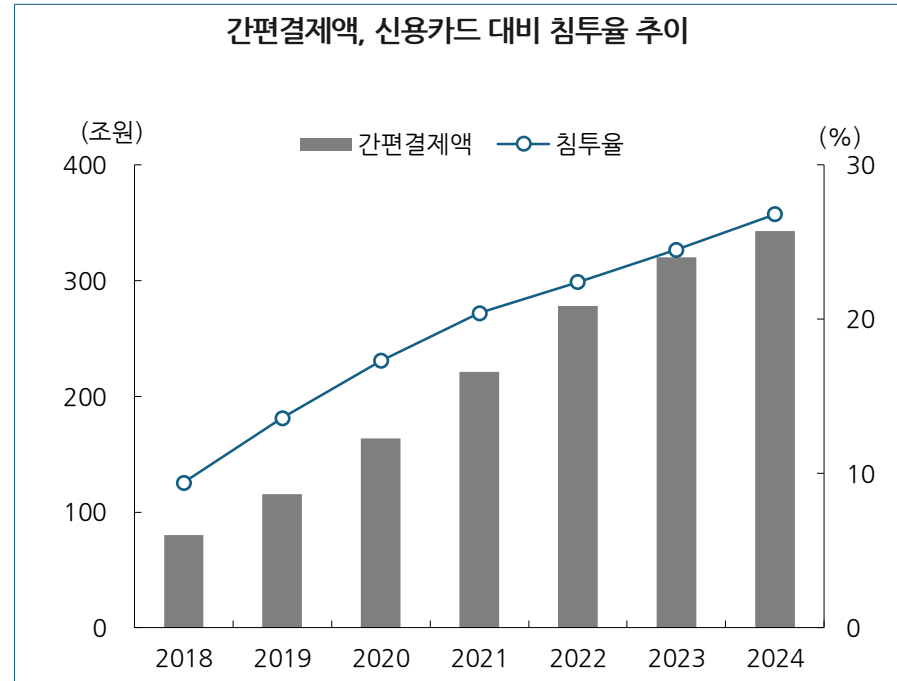
- 모든 수익창출의 시작은 소비자의 수요에서부터 출발함. 따라서 실질 수요분석이 원화스테이블코인 전망에 가장 중요.
- B2C 소비자 입장에서 원화스테이블코인의 니즈는 높지 않을 것으로 전망. 이미 충분히 수수료가 저렴. 또한 코인거래소 코인거래도 USDT로 이미 가능한 상황
- 행동심리학 상, 소비자들이 원화 스테이블코인을 많이 사용하기 위해서는 기존 신용카드/간편결제 대비 명확한 인센티브가 필요함.
- 간편결제는 신용카드 대비 적립 혜택이 많고 사용이 편리하다는 이점으로 급속성장. 16년 결제액 26조원에서 24년 360조까지 급속 성장. 24년 침투율 26.8%
- 원화 스테이블코인 결제도 소비자에게 1.사용성, 2.혜택 두 측면에서 명확한 인센티브를 제공해야 함. 일반 코인과 달리 투자자산으로서의 수요가 없음
- 혜택의 경우 보다 낮은 결제 수수료로 인해 인센티브 제공 가능함. 간편결제 거래수수료 1~3% 수준인 반면 코인결제 수수료는 0% 대임.
- 그러나 발행/유통사 입장에서 인센티브를 제공하게 되면, 마진이 떨어져 결과적으로는 간편결제 대비 이득이 없음. 이정도 차이로는 파격적인 인센티브 제공 어려울 것
- 전자상거래 회사는 인센티브 제공 가능. 다만 이 경우에도 기존 간편결제 서비스 있다면 이익이 희석될 전망.

글로벌/국내 카드결제 수수료

결제 서비스명	결제 수수료
페이팔	3.49% + 0.49USD
스트라이프	2.9% + 0.3USD
블록 (구 스쿼어)	2.9% + 0.3USD
쇼피파이	2.4%~2.9% + 0.3USD
네이버페이	0.8~2.2%
카카오페이	0.5~1.4%
토스페이	3.40%

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

간편결제액, 신용카드 대비 침투율 추이



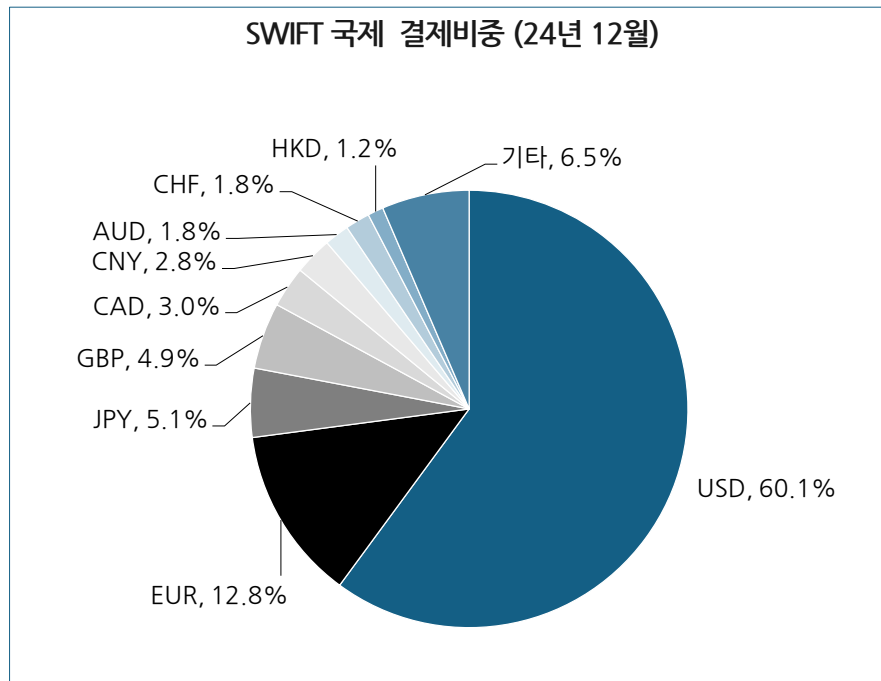
자료: DS투자증권 리서치센터  
주: 일회성 영업손익 제외 시 100배 내외

# 스테이블코인, 기업 입장에서 사용할 이유는?

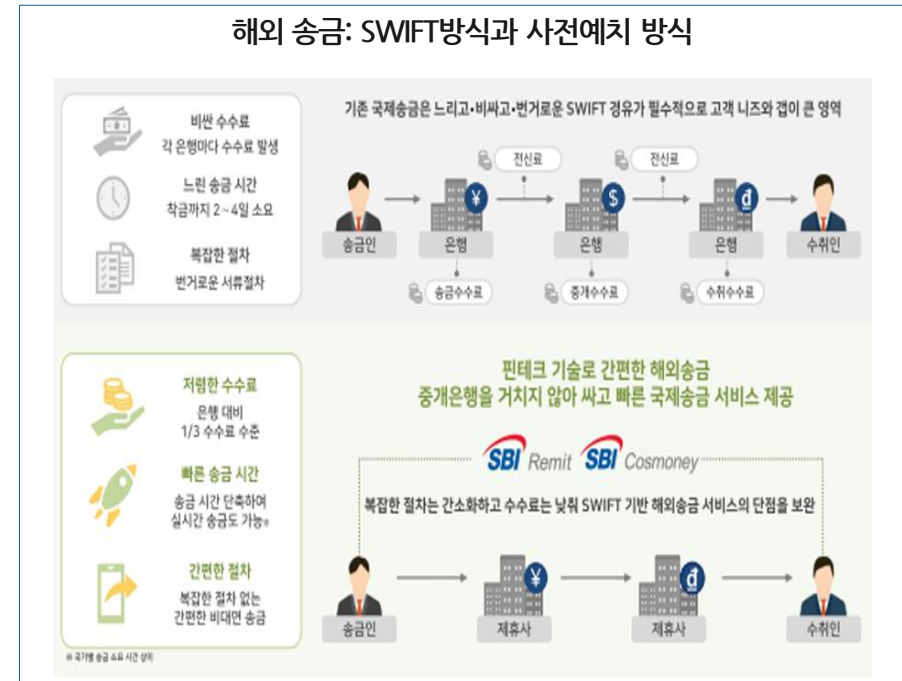
[인터넷/SW]

## ■ B2B수요도 제한적으로 판단

- B2B 사용자 입장에서도 니즈는 높지 않을 것
- 기업 간 대금 결제에서 활용하면 스테이블코인은 매우 매력적. SWIFT 기준 6일이 소요되는 것이 실시간으로 줄어들 수 있고 수수료 절감 가능
- 그러나 이는 달러기반 스테이블코인 이야기임. 원화는 SWIFT 기준 20위 밖으로 국제 무역 간 사용되는 경우가 드물
- 간편 해외송금 결제를 사용하는 방안도 있음
- 무역 시 결제대금은 대부분 달러로 처리됨. 이는 달러가 기축 통화이기 때문임. 원화기반 결제가 해외에서 일어나는 경우는 드물 것으로 예상



자료:언론종합, DS투자증권 리서치센터



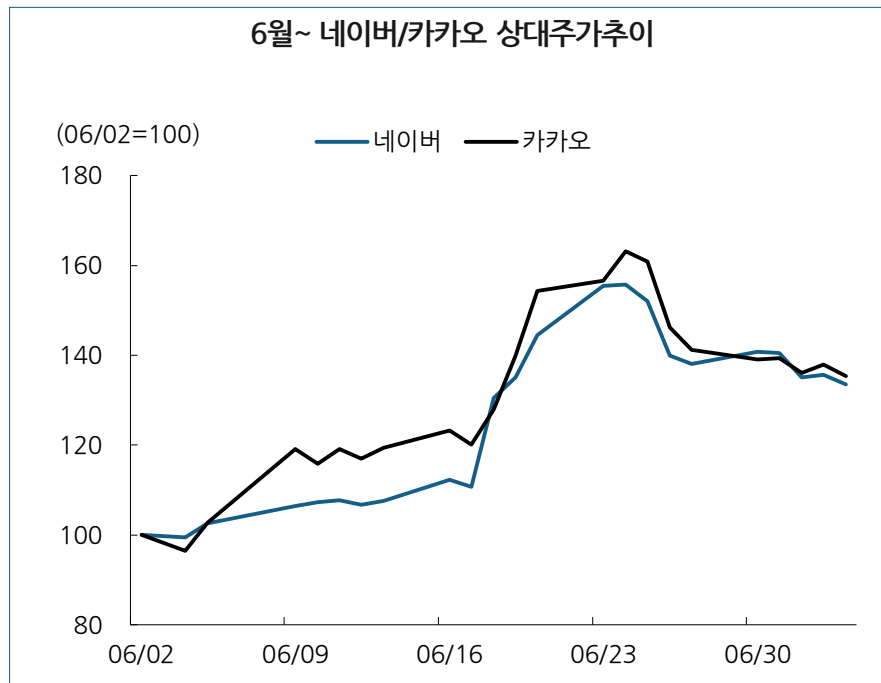
자료: SBI, DS투자증권 리서치센터

# 네이버/카카오와 스테이블코인 및 AI

[인터넷/SW]

## ■ 양사 모두 스테이블코인 보다는 AI에 주목

- 스테이블코인 사업준비 정도는 네이버가 더 높은 것으로 판단. 6/26 미디어 데이를 통해 원화스테이블코인 적극적 참여 공식화했고 업비트와 컨소시엄 구성 예정
- 네이버는 코인 전송이 가능한 월렛 서비스가 있음. 반면 카카오는 계열사 그라운드X가 월렛 서비스 클립을 최근 안랩에게 매각해 새로 구성해야 하는 상황
- 커머스 거래액 네이버 50조 vs 카카오 GMV 10조원으로 자사 플랫폼 결제 시스템에 녹이기에는 네이버가 더 유리할 것
- 접근성 측면에서는 카카오톡 서비스 보유하고 있는 카카오가 더 유리할 것, 다만 카카오톡 내 페이서비스는 매출 기여없는 송금이 대부분
- 법안이 확정되지 않은 현재로서는 명확한 이익계산 어려움. 스테이블코인은 히든밸류로 보고, 그 보다는 가시화 되어있는 AI 비즈니스에 양사 모두 주목
- 카카오는 OPENAI와의 기술제휴와 자체AI 서비스 활용해 연내 AI 서비스 다수 출시 예상. 빠른 서비스 개시로 서비스의 확산 측면에서 가장 유리할 것
- 네이버는 27년까지 AI AGENT 서비스와 AI 탭을 출시예정. 블로그/카페/숏츠에서 생성되는 UGC 데이터가 많아 유의미한 AI 검색 서비스 가능할 것



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

네이버/카카오 AI 전략 비교		
구분	네이버	카카오
종합전략	소버린AI 전략, 추후 외부 AI와 협력가능	자체AI도 개발하지만, 외부 AI협력에 더 무게, OPENAI 협업확정
검색	AI 브리핑 출시완료. 쿼리확대 전망 (3%→20%)	AI 검색 도입 예정
커머스	초개인화, 커머스 AI AGENT 계획 중	AI 쇼핑메이트 베타테스트 중
광고	광고 자동타겟팅 ADVOOST 출시, AI 탭 출시 예정	AI 메신저 개편을 통한 추가 광고 인벤토리 확보 예상
AI AGENT	27년까지 AI로 각서비스를 연결하고 검색에서 예약/결제까지 지원예정	카나나 출시, 연말 AI AGENT 출시 예정
콘텐츠	웹툰 AI 캐릭터챗 출시 등	AI 생성 콘텐츠 제공예정

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

## ■ 스테이블코인보다는 AX사업에 주목

- 스테이블코인/AI 테마 형성 후 SI 기업들도 가파른 상승세 보임. 디지털 화폐 실증사업 하고 있었던 LG CNS가 대장주로서 기능했던 모습
- CBDC 2차사업 일시 중지되면서 일시적 소강 상태, 그러나 CBDC가 중단됐을 뿐 스테이블코인 관련 사업은 여전히 추진 중
- 블록체인 실증사업 레퍼런스를 기반으로, 추후 관련 사업 시 CNS는 충분히 수주 따낼 것으로 전망됨. 다만 그 규모가 밸류에이션에 큰 영향을 미칠 정도는 아닐 것
- 삼성SDS도 추후 삼성그룹 스테이블코인 발행 시 인프라 설계 수주 가능할 것. 블록체인 기술은 가지고 있고, 삼성페이가 있어 가능성이 없지는 않음
- 다만 이 경우에도 그 수주금액 규모가 밸류에이션을 변화시킬 수준까지는 아닐 것
- SI 기업들 또한 스테이블코인은 덤으로만 보고, 그 보다는 AX /클라우드 전환 수요 증대에 주목하는 것이 적절하다고 보임. 숫자에 기반한 성장은 AI에서 가능
- 삼성SDS: 범정부 초거대 AI 공동기반 구현 사업(90억원), AI 국회(116억원), 산업은행 ITO(3,737억원) 우선협상대상 및 수주
- LGCNS: 경기교육청 AI 디지털플랫폼(380억원), 미래에셋생명보험 AX (1,300억원),외교부 지능형AI 외교안보 데이터플랫폼(300억원) 수주
- AX 수주규모는 LGCNS가 SDS를 앞서는 상황, 삼성에스디에스는 본격적인 공공/금융 진출로 점유율 확대전망

### 프로젝트 한강 진행 과정

23년 10월	중앙은행 CBDC 활용성테스트
24년 11월	CBDC 관련 업무협약 체결
25년 03월	일반 이용자 실거래 테스트 계획 모집 및 발표
25년 04월	실거래 테스트 시작
25년 06월	1차 테스트 종료 2차 테스트 잠정 중단

자료: 한국은행, 언론종합, DS투자증권 리서치센터

### 삼성에스디에스&LGCNS 상반기 주요 외부 수주 요약

삼성에스디에스	LGCNS
행안부 초거대 AI(90억원)	네이버 클라우드 죽전 데이터센터 코로케이션(수천억원)
AI 국회(116억원)	경기교육청 AI 디지털 플랫폼(380억원)
산업은행 ITO(3,737억원)	미래에셋생명 AX(1,300억원)
GPUaaS 생성형 AI 시스템 수주	외교부 AI 플랫폼 수주(300억원)
행안부 온나라 시스템/ 경기도 소방학교 클라우드 전환	
차세대 지방행정공통시스템	

자료:각 사, DS투자증권 리서치센터

# 게임산업과 스테이블코인

## ■ 결제에 사용 가능하지만 큰 실익은 없을 전망

- 코인 발행을 위해서는 유통/검증/브릿지/정산/수수료 구조 등 복합적 체계가 필요
- 게임회사들은 NFT/P2E 유행시절에 게임 코인 발행해본 경험 많으며, 관련된 인프라는 갖춰져 있음
- 다만 스테이블코인 발행은 굳이 해야 할 니즈가 없음. 이는 사용처가 게임결제 하나로 한정되기 때문
- 컨소시엄을 통한 협력관계는 가능할 것, 언론보도에 따르면 토스와 넷마블이 스테이블코인 관련 협업 논의했다는 소문
- 또한 결제에 스테이블코인이 도입되는 형태는 가능할 것. 이미 미국의 에픽스토어는 BITPAY를 통한 암호화폐 결제를 허용하고 있음
- 자체 스테이블코인 발행 시, 결제에 스테이블코인 도입하며 수수료 절감 + 운용수익 이점은 존재함
- 다만 게임 플랫폼이 자체런처 보다는 외부 스토어(스팀/IOS/Google) 중심이라는 점을 고려하면 결제수수료 절감 실익은 크지 않을 것
- 국내사 중에서는 위메이드가 스테이블코인(알고리즘 페깅 달러) 발행 경험 있음. 그 외에 넥서스도 스테이블코인 활용한 결제 서비스 사업에 진출할 예정

### 결제의 수단으로 크립토가 사용가능할 전망

#### Payment

All transactions are secure and encrypted

☐ Credit card

☐ Apple Pay

☒ Crypto: USDC

+480

You will be taken to a secure page to connect your wallet on the Base network

자료: Shopify, DS투자증권 리서치센터

### 상장사 유일 스테이블코인 발행 경험있는 위메이드

WEMIX\$의 안정성

#### 투명한 WEMIX\$의 발행

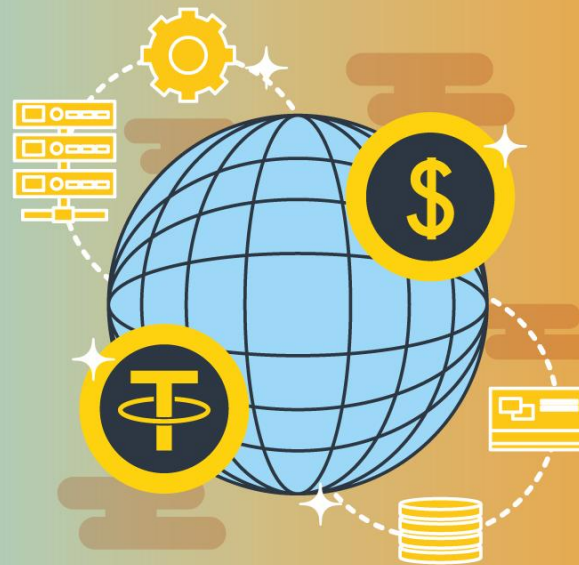
WEMIX\$의 최초 발행을 위해서 WEMIX\$는 Treasury에 USDC를 예치하고, 이와 동일한 양의 WEMIX\$를 발행합니다. 이렇게 USDC를 예치하고 자동적으로 동일한 양의 WEMIX\$를 발행하는 프로토콜을 AMA(Authorized Mint Access)라고 부르는데, 과도한 공급을 통한 경제 생태계 왜곡들을 막기위해 AMA는 최초에는 WEMIX\$ 재단만 부여받습니다. 이후 생태계의 성장에 따라 AMA Partner들은 지속적으로 확대될 예정입니다.



자료: 위메이드, DS투자증권 리서치센터

## [기업분석]

스테이블코인, 냉정과 열정사이



NAVER  
카카오  
삼성에스디에스

최승호 인터넷·게임  
02-709-2658  
csh@ds-sec.co.kr

김대성 연구원  
02-709-2665  
rlarla6019@ds-sec.co.kr

# NAVER[035420] \_ 국내 AI/스테이블코인 최대 수혜주

[인터넷/SW]

최승호 인터넷·게임  
02-709-2658  
csh@ds-sec.co.kr

## 매수(유지)

목표주가(상향)	340,000원
현재주가(07/08)	258,000원
상승여력	31.8%

## Stock Data

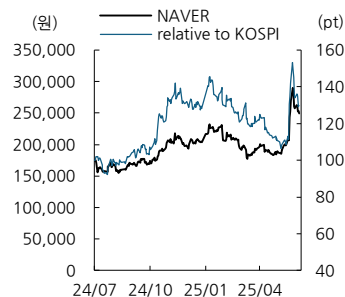
KOSPI	3,115.0pt
시가총액(보통주)	40,877십억원
발행주식수	158,437천주
액면가	100원
자본금	16십억원
60일 평균거래량	1,145천주
60일 평균거래대금	270,535백만원
외국인 지분율	45.5%
52주 최고가	295,000원
52주 최저가	151,100원
주요주주	

국민연금공단(외 1인)	9.2%
BlackRock Fund Advisors(외 1인)	6.1%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	34.9	24.2
3M	43.7	10.2
6M	24.6	1.1

## 주가차트



## 2Q25 Preview: 본격적인 커머스 성장 초입 진입

- 2분기 실적은 매출액 2.9조원(YoY+11%), 영업이익 5,220억원(YoY+10%)으로 컨센서스에 부합 전망. 서치플랫폼은 1.02조원을 예상. 커머스는 8,525억원을 예상. 비용의 경우 6월 추가 급등세로 인한 주식보상 비용 950억원 반영 전망.
- 커머스 앱은 다운로드 700만, MAU 3~400만 수준 기록하며 순항 중, 멤버십 혜택/N배송 커버리지도 확대 중. 6/2 수수료율 1% 인상 및 N 배송 take rate 1.5% 를 고려 시 연간 커머스는 P/Q 동반 상승하며 3.6조원(YoY+24%)수준을 기대

## 국내 AI 최대 수혜주로 제시

- 이재명 정부는 AI, 그 중에서도 소버린 AI에 대한 투자를 강조하고 있음. 소버린 AI를 강조하는 동사의 전략과 방향이 일치함. AI 서비스에 있어서도 경쟁사 대비 풍부한 UGC, 퍼스트파티 데이터를 기반으로 확장성 /사용성 높은 서비스를 기대. AI산업에서 가장 중요한 GPU 사업도 유리, 최근 정부 GPU 지원 사업에 가장 많은 1.4만장의 사업계획서를 제출. 해당 규모는 전년도 네이버 GPU 구입비용을 크게 넘어서는 것으로 추정됨. 최근 수천억 규모의 죽전 데이터센터도 계약체결 하며 상면 CAPA도 충분한 상황

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 340,000원 상향

- 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 19배에 거래 중. 저평가되어있던 AI에 대한 가치만 계산해도 여전히 업사이드는 충분함
- 네이버 B2C AI 서비스가 26년부터 본격적으로 전개되는 점을 고려, 밸류에이션 적용연도를 26년으로 변경, 이에 Target P/E 22배를 적용
- 이에 따라 목표주가를 340,000원으로 상향
- 스테이블코인에 대한 밸류에이션은 명확한 법안이 나오기 전까지 유보(산업레포트 참조), 다만 업비트와 협업관계, 국내 최대의 간편결제 업체라는 점, 현재 상장사 중 사업준비 정도가 가장 높다는 점을 고려 시 실제 발행 /협력시 수혜강도는 가장 높을 것으로 전망

## Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,738	11,987	13,227
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,231	2,478
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.4	18.6	18.7
세전이익	1,084	1,481	2,322	2,716	3,259
지배주주지분순이익	760	1,012	1,923	2,020	2,286
EPS(원)	4,634	6,233	12,139	13,566	15,351
증감률(%)	-95.4	34.5	94.7	11.8	13.2
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	7.8	8.3
PER(배)	38.3	35.9	16.4	19.0	16.8
PBR(배)	1.3	1.6	1.2	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	16.1	17.8	10.8	13.3	11.2

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준



# NAVER[035420] \_ 국내 AI/스테이블코인 최대 수혜주

[인터넷/SW]

NAVER 실적 추정 테이블											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,903.0	3,092.8	3,204.0	10,737.8	11,986.5	13,226.6
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,024.2	1,048.6	1,074.9	3,946.2	4,160.5	4,404.1
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	852.5	976.1	1,016.7	2,922.9	3,633.2	4,205.9
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	406.5	433.4	451.6	1,508.4	1,684.2	1,914.6
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	474.6	481.6	500.1	1,796.4	1,915.6	1,991.5
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	145.1	153.1	160.6	563.8	593.0	710.5
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.4	2,381.0	2,502.5	2,590.8	8,758.5	9,755.7	10,748.5
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	712.9	715.4	727.7	2,664.5	2,843.7	2,961.0
인건비	529.2	573.2	537.1	585.8	573.9	591.0	585.5	593.1	2,225.3	2,343.5	2,405.5
기타	106.8	109.5	119.7	103.1	113.9	121.9	129.9	134.6	439.1	500.3	555.5
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,030.5	1,101.0	1,147.0	3,790.0	4,252.8	4,695.4
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	194.5	215.1	225.0	704.8	823.9	1,023.8
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	443.0	471.0	491.1	1,599.3	1,835.3	2,068.3
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.4	522.0	590.3	613.2	1,923.3	2,230.8	2,478.0
OPM (%)	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.0%	19.1%	19.1%	18.4%	18.6%	18.7%
지배순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	424.8	454.0	552.9	588.6	1,877.9	2,020.4	2,286.2
NPM (%)	20.2%	13.0%	19.2%	17.6%	15.2%	15.6%	17.9%	18.4%	17.5%	16.9%	17.3%

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터 추정



### NAVER 12MF PER/영업이익 추이

날짜	영업이익 (십억원)	12MF PER (배)
20/01	220	30
21/01	440	10
22/01	350	95
23/01	330	25
24/01	400	15
25/01	500	15

자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

네이버/카카오 6월~ 상대주가 추이

(06/02=0)

180  
160  
140  
120  
100  
80

네이버 카카오

06/02 06/09 06/16 06/23 06/30

자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

# NAVER[035420] \_ 국내 AI/스테이블코인 최대 수혜주

[인터넷/SW]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	6,440	7,028	9,375	10,817	12,005	매출액	8,220	9,671	10,738	11,987	13,227
현금 및 현금성자산	2,724	3,576	4,196	5,436	6,312	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	1,588	1,825	1,991	매출총이익	8,220	9,671	10,738	11,987	13,227
재고자산	9	15	22	25	27	판매비 및 관리비	6,915	8,182	8,758	9,756	10,749
기타	2,191	1,731	3,570	3,532	3,675	영업이익	1,305	1,489	1,979	2,231	2,478
비유동자산	27,459	28,710	28,793	30,213	31,160	(EBITDA)	1,866	2,071	2,653	2,775	3,199
관계기업투자등	22,322	21,194	20,750	22,232	23,134	금융손익	98	72	127	234	276
유형자산	2,458	2,742	2,910	2,899	2,911	이자비용	72	127	105	68	72
무형자산	1,481	3,446	3,657	3,654	3,629	관계기업등 투자손익	10	244	565	242	158
자산총계	33,899	35,738	38,168	41,030	43,166	기타영업외손익	-329	-323	-350	10	347
유동부채	5,481	6,306	6,092	9,478	9,703	세전계속사업이익	1,084	1,481	2,322	2,716	3,259
매입채무 및 기타채무	2,935	3,873	3,866	2,976	3,247	계속사업법인세비용	411	496	390	675	720
단기금융부채	1,647	1,465	1,105	2,703	2,503	계속사업이익	673	985	1,932	2,041	2,539
기타유동부채	899	967	1,121	3,799	3,954	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	4,968	5,194	5,075	3,522	3,719	당기순이익	673	985	1,932	2,041	2,539
장기금융부채	3,306	3,417	3,273	1,585	1,707	자배주주	760	1,012	1,923	2,020	2,286
기타비유동부채	1,662	1,777	1,801	1,937	2,012	총포괄이익	-790	630	2,616	2,041	2,539
부채총계	10,449	11,500	11,167	13,000	13,423	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자배주주지분	22,744	23,206	25,460	26,463	28,593	영업이익률 (%)	15.9	15.4	18.4	18.6	18.7
자본금	16	16	16	16	16	EBITDA마진률 (%)	22.7	21.4	24.7	23.2	24.2
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,460	1,460	당기순이익률 (%)	8.2	10.2	18.0	17.0	19.2
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,803	29,933	ROA (%)	2.2	2.9	5.2	5.1	5.4
비자배주주지분(연결)	706	1,032	1,541	1,567	1,150	ROE (%)	3.3	4.4	7.9	7.8	8.3
자본총계	23,450	24,238	27,001	28,030	29,743	ROIC (%)	66.7	35.1	46.8	63.9	119.8
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453	2,002	2,590	2,478	2,739	투자지표(x)					
당기순이익(손실)	673	985	1,932	2,041	2,539	P/E	38.3	35.9	16.4	19.0	16.8
비현금수익비용가감	1,318	1,326	1,003	-1,061	-32	P/B	1.3	1.6	1.2	1.5	1.4
유형자산감가상각비	519	528	609	495	656	P/S	3.5	3.8	2.9	3.4	3.1
무형자산상각비	42	54	65	49	65	EV/EBITDA	16.1	17.8	10.8	13.3	11.2
기타현금수익비용	757	744	329	-2,110	-1,195	P/CF	14.6	15.7	10.7	41.7	16.3
영업활동 자산부채변동	307	361	152	1,517	232	배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4
매출채권 감소(증가)	-56	43	-3	-238	-167	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	17	-2	-13	-3	-2	매출액	20.6	17.6	11.0	11.6	10.3
매입채무 증가(감소)	133	347	-251	1,665	272	영업이익	-1.6	14.1	32.9	12.7	11.1
기타자산, 부채변동	215	-27	420	93	129	세전이익	-49.0	36.7	56.8	17.0	20.0
투자활동 현금	-1,216	-950	-1,340	-1,122	-1,629	당기순이익	-95.9	46.3	96.1	5.7	24.4
유형자산처분(취득)	-689	-633	-522	-666	-668	EPS	-95.4	34.5	94.7	11.8	13.2
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-24	-39	-40	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-475	1,016	-785	-333	-863	부채비율	44.6	47.4	41.4	46.4	45.1
기타투자활동	2	-1,281	-9	-84	-58	유동비율	117.5	111.5	153.9	114.1	123.7
재무활동 현금	-339	-110	-770	-165	-234	순차입금/자기자본(x)	4.2	2.0	-10.2	-14.5	-17.2
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-636	-172	-78	영업이익/금융비용(x)	18.2	11.7	18.9	32.8	34.3
자본의 증가(감소)	-152	-34	-512	-162	-156	총차입금 (십억원)	4,953	4,883	4,378	4,288	4,210
배당금의 지급	213	62	119	168	156	순차입금 (십억원)	986	480	-2,744	-4,055	-5,128
기타재무활동	204	105	378	169	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-57	852	619	1,240	876	EPS	4,634	6,233	12,139	13,566	15,351
기초현금	2,781	2,724	3,576	4,196	5,436	BPS	138,642	142,887	160,694	167,026	180,469
기말현금	2,724	3,576	4,196	5,436	6,312	SPS	50,107	59,545	67,773	75,655	83,482
NOPLAT	810	990	1,647	1,677	1,931	CFPS	12,138	14,232	18,524	6,190	15,826
FCF	1,083	1,722	1,747	1,376	1,111	DPS	914	1,205	1,130	1,050	1,110

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임  
02-709-2658  
csh@ds-sec.co.kr

## 매수(유지)

목표주가(상향)	72,000원
현재주가(07/08)	60,800원
상승여력	18.4%

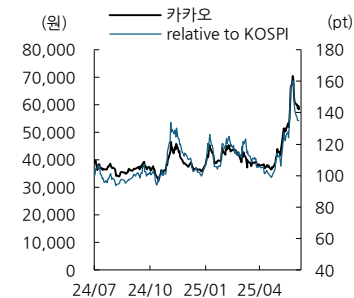
### Stock Data

KOSPI	3,115.0pt
시가총액(보통주)	26,859십억원
발행주식수	441,767천주
액면가	100원
자본금	44십억원
60일 평균거래량	4,086천주
60일 평균거래대금	213,946백만원
외국인 지분율	27.8%
52주 최고가	71,600원
52주 최저가	32,550원
주요주주	
김범수(외 93인)	24.3%
국민연금공단(외 1인)	6.4%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	37.2	26.5
3M	55.7	22.3
6M	62.6	39.0

### 주가차트



## 2Q25 Preview: 광고/모빌리티/콘텐츠 회복에 따른 컨센서스 상회를 전망

- 2분기 실적은 매출액 1.9조원(YoY-2%), 영업이익 1,372억원(YoY+2%)으로 컨센서스를 상회할 전망. 모빌리티 물동량 회복과 페이 성장으로 플랫폼기타는 4,115억원을 전망. 광고 성수기, 커머스 선방하며 특비즈는 5,387억원을 전망
- 콘텐츠는 게임 부진 지속되나 SM 라이즈, NCTWISH 복귀와 디어유 2Q부터 연결편입되며 9,295억원 전망함. 비용은 전분기에 이어 통제기조 유지될 것. 영업비용 1.8조원, 영업이익률 7% 기록하며 마진율 회복 예상

## 가장 빠른 AI 서비스 진입과 실제 성과에 주목

- 국내 대기업 중 가장 빠른속도로 AI B2C 서비스를 상용화시킬 전망. 연말까지 AI검색/AGENT/챗봇 서비스가 출시될 것으로 예상
- 그 외로는 피드형 숏츠 서비스 '발견' 영역이 업데이트 될 전망. 단순 대화 → 종합 플랫폼으로의 확장 모색 중

## 투자 의견 매수, 목표주가 72,000원 상향

- 현재 주가는 25년 기준 PER 50배 수준으로 Historical로 보아도 다소 부담스러운 밸류에이션 영역에 진입. 다만 정부의 AI에 대한 투자가 확대되고, AI 서비스 출시가 다가오는 점 고려해야 함. 이전 대비 밸류에이션의 확장은 충분히 가능하다고 판단
- AI 서비스 온기 반영될 '26년으로 밸류에이션 적용 시점을 변경, 이에 목표주가를 72,000원으로 상향하고 투자 의견을 유지함
- 경쟁사와 다르게 공격적인 AI 서비스 전개가 돋보임. 카카오의 AI 서비스가 성공적으로 침투한다면 단순 채팅 어플리케이션 → 종합 SNS 슈퍼앱으로 거듭날 수 있음. 이는 밸류에이션 /EPS가 동시에 확장될 수 있는 시나리오
- 당사가 세운 목표주가는 카카오톡의 비즈니스가 AI 슈퍼앱으로 확장됨을 가정한 밸류에이션/실적추정 기반임에 유의. '26년 연말까지 AI 유료 사용자 300만명, 무료 사용자 1,500만명을 가정한 수치. 실제 성과 미달 시 목표주가는 하향 조정될 수 있음

### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,799	7,557	7,872	8,029	8,958
영업이익	569	461	460	559	659
영업이익률(%)	8.4	6.1	5.8	7.0	7.4
세전이익	1,269	-1,648	-3	710	885
지배주주지분순이익	1,358	-1,013	55	521	648
EPS(원)	3,049	-2,276	125	1,186	1,475
증감률(%)	-2.0	적전	흑전	852.0	24.4
ROE(%)	13.6	-10.3	0.6	5.0	5.9
PER(배)	17.4	-23.9	306.6	51.3	41.2
PBR(배)	2.4	2.5	1.7	2.5	2.4
EV/EBITDA(배)	19.0	17.5	10.4	15.4	14.4

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

# 카카오[035720] \_ 시 기반 성장시나리오 유효

[인터넷/SW]

카카오 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	1,958.5	2,038.2	2,168.3	7,871.7	8,028.7	8,957.9
플랫폼부문	954.8	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,029.0	1,047.5	1,129.5	3,900.7	4,198.9	4,680.8
특비즈	522.1	513.9	507.3	562.7	553.3	538.7	548.9	608.9	2,106.1	2,249.7	2,574.2
광고형	279.0	307.0	292.0	321.0	286.0	326.6	313.9	353.8	1,199.0	1,280.3	1,515.3
거래형	238.0	200.0	209.0	236.0	267.0	212.1	235.0	255.1	883.0	969.1	1,058.9
포탈비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	78.8	71.0	73.2	332.2	297.1	289.2
플랫폼기타	348.0	353.5	359.8	401.2	365.6	411.5	427.6	447.4	1,462.5	1,652.1	1,817.4
콘텐츠	1,033.6	1,049.6	977.9	909.9	870.7	929.5	990.8	1,038.8	3,971.0	3,829.8	4,277.1
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	511.8	530.0	549.4	1,920.0	2,029.1	2,190.8
스토리	227.0	215.7	218.7	203.0	212.6	214.9	219.7	225.1	864.3	872.2	929.4
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	125.0	162.0	191.0	873.2	623.2	853.4
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,821.3	1,890.4	1,999.4	7,411.5	7,469.4	8,298.9
인건비	479.0	480.6	459.0	498.0	478.9	480.6	483.3	489.7	1,916.6	1,932.5	2,038.4
매출연동비	819.9	796.8	747.7	654.0	700.6	740.3	784.7	847.8	3,018.4	3,073.4	3,475.7
외주인프라	202.4	195.6	194.1	287.6	206.1	217.4	224.2	238.5	879.6	886.2	1,125.4
마케팅비	89.3	108.2	105.5	103.5	87.0	97.9	108.0	130.1	406.4	423.0	482.0
상각비	197.8	207.3	210.7	246.0	205.5	208.0	210.5	210.9	861.8	834.9	847.8
금융영업비용	17.3	16.8	15.1	27.9	19.9	19.0	19.5	20.2	77.1	78.6	80.8
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	137.2	147.8	168.9	460.2	559.3	659.0
OPM (%)	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	7.0%	7.3%	7.8%	5.8%	7.0%	7.4%
지배순이익	74	101	106	-226	172	137	135	77	55.3	521.0	648.0
NPM (%)	3.7%	5.1%	5.5%	-	9.2%	7.0%	6.6%	3.6%	0.7%	6.5%	7.2%

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 추정

# 카카오[035720] \_ AI기반 성장시나리오 유효

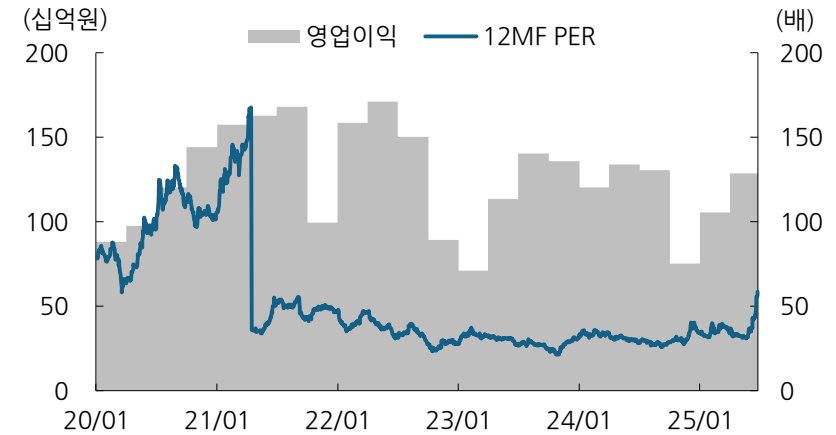
[인터넷/SW]

## 카카오 VALUATION

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	1,278	26F 지배주주순이익 적용,
Target EPS	(원)	1,475	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	48.5	카카오 23년 12MF PER 적용
목표주가	(원)	72,000	적정주가 71,549원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	60,800	전일기준
Upside	(%)	18.4	

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터

## 카카오 12MF PER/영업이익 추이



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

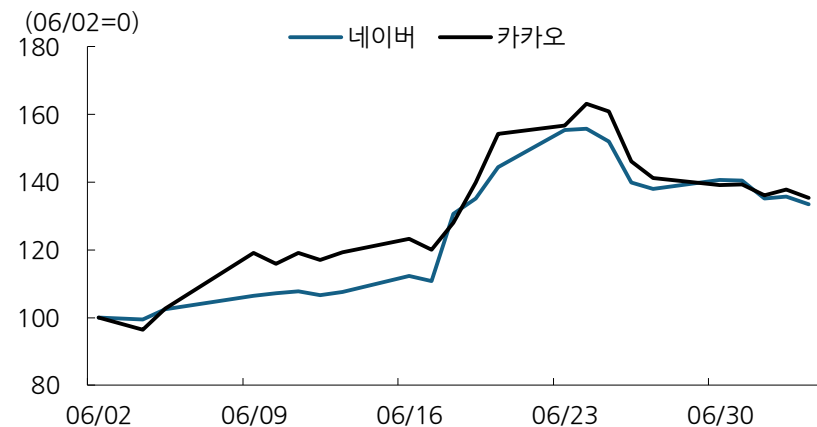
주: 22,23년 지배순이익 적자, 비교의 편의성을 위해 일회성 비용 제거하고 계산한 수치

## 네이버 vs 카카오 AI 전략

구분	네이버	카카오
종합전략	소버린AI 전략, 추후 외부 AI와 협력가능	자체AI도 개발하지만, 외부 AI협력에 더 무게, OPENAI 협업확정
검색	AI브리핑 출시완료. 쿼리확대 전망 (3%→20%)	AI검색도입 예정
커머스	초개인화, 커머스 AI AGENT 계획 중	AI 쇼핑메이트 베타테스트 중
광고	광고 자동타겟팅 ADVOOST 출시, AI탑 출시 예정	AI메신저 개편을 통한 추가 광고 인벤토리 확보 예상
AI AGENT	27년까지 AI로 각서비스를 연결하고 검색에서 예약/결제까지 지원예정	카나나 출시, 연말 AI AGENT 출시 예정
컨텐츠	웹툰 AI캐릭터챗 출시 등	AI 생성 컨텐츠 제공예정

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

## 카카오 네이버 6월~ 상대주가 추이



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

# 카카오[035720] \_ 시 기반 성장시나리오 유효

[인터넷/SW]

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	7,756	9,988	10,959	14,359	15,969
현금 및 현금성자산	4,780	5,389	6,145	8,998	10,341
매출채권 및 기타채권	772	1,205	1,243	1,474	1,580
재고자산	160	139	65	80	85
기타	2,043	3,256	3,506	3,807	3,962
비유동자산	14,451	15,192	14,814	15,149	15,231
관계기업투자등	4,604	5,088	5,472	5,517	5,741
유형자산	885	1,337	1,286	1,223	1,096
무형자산	6,022	5,769	5,137	5,397	5,260
<b>자산총계</b>	<b>22,964</b>	<b>25,180</b>	<b>25,773</b>	<b>29,508</b>	<b>31,199</b>
유동부채	4,768	7,564	8,633	9,720	10,459
매입채무 및 기타채무	1,642	4,934	5,296	4,752	5,095
단기금융부채	1,376	1,928	2,338	3,910	4,264
기타유동부채	1,750	702	999	1,058	1,101
비유동부채	3,798	3,757	3,197	3,447	3,706
장기금융부채	2,825	2,579	2,047	2,520	2,742
기타비유동부채	973	1,178	1,150	927	964
<b>부채총계</b>	<b>9,448</b>	<b>11,321</b>	<b>11,830</b>	<b>14,929</b>	<b>15,999</b>
자본주주지분	9,984	9,764	10,141	10,636	11,258
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,911	8,914	8,914
이익잉여금	3,031	1,922	1,943	2,435	3,056
비지배주주지분(연결)	3,532	4,095	3,802	3,943	3,943
<b>자본총계</b>	<b>13,516</b>	<b>13,859</b>	<b>13,943</b>	<b>14,579</b>	<b>15,200</b>

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>678</b>	<b>1,341</b>	<b>1,250</b>	<b>4,190</b>	<b>1,287</b>
당기순이익(손실)	1,067	-1,817	-162	588	672
비현금수익비용가감	126	3,001	1,462	997	414
유형자산감가상각비	378	489	576	615	563
무형자산상각비	204	271	260	269	272
기타현금수익비용	-455	2,240	627	-357	-624
<b>영업활동 자산부채변동</b>	<b>-460</b>	<b>248</b>	<b>-4</b>	<b>2,653</b>	<b>200</b>
매출채권 감소(증가)	-69	-108	-20	-172	-106
재고자산 감소(증가)	-73	43	0	-4	-6
매입채무 증가(감소)	64	418	-27	2,824	342
기타자산, 부채변동	-382	-105	43	5	-30
<b>투자활동 현금</b>	<b>-1,574</b>	<b>-1,780</b>	<b>10</b>	<b>-1,328</b>	<b>-1,154</b>
유형자산처분(취득)	-439	-561	-348	-398	-432
무형자산 감소(증가)	-91	-135	-87	-127	-135
투자자산 감소(증가)	-54	218	413	-681	-465
기타투자활동	-991	-1,302	32	-122	-122
<b>재무활동 현금</b>	<b>412</b>	<b>1,020</b>	<b>-521</b>	<b>-59</b>	<b>1,210</b>
차입금의 증가(감소)	265	-75	-390	-64	576
자본의 증가(감소)	50	-20	-21	-23	-27
배당금의 지급	23	55	43	30	27
기타재무활동	97	1,115	-111	28	661
<b>현금의 증가</b>	<b>-490</b>	<b>553</b>	<b>756</b>	<b>2,853</b>	<b>1,343</b>
기초현금	5,326	4,836	5,389	6,145	8,998
기말현금	4,836	5,389	6,145	8,998	10,341
NOPLAT	479	334	334	399	501
FCF	-841	-348	1,306	2,910	133

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>6,799</b>	<b>7,557</b>	<b>7,872</b>	<b>8,029</b>	<b>8,958</b>
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>6,799</b>	<b>7,557</b>	<b>7,872</b>	<b>8,029</b>	<b>8,958</b>
판매비 및 관리비	6,229	7,096	7,411	7,469	8,299
<b>영업이익</b>	<b>569</b>	<b>461</b>	<b>460</b>	<b>559</b>	<b>659</b>
(EBITDA)	1,151	1,222	1,296	1,443	1,494
금융손익	43	53	74	167	158
이자비용	110	163	204	158	192
관계기업등 투자손익	1,603	-135	13	-117	-160
기타영업외손익	-947	-2,027	-550	101	228
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1,269</b>	<b>-1,648</b>	<b>-3</b>	<b>710</b>	<b>885</b>
계속사업법인세비용	202	168	159	203	212
계속사업이익	1,067	-1,817	-162	507	672
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1,067</b>	<b>-1,817</b>	<b>-162</b>	<b>507</b>	<b>672</b>
지배주주	1,358	-1,013	55	521	648
총포괄이익	-554	-1,617	165	507	672
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.4	6.1	5.8	7.0	7.4
EBITDA마진률 (%)	16.9	16.2	16.5	18.0	16.7
당기순이익률 (%)	15.7	-24.0	-2.1	6.3	7.5
ROA (%)	5.9	-4.2	0.2	1.9	2.1
ROE (%)	13.6	-10.3	0.6	5.0	5.9
ROIC (%)	7.4	5.1	6.1	7.1	8.3

주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	17.4	-23.9	306.6	51.3	41.2
P/B	2.4	2.5	1.7	2.5	2.4
P/S	3.5	3.2	2.2	3.4	3.0
EV/EBITDA	19.0	17.5	10.4	15.4	14.4
P/CF	19.8	20.4	13.0	17.0	24.8
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.0	11.2	4.2	2.0	11.6
영업이익	-3.1	-19.1	-0.1	21.5	17.8
세전이익	-44.5	적전	적지	흑전	24.6
당기순이익	-35.0	적전	적지	흑전	32.7
EPS	-2.0	적전	흑전	852.0	24.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	69.9	81.7	84.8	102.4	105.3
순차입금/자기자본(x)	162.7	132.0	126.9	147.7	152.7
영업이익/금융비용(x)	-13.5	-19.6	-24.5	-31.4	-35.7
총차입금 (십억원)	5.2	2.8	2.3	3.5	3.4
순차입금 (십억원)	4,200	4,507	4,385	6,430	7,006
주당지표(원)	-1,821	-2,720	-3,416	-4,571	-5,419
EPS	3,049	-2,276	125	1,186	1,475
BPS	22,414	21,948	22,858	23,963	25,362
SPS	15,264	16,988	17,743	18,088	20,181
CFPS	2,679	2,662	2,931	3,571	2,449
DPS	60	61	68	60	80

# 삼성에스디에스[018260] \_ 클라우드 고성장에 AI 까지 붙는다

[인터넷/SW]

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

## 매수(유지)

목표주가(상향)	210,000원
현재주가(07/08)	164,300원
상승여력	27.8%

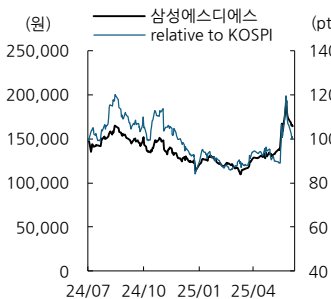
### Stock Data

KOSPI	3,115.0pt
시가총액(보통주)	12,713십억원
발행주식수	77,378천주
액면가	500원
자본금	39십억원
60일 평균거래량	228천주
60일 평균거래대금	35,520백만원
외국인 지분율	18.8%
52주 최고가	198,800원
52주 최저가	109,000원
주요주주	
삼성전자(외 11인)	48.9%
국민연금공단(외 1인)	8.8%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	22.1	11.3
3M	49.1	15.6
6M	26.5	2.9

### 주가차트



## 2Q25 Preview: 1Q에 이어 클라우드 고성장으로 인한 컨센서스 부합 전망

- 2분기 실적은 매출액 3.5조원(YoY+5%), 영업이익 2,324억원(YoY+5%)으로 컨센서스에 부합할 전망. 클라우드 매출은 7,050억원(YoY+26%)을 전망. 클라우드 성장 20%를 상회하며 1Q에 이어 2Q도 호조 예상. 최근 공공형 MSP 사업 수주 늘어나면서 MSP는 연간 26% 성장한 3,126억원을 시현할 전망. 물류 영업이익률 1.9%, IT 영업이익률 11.8%, 전체마진율은 6.6%로 YoY 비슷한 수준을 예상

## 공공/금융 진출에 따른 외부 및 AX 매출증대 전망

- 그동안 유의미한 전제가 없었던 공공/금융 영역 재진출, 최근 행안부 AX 관련 수주 확보하며 공공/금융 1위 CNS 추격 중

- AX 사업에 활용할 SW 개발도 진척 상황 좋음. 자사 AI 솔루션인 Brity Copilot은 연내까지 PERSONAL AGENT 5종 출시 전망. 이로써 사용자 지시에 따라 업무수행하는 Copilot이 스스로 자동화하고 개인 맥락 기반으로 업무를 자율적으로 수행하는 AGENT로 나아갈 전망

## 투자의견 매수, 목표주가 210,000원 상향

- 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 16배에 거래 중. 올해 23%의 클라우드 성장 전망되고 앞으로 공공/금융 수주 증가 예상됨을 고려하면 여전히 매수 가능한 밸류에이션

- 특히 정부주도로 펼쳐질 AX 사업에 주목할 필요가 있음. 과기부는 최근 1,793억원 규모의 AI 추경안 의결. AX 수주는 이제 시작, 추후 민간/공공/국방 모든 영역에서 AX 수요 폭등할 것. 그 외 최근 AI 데이터센터 세액공제 가능성도 대두되며 국내기업 최대수준의 GPU/데이터센터 보유중인 동사에게 확실한 수혜가 될 것

- 동사는 국내 SW 기업 중 가장 큰 TAM을 가지고 있다고 판단. 국내 기업집단 중 가장 큰 삼성그룹을 메인 고객사로 가지고 있을 뿐만 아니라, 최근에는 공공/금융까지 진입. 견조한 클라우드 성장에 증가할 AI 관련 매출에 주목. AX 사업 가시화되는 점을 고려, 목표 PER 밸류에이션을 15 → 21배로 확장 적용. 이에 '25년 EPS를 적용해 목표주가를 210,000원으로 상향함

### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	17,235	13,277	13,828	14,407	15,808
영업이익	916	808	911	992	1,046
영업이익률(%)	5.3	6.1	6.6	6.9	6.6
세전이익	1,132	986	1,103	1,141	1,207
지배주주지분순이익	1,100	693	757	792	835
EPS(원)	14,213	8,962	9,787	10,233	10,792
증감률(%)	79.9	-36.9	9.2	4.6	5.5
ROE(%)	14.2	8.2	8.4	8.3	8.3
PER(배)	8.7	19.0	13.1	16.1	15.2
PBR(배)	1.2	1.5	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	3.8	6.0	3.2	4.2	3.8

자료: 삼성에스디에스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

# 삼성에스디에스[018260] \_ 클라우드 고성장에 AI 까지 붙는다

[인터넷/SW]

삼성에스디에스 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	3,247.3	3,369.0	3,569.7	3,642.3	3,489.8	3,523.2	3,634.7	3,759.7	13,276.8	13,828.3	14,407.4
IT서비스	1,553.6	1,586.4	1,629.6	1,631.9	1,600.4	1,669.3	1,733.4	1,745.3	6,105.9	6,401.5	6,748.4
SI	288.1	267.8	256.5	266.2	235.6	232.1	236.5	245.5	1,151.5	1,078.6	949.7
ITO	734.7	762.6	736.0	766.0	711.9	732.2	745.3	762.2	3,073.7	2,999.3	2,951.6
CLOUD	530.8	556.0	637.0	599.7	652.9	705.0	751.6	737.6	1,880.7	2,323.5	2,847.1
CSP	188.4	209.5	236.8	230.9	267.1	272.4	296.0	279.4	627.4	865.6	1,114.8
MSP	254.7	248.1	294.2	264.6	284.3	312.6	329.5	317.5	920.0	1,061.6	1,243.9
SaaS	87.7	98.4	106.0	104.2	101.5	120.0	126.1	140.7	333.3	396.3	488.4
물류	1,693.7	1,782.6	1,940.1	2,010.4	1,889.4	1,853.9	1,901.3	2,014.4	7,171.0	7,426.8	7,659.0
영업이익	225.9	220.9	252.8	211.5	268.5	232.4	242.4	248.7	808.2	911.1	992.0
IT서비스	169.8	197.9	222.9	182.0	225.9	197.0	206.3	209.4	670.0	772.6	838.6
물류	56.1	23.0	29.9	29.5	42.6	35.4	36.1	39.3	138.2	138.5	153.4
OPM(%)	7.0%	6.6%	7.1%	5.8%	7.7%	6.6%	6.7%	6.6%	6.1%	6.6%	6.9%
IT서비스	10.9%	12.5%	13.7%	11.2%	14.1%	11.8%	11.9%	12.0%	11.0%	12.1%	12.4%
물류	3.3%	1.3%	1.5%	1.5%	2.3%	1.9%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%
지배순이익	210.9	176.6	179.7	189.8	211.5	187.6	194.6	197.9	693.4	757.0	791.5
NPM (%)	6.5%	5.2%	5.0%	5.2%	6.1%	5.3%	5.4%	5.3%	5.2%	5.5%	5.5%

자료: 삼성에스디에스, DS투자증권 리서치센터 추정



# 삼성에스디에스[018260] \_ 클라우드 고성장에 AI 까지 붙는다

[인터넷/SW]

## 삼성에스디에스 VALUATION

	단위		비고
지배순이익	(십억원)	792	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	10,233	자기주식수 제외
Target P/E	(x)	21	클라우드 고성장시기 '23년 P/E 19배에 AX사업 수혜 고려 10%할증
목표주가	(원)	210,000	적정주가 214,899원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	164,300	전일 기준
Upside	(%)	27.8	

자료: 삼성에스디에스, DS투자증권 리서치센터

## 삼성에스디에스 12MF PER/영업이익 추이

삼성에스디에스	LGCNS
행안부 초거대 AI (90억원)	네이버 클라우드 죽전 데이터센터 코로케이션 (수천억원)
AI 국회(116억원)	경기교육청 AI 디지털 플랫폼(380억원)
산업은행 ITO (3,737억원)	미래에셋생명 AX(1,300억원)
GPUaaS 생성형 AI 시스템 수주	외교부 AI 플랫폼 수주(300억원)
행안부 온나라 시스템/ 경기도 소방학교 클라우드 전환	
차세대 지방행정공통시스템	

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 우선협상대상자 선정 포함

## 기존업무 vs 삼성에스디에스 AI AGENT

### 기존 업무환경의 문제점

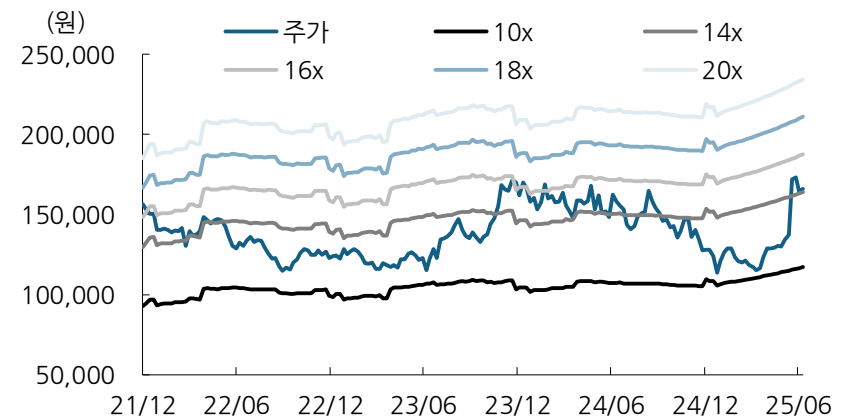
기업용 LLM 사용 시 사내 데이터의 유출 우려  
단순 반복 작업으로 인해 업무시간 낭비  
휴먼 에러로 인한 실수 가능성 및 문제해결 비용 발생  
복잡한 협업 툴 도입으로 인해 미미한 생산성 향상 효과

### 삼성SDS AI Agent 도입 시

- ✓ 사내 데이터 유출 걱정 없는 LLM으로 철저한 보안성 유지
- ✓ 루틴한 업무의 자동화로 핵심 업무에만 집중하여 생산성 향상
- ✓ 실수 가능성 제거로 신뢰도를 높이고 업무 일관성 확보
- ✓ 자연어 기반의 편리한 UI로 전문 지식이 없어도 쉽게 사용

자료: 삼성에스디에스, DS투자증권 리서치센터

## 삼성에스디에스 12MF PER BAND



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

# 삼성에스디에스[018260] \_ 클라우드 고성장에 AI 까지 붙는다

[인터넷/SW]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	8,006	8,160	9,004	9,921	10,711	매출액	17,235	13,277	13,828	14,407	15,808
현금 및 현금성자산	1,392	1,788	1,669	2,287	2,658	매출원가	15,334	11,481	11,816	12,282	13,516
매출채권 및 기타채권	2,551	2,229	2,534	2,762	2,983	매출총이익	1,901	1,796	2,012	2,125	2,292
재고자산	41	24	19	23	24	판매비 및 관리비	984	988	1,101	1,133	1,246
기타	4,022	4,120	4,782	4,849	5,046	영업이익	916	808	911	992	1,046
비유동자산	3,947	4,161	4,235	4,030	4,003	(EBITDA)	1,428	1,421	1,518	1,672	1,711
관계기업투자등	153	145	156	161	168	금융손익	108	148	174	141	154
유형자산	1,520	1,654	1,774	1,637	1,557	이자비용	29	38	50	50	50
무형자산	713	819	814	806	794	관계기업등 투자손익	7	6	5	5	5
자산총계	11,952	12,321	13,238	13,951	14,714	기타영업외손익	101	23	13	2	2
유동부채	2,493	2,392	2,495	2,841	3,016	세전계속사업이익	1,132	986	1,103	1,141	1,207
매입채무 및 기타채무	1,845	1,663	1,703	1,790	1,933	계속사업법인세비용	2	284	313	326	348
단기금융부채	193	211	267	269	269	계속사업이익	1,130	701	790	815	859
기타유동부채	455	518	526	781	813	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	992	954	1,037	987	995	당기순이익	1,130	701	790	815	859
장기금융부채	676	657	717	678	678	자배주주	1,100	693	757	792	835
기타비유동부채	316	297	320	308	317	총포괄이익	1,210	690	790	815	859
부채총계	3,485	3,345	3,533	3,827	4,011	매출총이익률 (%)	11.0	13.5	14.6	14.7	14.5
자배주주지분	8,223	8,658	9,333	9,755	10,335	영업이익률 (%)	5.3	6.1	6.6	6.9	6.6
자본금	39	39	39	39	39	EBITDA마진률 (%)	8.3	10.7	11.0	11.6	10.8
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297	당기순이익률 (%)	6.6	5.3	5.7	5.7	5.4
이익잉여금	7,001	7,447	7,995	8,562	9,142	ROA (%)	9.8	5.7	5.9	5.8	5.8
비자배주주지분(연결)	244	318	372	369	369	ROE (%)	14.2	8.2	8.4	8.3	8.3
자본총계	8,467	8,976	9,705	10,124	10,703	ROIC (%)	25.1	13.8	15.0	16.1	17.3
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,290	1,461	1,238	1,264	1,434	투자지표(x)					
당기순이익(손실)	1,130	701	790	815	859	P/E	8.7	19.0	13.1	16.1	15.2
비현금수익비용가감	464	808	891	440	644	P/B	1.2	1.5	1.1	1.3	1.2
유형자산감가상각비	462	564	553	636	617	P/S	0.6	1.0	0.7	0.9	0.8
무형자산상각비	51	49	54	45	48	EV/EBITDA	3.8	6.0	3.2	4.2	3.8
기타현금수익비용	-48	196	161	-291	-32	P/CF	6.0	8.7	5.9	10.1	8.5
영업활동 자산부채변동	-100	-106	-252	9	-69	배당수익률 (%)	2.6	1.6	2.3	2.0	2.1
매출채권 감소(증가)	107	194	-233	-204	-221	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	-2	매출액	26.4	-23.0	4.2	4.2	9.7
매입채무 증가(감소)	-49	-12	-60	72	143	영업이익	13.4	-11.8	12.7	8.9	5.4
기타자산, 부채변동	-157	-288	42	141	10	세전이익	32.0	-12.9	11.9	3.4	5.8
투자활동 현금	-645	-622	-1,069	-359	-807	당기순이익	78.4	-37.9	12.6	3.2	5.5
유형자산처분(취득)	-587	-445	-473	-430	-537	EPS	79.9	-36.9	9.2	4.6	5.5
무형자산 감소(증가)	-60	-29	-52	-36	-36	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-93	-50	-542	43	-177	부채비율	41.2	37.3	36.4	37.8	37.5
기타투자활동	95	-97	-2	65	-58	유동비율	321.1	341.2	360.8	349.2	355.2
재무활동 현금	-355	-463	-423	-287	-255	순차입금/자기자본(x)	-49.1	-51.5	-51.9	-55.9	-58.0
차입금의 증가(감소)	-167	-208	-212	-56	0	영업이익/금융비용(x)	31.8	21.2	18.2	19.8	20.9
자본의 증가(감소)	-188	-251	-204	-231	-255	총차입금 (십억원)	869	868	984	948	948
배당금의 지급	188	251	209	232	255	순차입금 (십억원)	-4,161	-4,623	-5,040	-5,664	-6,210
기타재무활동	0	-4	-7	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	311	396	-119	618	371	EPS	14,213	8,962	9,787	10,233	10,792
기초현금	1,081	1,392	1,788	1,669	2,287	BPS	106,273	111,893	120,618	126,071	133,561
기말현금	1,392	1,788	1,669	2,287	2,658	SPS	222,735	171,585	178,711	186,196	204,299
NOPLAT	914	575	652	709	744	CFPS	20,600	19,509	21,716	16,220	19,423
FCF	849	781	360	905	626	DPS	3,200	2,700	3,000	3,300	3,500

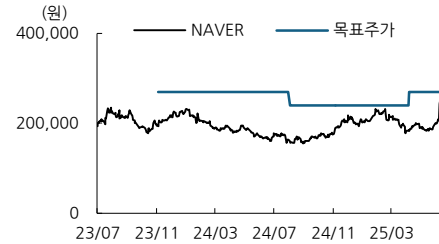
자료: 삼성에스디에스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

# 투자의견 및 목표주가 변동추이

[인터넷/SW]

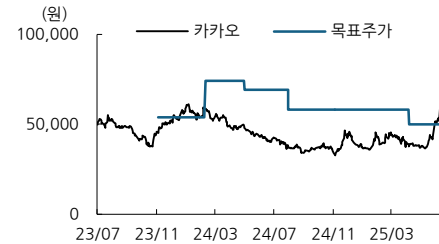
## NAVER (035420) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-13	매수	270,000	-28.8	-14.3
2024-02-05	매수	270,000	-32.7	-23.0
2024-05-07	매수	270,000	-35.9	-27.9
2024-08-12	매수	240,000	-20.0	-3.3
2025-04-16	담당자변경			
2025-04-16	매수	270,000	-22.2	7.6
2025-05-12	매수	270,000	-19.6	7.6
2025-07-09	매수	340,000		



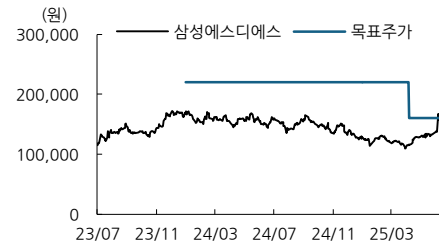
## 카카오 (035720) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-13	매수	54,000	-0.4	13.2
2024-02-19	매수	74,000	-29.8	-20.7
2024-05-10	매수	69,000	-38.6	-30.7
2024-08-09	매수	58,000	-32.9	-19.7
2025-04-16	담당자변경			
2025-04-16	매수	50,000	-6.8	40.8
2025-05-09	매수	50,000	-1.1	40.8
2025-07-09	매수	72,000		



## 삼성에스디에스 (018260) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-09	매수	220,000	-33.8	-22.1
2024-01-26	매수	220,000	-34.2	-22.7
2024-10-31	매수	220,000	-41.4	-31.1
2024-11-18	매수	220,000	-41.9	-31.1
2024-11-20	매수	220,000	-42.1	-31.1
2025-04-16	담당자변경			
2025-04-16	매수	160,000	-11.5	20.9
2025-07-09	매수	210,000		



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 추가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-20% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소	

## 투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.