MIRAE ASSET 미래에셋증권

인터넷 (비중확대/유지)

AI와 스테이블코인에 대한 숫자적 접근

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

CONTENTS

I. Investment Summary 3

II. 밸류에이션 및 투자전략 6
10월까지는 바스켓 전략 유효 6
외인 움직임에 주목해볼 시기 8

III. AI를 통한 체류시간 반전 가능성 10
NAVER: 유의미한 상승세 관찰 중 10
카카오: AI 에이전트를 통한 반전 모색 13

IV. AI가 바꾸고 있는 쇼핑 패러다임 18
쇼핑 단위 시간 감소는 현재 진행형 18
쇼핑 AI 에이전트의 주도권은 어디로 갈까? 19
숏폼 기반의 라이브커머스는 성장 가속화 21

V. 스테이블코인이 가져올 영향 26
인터넷 업종에 어떤 변화를 야기하나? 26
글로벌 및 국내 스테이블코인 도입 현황 30
국내 플랫폼 신규 매출액에 대한 시나리오 40

VI. 콘텐츠. 웹툰의 부활 가능성? 46
숏폼이라는 트렌드에 맞대응 시작 46
마케팅 전략의 차별화 47
구독·광고 BM으로의 전환도 고려해볼 시기 48
변화하는 네이버웹툰의 성장 잠재력 49

Global Company Analysis 51
NAVER 52
카카오 60
카페24 66
쇼피파이 73
씨 76

I. Investment Summary

AI가 불러올 체류시간 반전과 쇼핑의 변화

NAVER와 카카오 모두 AI 도입을 통한 체류시간 반전이 예상된다. NAVER는 AI 기반 타겟팅 콘텐츠가 효과를 거두며 모바일 메인 체류 시간이 YoY 10% 이상 성장하고 있다. 피드형 전환 효과까지 더해지며 25년 NAVER 전체 연간 체류시간은 YoY 5% 성장할 전망이다. 카카오는 AI 에이전트 기능 도입으로 26년 이후 카카오톡의 체류시간이 28년까지 연 8% 이상씩 증대될 전망이다.

쇼핑 AI 에이전트는 만족도·시간·비용 측면에서 최적화된 쇼핑 경험을 제공하면서 전자상거래 시장 성장률을 10% 이상으로 회복시킬 것이다. 각 국가의 전자상거래 시장은 AI 에이전트 능력을 제대로 갖춘 상위 1~2개 업체에 점유율이 집중될 가능성이 높다. 국내의 경우 NAVER, 쿠팡으로의 점유율 집중이 가속화될 것이다. 또한 쇼핑 AI 에이전트의 보편화는 D2C 모델을 확산시킬 것이며 이는 라이브커머스 성장세 가속화로 이어질 것이다.

스테이블코인 도입에 따른 숫자적 변화

NAVER와 업비트의 협업 및 원화 스테이블코인 발행이 현실화될 경우 해당 스테이블코인의 규모는 30년까지 5조원 규모로 성장하며 국내 원화 스테이블코인 시장의 과반을 차지할 것으로 예상한다. 해당 스테이블코인 사업은 30년까지 연간 3천억원 규모의 수익 창출이 가능한 사업으로 성장할 전망이다. NAVER와 업비트가 5:5로 배분할 경우 NAVER는 스테이블코인 사업을 통해 1,500억원의 신규 매출을 올릴 것으로 예상한다.

스테이블코인 결제 비중 확대(30년: 10% 가정)에 따른 네이버파이낸셜의 지급수수료 절감액은 30년 1,450억원 수준에 달할 전망이다. 현재 지급수수료 매출액 대비 비중은 54% 이상에 달하나 이는 30년 50% 미만으로 하락할 것이다. 현재 발생 TPV의 약 1.2%가 지급수수료로 빠져나가고 있으나 해당 수수료율은 30년 0.95%까지 감소할 전망이다.

액티브한 플레이가 중요해진 가을

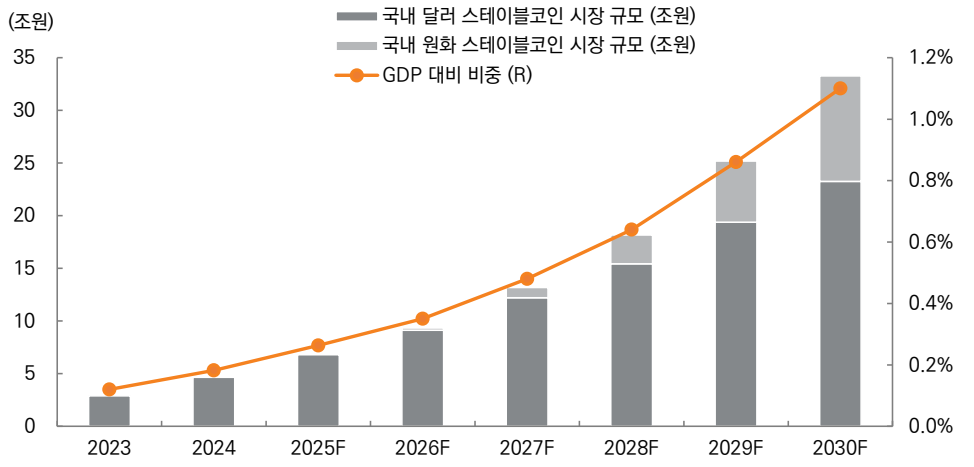
10월까지는 바스켓 전략을 추천하며 Top Pick으로 NAVER를 지속 유지한다. NAVER는 점진적인 리레이팅이 예상되며 4분기 스테이블코인 관련 법안이 제정되면서 스테이블코인 활성화에 따른 수혜 기대감이 강하게 나타날 전망이다.

카카오는 AI 관련 이벤트가(9월 이프카카오, 11월 AI 에이전트 출시) 풍부하게 남아있어 10월까지의 단기 업사이드는 NAVER 대비 높을 것으로 예상한다. 9/23일 예정된 이프카카오에서 지금까지 준비된 AI 에이전트에 대해서 선보일 예정이다.

카페24는 하반기 전자상거래 업황이 회복세에 접어듦에 따라 지표 서프라이즈를 기대해 볼 수 있는 구간이다. 중장기로는 쇼핑 AI 에이전트 도입에 따른 D2C 시장 고성장의 수혜도 기대되는 부분이다.

Key Chart

그림 1. 국내 스테이블코인 시장 규모



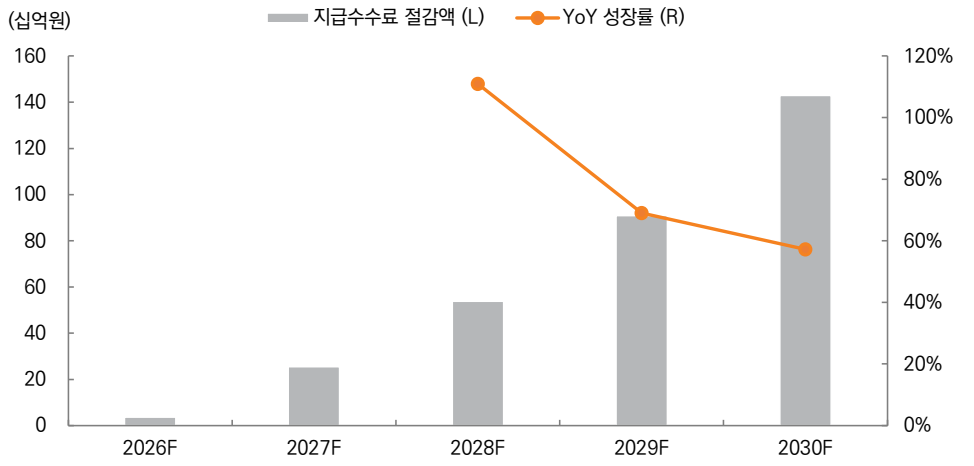
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. NAVER-두나무 원화 스테이블코인 발행 현실화 시 관련 사업 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 명목 GDP 규모 (조달러)	**108**	**113**	**114**	**119**	**124**	**129**	**135**	**140**
YoY 성장률	3%	5%	1%	5%	4%	4%	4%	4%
GDP 대비 스테이블코인 비중	0.12%	0.18%	0.26%	0.35%	0.48%	0.64%	0.86%	1.10%
글로벌 스테이블코인 시장 규모 (조달러)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	1.2	1.5
국내 명목 GDP 규모 (조원)	2,409	2,557	2,582	2,665	2,750	2,838	2,929	3,023
YoY 성장률	4%	6%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
GDP 대비 스테이블코인 비중	0.12%	0.18%	0.26%	0.35%	0.48%	0.64%	0.86%	1.10%
국내 스테이블코인 시장 규모 (조원)	**2.9**	**4.7**	**6.8**	**9.3**	**13.2**	**18.2**	**25.2**	**33.3**
달러 기반 비중	100%	100%	100%	98%	93%	85%	77%	70%
원화 기반 비중	-	-	-	2%	8%	15%	23%	30%
국내 달러 스테이블코인 시장 규모 (조원)	2.9	4.7	6.8	9.1	12.2	15.4	19.4	23.3
국내 원화 스테이블코인 시장 규모 (조원)	-	-	-	0.2	1.0	2.7	5.8	10.0
업비트+NAVER 스테이블코인 규모 (조원)	**-**	**-**	**-**	**0.1**	**0.3**	**1.1**	**2.6**	**5.2**
원화 스테이블코인 시장 내 점유율	-	-	-	30%	34%	39%	45%	52%
1) 리저브 운용 수익 (십억원)	-	-	-	2.3	13.6	42.8	104.6	207.1
운용 수익률 가정	-	-	-	4%	4%	4%	4%	4%
2) 결제·정산 수수료 수익 (십억원)	-	-	-	0.3	2.6	10.7	32.7	77.7
수수료율 가정	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
3) 발행 및 환매 수수료 수익 (십억원)	-	-	-	0.1	0.5	2.1	6.5	15.5
연간 회전율	-	-	-	100%	150%	200%	250%	300%
수수료율 가정	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
매출액 합계 (십억원)	**-**	**-**	**-**	**2.6**	**16.7**	**55.6**	**143.8**	**300.3**
5:5 배분 가정 시 NAVER 매출액 (십억원)	**-**	**-**	**-**	**1.3**	**8.4**	**27.8**	**71.9**	**150.2**

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 스테이블코인 도입에 따른 네이버파이낸셜 연간 지급수수료 절감액 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 스테이블코인 침투율 증가에 따른 지급수수료 절감액을 고려한 네이버파이낸셜 수익 추정 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TPV	**59,500**	**72,100**	**85,332**	**99,147**	**114,337**	**131,819**	**151,934**	**175,002**
(% YoY)	21.9%	21.2%	18.4%	16.2%	15.3%	15.3%	15.3%	15.2%
기존 결제 방식 TPV	59,500	72,100	85,332	98,751	111,479	125,624	141,147	157,502
기존 결제 방식 비중	100.0%	100.0%	100.0%	99.6%	97.5%	95.3%	92.9%	90.0%
스테이블코인 결제 TPV	0	0	0	397	2,858	6,196	10,787	17,500
스테이블코인 결제 비중	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	2.5%	4.7%	7.1%	10.0%
매출액	**1,477**	**1,647**	**1,813**	**2,044**	**2,310**	**2,609**	**2,947**	**3,327**
(% YoY)	17.4%	11.6%	10.1%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	12.9%
(% of TPV)	2.48%	2.28%	2.12%	2.06%	2.02%	1.98%	1.94%	1.90%
영업비용	**1,385**	**1,544**	**1,701**	**1,895**	**2,096**	**2,315**	**2,552**	**2,803**
인건비	94	102	110	119	128	138	148	159
지급수수료	799	891	981	1,101	1,223	1,357	1,502	1,654
(% of Sales)	54.1%	54.1%	54.1%	53.9%	53.0%	52.0%	51.0%	49.7%
(% of TPV)	1.34%	1.24%	1.15%	1.11%	1.07%	1.03%	0.99%	0.95%
기존 영역 지급수수료율	1.34%	1.24%	1.15%	1.11%	1.09%	1.07%	1.05%	1.03%
스테이블코인 지급수수료율	-	-	-	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
마케팅비	478	538	597	661	731	806	888	977
기타	14	13	13	13	13	13	13	13
영업이익	**91**	**103**	**112**	**149**	**214**	**295**	**395**	**524**
OPM	6.2%	6.3%	6.2%	7.3%	9.3%	11.3%	13.4%	15.8%
(% YoY)	53.7%	13.4%	8.6%	32.4%	43.7%	37.8%	34.2%	32.5%
스테이블코인 도입으로 지급수수료 절감액 추정	**-**	**-**	**-**	**4**	**26**	**54**	**92**	**145**

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 밸류에이션 및 투자전략

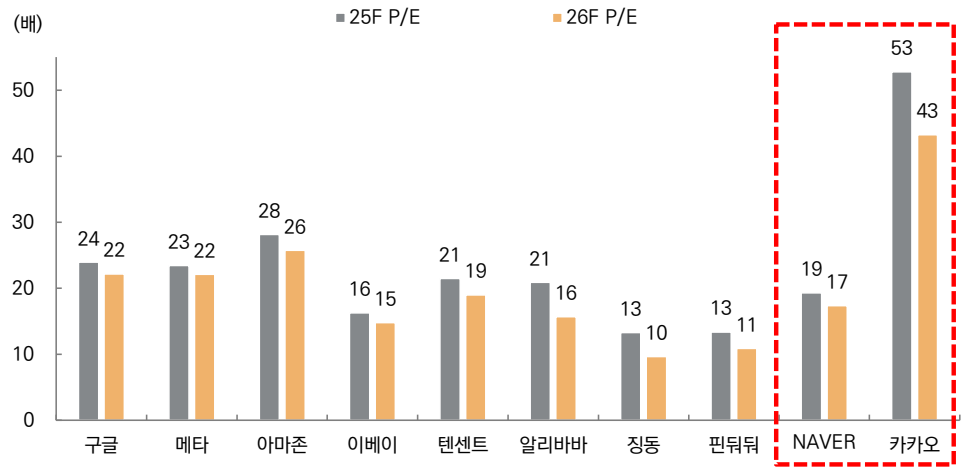
10월까지는 바스켓 전략 유효

NAVER와 카카오로 대표되는 국내 플랫폼 기업의 밸류에이션은 코로나 시기(1H20~1H21) 가파른 리레이팅을 겪은 이후 2H21~2H24까지 장기 디레이팅 구간을 겪어왔다. 25년에는 다시금 리레이팅이 관찰되고 있다. 코로나 시기 리레이팅 재료는 1) 국내 이커머스 시장의 폭발적인 성장(NAVER 부각)과, 2) 광고 시장 고성장 및 신규 광고 BM 도입에 따른 급격한 수익성 개선(카카오 부각)이었다.

25년의 리레이팅 재료는 1) AI 도입에 따른 신규 매출 발생 가능성과 2) 스테이블코인 도입 수혜 기대감이다. AI 측면에서 NAVER는 소버린 AI 전략 차원에서의 수혜 기대감이, 카카오는 AI 에이전트의 성공 기대감이 반영되고 있다. 스테이블코인 측면에서 NAVER는 두나무와의 협업을 무기로 국내 스테이블코인 시장에서 메인 사업자가 될 것이라는 기대감이, 카카오뱅크와 카카오페이가 존재하는 카카오는 자체적으로 스테이블코인의 발행부터 운영까지 성공적으로 할 수 있을 것이라는 기대감이 반영되고 있다.

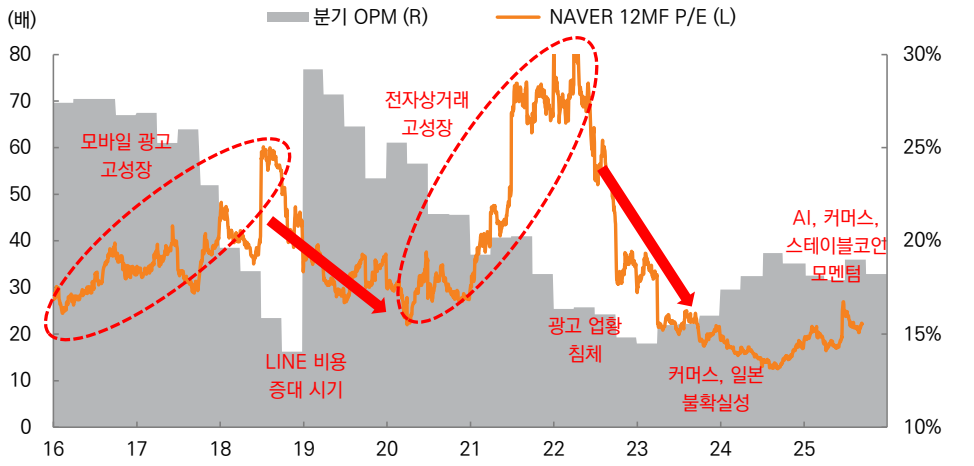
10월까지는 NAVER와 카카오를 바스켓 전략으로 가져갈 시기다. 4분기 스테이블코인에 대한 법안이 제정되면서 스테이블코인 활성화에 따른 플랫폼 기업의 수혜 기대감이 강하게 발생할 전망이다. NAVER는 점진적인 리레이팅을 예상한다. 11월로 예상되는 AI 에이전트의 전격적인 출시와 챗GPT 온보딩을 앞두고 있는 카카오의 단기 리레이팅은 지속될 가능성이 높다. 11월부터는 리스크 관리가 필요한 시기로 판단한다. 블룸버그 컨센서스 P/E 기준 NAVER는 25F 19배, 26F 17배, 카카오는 25F 53배, 26F 43배에서 거래 중이다.

그림 3. 글로벌 주요 인터넷 기업 밸류에이션 현황



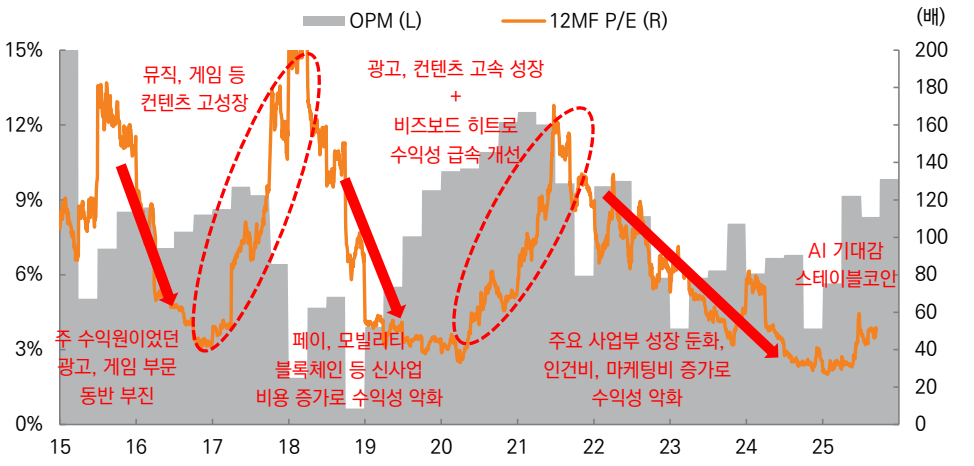
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. NAVER 12MF P/E, OPM 추이



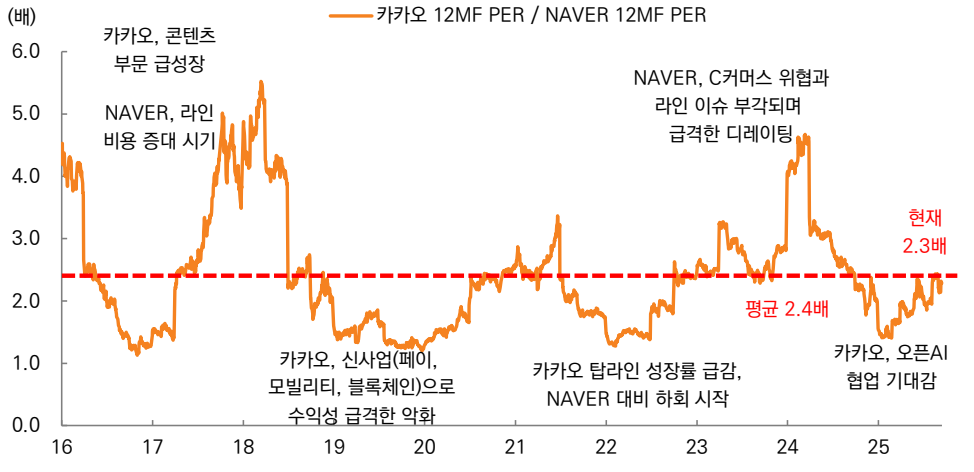
주: 영업외부문 일회성 효과를 제거해 자체 조정한 순이익으로 P/E 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 카카오 12MF P/E, OPM 추이



주: 영업외부문 일회성 효과를 제거해 자체 조정한 순이익으로 P/E 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. NAVER, 카카오 밸류에이션 괴리율 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

외인 움직임에 주목해볼 시기

21년 이후 인터넷 업종의 주가 방향성은 외인 움직임이 결정지어 왔다. 외인이 국내 플랫폼 기업 투자에서 중점적으로 보는 부분은 1) 신규 BM의 등장 가능성 여부, 2) 탑라인, 바텀라인 성장률, 3) 글로벌 피어 대비 멀티플 현황이다. 대부분의 구간에서 NAVER, 카카오 외인 방향성은 같이 움직여왔으나 올해만큼은 양극화가 뚜렷하다.

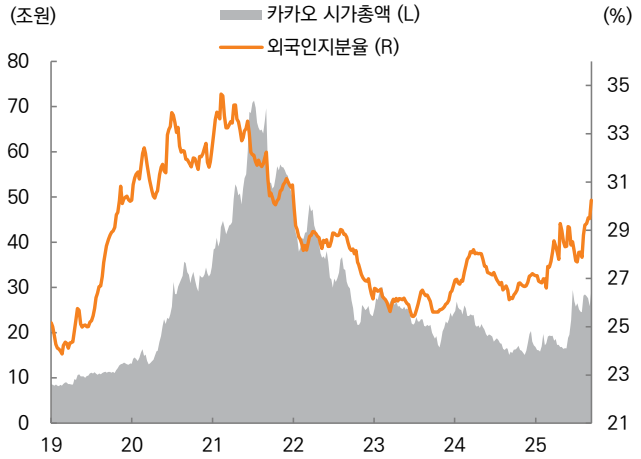
NAVER는 신규 BM 부재 및 저성장세 지속으로 인해 외인지분율은 연초 47%에서 역대 최저 수준인 42%까지 하락(2.1조원 순매도)했다. P/E 멀티플이 20배 미만으로 내려온 이후로는 소강상태가 지속 중이다.

카카오의 외인지분율은 연초 27%에서 30%까지 상승(8천억원 순매수)했다. AI 에이전트 신규 BM이 고성장세를 견인할 것이라는 기대감이 고조되고 있는 현재 흐름은 19~20년의 외인지분율 상승기와 유사하다. 10월까지는 외인지분율 상승과 함께 랠리를 이어갈 것으로 보이나 11월부터는 에이전트 성과에 따른 주가 불확실성이 극대화될 것이다.

그림 7. NAVER 시가총액, 외국인지분율 추이

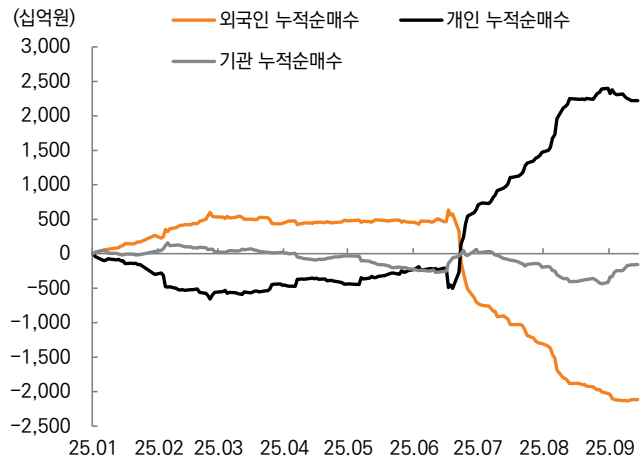
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 카카오 시가총액, 외국인지분율 추이



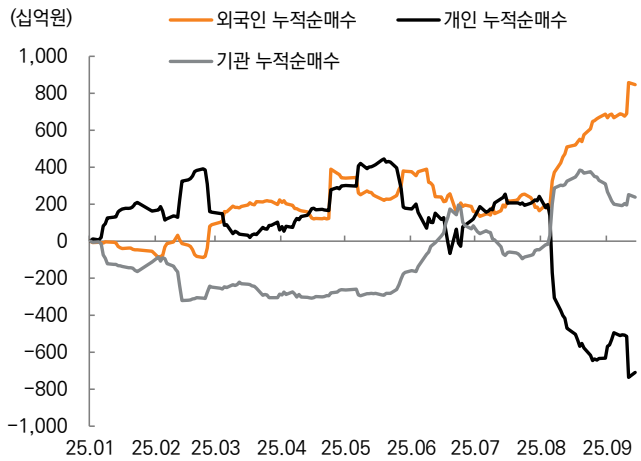
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. NAVER 25년 이후 주체별 순매수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 카카오 25년 이후 주체별 순매수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 글로벌 인터넷 기업 Valuation (십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
NAVER (KR)	36,860	19.3	17.4	3.1	2.8	1.3	1.2	12.3	10.1	18.6	19.4
카카오	27,819	52.8	43.3	3.5	3.2	2.6	2.4	17.9	15.9	7.9	9.2
쿠팡	83,711	-	59.8	1.7	1.5	12.5	10.0	32.4	22.9	2.4	4.1
SOOP	892	8.8	8.1	1.9	1.7	1.9	1.6	3.2	3.1	26.1	25.2
Alphabet (US)	4,189,332	23.9	22.2	9.1	8.1	7.5	6.1	17.5	15.1	38.9	39.5
Amazon	3,440,905	28.2	25.7	3.5	3.2	6.8	5.6	14.9	12.6	11.3	12.5
Meta	2,697,667	23.5	22.1	10.0	8.6	8.3	6.3	18.9	15.8	41.1	38.3
Shopify	263,856	101.0	81.3	17.0	13.8	14.6	12.4	97.9	74.4	16.4	17.7
eBay	55,973	16.3	14.8	3.7	3.6	8.1	7.6	13.0	12.1	27.9	28.3
Snap	18,030	29.0	20.9	2.2	2.0	5.9	5.4	26.0	18.2	6.2	8.5
Yahoo Japan (JP)	32,040	20.6	18.6	1.7	1.5	1.1	1.1	7.5	6.8	16.0	16.2
Rakuten	19,862	-	-	0.8	0.8	2.6	2.7	-	-	2.1	5.3
Mercari	3,512	16.0	13.9	1.8	1.7	3.1	2.5	12.6	10.9	15.7	16.7
Tencent (CN)	1,046,840	21.5	19.0	7.3	6.6	4.6	3.9	18.9	16.7	33.1	34.7
Alibaba	533,096	20.9	15.7	2.6	2.4	2.4	2.1	12.7	9.7	11.8	14.6
JD	69,537	13.3	9.6	0.3	0.3	1.5	1.3	8.7	5.2	0.7	1.9
Baidu	59,828	15.8	14.4	2.4	2.3	1.0	1.0	5.7	4.9	11.9	14.2
Weibo	4,249	7.1	7.0	1.8	1.7	0.8	0.7	5.0	4.9	30.2	30.6
PDD	252,568	13.4	10.9	3.0	2.6	3.2	2.4	9.8	7.4	21.1	25.0
KuaiShou	57,814	14.7	12.4	2.1	1.9	3.7	2.9	9.4	8.0	13.6	15.3
Huya	1,038	34.2	26.2	0.8	0.8	0.9	0.9	-	-	-0.4	1.8
Bilibili	15,889	35.8	25.3	2.7	2.5	4.9	4.2	20.4	15.0	7.4	9.4
DouYu	322	-	-	0.4	0.4	0.8	0.8	-	-	-2.6	-0.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

III. AI를 통한 체류시간 반전 가능성

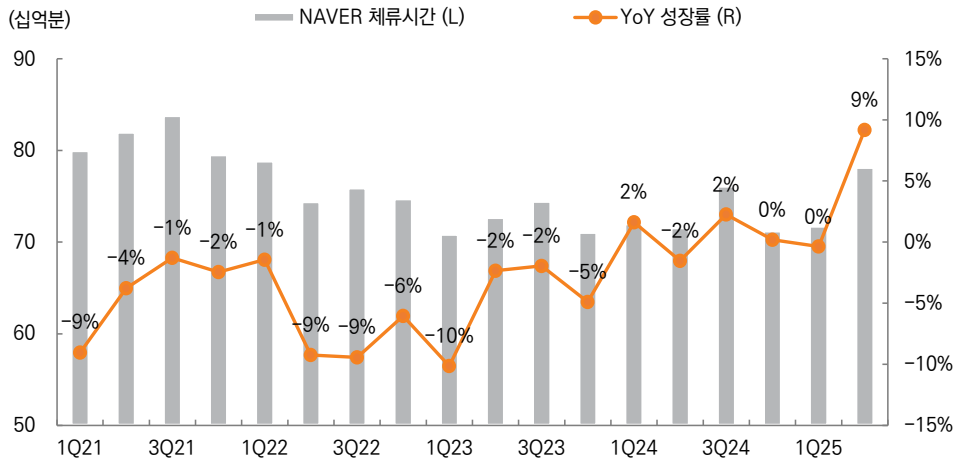
NAVER: 유의미한 상승세 관찰 중

타겟팅 콘텐츠 기반 성장

NAVER는 타겟팅 콘텐츠를 집중적으로 제공하는 피드형 지면 도입이 효과를 거두며 트래픽 반전에 성공하고 있다. NAVER의 모바일 메인 체류 시간은 5개 분기 연속 10% 이상의 YoY 성장률을 기록했다.

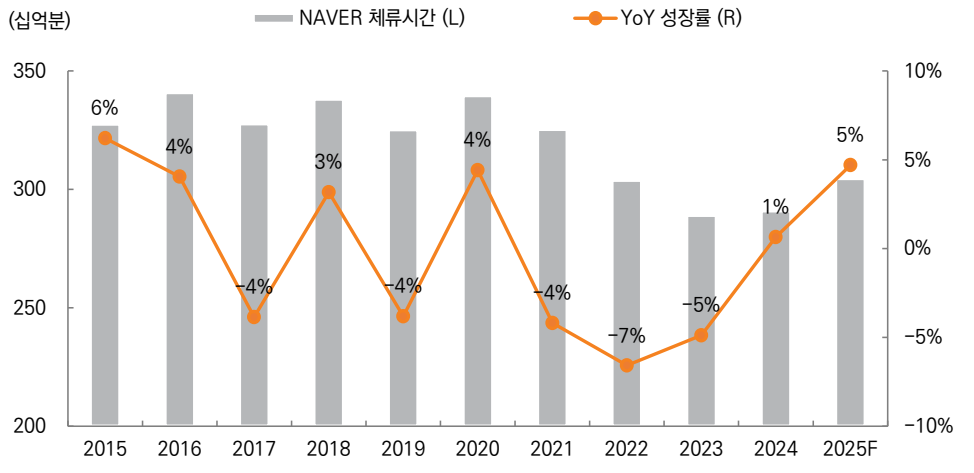
2분기 NAVER(PC+모바일) 전체 체류시간은 커머스 별도 앱 출시에 따른 카니발 우려를 불식시키며 9% 성장을 기록한 것으로 추정된다. 피드형 지면으로의 전환 효과가 지속됨에 따라 25년 NAVER 전체 연간 체류시간은 YoY 5% 성장할 전망이다.

그림 11. NAVER 분기 총 체류시간



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. NAVER 연간 총 체류시간



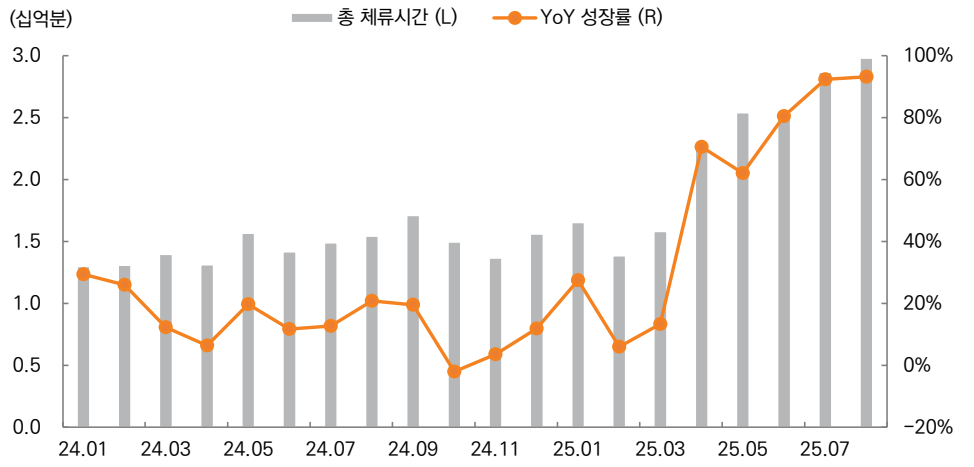
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

플레이스 가파른 성장세 관찰

NAVER 플레이스는 AI 브리핑 도입 이후 트래픽 전반에서 가파른 상승 흐름이 이어지고 있다. 플레이스 AI 브리핑은 NAVER 플레이스에 등록된 식당, 카페 등에 대한 리뷰를 AI가 요약해주는 서비스다. 방대한 리뷰에서 공통적으로 언급되는 주요 특징 등 핵심 정보를 한눈에 보여준다.

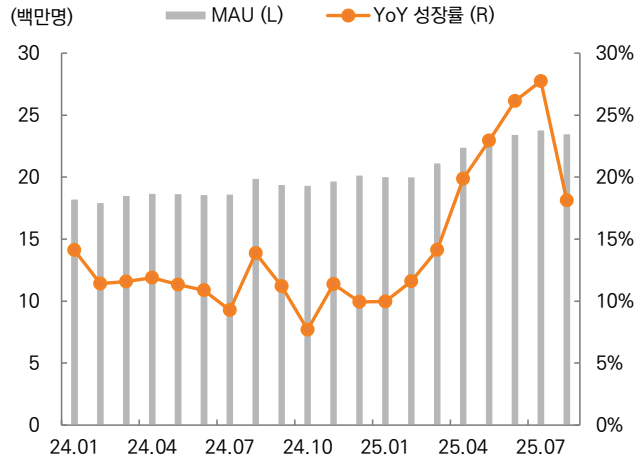
오랜기간 정체되어 있었던 네이버 지도 앱(안드로이드) 8월 월간 총 체류시간은 30억분까지 가파르게 상승했으며 YoY 성장세는 93%에 달한다. 경쟁 앱인 카카오맵 앱(안드로이드)의 8월 총체류시간 YoY 성장세는 16%에 그쳤다. 네이버 지도 앱의 8월 MAU는 YoY 18% 상승했다. 이용자 월평균 이용시간도 126분 수준으로 YoY 64% 상승했다. 네이버 지도의 네이버 앱 대비 이용시간 비중은 연초 10%에서 현재 19% 수준까지 상승했다.

그림 13. 네이버 지도 월간 총체류시간 (안드로이드)



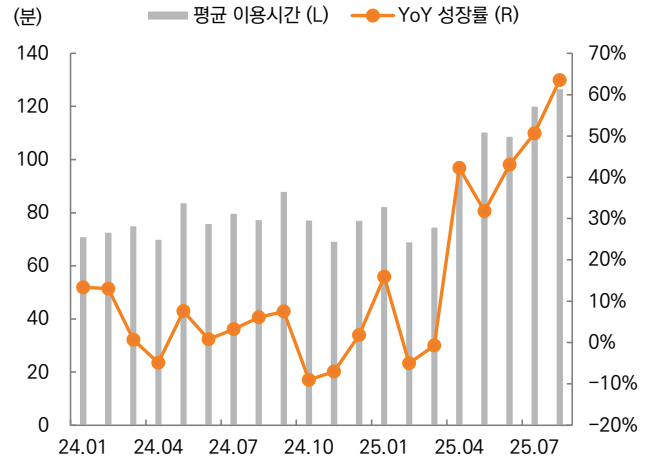
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 네이버 지도 MAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

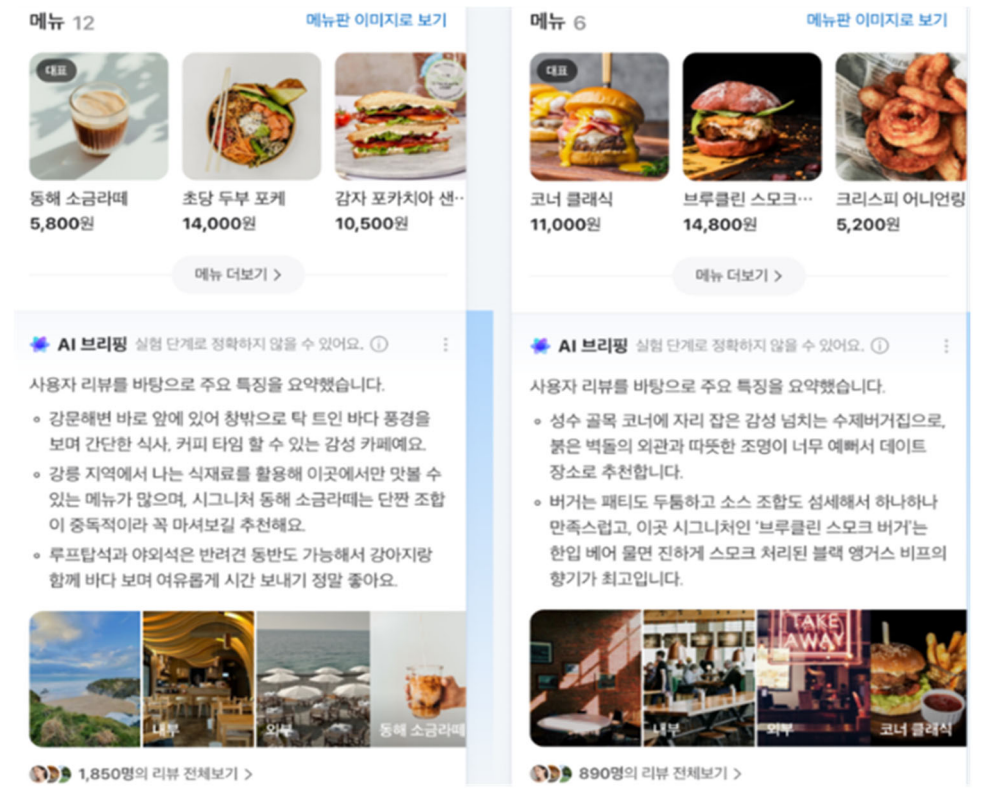
그림 15. 네이버 지도 이용자 월평균 이용시간 (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

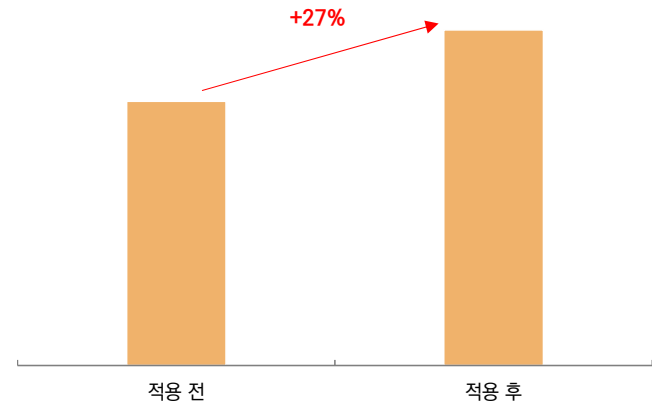
NAVER에 따르면 AI 브리핑 도입 이후 플레이스 검색 영역에서의 이용자 평균 체류시간은 도입 전 대비 10% 상승했고 추가 탐색을 위한 클릭률은 27% 증가했다. 업체의 상세 정보를 확인할 수 있는 더보기 탭의 클릭률은 137% 상승했고 메뉴 더보기 클릭률은 30% 증가했다. AI 브리핑이 적용된 업체들의 예약 및 주문 건수는 적용 전 대비 8% 상승했다.

그림 16. 네이버 AI 브리핑 예시



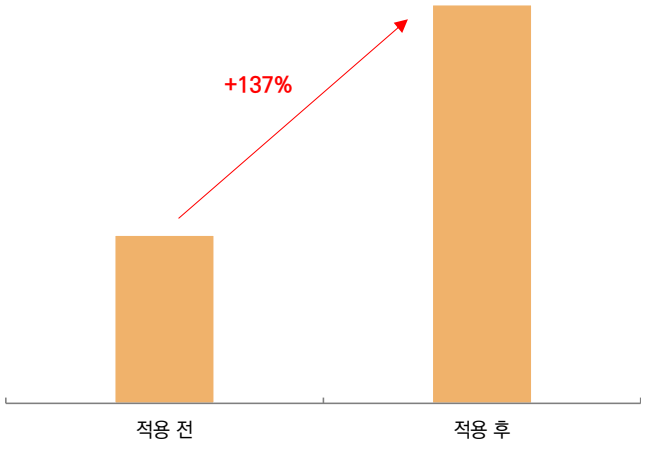
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. AI 브리핑 도입과 플레이스 추가 탐색 클릭률 변화



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. AI 브리핑 도입과 플레이스 더보기 탭 클릭률 변화



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

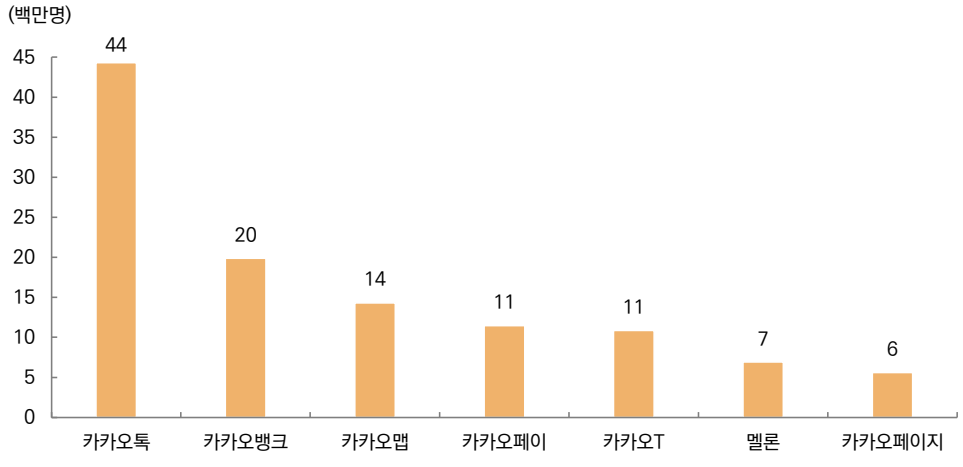
카카오: AI 에이전트를 통한 반전 모색

자체 AI 에이전트의 출시

9/23일 이프카카오 행사에서 신규 AI 서비스 및 오픈 AI와 협업 중인 제품에 대한 구체적인 정보가 공개될 예정이다. 카카오는 주요 앱 합산 MAU가 1억명이 넘는 국내 3대 플랫폼(구글, NAVER, 카카오)에 해당하며 이용시간 기준으로는 구글에 이은 2위 플랫폼이다.

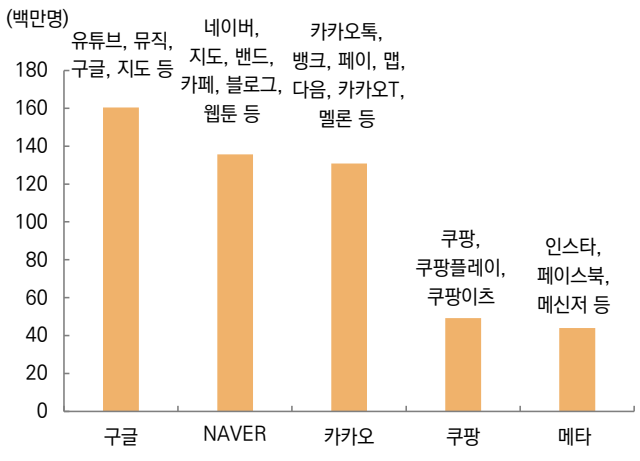
카카오는 메신저/커머스(카카오톡), 콘텐츠(카카오페이지), 뮤직(멜론), 모빌리티(카카오T), 검색(다음), 금융(페이, 뱅크), 게임(카카오게임즈) 등 플랫폼 중에서도 가장 다변화된 B2C 서비스를 제공하고 있는 업체다. AI 에이전트를 출시했을 때 유의미한 트래픽 상승이 기대되는 이유다. 다만 유료 구독 BM으로 폭발적인 초기 성과를 기대하기는 어려워 보인다.

그림 19. 카카오 주요 앱 MAU 현황



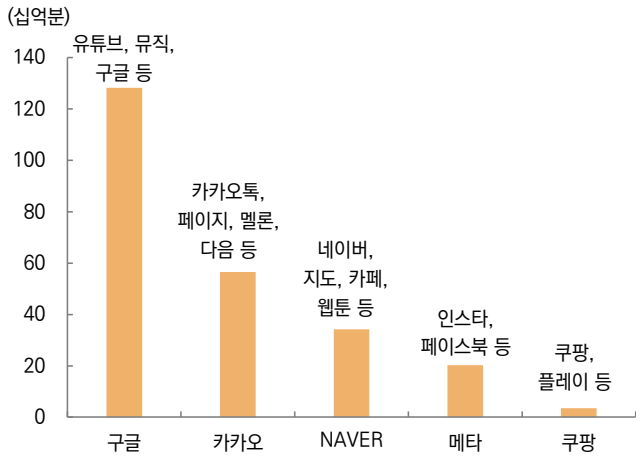
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 플랫폼별 주요 앱 국내 MAU 합산 수치 비교



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 21. 플랫폼별 주요 앱 국내 월간 총 이용시간 합산 수치 비교



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 국내 월간 순 이용자 수, 총 이용시간 상위 앱 (1~50위)

순위	앱 이름	순이용자수 (백만명)	목적	순위	앱 이름	총이용시간 (십억분)	목적
1	카카오톡	44	메신저	1	YouTube	97	콘텐츠, 검색
2	YouTube	43	콘텐츠, 검색	2	런처	52	기기
3	네이버	42	검색, 커머스	3	카카오톡	36	메신저
4	Google	34	검색	4	네이버	20	검색, 커머스
5	Google Chrome	33	검색	5	Instagram	17	콘텐츠, 메신저
6	쿠팡	32	커머스	6	YouTube Music	17	음악
7	네이버 지도	30	지도	7	Samsung 인터넷 브라우저	14	검색
8	캘린더	30	계획	8	Google Chrome	10	검색
9	토스	27	금융	9	TikTok – lite	10	콘텐츠, 검색
10	Instagram	24	콘텐츠, 메신저	10	뮤직 플레이어	10	음악
11	당근	22	커머스	11	토스	10	금융
12	밴드	21	메신저	12	멜론	9	음악
13	배달의민족	20	배달	13	InCallUI	9	기기
14	카카오뱅크	20	금융	14	SKT 에이닷 전화	6	통신
15	PASS	20	인증	15	메시지	6	통신
16	KB국민은행 스타뱅킹	18	금융	16	T map	5	지도
17	Gmail	17	메일	17	넷플릭스	4	콘텐츠
18	T map	16	지도	18	ROBLOX	4	게임
19	11번가	15	커머스	19	캐시워크	4	앱테크
20	카카오맵	14	지도	20	OK캐쉬백	4	금융
21	SmartThings	14	기기	21	X(구 Twitter)	4	콘텐츠, 메신저
22	SKT 에이닷 전화	14	통신	22	갤러리	4	사진
23	KB Pay	14	금융	23	네이버 지도	4	지도
24	Facebook	14	콘텐츠, 메신저	24	지니 뮤직	4	음악
25	넷플릭스	14	콘텐츠	25	네이버 웹툰	4	콘텐츠
26	신한 SOL페이	13	금융	26	쿠팡	3	커머스
27	신한 SOL뱅크	13	금융	27	당근	3	커머스
28	ChatGPT	13	AI, 검색	28	다음	3	검색
29	네이버 카페	13	검색	29	TikTok	3	콘텐츠
30	G마켓	12	커머스	30	전화	3	통신
31	네이버플러스 스토어	12	커머스	31	FLO	3	음악
32	모바일 T world	12	통신	32	카카오페이지	3	콘텐츠
33	카카오페이	11	금융	33	KBS kong	3	라디오
34	AliExpress	11	커머스	34	Facebook	2	콘텐츠, 메신저
35	Google 지도	11	지도	35	무선 긴급 경보	2	기기
36	스타벅스	11	음식료	36	권한 관리자	2	기기
37	삼성카드	11	금융	37	기본 화면 보호기	2	기기
38	Temu	11	커머스	38	Alwayz 올웨이즈	2	커머스
39	카카오 T	11	모빌리티	39	알람/시계	2	기기
40	쿠팡이츠	11	배달	40	카메라	2	사진
41	다음	10	검색	41	네이버 시리즈	2	콘텐츠
42	삼성카드 마이홈	10	금융	42	네이버 카페	2	검색
43	현대카드	10	금융	43	Syrup Wallet	2	앱테크
44	Samsung S Health	10	건강	44	Royal Match	2	게임
45	T멤버십	10	금융	45	Spotify Music	2	음악
46	네이버 블로그	9	검색	46	MBC 미니	2	콘텐츠
47	TikTok 틱톡	9	콘텐츠	47	Google	2	검색
48	하나원큐	9	금융	48	티빙	2	콘텐츠
49	캐시워크	9	앱테크	49	Google Play 스토어	2	검색
50	ISP/페이북	9	금융	50	YouTube	1	콘텐츠, 검색

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 국내 월간 순 이용자 수, 총 이용시간 상위 앱 (51~100위)

순위	앱 이름	순이용자수 (백만명)	목적	순위	앱 이름	총이용시간 (십억분)	목적
51	우리은행 우리WON뱅킹	9	금융	51	NAVER VIBE	1	음악
52	YouTube Music	9	음악	52	OK캐쉬백_오락	1	금융
53	네이버 웹툰	8	콘텐츠	53	밴드	1	메신저
54	코레일톡+	8	모빌리티	54	L.POINT	1	금융
55	네이버 파파고	8	번역	55	제타(zeta)	1	콘텐츠
56	올리브영	8	커머스	56	KB증권 M-able(마블)	1	금융
57	롯데카드	8	금융	57	ChatGPT	1	AI, 검색
58	X(구 Twitter)	8	콘텐츠, 메신저	58	CBS레인보우	1	콘텐츠
59	케이뱅크 (K bank)	8	금융	59	카카오 T 택시 기사용	1	모빌리티
60	하나멤버스	7	금융	60	머니워크	1	앱테크
61	티빙 TVING	7	콘텐츠	61	SBS 고릴라	1	콘텐츠
62	NH스마트뱅킹	7	금융	62	wavve(웨이브)	1	콘텐츠
63	하나카드(원큐페이)	7	금융	63	Temu	1	커머스
64	다음 카페	7	검색	64	Android Auto	1	기기
65	OK캐쉬백	7	금융	65	다음 카페	1	검색
66	Google 포토	7	사진	66	하나멤버스	1	금융
67	멜론	7	음악	67	m.Stock	1	금융
68	마이 케이티	7	통신	68	업비트	1	금융
69	네이버페이	7	금융	69	키움증권 영웅문	1	금융
70	무신사	7	커머스	70	캘린더	1	계획
71	GS SHOP	7	커머스	71	알송 모바일	1	음악
72	Facebook Messenger	6	메신저	72	Samsung Notes	1	계획
73	Samsung Gear	6	기기	73	FM 라디오	1	콘텐츠
74	쿠팡플레이	6	콘텐츠	74	배달의민족	1	배달
75	NOL(야놀자)	6	숙박	75	AliExpress	1	커머스
76	NH콕뱅크	6	금융	76	카카오내비	1	지도
77	NH올원뱅크	6	금융	77	Threads	1	콘텐츠, 메신저
78	Google 드라이브	6	클라우드	78	빗썸	1	금융
79	네이버 MYBOX	6	클라우드	79	카카오맵	1	지도
80	옥션	6	커머스	80	카카오뱅크	1	금융
81	요기요	6	배달	81	Last Z	1	게임
82	한컴오피스 viewer	6	문서	82	모바일증권 나무	1	금융
83	업비트	6	금융	83	ReVanced Extended	1	기기
84	이마트	6	커머스	84	피망 뉴맞고	1	게임
85	카카오페이지	6	콘텐츠	85	클래시 로얄	1	게임
86	KB증권 M-able(마블)	5	금융	86	치지직	1	콘텐츠
87	우리동네GS	5	커머스	87	Brave 브라우저	1	검색
88	CGV	5	커머스	88	애니팡2	1	게임
89	SSG.COM	5	커머스	89	KB국민은행 스타뱅킹	1	금융
90	A.(에이닷)	5	통신	90	카카오페이	1	금융
91	m.Stock	5	금융	91	텔레그램	1	메신저
92	우리카드	5	금융	92	11번가	1	커머스
93	올원페이(NH앱카드)	5	금융	93	노벨피아	1	콘텐츠
94	U+	5	통신	94	한국투자	1	금융
95	롯데ON	5	커머스	95	Royal Kingdom	1	게임
96	KT 멤버십	5	통신	96	WOS	1	게임
97	정부24(구 민원24)	5	문서	97	Pi Browser	1	검색
98	CJ온스타일	5	커머스	98	SOOP	1	콘텐츠
99	여기어때	5	숙박	99	사진 스크린세이버	1	기기
100	Syrup Wallet	5	앱테크	100	야핏무브	1	앱테크

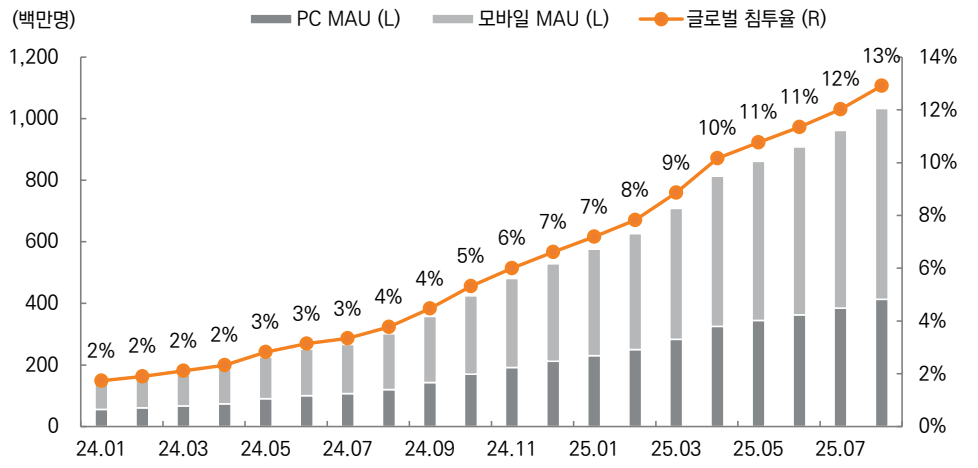
자료: 미래에셋증권 리서치센터

챗GPT 온보딩은 정해진 미래

연간 3배 이상의 성장을 하고 있는 챗GPT도 구독모델을 통한 수익화에는 어려움을 겪고 있다. 챗GPT는 글로벌 MAU가 10억명을 넘어선 것으로 추정된다. 그러나 전세계 인구의 13%가 사용하는 서비스가 되었음에도 비용을 충당하지 못하는 상황이다. 오픈AI의 24년 매출은 37억 달러를 기록했으나 적자규모는 50억달러에 이르는 것으로 추정된다. 즉 구독 BM으로는 지속 가능한 성장이 불가능하다는 것이 입증되고 있다.

글로벌 AI 개발사들은 1) 글로벌에서의 침투율을 가파르게 올리고, 2) 광고 수익을 새로운 BM으로 가져가기 위해서 거대 MAU를 보유한 로컬 메신저와의 파트너십을 확대할 가능성이 높다. 주요 로컬 메신저 플랫폼에 글로벌 AI B2C 서비스가 온보딩될 경우 AI 서비스 자체에 대해서는 호의적이나 별도의 앱 설치까지는 의지가 없던 이용자층을 유저로 유입시킬 수 있기 때문이다. 메신저 플랫폼 입장에서는 체류시간 증대를 꾀할 수 있다. 카카오와 오픈AI의 협업이 챗GPT의 카카오톡 온보딩까지 이어지는 이유다.

그림 22. 챗GPT MAU, 침투율 추이 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 6. 챗GPT 주요 지표 자체 추정

	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08
침투율	**3%**	**4%**	**4%**	**5%**	**6%**	**7%**	**7%**	**8%**	**9%**	**10%**	**11%**	**11%**	**12%**	**13%**
MAU (백만명)	**267**	**302**	**358**	**425**	**480**	**529**	**576**	**626**	**708**	**813**	**861**	**908**	**962**	**1,033**
PC (백만명)	107	121	143	170	192	212	230	250	283	325	344	363	385	413
모바일 (백만명)	160	181	215	255	288	317	345	376	425	488	517	545	577	620
WAU (백만명)	**200**	**226**	**268**	**319**	**360**	**397**	**432**	**469**	**531**	**610**	**646**	**681**	**721**	**775**
월간 결제 유저 수 (백만명)	**5**	**5**	**6**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**	**13**	**16**	**17**	**18**	**19**	**21**
Pay Ratio	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액 (백만달러)	**276**	**318**	**383**	**463**	**533**	**593**	**646**	**707**	**805**	**929**	**991**	**1,052**	**1,122**	**1,214**
구독 (백만달러)	211	244	295	359	414	463	510	562	644	748	802	856	918	999
API (백만달러)	65	74	88	105	118	130	136	145	161	182	189	196	204	215

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

얼마나 더 벌게 될까?

카카오의 자체 AI 에이전트의 성공 가능성은 존재하나 신규 매출 창출에 있어서 월정액 유료 구독 BM이 메인이 되기는 어렵다고 판단한다. 자체 AI 에이전트의 가격이 월 만원 이상으로 책정될 경우 유료 결제 유저 비중이 5%를 넘기도 어려울 것이다. 구독 모델을 가진 다양한 AI 서비스가 존재하지만 두 가지 이상을 구독하는 경우는 극소수다. AI 에이전트와 챗GPT의 온보딩을 통해서 발생하는 신규 매출은 대부분 광고로부터 발생할 것이다.

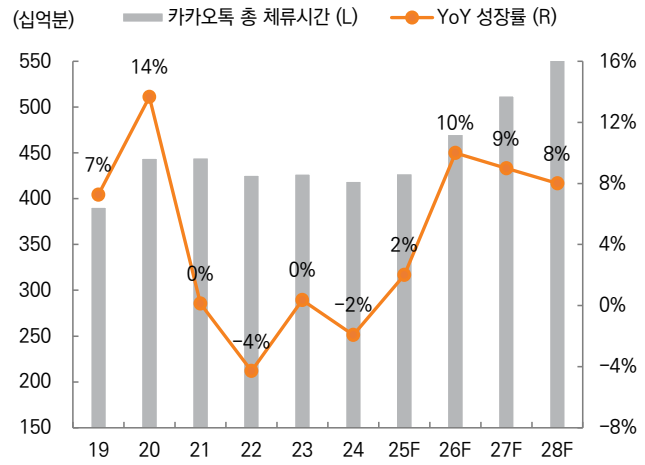
AI 서비스들의 도입으로 카카오톡 체류시간의 반등과 톡비즈 광고 매출액 성장률의 가속화가 이어질 전망이다. 카카오톡의 실행당 평균 체류시간은 1.1분에 불과하나 챗GPT의 경우 1.8분에 달한다. 이는 AI 에이전트 기능이 카카오톡에 성공적으로 자리잡을 경우 유의미한 체류시간 증대가 이어질 수 있음을 의미한다. AI 에이전트 기능의 도입으로 26년 이후 카카오톡의 체류시간은 28년까지 연 8% 이상씩 증대될 것으로 예상하며 톡비즈 광고 매출액 YoY 성장률은 17% 이상으로 회복될 것이다.

표 7. 카카오톡 주요 연간 지표 추정

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
카카오톡 총 체류시간 (십억분)	**391**	**444**	**445**	**426**	**427**	**419**	**428**	**470**	**513**	**554**
YoY 성장률	7%	14%	0%	-4%	0%	-2%	2%	10%	9%	8%
개인간 채팅 추정 체류시간 (십억분)	313	355	356	341	342	335	329	325	322	319
개인간 채팅 외 체류시간 (십억분)	78	89	89	85	85	84	83	83	84	84
AI 에이전트를 통한 신규 체류시간 (십억분)	-	-	-	-	-	-	-	62	107	151
톡비즈 광고 매출액 (십억원)	**295**	**605**	**886**	**1,054**	**1,120**	**1,199**	**1,268**	**1,478**	**1,747**	**2,049**
YoY 성장률	-	105%	47%	19%	6%	7%	6%	17%	18%	17%
체류시간 1분당 광고 매출액 (원)	**0.8**	**1.4**	**2.0**	**2.5**	**2.6**	**2.9**	**3.0**	**3.1**	**3.4**	**3.7**
YoY 성장률	-	80%	46%	24%	6%	9%	4%	6%	8%	9%
카카오톡 실행당 평균 체류시간 (분)	**1.53**	**1.55**	**1.31**	**1.22**	**1.17**	**1.10**	**1.12**	**1.24**	**1.35**	**1.45**
YoY 성장률	7%	1%	-15%	-7%	-4%	-6%	2%	10%	9%	8%

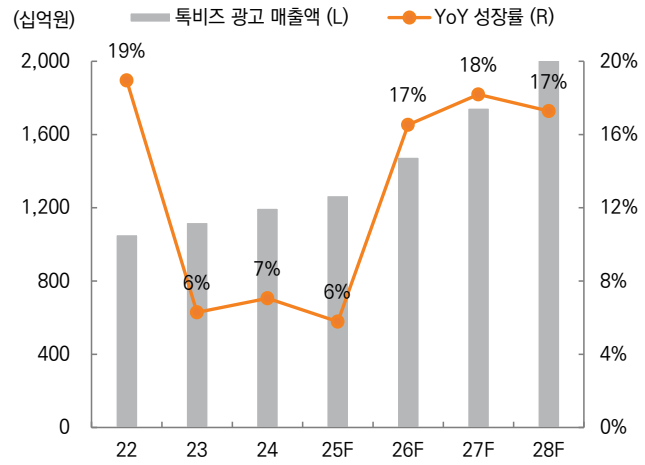
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 카카오톡 연간 총 체류시간 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 24. 카카오 톡비즈 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

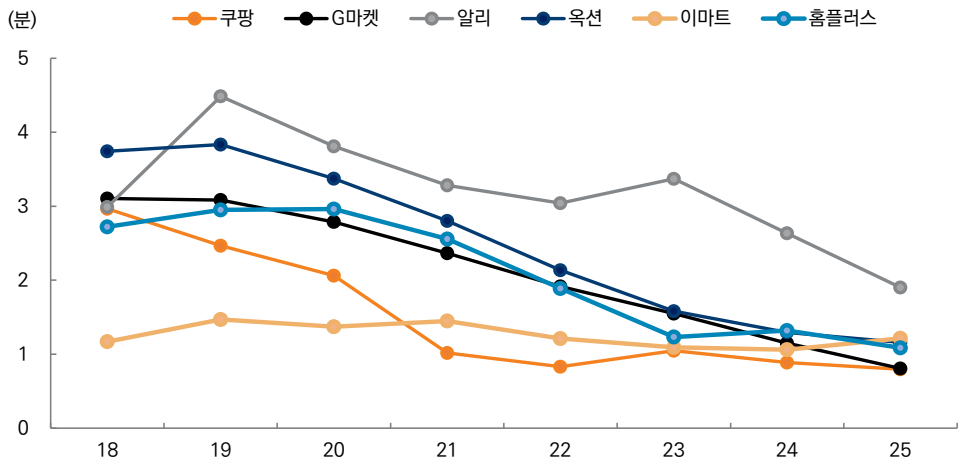
IV. AI가 바꾸고 있는 쇼핑 패러다임

쇼핑 단위 시간 감소는 현재 진행형

AI 기반 추천 기능의 고도화는 쇼핑 단위 시간의 가파른 감소를 불러오고 있다. 심신이 지친 현대인들은 과거와 달리 더 이상 많은 시간을 쇼핑에 할애하길 원치 않는다. 쇼핑 단위 시간의 감소 양상은 이미 국내와 글로벌에서 관찰되고 있다.

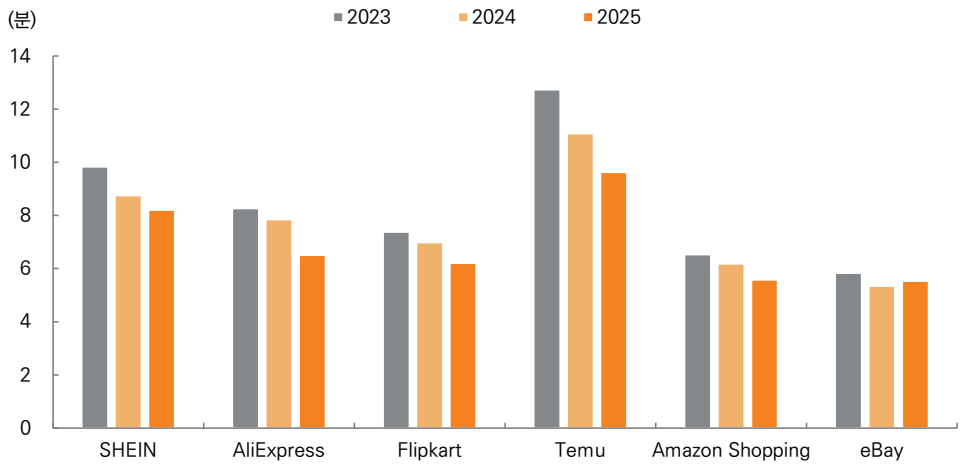
쿠팡을 비롯한 국내 커머스 앱 전반의 실행당 평균 체류시간은 불과 5년만에 절반 이하로 감소했다. 작년에도 10% 이상의 역성장을 기록한 플랫폼이 대부분이다. 글로벌도 국내와 크게 다르지 않다. 아마존 쇼핑, 알리익스프레스, 이베이, 테무 등 주요 글로벌 커머스 플랫폼의 일평균 체류시간도 22년 이후 연 5% 이상의 감소세를 보이고 있다.

그림 25. 국내 주요 커머스 앱 실행당 평균 체류시간



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 글로벌 주요 커머스 플랫폼 일평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

쇼핑 AI 에이전트의 주도권은 어디로 갈까?

머지 않은 미래에 AI 에이전트가 일련의 쇼핑 과정을 대신해주는 것이 보편화될 것이다. 오픈AI, 구글, 퍼플렉시티 등은 쇼핑 에이전트 기능을 이미 출시하고 있다. 신규 검색 사업자들이 쇼핑 시장이라는 파이를 빼앗기 위해 AI 에이전트를 출시하며 노력하고 있으나 시장을 지배하고 있는 레거시 커머스 업체를 당장 무너트리기는 어려워보인다. 오픈AI에서 사람을 대신해줄 정도의 고도화된 AI 에이전트가 나온다고 해도 그렇다.

표 8. AI 쇼핑 에이전트 현황

기업명	서비스명	작동 방식
아마존	Rufus	- 제품 카테고리별 주요 고려 사항 제시, 목적에 맞는 제품 추천 - 리뷰 기반으로 다양한 제품 비교, QnA 응대
아마존	Buy for me	- 아마존 이외 사이트의 제품까지도 탐색 가능 - 원하는 제품 설명시 검색 → 추천, 구매 확정시 자동으로 결제 및 정보 입력
월마트	Sparky	- 사용 목적 설명 시 이에 맞는 제품 추천 및 리뷰 정리, QnA 응대 - 추후 라이프스타일 기반 생필품 리스트 정리 및 자동 주문 기능까지 확대 예정
월마트	Text to Shop, Voice Shopping	- 텍스트 및 음성 기반으로 반복 구매 제품을 빠르게 구매 가능 - 구글 알렉사, 애플 홈팟 등 스마트 스피커와 연동
구글	AI Mode	- 사용 목적 설명시 이에 맞는 제품 추천 및 사이트 연결 - 최저가 스크리닝 및 AI 이미지 생성 기반으로 가상 피팅 가능
퍼플렉시티	기존 AI 앱	- AI 검색 후 외부 사이트로 이동하지 않고 구매 가능, 유료 구독자 대상 무료 배송 - 상품 사진 찍으면 관련 제품 소개 및 추천
오픈AI (챗GPT)	기존 AI 앱	- 제품 검색, 비교, 구매링크로 연결 가능 - 기존 대화 내용 메모리 기반으로 개인화된 제품 추천
네이버	AI 쇼핑 비서 (출시 예정)	- 쇼핑 데이터와 블로그, 카페 사용 이력 모두 활용하여 큐레이션 제공 - 검색 창에서 소비자와의 대화 통해 구매 목적 및 의도 파악
카카오	AI 메이트 쇼핑	- 쇼핑을 비롯한 종합 AI 에이전트 연내 출시 예정 - 카카오톡 대화 등 데이터 참고하여 니즈에 맞는 선물이나 자기 구매 추천

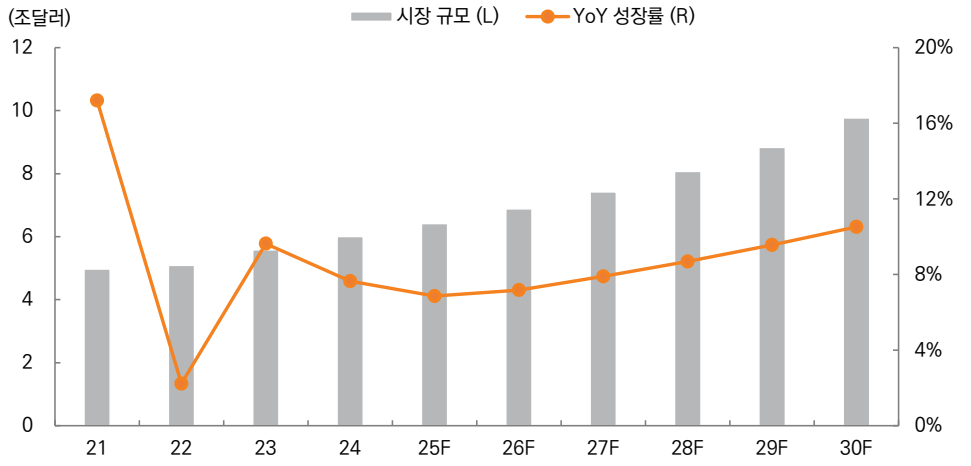
자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI 에이전트가 사용자가 원하는 물건을 가져오기 위해서는 물건들이 팔리고 있는 커머스 플랫폼을 경유할 수밖에 없으나 각 시장의 지배적인 커머스 플랫폼들이 이를 그대로 용인할리 없기 때문이다. 외부 AI 에이전트에 경로를 열고 물건이 팔렸을 때 일정 부분의 수수료 수익을 가져올 수는 있겠지만 기존 플랫폼의 핵심 수익원 중 하나인 커머스 광고가 치명적인 타격을 입기 때문이다.

각 국가의 1, 2위 커머스 플랫폼이 외부 경유는 제한하고 자체적으로 AI 에이전트를 이용하게만 해도 외부 AI 에이전트의 쇼핑 수행 능력은 현저하게 떨어지게 된다. 일반적으로 1, 2위 커머스 플랫폼의 합산 점유율은 해당 전자상거래 시장 점유율의 과반을 넘어서는데 해당 플랫폼들의 상품을 제외한 검색의 퀄리티는 낮아질 수밖에 없기 때문이다. 결국 쇼핑 AI 에이전트의 승자는 해당 지역의 레거시 커머스 플랫폼(아마존, 알리바바, 쇼피 등)에서 나올 가능성이 높다.

쇼핑 AI 에이전트는 만족도·시간·비용 측면에서 최적화된 쇼핑 경험을 제공하면서 전자상거래 시장 침투율의 상승을 가속화할 가능성이 높다. 전자상거래 시장은 코로나 시기 침투율을 급격하게 올려가며 고성장한 이후 7%로 정체된 성장세를 보이고 있었으나 쇼핑 AI 에이전트가 본격적으로 도입될 경우 침투율의 가파른 상승을 이끌며 10% 이상의 성장세 회복이 가능해질 것으로 판단한다.

그림 27. 글로벌 전자상거래 시장 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

각 국가의 전자상거래 시장은 AI 에이전트 능력을 제대로 갖춘 상위 1~2개 업체에 점유율이 집중될 가능성이 높다. 3순위 이하의 커머스 플랫폼은 더 이상 소비자의 발길이 닿지 않게 될 가능성이 높으며 니치 마켓을 확실하게 공략한 경우가 아니라면 자연소멸하게 될 것이다. 국내의 경우 NAVER, 쿠팡으로의 점유율 집중이 가속화될 것이다. 다만 그 뒤를 뒤쫓는 신규 검색 엔진 기반의 대형 쇼핑 AI 에이전트는 등장하게 될 것이다. 브랜드들의 D2C에 대한 수요도 존재하기 때문이다.

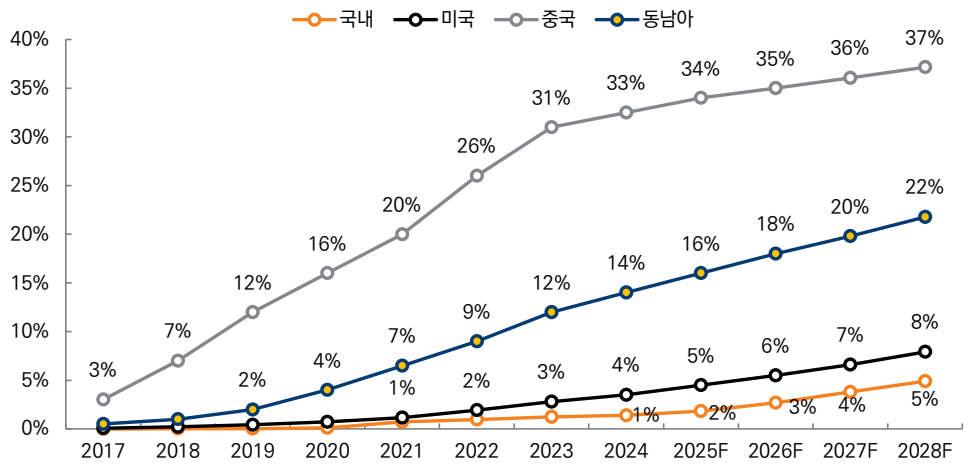
숏폼 기반의 라이브커머스는 성장 가속화

글로벌에서 이어지는 고성장

1) 쇼핑을 함에 있어서 보다 적은 시간과 고민을 할애하길 원하는 경향의 확대와 2) AI 기반의 상품 추천 능력이 고도화됨에 따라 글로벌 라이브커머스 시장의 고성장세가 지속되고 있다. 중국의 라이브커머스 침투율은 34%까지, 동남아는 16%까지 상승한 것으로 추정된다. 미국에서의 라이브커머스 침투율도 5%까지 상승한 것으로 추정된다. 중국, 동남아와 달리 국내 라이브커머스 시장은 이제 개화하는 단계다.

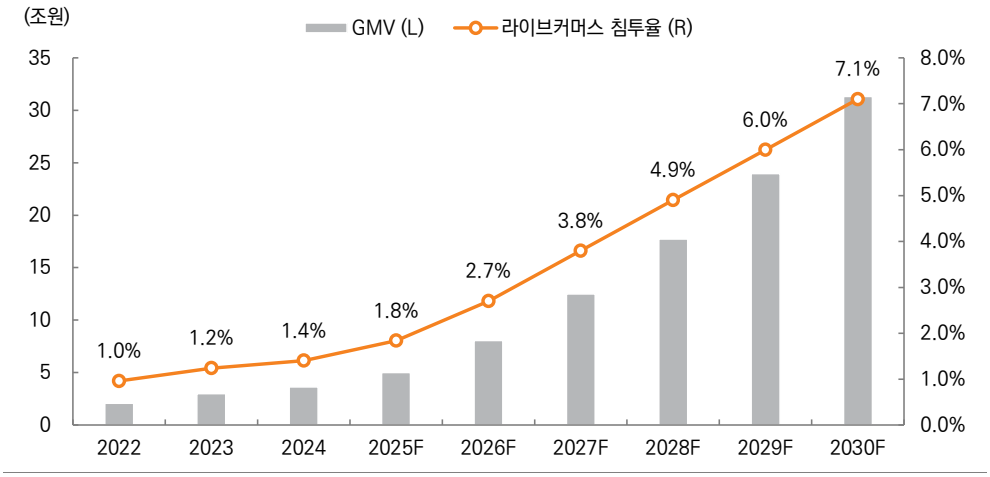
국내 라이브커머스 시장은 30년 31조원(침투율 7.1%) 규모까지 성장할 전망이다. 25년에서 30년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 44%로 10% 수준으로 예상되는 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다.

그림 28. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 전망



자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 29. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

AI 에이전트가 확산시킬 D2C 트렌드

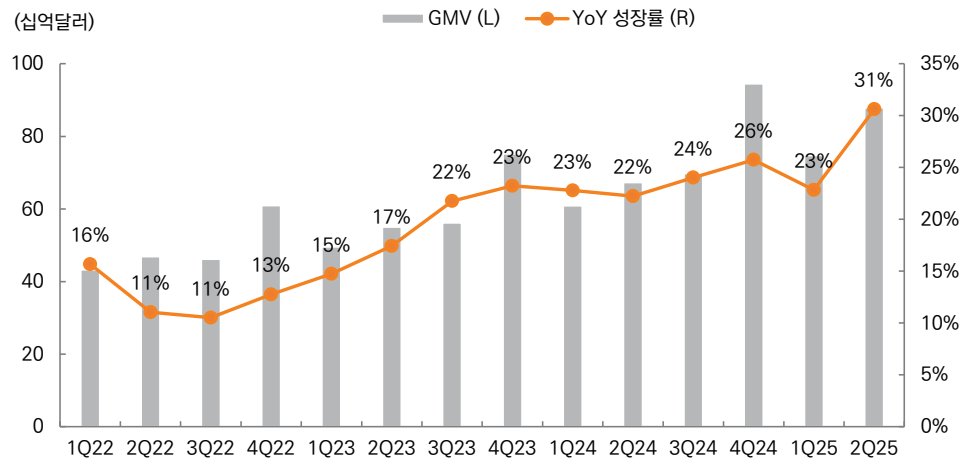
쇼핑 AI 에이전트의 보편화는 D2C 모델을 확산시킬 것이며 이는 라이브커머스 성장세 가속화로 이어질 것이다. 쇼핑 AI 에이전트는 소비자의 구매 이력, 선호도, 문장 맥락 등을 실시간으로 분석해 맞춤형 상품을 제안한다. 이는 대형 커머스 플랫폼에 의존하지 않아도 셀러가 정교한 마케팅을 전개할 수 있음을 의미한다. AI의 고도화로 광고 카피, 영상, 이미지 제작이 자동화되면서 소규모 브랜드도 적은 금액으로 효율적인 마케팅이 가능해진다.

쇼핑 AI 에이전트는 기존 D2C 전략의 두 가지 한계 1) 신규 고객 모객의 어려움, 2) 재고 관리의 어려움을 크게 개선시킬 것이다. AI 에이전트가 상용화될 경우 '검색 - 플랫폼 진입 - 구매'라는 쇼핑 경로가 'AI 에이전트 대화 - 브랜드 직결 구매'로 변화할 것이다. 매력적인 상품만 준비되어 있다면 쇼핑 AI 에이전트가 구매에 적합한 구매자를 인도해올 것이다.

또한 실시간 판매 데이터, 트래픽 등을 기반으로한 AI 수요 예측은 재고 관리의 문제를 대폭 개선시킬 수 있다. AI가 재고 상황에 따라 자동으로 가격을 조정해 소진 속도를 관리하는 다이나믹 프라이싱 전략도 유효해질 것이다.

쇼피파이의 최근 고성장은 이러한 AI의 혁신에 따른 D2C 확산 흐름과 맞닿아 있다. 쇼피파이는 AI 스토리 빌더를 통해 코딩 없는 온라인몰 구축을 지원하고 있다. 키워드만으로 쇼핑몰 이미지, 텍스트까지 자동 생성해 쇼핑몰을 구축할 수 있어 중소형 셀러들의 진입 장벽을 크게 낮췄다. 또한 쇼피파이 제품이 AI 검색에 노출될 수 있도록 적극적으로 주요 AI 기업들과 협력하고 있다. 최근 쇼피파이 GMV의 폭발적인 성장이 해당 전략이 통하고 있음을 증명하고 있다.

그림 30. 쇼피파이 분기 GMV 추이



자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

D2C 확산은 라이브커머스의 부상으로 이어진다. D2C 전략을 펼치는 브랜드는 소비자 접점을 다변화시키기 위해 노력할 수밖에 없다. 자사몰의 단순 운영만으로는 신규 고객 유입의 한계가 존재하기에 라이브 커머스가 매력적인 선택지로 부상하게 된다. 유튜브, 틱톡과 같이 이미 글로벌 수십억명의 이용자를 보유한 영상 플랫폼은 D2C 브랜드가 글로벌 확장을 할 수 있는 가장 즉각적이고 비용 효율적인 채널이 된다.

AI는 이미 촉매 역할을 충실히 수행 중이다. 생성형 AI는 영상 스크립트 작성, 시연 영상 제작, 실시간 자막 및 번역 등 라이브커머스 운영의 비용과 장벽을 크게 낮춘다. 과거에는 대규모 인력과 예산이 필요했던 라이브 방송이 중소 D2C 브랜드도 손쉽게 실행 가능한 마케팅 도구로 변화하고 있다.

AI 기반 추천 알고리즘은 시청자가 관심 가질만한 라이브 방송과 숏폼을 정밀하게 노출시켜 발견성과 구매 전환율을 동시에 개선한다. 이는 단순 노출형 광고보다 더욱 높은 몰입도와 구매율을 가져온다. AI가 D2C 확산을 견인하고 D2C는 라이브커머스 수요를 창출하는 선순환이 형성될 것이다.

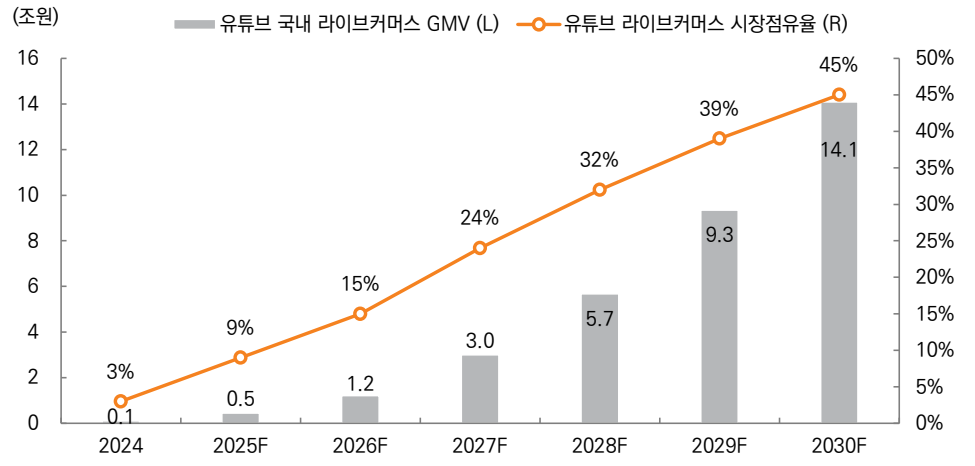
특히 유튜브쇼핑이 글로벌 라이브커머스 시장의 핵심 플레이어로 부상할 가능성이 높다. 유튜브는 전 세계 25억명 이상이 사용하는 글로벌 최대의 영상 플랫폼이며 숏폼/라이브/검색 기능이 결합된 독보적 생태계를 갖추고 있다. 여기에 구글의 광고, 결제 인프라가 연결되면서 브랜드 입장에서는 자사몰 외부에서 신규 고객을 가장 손쉽게 확보할 수 있는 채널이 된다. 인앱결제 기능 등 커머스 요소를 새롭게 개편한 유튜브는 커머스 업계를 빠르게 재편해나갈 것이다.

국내는 유튜브쇼핑이 시장을 개화시킬 것

중국, 동남아, 미국 등의 지역이 국내보다 라이브커머스가 빠르게 개화하고 압도적으로 높은 침투율을 갖게 된 이유는 틱톡샵의 존재에 기인한다. 16년에 출시된 숏폼 플랫폼 틱톡은 코로나 시기를 거치며 글로벌 인기를 누리기 시작했다. 틱톡은 21년부터 동남아를 시작으로 틱톡샵을 글로벌에서 운영하기 시작(중국에서는 18년부터)했다. 한국은 유독 틱톡의 인기가 떨어지는 국가에 해당하며 틱톡샵은 서비스되고 있지도 않다.

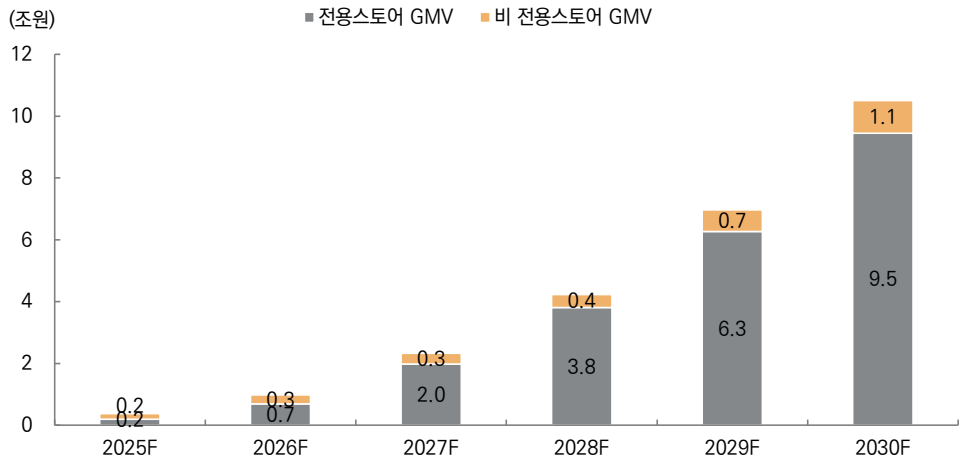
국내는 압도적인 동영상 플랫폼인 유튜브쇼핑의 침투율이 상승하면서 라이브커머스 시장이 본격적으로 개화될 것이다. 유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 30년 14조원에 이를 전망이다. 유튜브쇼핑의 국내 라이브커머스 점유율은 30년 45% 수준에 달할 전망이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 30년 3.2% 수준까지 상승할 전망이다.

그림 31. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 카페24 유튜브쇼핑 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

전용스토어 기능을 제공하는 카페24가 유튜브쇼핑 고성장의 가장 큰 수혜주다. 카페24의 30년 유튜브쇼핑 GMV로 10.5조원, 공헌이익은 840억원을 예상한다. 카페24는 전용스토어 기능을 통해 유튜브쇼핑 생태계 내에서 독과점에 가까운 지위를 유지할 것이다. 카페24의 유튜브쇼핑 내 GMV 점유율은 75% 이상이 될 것으로 전망한다.

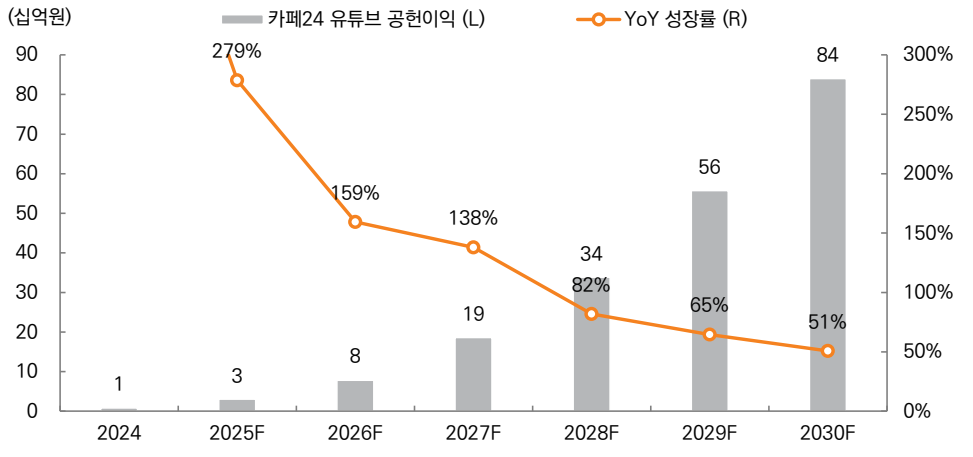
유튜브쇼핑 인앱 결제 업데이트 이후 전용스토어 GMV가 폭발적으로 늘어날 전망이다. 30년 유튜브쇼핑 전용스토어 GMV로 9.5조원을 예상한다. 인앱 결제 업데이트를 통해 유튜브쇼핑 유저의 편의성이 드라마틱하게 개선될 것으로 예상하며 외부 플랫폼으로 이동할 필요가 없는 전용스토어 내에서의 쇼핑이 각광받게 될 것이다.

표 9. 유튜브쇼핑 GMV, 카페24 주요 지표 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
전자상거래 시장 GMV (조원)	**242**	**259**	**272**	**299**	**329**	**362**	**399**	**441**
YoY 성장률	12.0%	7.1%	5.0%	9.7%	10.0%	10.2%	10.3%	10.5%
라이브커머스 GMV (조원)	**3.0**	**3.6**	**5.0**	**8.1**	**12.5**	**17.7**	**24.0**	**31.3**
라이브커머스 침투율	1.2%	1.4%	1.8%	2.7%	3.8%	4.9%	6.0%	7.1%
YoY 성장률	45%	22%	37%	61%	55%	42%	35%	31%
유튜브쇼핑 국내 GMV (조원)	**0.0**	**0.1**	**0.5**	**1.2**	**3.0**	**5.7**	**9.3**	**14.1**
라이브커머스 시장점유율	1%	3%	9%	15%	24%	32%	39%	45%
전자상거래 시장점유율	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.9%	1.6%	2.3%	3.2%
유튜브 GMV YoY 성장률	-	-	312%	168%	148%	89%	65%	51%
카페24 유튜브쇼핑 GMV (조원)	**0.0**	**0.1**	**0.4**	**1.0**	**2.3**	**4.2**	**7.0**	**10.5**
유튜브 쇼핑 내 카페24 점유율	95%	91%	84%	81%	78%	75%	75%	75%
카페24 GMV 내 유튜브쇼핑 비중	0%	1%	3%	6%	12%	18%	24%	30%
전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.0	0.2	0.7	2.0	3.8	6.3	9.5
비 전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	1.1
카페24 유튜브쇼핑 매출액 (십억원)	**0**	**1**	**5**	**16**	**42**	**80**	**131**	**197**
YoY 성장률	-	-	-	204%	164%	88%	65%	51%
공헌이익 (십억원)	0	1	3	8	19	34	56	84
YoY 성장률	-	-	-	159%	138%	82%	65%	51%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 33. 카페24 유튜브쇼핑 공헌이익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

V. 스테이블코인이 가져올 영향

인터넷 업종에 어떤 변화를 야기하나?

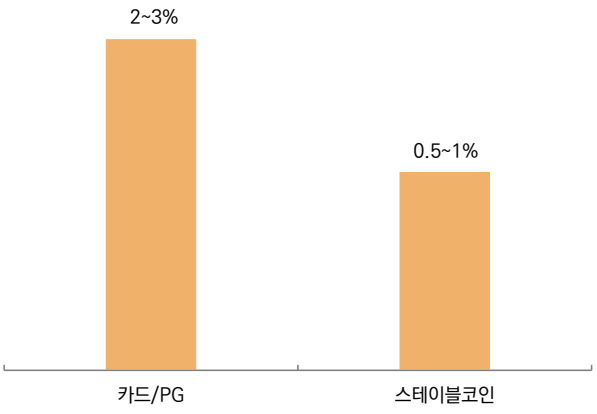
결제 및 정산의 혁신

스테이블코인은 플랫폼 기업의 결제/정산 구조를 근본적으로 바꿔 1) 수수료를 절감시키고, 2) 글로벌 이용자의 플랫폼에 대한 접근성 확대를 가능케 한다. 현재 플랫폼 기업은 카드사, PG사에 발생 결제액의 2.5~3.0% 수준의 수수료를 지불하고 있으나 스테이블코인 결제가 일반화될 경우 수수료는 1.0% 미만으로 떨어지게 된다.

스테이블코인의 결제 수수료 구조는 온체인 네트워크만 활용하는 경우와 결제 인프라 업체를 거치는 경우로 구분된다. 1) 온체인 네트워크 결제는 송금인과 수취인이 모두 스테이블코인 지갑을 보유한 상황에서 가능하며 네트워크 수수료만 발생하기 때문에 비용은 사실상 0%에 수렴하게 된다. 그러나 기업 입장에서는 스테이블코인을 직접 보관하고 환전해야하며 회계 및 세무 처리에도 부담이 따른다.

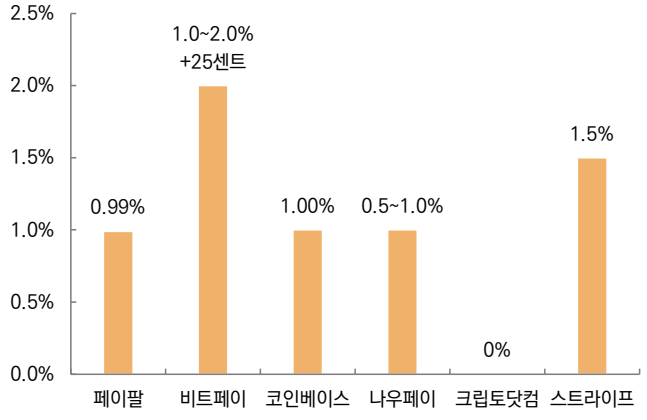
2) 결제 인프라 업체를 활용하면 기업은 법정화폐로 즉시 정산을 받을 수 있어 리스크 관리가 용이하다. 다만 이 경우 수수료는 0.5~1.0% 수준의 수수료가 발생한다. 결제 인프라 업체는 페이팔, 코인베이스, 비트페이, 스트라이프 등이 존재한다.

그림 34. 결제 수수료 변화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 주요 스테이블코인 인프라 업체 수수료



자료: 미래에셋증권 리서치센터

스테이블코인은 단순히 수수료 절감에 그치지 않고 정산 프로세스 자체를 혁신한다.

① 실시간 정산

기존 카드·PG 결제는 가맹점 계좌로 돈이 들어오기까지 최소 하루에서 길게는 3일 이상이 걸린다. 반면 스테이블코인 결제는 블록체인 네트워크 상에서 전송 즉시 정산이 완료되므로, 기업은 매출을 거의 실시간으로 확보할 수 있다. 이는 플랫폼 기업의 현금흐름 안정성과 운전자본 관리 효율성을 크게 높이는 요인이다.

② 국경 간 정산 단순화

현재의 국경 간 결제에서는 소비자가 지불한 금액이 여러 단계를 거쳐 정산되며 각 단계에서 수수료와 시간이 추가로 소요된다. 스테이블코인은 국경을 초월해 동일한 디지털 달러 단위로 정산되므로, 환율 변동 위험과 송금 지연을 최소화하고 글로벌 플랫폼이 다양한 지역에서 동일한 정산 프로세스를 적용할 수 있다.

③ 투명한 원장 기반

블록체인 상의 거래는 공개 원장에 기록되며 위·변조가 불가능하다. 이 특성은 광고비 집행, 크리에이터 정산, 콘텐츠 사용료 지급 등 이해관계자가 많은 거래에서 분쟁을 줄이고 신뢰를 높여준다. 플랫폼 기업이 스테이블코인을 도입하면 광고주와 창작자 모두에게 투명한 정산 구조를 제공할 수 있게 된다.

④ 소액 정산 가능

기존 결제망은 건당 고정 수수료(예: $0.3) 때문에 1달러 이하의 소액 정산은 사실상 불가능하다. 스테이블코인은 $0.01 단위까지 정산할 수 있어, 게임 아이템, 웹툰 회차, 크리에이터 후원 등 초소액 결제 모델에도 경제성이 생긴다. 이는 플랫폼 기업이 새로운 마이크로 트랜잭션(micro-transaction) 기반 비즈니스 모델을 개발하는 데 중요한 토대가 될 수 있다.

플랫폼 비즈니스 모델 확장

스테이블코인은 단순히 비용 절감 수단이 아니라 플랫폼 기업이 새로운 결제 단위와 시장을 개척할 수 있는 수단이다. 스테이블코인의 도입으로 1) 소액 결제, 2) 글로벌 유저 확장, 3) 크리에이터 실시간 정산 등이 가능해질 것이다.

(1) 마이크로트랜잭션 활성화

스테이블코인 도입으로 소액결제, 마이크로트랜잭션이 활성화될 것이다. 전통 PG 구조에서는 비율 수수료(2.5~3.0%) + 고정 수수료(0.3달러)의 존재로 1달러 미만 결제가 사실상 불가능하다. 스테이블코인은 건당 고정 수수료가 없고 네트워크 수수료도 부담없는 수준이기 때문에 소액 결제도 무리 없이 가능하다. 이는 플랫폼이 더욱 작은 단위로 유저에게 상품을 판매할 수 있다는 것을 의미한다.

그림 36. 페이팔 수수료 정책

Payment Type	Rate
Alternative Payment Method (APM)	APM Transaction Rates Apply
PayPal Checkout	3.49% + fixed fee
PayPal Guest Checkout	3.49% + fixed fee
QR code Transactions	2.29% + fixed fee
QR code Transactions through third party integrator	2.29% + 0.09 USD
Pay with Venmo	3.49% + fixed fee
Send/Receive Money for Goods and Services	2.99%
Standard Credit and Debit Card Payments	2.99% + fixed fee

자료: 페이팔, 미래에셋증권 리서치센터

이전보다 작은 단위의 결제가 가능해지면서 전반적인 거래액 확대가 일어난 경우는 다수 존재한다. 앱스토어 인앱결제도 대표적인 케이스다. 초기에는 앱 유료판매 단가가 3~5달러 수준으로 소비자 저항감이 존재했으나 인앱결제가 가능해지면서 1달러 단위의 소액 과금이 확산되었다. 부분 유료화 BM이 가능해지면서 모바일 게임 인앱 매출이 폭발적으로 성장한 바 있다.

웹툰/웹소설 플랫폼의 부분 유료화 모델도 마찬가지다. 과거 한 권 단위의 판매는 금액에 대한 심리적 진입 장벽이 높았으나 부분 유료화 모델이 도입되면서 상황이 변화했다. 네이버웹툰, 카카오웹툰은 부분 유료화 모델을 도입하면서 폭발적인 MAU, ARPU 상승을 경험한 바 있다.

(2) 글로벌 유저 확장

스테이블코인은 이머징 마켓의 결제 장벽을 낮추어 글로벌 플랫폼 기업의 유료 결제자 확대로 이어질 수 있다. 스테이블코인은 특히 인플레이션 등으로 인해 환율이 불안정한 국가에서 디지털 달러로 기능하면서 OTT, 웹툰, 게임 등 콘텐츠 서비스의 진입장벽을 낮출 것이다. 넷플릭스, 구글 등 대부분의 글로벌 플랫폼들은 달러 기준으로 가격을 책정한다.

고인플레이션 국가의 경우 달러 결제 자체에 제한이 있거나 카드사 수수료가 높은 경우가 많다. 카드로 글로벌 서비스를 결제하려면 그 순간 환율로 계산되나 며칠 뒤 결제 시점에는 금액이 달라질 수 있기 때문이다. 애초에 신흥국 신용카드 보급률은 20%도 안되는 경우가 대부분이다. 또한 달러 예금 계좌가 없는 경우가 일반적이다. 정부나 은행이 외화 결제를 통제하는 경우도 흔하다.

달러 스테이블코인(USDT, USDC 등)은 달러 가치와 1:1로 연동되어 가치가 고정되기 때문에 인플레이션과 환율 급변이 일상화된 신흥국에서 사실상 디지털 달러처럼 기능한다. 소비자가 USDT나 USDC를 보유하고 있으면 은행 계좌나 신용카드가 없어도 글로벌 서비스 요금을 달러 단위로 직접 결제할 수 있다.

달러 스테이블코인을 이용할 경우 소비자 입장에서는 환율 변동을 직접 회피할 수 있으며 실질 구매력이 유지된다는 장점이 있다. 또한 국가 차원의 외화 결제 제한을 우회할 수 있다. 이는 결과적으로 글로벌 플랫폼이 기존 금융 인프라에 포함되지 못했던 사용자층을 유료 구독자로 흡수할 수 있도록 만든다.

(3) 실시간 정산을 통한 크리에이터 생태계 확대

스테이블코인은 크리에이터, 팬덤 경제에서 주요 문제점인 정산 지연 문제를 해소해 플랫폼 경쟁력 강화와 생태계 확대를 가능케 한다. 유튜브, 틱톡, 트위치 등의 주요 글로벌 플랫폼들의 경우도 정산 이후 지급 처리에 길게는 30일까지 소요되곤 한다. 광고 수익, 후원 수익이 발생해도 크리에이터가 돈을 받기까지 최소 한 달이 소요된다는 의미다. 국가 간 송금이 개입되면 지연은 보다 길어진다.

표 10. 유튜브, 틱톡, 트위치 정산주기

플랫폼명	정산 주기	지급 처리에 필요한 시간
유튜브	매월 7~12일	4 ~ 28일
틱톡	매월 1일	3 ~ 15일
트위치	매월 말일	3 ~ 30일

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

크리에이터 수익을 스테이블코인으로 지급하면 블록체인 전송만으로 실시간 정산이 가능해진다. 기존 PG 구조에서는 0.3달러 수준의 고정수수료의 존재로 1달러 미만의 후원은 경제성이 낮았으나 스테이블코인을 통한다면 초소액 후원도 수수료 부담 없이 가능해진다. 초소액 후원이 가능해질 경우 팬덤의 참여도가 확대되면서 크리에이터 수익 증대로 이어질 가능성이 높다.

스테이블코인의 활성화는 글로벌 팬덤의 확장성도 높여준다. 가수, 프로게이머, 웹툰 작가, 스트리머 등 크리에이터의 팬덤은 국경을 초월한다. 기존 금융 시스템은 국경 간 송금 시 수수료, 세금, 구제 등의 복잡함을 갖고 있으나 스테이블코인 정산은 국적 불문, 동일한 결제/정산 구조를 제공한다. 결과적으로 글로벌 팬덤 – 플랫폼 – 크리에이터 구조가 강화될 수 있다.

글로벌 및 국내 스테이블코인 도입 현황

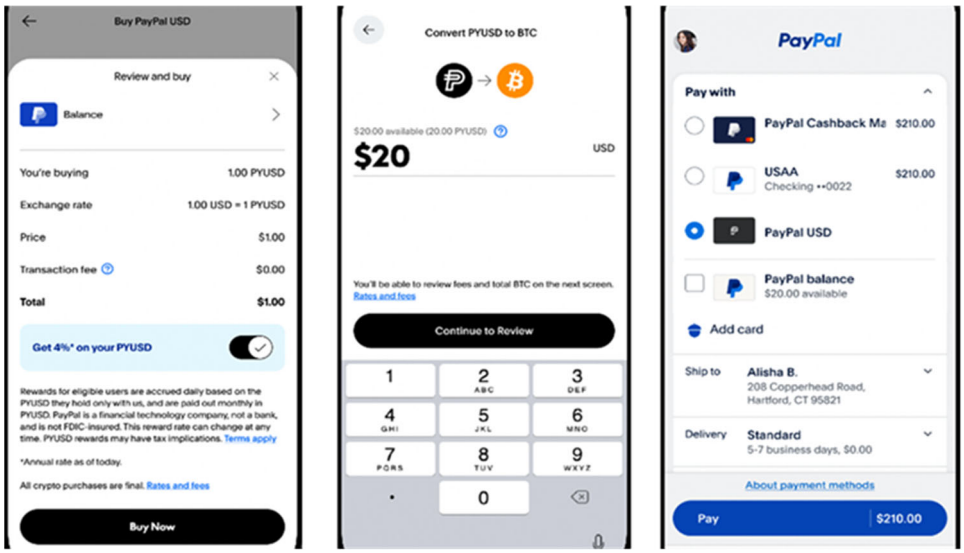
글로벌 동향

글로벌에서는 메이저 플랫폼 기업들이 스테이블코인을 직접 발행하거나 기존 인프라와 제휴해 결제 시스템에 통합하는 사례가 빠르게 증가 중이다. 이러한 흐름은 1) 전통 빅테크의 직접 참여, 2) 핀테크 인프라 기업의 확산, 3) 콘텐츠 분야에서의 실험적 도입, 4) 크리에이터 경제 변화 등으로 나타나고 있다.

(1) 전통 빅테크의 직접 참여

페이팔은 23년 자체 스테이블코인 PYUSD를 발행하였다. PYUSD는 Paxos가 발행을 지원하며 미국 달러와 1:1로 연동된다. 페이팔은 이를 미국 내 결제, P2P 송금, 암호화폐 거래에 직접 연결했고 24년에는 Venmo 지갑에도 통합했다. 페이팔의 연간 TPV는 1.5조달러를 상회하는데 PYUSD는 이 네트워크에 바로 편입될 수 있는 구조다.

그림 37. 페이팔의 PYUSD 결제 방식



자료: 미래에셋증권 리서치센터

아마존, 구글, 메타 등의 빅테크에서는 아직 공식적인 스테이블코인 도입을 선언하지는 않았지만 내부적으로는 스테이블코인의 도입에 대한 활발한 탐색 단계에 있는 것으로 추정된다. 머지 않은 시기에 빅테크들의 스테이블코인 결제 도입 선언이 이어질 전망이다.

메타는 페이팔보다 먼저 움직인 전례가 있는 기업이다. 메타는 19년 리브라 프로젝트를 진행했으나 규제 당국의 강한 반발로 22년 중단했다. 최근에는 인스타그램, 페이스북, 왓츠앱의 국경 간 송금 기능에 스테이블코인을 활용하는 방안을 검토 중인 것으로 보인다.

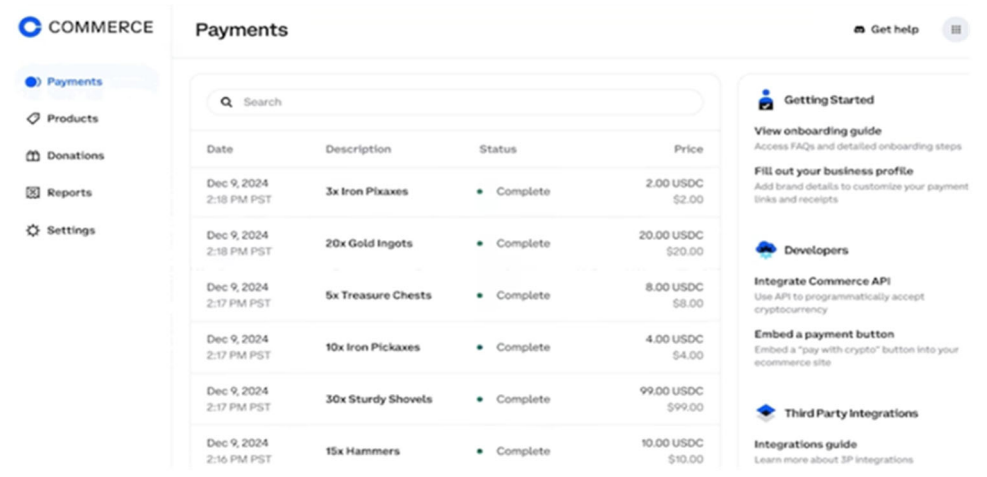
(2) 핀테크 인프라 기업의 확산

서클과 코인베이스가 공동 발행하는 USDC는 글로벌 결제 인프라로 빠르게 확장되고 있다. 쇼피파이는 스트라이프와의 제휴를 통해 온라인 스토어가 USDC를 결제수단으로 받을 수 있도록 API를 제공한다.

코인베이스 커머스는 셀러가 비트코인, 이더리움 등 암호화폐를 결제수단으로 받아들일 수 있도록 해주는 서비스를 제공한다. 고객이 본인이 선호하는 암호화폐와 지갑을 사용할 수 있도록 설계되어 있다. 결제 수취 시 일반적으로 1%의 수수료가 발생한다. API 또는 UI 통합 방식으로 쇼핑몰 등에 넣을 수 있어 여러 전자상거래 플랫폼과 연동이 가능하다.

글로벌 카드 네트워크에도 스테이블코인이 결제 정산 레이어로 점차 편입되고 있다. 비자는 솔라나 네트워크 기반으로 USDC 결제 정산 파일럿을 글로벌 지역에서 테스트하고 있다. 마스터카드 역시 서클과 파트너십을 맺고 디지털 자산 결제 실험을 병행 중이다.

그림 38. 코인베이스 커머스



자료: 코인베이스, 미래에셋증권 리서치센터

(3) 게임 분야에서의 도입

스테이블코인은 콘텐츠 분야에서 소액결제와 글로벌 P2P 거래라는 두 가지 한계를 보완해 줄 수 있다. 에픽게임즈 스토어의 일부 게임들에서는 USDC, USDT 결제가 가능하다. 블록체인 기반 인디게임 내 거래에서 스테이블코인이 활용되는 경우가 존재한다. 기존 카드 결제 대비 수수료가 절감되는 효과가 있다.

Immutable, Mythical Games, Sky Mavis와 같은 Web3 게임사들은 최근 블록체인 게임들에서 자체 토큰이 아닌 USDC를 인게임 결제 화폐로 도입하고 있다. 21년 초기 블록체인 게임의 대표격이었던 엑시인피니티도 AXS(거버너스 토큰), SLP(인게임 유틸리티 토큰) 가격 변동성 문제가 심해지자 아이템거래에 USDC를 도입했다.

오픈씨와 같은 NFT 마켓플레이스에서는 게임 아이템 거래의 결제 수단으로 USDC가 자리잡고 있다. 전통 결제 업체도 게임 산업을 스테이블코인 결제의 새로운 테스트 베드로 삼고 있다. 비자와 마스터카드는 솔라나, USDC 기반 정산 파일럿을 일부 게임 스토어에서 진행하고 있다. 중장기적 미래에는 스테이블코인이 게임 및 메타버스 플랫폼의 표준 결제 수단으로 정착할 가능성이 높아지고 있다.

그림 39. 엑시인피니티 거래 현황

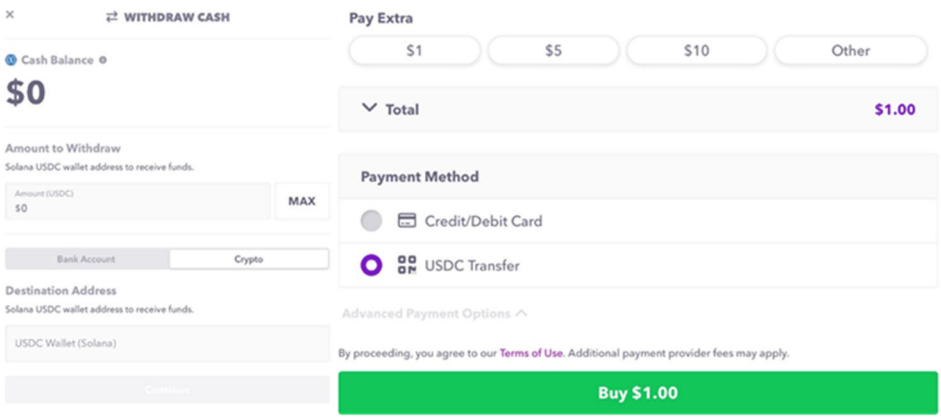
자료: 엑시인피니티, 미래에셋증권 리서치센터

(4) 크리에이터 생태계 내 도입

크리에이터 생태계에서의 스테이블코인 도입이 활성화되고 있다. 스테이블코인의 도입은 기존의 광고 의존적인 BM을 팬 직접 결제/구독 BM으로 다변화시키는 데 주요한 역할을 하게 될 것이다. 즉시 정산, 소액 후원, 글로벌 팬덤 확장이라는 3박자가 맞물리면서 플랫폼 입장에서는 BM 다각화와 이용자 락인 효과 강화를 기대할 수 있게 된다. 다양한 크리에이터 플랫폼에서 스테이블코인 도입 시도는 늘어나고 있다.

음악 플랫폼이 대표적이다. Audius, Sound.xyz 등과 같은 블록체인 기반 음악 스트리밍 플랫폼은 USDC 정산 기능을 도입하였다. 스트리밍 수익을 아티스트가 바로 USDC로 수령이 가능해 정산 주기가 단축되고 있다. Audius는 자체 토큰 AUDIO를 사용하지만 USDC를 통한 아티스트 직접 후원을 지원하고 있다. Sound.xyz는 아티스트의 신곡이 NFT 형태로 발행돼 팬들이 USDC로 직접 구매가 가능한 구조를 갖고 있다. 한정 수량이 발행되면서 희소성이 확보되고 팬덤 경제 활성화가 가능하다.

그림 40. USDC 결제가 도입된 Audius



자료: Audius, 미래에셋증권 리서치센터

패트리온, 온리팬스와 같은 팬덤 플랫폼들은 규제 리스크로 공식 도입은 지연되고 있으나 크리에이터가 자체적으로 USDC 지갑 주소를 공개해 직접 후원을 받는 경우가 늘고 있다. 아시아 최대 스트리밍 플랫폼 비고라이브도 팬-스트리머 간의 비공식적인 후원이 존재한다. 수수료와 정산 지연에 대한 부담으로 인해 스테이블코인 기반 후원에 대한 크리에이터들의 니즈가 큰 상황이다. 머지 않은 시기에 대부분의 팬덤 플랫폼에서 스테이블코인에 대한 도입이 이어질 것으로 판단한다.

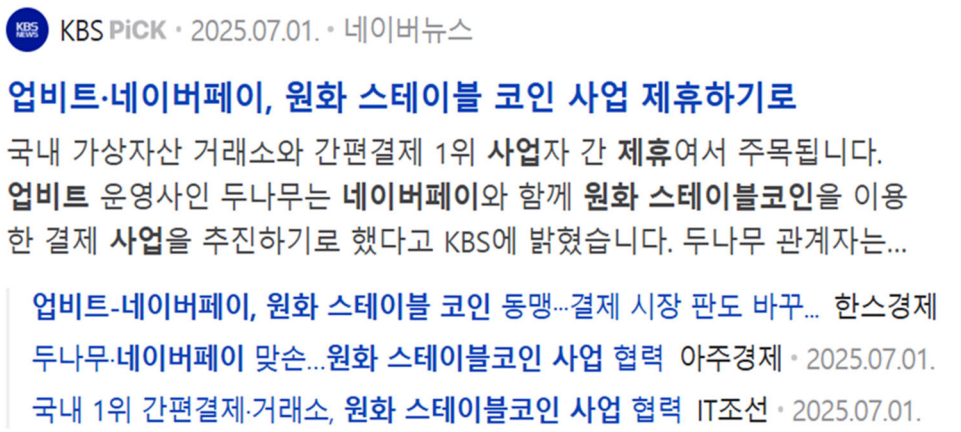
국내 동향

(1) 빅테크의 직접 참여

국내 빅테크(NAVER·카카오·토스)가 스테이블코인 시장에 진입하는 방식은 단독 발행보다는 공동 발행 구조가 될 가능성이 높아 보인다. 이들은 모두 대규모 사용자 접점(간편결제, 커머스, 금융)을 보유하고 있어 스테이블코인 도입 시 즉시 대중 확산이 가능한 위치에 있다. 세 플랫폼 모두 거래소 또는 은행과의 공동 발행 모델을 모색 중인 것으로 보인다.

NAVER는 업비트와의 협업 가능성이 높게 점쳐지고 있는 상황이다. 네이버페이는 대규모 간편결제 트래픽을 보유하고 있으며 업비트는 국내 1위 거래소로 온체인 인프라와 규제 대응 경험이 있다. 발행·커스터디는 업비트, 결제·온보딩은 네이버페이라는 역할 분담형 구조가 가능할 것으로 예상된다.

그림 41. 7/1일 언론 보도된 업비트·네이버페이 스테이블코인 관련 제휴



자료: 언론, 미래에셋증권 리서치센터

카카오는 아직 파트너에 대해서 구체적인 공개를 한 바는 없으나 NAVER와 마찬가지로 공격적인 스테이블코인 도입 행보에 나설 것이다. 카카오는 카카오페이·카카오뱅크·카카오톡을 아우르는 슈퍼앱 생태계를 보유하고 있기 때문이다. 특히 글로벌 콘텐츠(웹툰, 카카오엔터 IP)와 결합하면, 해외 팬덤 과금·저작권 정산에 스테이블코인 활용 여지가 크다.

토스는 가장 적극적으로 원화 기반 스테이블코인 발행 의지를 언급한 업체다. 국내외 송금과 해외 결제를 동시에 겨냥해 스테이블코인을 글로벌 확장 인프라로 삼겠다는 방향성을 여러 차례 강조했다.

(2) 핀테크 인프라 기업의 확산

국내에서 스테이블코인 인프라를 현실적으로 확산시킬 수 있는 주체로는 1) 가상자산 거래소, 2) PG사, 3) 간편결제 사업자, 4) 은행이 존재한다. 업비트, 빗썸 등의 가상자산 거래소는 이미 USDT와 USDC를 유통하고 온체인 입출금을 지원하는 인프라를 보유하고 있다. 거래소는 발행, 유통, 규제 대응 역량을 기반으로 빅테크와 연결되는 통로 역할을 할 것으로 보인다.

국내 전자 결제망을 이미 장악하고 있는 PG, 간편결제 사업자들은 카드 및 계좌 기반 결제를 스테이블코인 정산으로 치환할 수 있는 가장 현실적인 통로다. 스테이블코인의 상용화가 시작되면서 PG사는 소비자가 원화나 카드를 사용해 결제하면 이를 스테이블코인으로 전환해 상점에 정산하는 백엔드형 모델(초기)을 구현할 수 있다.

간편결제 사업자는 카드망 의존도가 낮아짐에 따라 중개 수익은 줄어들 수 있지만 스테이블코인 지갑 및 온보딩 허브의 역할을 새롭게 하게 될 수 있다. 네이버페이와 업비트, 토스와 은행 등으로 논의되는 공동 발행 모델은 간편결제 사업자가 단순한 결제 채널을 넘어 스테이블코인 생태계의 핵심 온보딩 허브로 도약할 수 있는 가능성을 보여준다. 카카오는 자체적으로 발행부터 정산, 유통까지 가능한 통합적인 생태계 구축이 가능한 업체다.

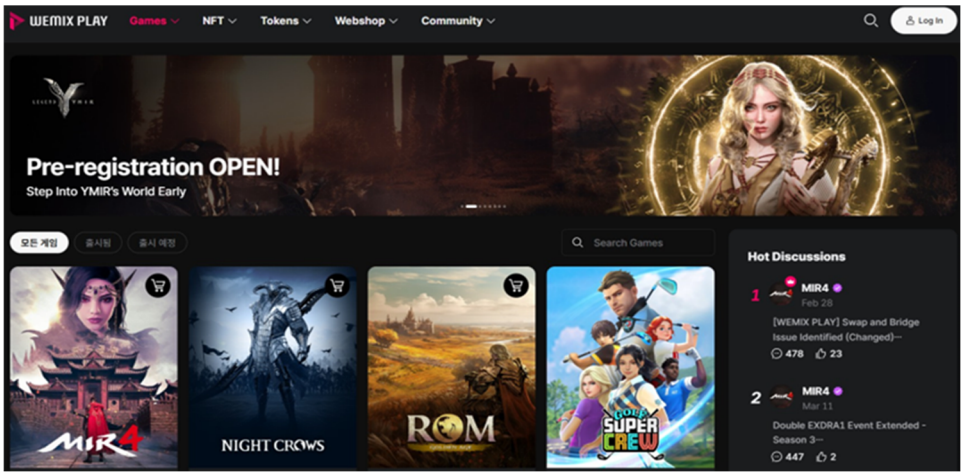
스테이블코인의 발행과 정산 과정에서 은행은 신뢰성 확보의 축을 담당할 것으로 보인다. 은행은 발행과정에서 요구되는 100% 준비금 보관, 분리 예치(발행사의 운영자금과 준비금을 분리 보관), 외부 감사 등의 요건을 이행 가능하다. 이를 통해 스테이블코인은 소비자와 업체 모두에게 법정화폐 수준의 안정성을 제공할 수 있다. 은행은 원화-스테이블코인 간 환전 및 유동성 공급을 원활히 수행 가능하며 향후 CBDC가 병행될 경우에는 이중 인프라의 연결 통로가 될 수 있다.

(3) 콘텐츠 생태계 도입

콘텐츠는 소액 결제와 글로벌 팬덤 결제가 가능해져 스테이블코인 도입 효과가 가장 뚜렷할 것으로 예상되는 영역이다. 게임 분야에서는 적극적인 스테이블코인 도입 논의들이 이어지고 있다. 크래프톤의 메타버스 스튜디오 오버데어는 서클과 파트너십을 맺었고 콘텐츠 수익을 USDC로 정산하는 방식을 구상한 바 있다. 마블렉스를 통해 블록체인 사업을 꾸준히 전개해온 넷마블도 스테이블코인 도입에 대한 검토를 들어간 것으로 추정된다.

위메이드, 넥써쓰, 미투온 등은 보다 적극적인 스탠스를 취하고 있다. 블록체인 게임 플랫폼 위믹스 플레이를 운영 중인 위메이드는 3년 전 이미 달러 기반 스테이블코인 위믹스 달러를 발행한 바 있다. 넥써쓰는 블록체인 게임 플랫폼 크로쓰를 운영하고 있으며 국내 최초 원화 스테이블코인을 발행하고자 하는 목표를 갖고 있다. 미투온은 스테이블코인 카지노 플랫폼 에이스카지노를 운영 중이다.

그림 42. 위메이드가 운영 중인 블록체인 게임 플랫폼 '위믹스플레이'



자료: 위믹스플레이, 미래에셋증권 리서치센터

크리에이터 생태계에서도 변화가 조금씩 나타나는 중이다. 라이브 스트리밍 플랫폼에서는 크리에이터가 비공식적으로 스테이블코인 지갑을 공개해 해외 팬으로부터 후원을 받는 사례가 확인된다. 대다수 팬덤 플랫폼은 디지털 굿즈, 유료 메시지, 온라인 팬미팅 등의 수익 모델을 운영 중이다. 현재의 주 결제 수단인 신용카드, 간편결제는 국경 간 정산 과정에서 비용과 속도 문제가 꾸준히 지적되어 왔기에 스테이블코인에 대한 도입 가능성이 커지고 있다.

규제 및 법제화 속도

미국 현황

미국은 결제형 스테이블코인을 제도권 금융에 편입해 연방·주 발행 허가제를 도입하려고 하고 있다. 발행사는 1:1 안전자산 담보를 확보하고 정기 감사와 투명성 보고 의무를 지닌다. 전체적인 규제 기조는 '스테이블코인은 은행 수준의 감독 대상으로 관리한다'는 점에 모아져 있다.

미국의 스테이블코인 규제 논의는 19년 페이스북 리브라 프로젝트 발표로 촉발되었다. 민간이 발행하는 글로벌 화폐가 달러 체제에 위협이 될 수 있다는 우려가 제기되면서 의회는 규제 필요성을 본격적으로 논의하기 시작했다. 20년 발의된 STABLE Act는 발행사가 은행 면허와 연준 승인을 받아야 한다는 강력한 규제안을 담았으나 통과되지는 못했다.

21년 대통령 실무그룹(PWG)은 스테이블코인이 금융 안정성에 위험을 초래할 수 있다고 경고하며 은행 수준의 감독 필요성을 강조했다. 22년 한국발 테라USD(UST) 붕괴는 이러한 우려를 현실화시켰고, 의회는 모든 스테이블코인이 달러 현금이나 단기 국채로 1:1 담보되어야 한다는 원칙에 공감대를 형성했다.

23년에는 하원 금융서비스위원회가 'Clarity for Payment Stablecoins Act'를 통과시켰다. 이 법안은 결제형 스테이블코인을 정의하고 발행을 은행 및 특수목적기관으로 제한했으며 준비금 1:1 요건과 정기 감사 의무를 포함했다. 24년 Clarity Act가 본회의에 재상정되었지만 대선 국면으로 인해 통과되지 못했다.

25년 7월 통과된 'Genius Act'가 사실상의 스테이블코인 기본 법률로 자리잡은 상황이다. Genius Act는 연방 또는 주 규제당국의 허가를 받은 기관만 결제형 스테이블코인을 발행할 수 있도록 규정한다. 발행자는 반드시 달러 현금이나 단기 국채 등 안전자산으로 1:1 준비금을 유지하고 월별 공시와 정기 감사를 의무화해야 한다. 또한 이자 지급은 금지되며 발행사와 중개업체는 BSA·AML·KYC 등 기존 금융 규제를 준수해야 한다.

국내 현황

국내에서 스테이블코인 규제 논의가 본격화된 계기는 22년 테라·루나 사태였다. 국내 피해 규모가 컸던 만큼 스테이블코인이 금융 안정성에 심각한 리스크가 될 수 있다는 인식이 확산되었다. 이후 논의된 디지털자산기본법 초안에는 스테이블코인을 발행·유통·담보 관리 대상으로 규정하려는 움직임이 포함되었다.

23년 이후 금융위원회는 스테이블코인 발행사가 반드시 원화나 달러 등 법정통화와 단기 국채 같은 안전자산을 1대1로 담보해야 한다는 원칙을 제시하고 발행사와 보관기관에는 정기 감사와 투명성 보고 의무를 부과할 필요가 있다고 강조했다. 한국은행은 민간이 원화 기반 스테이블코인을 발행할 경우 사실상 민간 디지털화폐 성격을 띠게 되어 통화정책 및 중앙은행 디지털화폐(CBDC) 추진과 충돌할 수 있다고 지적하며 신중한 태도를 유지 중이다.

위메이드와 넥써쓰 같은 기업들이 원화 연동 스테이블코인을 준비했지만 금융당국은 법적 근거 없이 민간이 원화 스테이블코인을 발행하는 것은 허용되지 않는다고 못 박았다. 이 때문에 현재 국내에서 스테이블코인은 달러 연동형(USDT, USDC 등)이 거래소를 중심으로 유통되는 수준에 머물러 있으며, 원화 연동 스테이블코인은 제도화 지연으로 사실상 발행이 차단된 상태다.

국내 스테이블코인 법제화는 여전히 초기 단계에 있으며 디지털자산기본법 제정을 통해 큰 틀이 마련된 뒤 한국은행의 CBDC 정책과 조율하면서 단계적으로 추진될 가능성이 높다. 단기적으로는 해외 주요국 제도를 참고해 달러 기반 스테이블코인의 규율부터 시작할 것으로 보이며 원화 기반 스테이블코인 도입은 장기 과제로 남아 있다.

원화 기반 스테이블코인의 가능성

스테이블코인이 생태계를 확장하려면 글로벌 결제, 해외 송금, 디지털 금융 서비스 등에서 실질적 수요가 확보되어야 한다. 현재 달러 기반 스테이블코인은 전 세계 거래소와 디파이, NFT, 글로벌 결제망에서 사실상 표준처럼 활용되고 있으며 이는 강력한 네트워크 효과를 만들어 내고 있다.

반면 원화 기반 스테이블코인은 국제 금융에서 결제 통화로서의 위상이 낮아 해외 투자자나 사용자가 굳이 원화 스테이블코인을 보유하거나 결제 수단으로 선택할 유인이 거의 없다. 국내에서도 이미 신용카드, 간편결제, 실시간 이체 등 결제 인프라가 충분히 효율적으로 작동하고 있어, 소비자와 상인 모두 기존 수단을 대체할 이유가 크지 않다.

원화 스테이블코인은 글로벌 확장성과 국내 시장의 효용성 부족이라는 근본적 한계로 인해 대규모로 활성화되기는 어렵다. 그러나 한국이 강점을 가진 K-콘텐츠, 게임, 특정 해외 송금 시장 같은 특수한 영역에서는 제한적 수요가 발생할 여지는 남아 있다. 예를 들어 글로벌 팬덤 플랫폼이나 게임·메타버스 산업에서 해외 팬과 이용자가 한국 콘텐츠를 소비할 때 원화 스테이블코인이 결제·정산 수단으로 도입될 수 있다.

간편결제 및 포인트 시장에서도 원화 스테이블코인은 일정한 기회를 가질 수 있다. 스테이블코인 결제는 실시간 정산과 낮은 전송 비용을 통해 효율성을 높일 수 있다. 더 나아가 네이버페이, 카카오페이, 토스포인트 등 기존 포인트 체계와 결합된다면, 소비자는 포인트와 스테이블코인을 자유롭게 전환하며 사용할 수 있고 사업자는 정산 속도 개선과 수수료 절감 효과를 동시에 누릴 수 있다. 특히 중소 가맹점, 온라인 커머스, 구독형 서비스와 같은 영역에서는 포인트-스테이블코인 연동이 새로운 경쟁 우위를 형성할 수 있다.

국내 플랫폼 신규 매출액에 대한 시나리오

NAVER

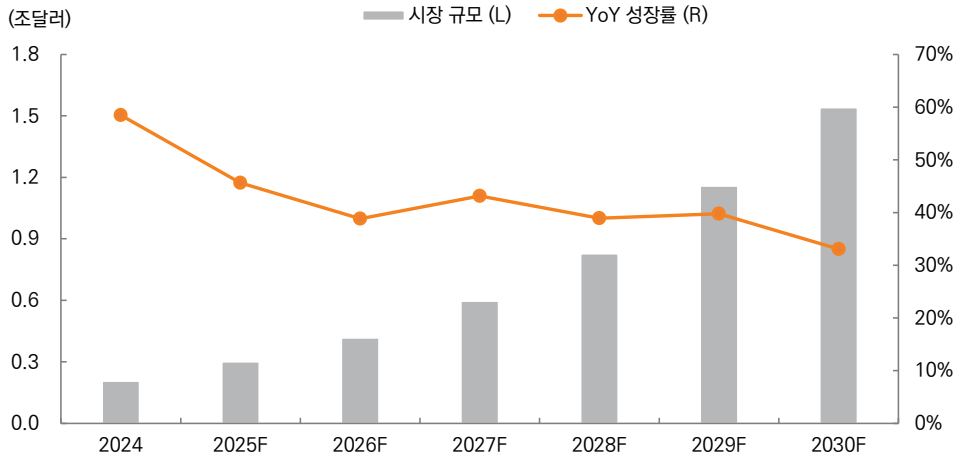
(1) 업비트와 스테이블코인 사업을 하게 된다면?

사업이 구체화된 부분은 없으나 서클-코인베이스의 USDC 모델을 참고해 NAVER와 업비트의 스테이블코인 사업 모델 시나리오를 추정해보고자 한다. NAVER와 업비트가 한국형 스테이블코인 사업을 전개할 경우 단순 결제를 넘어 발행·유통·금융상품까지 이어지는 통합 플랫폼을 구축할 수 있을 전망이다.

NAVER는 국내 최대 사용자 기반과 결제·커머스 인프라를 바탕으로 스테이블코인 사용처를 넓히고 수요를 만들어내며, 업비트는 거래소 운영 경험과 커스터디·유동성 관리 역량을 통해 발행과 정산을 담당한다. USDC 모델에서 서클이 발행과 리저브 관리, 규제 준수를 맡고 코인베이스가 유통과 온보딩을 담당하는 것처럼, 한국판 모델에서는 NAVER가 채널·결제 인프라와 KYC/AML 데이터로 신뢰를 강화하고, 업비트가 유동성과 보안·규제 대응 경험을 활용해 거래 허브로 기능하는 형태다.

BM은 크게 네 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 발행과 환매 과정에서의 수수료(0.1%) 수익이며, 둘째는 카드나 PG 대비 낮은 비용으로 정산되는 결제·정산 수수료(0.5%)다. 셋째는 국채·MMF 등 안전자산 운용을 통한 리저브 운용 이익으로, 이는 USDC와 동일하게 핵심적인 수익원으로 작용한다. 넷째는 외부 파트너를 대상으로 한 API·BaaS 제공으로, 결제·송금·정산 모듈을 공급하는 방식이다.

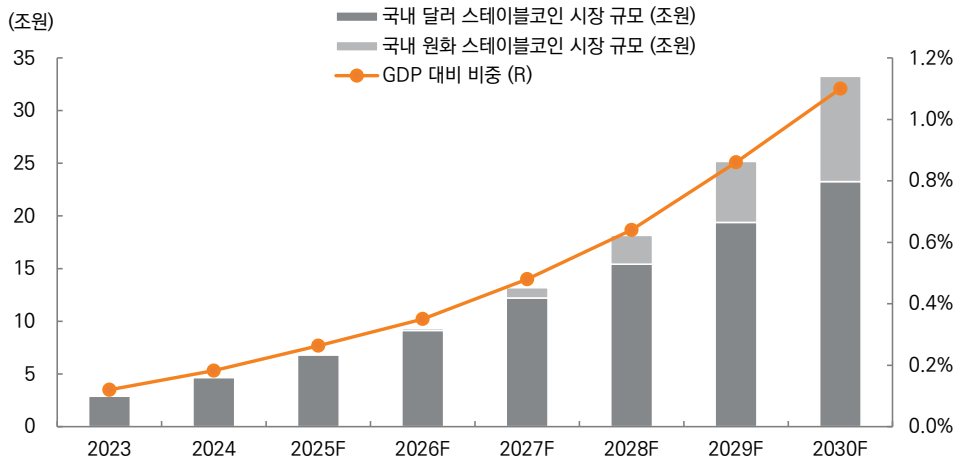
그림 43. 글로벌 스테이블코인 시장 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 명목 GDP 대비 스테이블코인 침투율은 현재 0.2% 수준에서 30년에는 1.1% 이상으로 확대될 것으로 예상된다. 국내 시장 역시 같은 흐름을 따라 23년 2.9조 원 규모에서 30년에는 약 33조 원 규모로 성장할 것으로 전망한다. 원화 스테이블코인의 비중은 초기에는 미미하지만 점차 확대되어 30년에는 국내 스테이블코인 시장의 30%를 차지할 것으로 보인다.

그림 44. 국내 스테이블코인 시장 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER와 업비트의 원화 스테이블코인 발행이 현실화될 경우 해당 스테이블코인의 규모는 28년 1조원 수준에서 30년에는 5조원 규모까지 성장하며 국내 원화 스테이블코인 시장의 과반을 차지할 것으로 예상된다. NAVER가 보유한 압도적인 간편결제 사용처와 국내 최대 가상자산 거래소 업비트의 유통 파워와 자금력을 고려 시 NAVER와 업비트의 원화 스테이블코인의 생존 가능성이 가장 높다는 판단이다.

달러 스테이블코인도 현재 USDT와 USDC 시장으로 재편되었듯 원화 스테이블코인 시장도 1개에서 최대 2개 정도의 원화 스테이블코인이 중심이 되어 생태계가 돌아갈 것으로 전망한다. 원화 스테이블코인의 경우 역외 수요가 달러 스테이블코인처럼 높기 어렵기 때문에 1~2개의 코인을 제외하고는 빠르게 사라질 가능성이 높다.

NAVER-업비트 스테이블코인 사업은 30년에는 연간 3천억원 규모의 수익 창출이 가능한 사업으로 성장할 전망이다. NAVER와 업비트가 5:5로 배분할 경우 NAVER는 스테이블코인 사업을 통해 1,500억원의 신규 매출을 올릴 것이다. 35년에는 1조원의 공동 매출액을 올릴 것으로 예상되며 NAVER에는 5천억원 수준의 매출 기여가 있을 전망이다.

사업의 수익 구조는 크게 세 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 발행된 스테이블코인에 대응하는 준비자산을 국채·MMF 등 안전자산에 투자해 얻는 리저브 운용 수익이다. 운용수익률을 연 4%로 가정할 때 리저브 운용 수익은 30년에는 약 2,070억원까지 확대되며 전체 수익의 핵심 축이 된다.

둘째, 스테이블코인을 활용한 결제·정산 과정에서 발생하는 수수료 수익이다. 수수료율을 0.5%로 가정하면 시장 침투가 본격화되는 27년 이후부터 규모가 빠르게 늘어나 30년에는 780억원에 달할 전망이다. 셋째, 발행 및 환매 과정에서 발생하는 수수료 수익이다. 수수료율을 0.1%로 두고 연간 회전율이 300%까지 점진적으로 증가한다고 가정할 경우 해당 수익은 30년 약 160억원 수준까지 성장할 전망이다.

표 11. NAVER-두나무 원화 스테이블코인 발행 현실화 시 관련 사업 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 명목 GDP 규모 (조달러)	**108**	**113**	**114**	**119**	**124**	**129**	**135**	**140**
YoY 성장률	3%	5%	1%	5%	4%	4%	4%	4%
GDP 대비 스테이블코인 비중	0.12%	0.18%	0.26%	0.35%	0.48%	0.64%	0.86%	1.10%
글로벌 스테이블코인 시장 규모 (조달러)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	1.2	1.5
국내 명목 GDP 규모 (조원)	2,409	2,557	2,582	2,665	2,750	2,838	2,929	3,023
YoY 성장률	4%	6%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
GDP 대비 스테이블코인 비중	0.12%	0.18%	0.26%	0.35%	0.48%	0.64%	0.86%	1.10%
국내 스테이블코인 시장 규모 (조원)	**2.9**	**4.7**	**6.8**	**9.3**	**13.2**	**18.2**	**25.2**	**33.3**
달러 기반 비중	100%	100%	100%	98%	93%	85%	77%	70%
원화 기반 비중	-	-	-	2%	8%	15%	23%	30%
국내 달러 스테이블코인 시장 규모 (조원)	2.9	4.7	6.8	9.1	12.2	15.4	19.4	23.3
국내 원화 스테이블코인 시장 규모 (조원)	-	-	-	0.2	1.0	2.7	5.8	10.0
업비트+NAVER 스테이블코인 규모 (조원)	**-**	**-**	**-**	**0.1**	**0.3**	**1.1**	**2.6**	**5.2**
원화 스테이블코인 시장 내 점유율	-	-	-	30%	34%	39%	45%	52%
1) 리저브 운용 수익 (십억원)	-	-	-	2.3	13.6	42.8	104.6	207.1
운용 수익률 가정	-	-	-	4%	4%	4%	4%	4%
2) 결제·정산 수수료 수익 (십억원)	-	-	-	0.3	2.6	10.7	32.7	77.7
수수료율 가정	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
3) 발행 및 환매 수수료 수익 (십억원)	-	-	-	0.1	0.5	2.1	6.5	15.5
연간 회전율	-	-	-	100%	150%	200%	250%	300%
수수료율 가정	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
매출액 합계 (십억원)	**-**	**-**	**-**	**2.6**	**16.7**	**55.6**	**143.8**	**300.3**
5:5 배분 가정 시 NAVER 매출액 (십억원)	**-**	**-**	**-**	**1.3**	**8.4**	**27.8**	**71.9**	**150.2**

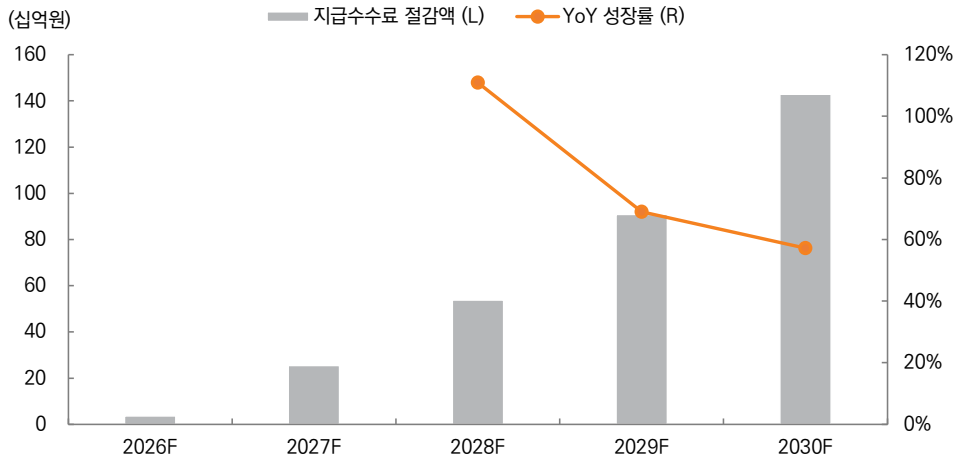
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

(2) 핀테크 수익성 증대

네이버파이낸셜의 경우 결제 비용 절감과 신규 수익원 창출에 따른 수익성 개선 효과를 기대할 수 있다. 스테이블코인 결제가 도입될 경우 카드사 및 VAN사에 지급하는 수수료가 대폭 낮아져 지급수수료율 하락을 기대할 수 있다. 스테이블코인 결제의 경우 카드 네트워크를 거치지 않게 됨에 따라 카드수수료(결제액의 1% 이상)가 아닌 블록체인 네트워크 수수료, 커스터디 비용, AML/KYC 운영비 정도가 발생하는데 이는 0.2% 수준이 발생할 것으로 예상된다.

스테이블코인 결제 비중 확대(30년 결제 비중 10% 가정)에 따른 네이버파이낸셜의 지급수수료 절감액은 30년 1,450억원 수준에 달할 전망이다. 현재 네이버파이낸셜의 지급수수료 매출액 대비 비중은 54% 이상에 달하나 이는 30년 50% 미만으로 하락할 것이다. 현재 발생 TPV의 약 1.2%가 지급수수료로 빠져나가고 있으나 해당 수수료율은 30년 0.95%까지 감소할 전망이다.

그림 45. 스테이블코인 도입에 따른 연간 지급수수료 절감액 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

네이버페이의 매출액은 25년 1.8조원에서 30년 3.3조원으로 성장할 전망이다. 온·오프라인 동반 성장이 이어지면서 TPV는 연간 15% 수준의 성장률을 이어갈 전망이다. 30년 네이버페이 TPV로 175조원을 예상한다. 지급수수료 절감 효과로 인해 가파른 수익성 개선이 이어질 것이다. 영업이익률은 25년 6.2%에서 30년 15.8%로 상승할 것으로 예상한다.

표 12. 스테이블코인 침투율 증가에 따른 지급수수료 절감액을 고려한 네이버파이낸셜 수익 추정 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TPV	**59,500**	**72,100**	**85,332**	**99,147**	**114,337**	**131,819**	**151,934**	**175,002**
(% YoY)	21.9%	21.2%	18.4%	16.2%	15.3%	15.3%	15.3%	15.2%
기존 결제 방식 TPV	59,500	72,100	85,332	98,751	111,479	125,624	141,147	157,502
기존 결제 방식 비중	100.0%	100.0%	100.0%	99.6%	97.5%	95.3%	92.9%	90.0%
스테이블코인 결제 TPV	0	0	0	397	2,858	6,196	10,787	17,500
스테이블코인 결제 비중	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	2.5%	4.7%	7.1%	10.0%
매출액	**1,477**	**1,647**	**1,813**	**2,044**	**2,310**	**2,609**	**2,947**	**3,327**
(% YoY)	17.4%	11.6%	10.1%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	12.9%
(% of TPV)	2.48%	2.28%	2.12%	2.06%	2.02%	1.98%	1.94%	1.90%
영업비용	**1,385**	**1,544**	**1,701**	**1,895**	**2,096**	**2,315**	**2,552**	**2,803**
인건비	94	102	110	119	128	138	148	159
지급수수료	799	891	981	1,101	1,223	1,357	1,502	1,654
(% of Sales)	54.1%	54.1%	54.1%	53.9%	53.0%	52.0%	51.0%	49.7%
(% of TPV)	1.34%	1.24%	1.15%	1.11%	1.07%	1.03%	0.99%	0.95%
기존 영역 지급수수료율	1.34%	1.24%	1.15%	1.11%	1.09%	1.07%	1.05%	1.03%
스테이블코인 지급수수료율	-	-	-	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
마케팅비	478	538	597	661	731	806	888	977
기타	14	13	13	13	13	13	13	13
영업이익	**91**	**103**	**112**	**149**	**214**	**295**	**395**	**524**
OPM	6.2%	6.3%	6.2%	7.3%	9.3%	11.3%	13.4%	15.8%
(% YoY)	53.7%	13.4%	8.6%	32.4%	43.7%	37.8%	34.2%	32.5%
스테이블코인 도입으로 지급수수료 절감액 추정	**-**	**-**	**-**	**4**	**26**	**54**	**92**	**145**

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오

카카오의 경우 업비트와 협업이 유력한 NAVER, 빗썸과 협업을 논의 중인 토스와 달리 원화 스테이블코인 발행과 관련한 파트너에 대한 공개가 없었다. 스테이블코인 발행에 있어 가상자산 거래소의 존재가 필수는 아닐 것이나 거래소가 있는 경우가 유통 능력에서는 확실한 우위를 점하게 될 것이다. 카카오의 진척상황이 공개되지 않은 현재 상황에서 원화 스테이블코인 발행 사업과 관련한 유의미한 신규 매출 추정치를 잡기는 어렵다는 판단이다.

다만 스테이블코인 결제 비중 확대에 따른 수익성 개선 효과는 추정이 가능하다. 스테이블코인 결제가 도입될 경우 카드사 및 VAN사에 지급하는 수수료가 대폭 낮아져 지급수수료율 하락을 기대할 수 있다. 스테이블코인 결제의 경우 카드 네트워크를 거치지 않게 됨에 따라 카드수수료(결제액의 1% 이상)가 아닌 블록체인 네트워크 수수료, 커스터디 비용, AML/KYC 운영비 정도가 발생하는데 이는 0.2% 수준이 발생할 것으로 예상된다.

스테이블코인 결제 비중 확대(30년 결제 비중 10% 가정)에 따른 카카오페이의 지급수수료 절감액은 30년 500억원 수준이 예상된다. 현재 카카오페이의 지급수수료 매출액 대비 비중은 42% 수준에 달하나 이는 30년 35% 미만으로 하락할 것이다. 현재 Revenue TPV의 약 0.73%가 지급수수료로 빠져나가고 있으나 해당 수수료율은 30년 0.65%까지 감소할 전망이다.

표 13. 스테이블코인 침투율 증가에 따른 지급수수료 절감액을 고려한 카카오페이 수익 추정 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Revenue TPV	**40,679**	**48,798**	**54,166**	**60,213**	**67,037**	**74,748**	**83,475**	**93,367**
(% YoY)	20.2%	20.0%	11.0%	11.2%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%
기존 결제 방식 TPV	40,679	48,798	54,166	59,973	65,361	71,235	77,548	84,030
기존 결제 방식 비중	100.0%	100.0%	100.0%	99.6%	97.5%	95.3%	92.9%	90.0%
스테이블코인 결제 TPV	0	0	0	241	1,676	3,513	5,927	9,337
스테이블코인 결제 비중	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	2.5%	4.7%	7.1%	10.0%
매출액	**615**	**766**	**937**	**1,073**	**1,224**	**1,379**	**1,555**	**1,757**
(% YoY)	18.0%	24.5%	22.3%	14.5%	14.1%	12.6%	12.8%	13.0%
(% of TPV)	1.51%	1.57%	1.73%	1.78%	1.83%	1.84%	1.86%	1.88%
영업비용	**672**	**824**	**904**	**1,008**	**1,099**	**1,199**	**1,311**	**1,434**
인건비	203	215	241	270	292	315	340	368
지급수수료	318	360	394	436	475	516	560	607
(% YoY)	45.7%	13.3%	9.2%	10.7%	9.0%	8.6%	8.6%	8.3%
(% of Sales)	51.7%	47.0%	42.0%	40.6%	38.8%	37.4%	36.0%	34.5%
(% of TPV)	0.78%	0.74%	0.73%	0.72%	0.71%	0.69%	0.67%	0.65%
기존 영역 지급수수료율	0.78%	0.74%	0.73%	0.73%	0.72%	0.71%	0.71%	0.70%
(매출인식률 대비)	51.7%	47.0%	42.0%	40.7%	39.5%	38.7%	38.0%	37.2%
스테이블코인 지급수수료율	0.00%	0.00%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
마케팅비	56	66	85	108	136	170	210	257
기타	94	182	185	194	196	198	200	202
영업이익	**-57**	**-57**	**33**	**65**	**125**	**180**	**244**	**323**
OPM	-9.2%	-7.5%	3.5%	6.0%	10.2%	13.0%	15.7%	18.4%
(% YoY)	-	-	-	98.3%	93.3%	43.6%	36.0%	32.2%
스테이블코인 도입으로 지급수수료 절감액 추정	**-**	**-**	**-**	**1**	**9**	**18**	**30**	**47**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

VI. 콘텐츠. 웹툰의 부활 가능성?

숏폼이라는 트렌드에 맞대응 시작

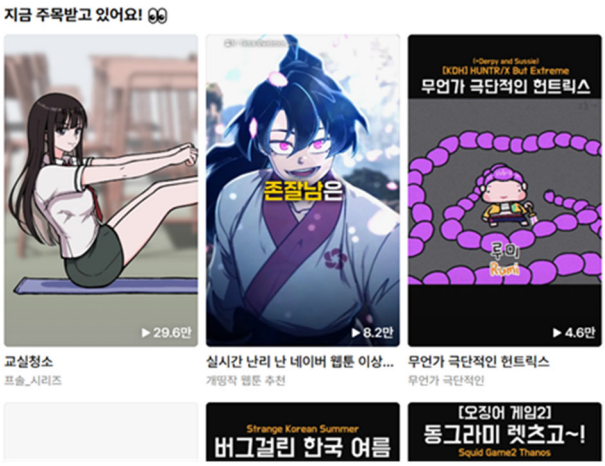
숏폼의 유행으로 콘텐츠 소비 트렌드가 짧은 시간에 더욱 많은 도파민을 추구하는 방식으로 변화해나감에 따라 웹툰 업계에서도 새로운 시도들이 나타나고 있다. 네이버웹툰은 숏폼 애니메이션 서비스인 컷츠를 9/1일 정식 출시했다. 컷츠는 웹툰 기반의 숏폼 애니메이션을 제작하고 공유하는 서비스로 2분 이내의 애니메이션을 누구나 업로드할 수 있다.

카카오엔터는 지난 4월 숏폼 서비스인 헬릭스 숏츠를 출시했다. 헬릭스 숏츠는 AI를 활용해 웹툰 및 웹소설을 60초 분량의 숏폼으로 자동 제작하는 서비스다. 완성된 숏폼은 카카오페이지의 홈 화면에 노출된다. 카카오엔터는 헬릭스 숏츠 출시 이후 작품을 열람하고 구매하는 비율이 약 40% 증가했다고 밝히기도 했다.

웹툰의 숏츠화는 짧아지고 있는 콘텐츠 소비 트렌드에 부합하며 정체되어 있던 웹툰 플랫폼 유저 수 반전을 이끌 전망이다. 숏폼 형식으로 만든 웹툰을 즐길 경우 더 이상 손가락으로 일일이 넘겨야 하는 귀찮은 행위가 필요하지 않다. 이탈 유저의 복귀 역시 늘어날 것으로 판단한다.

AI 기술이 진일보함에 따라 웹툰의 숏폼 제작이 본격화될 것이다. 애니메이션 제작 AI 툴이 상용화될 경우 이미 수많은 IP가 쌓인 웹툰 플랫폼들은 숏폼 애니메이션을 빠르게 찍어내기 시작할 것이다. 탑코미디어는 최근 자체 보유한 AI 기술을 접목해 AI 모션 및 숏 애니메이션 서비스를 도입하기도 했다.

그림 46. 네이버웹툰 컷츠 플랫폼



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 헬릭스 숏츠 예시

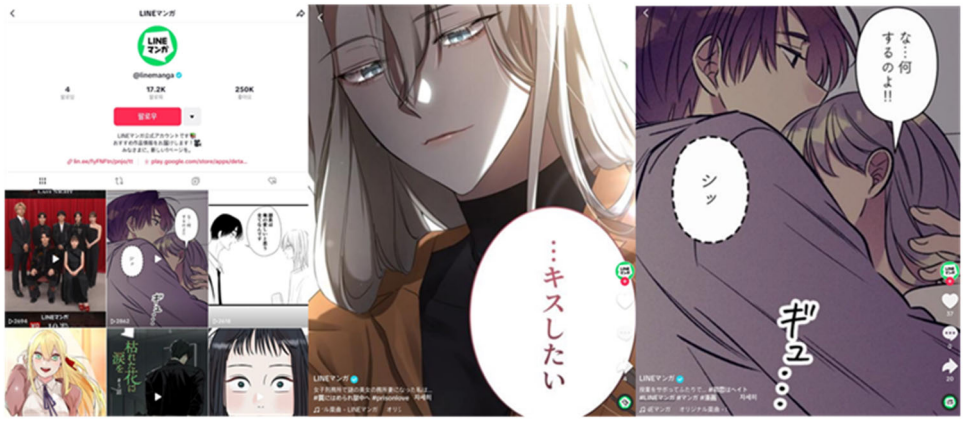
자료: 미래에셋증권 리서치센터

마케팅 전략의 차별화

NAVER와 카카오 웹툰 거래액의 가장 큰 비중을 차지하는 일본지역에서의 마케팅 전략에서 차이가 나타나고 있다. 라인망가는 숏폼을 활용한 마케팅 전략을 적극적으로 펼치고 있으며 틱톡과의 협업을 강화 중이다. 라인망가는 24년 11월부터 틱톡향 마케팅을 본격적으로 시작했으며 25년 상반기 광고비의 67%를 틱톡에 사용한 것으로 추정(센서타워)된다.

단순히 웹툰에 대한 일반적인 디스플레이 광고에 그치는 것이 아니라 웹툰의 하이라이트 부분을 숏폼으로 영상화해서 광고로 노출시킨다. 편집한 웹툰 장면에 성우의 목소리를 더해 짧은 숏폼 애니메이션을 제공하는 방식이다. 틱톡을 통한 신규 이용자 유입에 힘입어 라인망가는 25년 상반기에도 다운로드 순위 1위를 기록했다.

그림 48. 틱톡 라인망가 광고 예시



자료: 틱톡, 미래에셋증권 리서치센터

픽코마는 공격적인 전략을 펼쳤던 작년과 달리 유저 리텐션에 집중한 선별적인 마케팅 전략을 펼치고 있다. 효율적인 마케팅비 집행에 힘입어 픽코마는 2분기 역대 최대 영업이익을 달성했다. 25년 상반기 영업이익률은 16%까지 급격히 상승(1H24 영업이익률 5%)한 것으로 추정된다. 경쟁사들의 공격적인 마케팅 속에서도 효율적인 마케팅으로 성장을 지속하고 있는 점이 긍정적이다.

구독·광고 BM으로의 전환도 고려해볼 시기

웹툰 플랫폼들의 구독·광고 BM 전환도 본격적으로 고려해볼 시기로 판단한다. 글로벌 양대 플랫폼인 네이버웹툰, 카카오웹툰 모두 유의미한 거래액 성장을 이어가고 있지 못하다. 작품 전반은 무료이나 최신화에 대해서만 유료로 서비스를 제공하는 부분 유료화 모델의 한계가 나타나고 있다.

부분 유료화 BM의 한계도 결국 숏폼의 유행에 기인한다. 우선 짧은 시간안에 최대의 도파민을 주는 우월한 대체재의 등장에 따라 웹툰 시청 동인이 감소했다. 그리고 숏폼의 광고 BM은 유저에게 무료로 느껴지기에 최신화에 대해서 가격을 지불해야하는 부분 유료화 모델을 상대적으로 부담스럽게 만들었다.

표 14. 국내외 디지털 만화 플랫폼 BM 현황 표

기업	플랫폼	수익화 모델
NAVER	네이버웹툰, 라인망가, WEBTOON	[기본 무료, 부분 유료화] - 유료 콘텐츠: 미리보기 및 완결 작품 열람에 필요한 '쿠키' 판매 - 광고 수익: 작품 및 플랫폼 내 삽입되는 광고 지면 - IP 비즈니스: 원작 IP 활용한 2차 창작물 사업
카카오	카카오페이지, 픽코마, Tapas	[기본 무료, 부분 유료화] - 신규 컨텐츠 및 일부 작품 열람에 필요한 '캐시' 판매 - 카카오 커머스, 활동형 광고(앱 다운로드, 회원가입 등) 과의 연계 - '기다무', '3다무' 등 트래픽 지속 위한 프로모션용 무료 컨텐츠 제공
디즈니	마블 언리미티드	[구독형] - 월 9.99 USD로 제한 없이 열람 가능
워너브라더스	DC 유니버스 인피니트	[구독형] - 월 7.99~12.99 USD로 제한 없이 열람 가능
슈에이샤	VIZ(소년점프)	[구독형] - 월 3.99 USD로 제한 없이 열람 가능

자료: 미래에셋증권 리서치센터

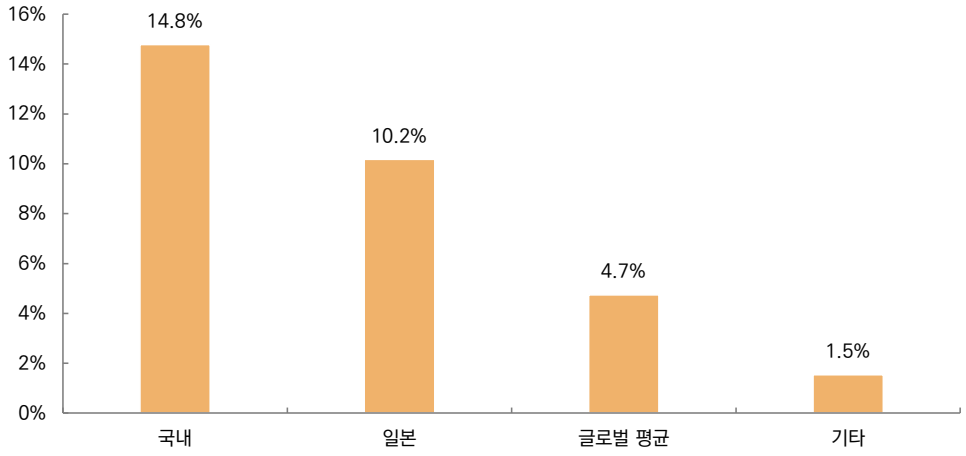
현재의 웹툰 플랫폼이 애니메이션까지 즐길 수 있는 종합 콘텐츠 플랫폼으로 변모할 경우 구독·광고 BM을 통한 이용 수요가 높아질 것으로 판단한다. 현재의 부분 유료화 모델은 관심 작품들의 최신화를 모두 즐기면서 체류하기에는 부담이 높기 때문이다. 구독 모델로 전환할 경우 라이트 유저 증가에 따른 플랫폼 체류시간 상승이 있을 것이며 광고 BM도 탄력을 받게될 것이다.

웹툰 플랫폼이 구독·광고 BM으로 바뀔 경우 불법 웹툰 시장의 규모는 축소되고 신규 유저 유입이 늘어날 가능성도 충분하다. 영상 콘텐츠의 경우 대형 OTT 플랫폼의 구독 BM이 일반화된 이후 불법 유통의 정도가 크게 완화되었다. 수많은 콘텐츠를 합리적인 수준의 돈을 지불하고 모두 볼 수 있게 되면서 불법 콘텐츠를 찾기 위해 시간을 쓰거나 위험을 감수하는 일이 줄었기 때문이다. 한국저작권보호원에 따르면 콘텐츠 불법 유통 사이트 복제물 71%가 웹툰에 해당한다.

변화하는 네이버웹툰의 성장 잠재력

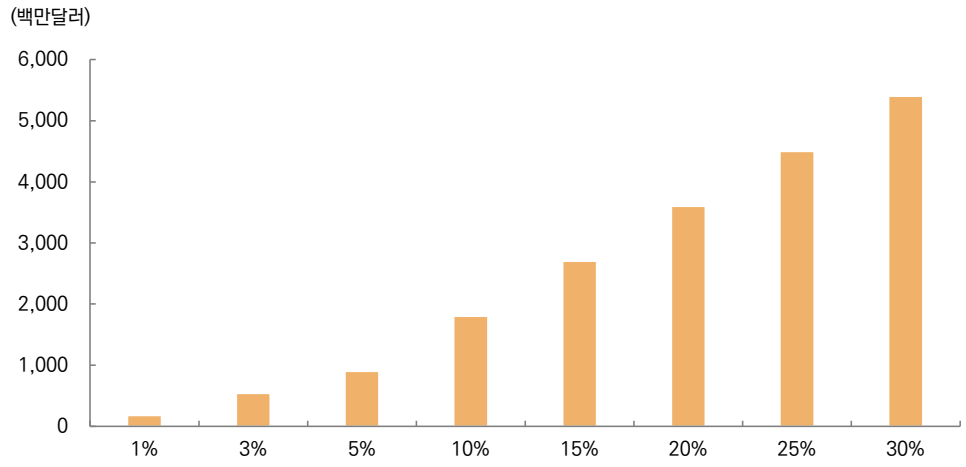
구독·광고 BM으로 전환할 경우 어느 정도의 유료 구독자를 끌어모아야 현재 매출이 유지될까? 월정액 요금을 10달러로 가정할 경우 네이버웹툰은 1,200만명의 유료 구독자가 필요하다. 이는 2분기 기록했던 1.6억명 MAU의 7% 수준에 해당한다. 쌓여 있는 수많은 웹툰 IP들이 애니메이션으로 나오고 네이버웹툰 플랫폼이 웹툰/웹소설/애니메이션을 동시에 즐길 수 있는 종합 플랫폼이 될 경우 10% 이상의 유료 구독자 비중을 달성하는 것은 어렵지 않을 것이다. 이미 국내와 일본의 유료 결제 비중은 10%를 넘어섰다.

그림 49. 네이버웹툰 지역별 유료 결제 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 구독 BM 침투율에 따른 웹툰엔터테인먼트 연간 매출 증가 시나리오

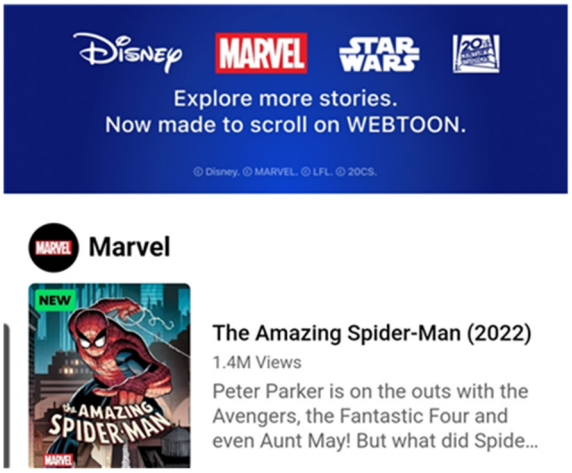


자료: 미래에셋증권 리서치센터

광고 BM이 새로운 희망이 될 수 있을까? 생각보다 웹툰의 체류시간은 굉장히 높다. 네이버웹툰+시리즈의 합산 체류시간은 국내 NAVER 체류시간의 25% 수준이다. 네이버웹툰의 글로벌 총 체류시간은 국내 NAVER 총 체류시간에 필적하나 분기 광고 매출 규모는 600억원 수준으로 NAVER 본 플랫폼의 20분의 1 수준에 불과하다. 광고 단가가 올라가기 시작할 경우 광고 BM도 유의미해질 수 있다. 네이버웹툰 내 광고 매출 비중 상승 흐름은 이미 관찰되고 있다. 2분기 네이버웹툰 매출 내 광고 비중은 13%를 기록했다.

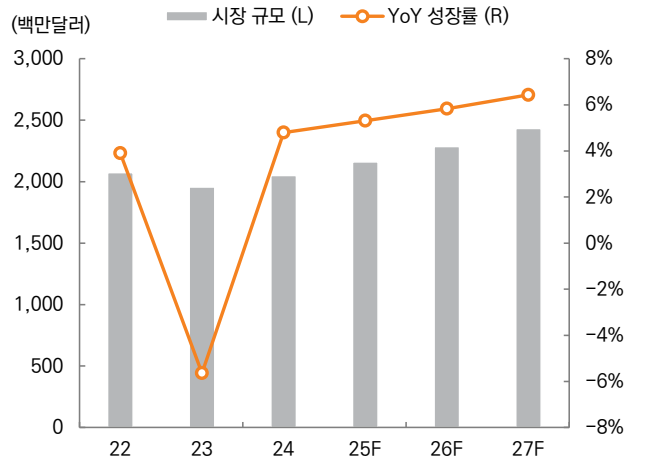
디즈니와의 협업은 정체되었던 네이버웹툰의 성장 속도를 가속화할 것이다. 마블, 스타워즈 등 초대형 팬덤을 보유한 IP가 네이버웹툰에 온보딩되면서 글로벌 MAU 확대와 유료 전환율 상승을 기대할 수 있다. 미국 만화시장 규모는 3조원 이상으로 추정되는데 여전히 80% 이상의 매출이 종이책에서 발생하고 있어 디지털 만화 침투율 증가 여력이 충분하다. 그리고 디즈니 마블은 이 시장의 3분의 1을 점유하고 있는 것으로 추정된다.

그림 51. 네이버웹툰에 입점을 시작한 디즈니 IP



자료: 네이버웹툰, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 미국 만화시장 규모



자료: 콘진원, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 웹툰엔터테인먼트 실적 전망

(백만달러)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
매출액	**327**	**321**	**348**	**353**	**326**	**348**	**374**	**381**	**1,348**	**1,428**
(% YoY)	5%	0%	9%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	6%
유료 콘텐츠	267	261	285	270	260	275	299	284	1,083	1,118
(% YoY)	4%	1%	9%	7%	-3%	5%	5%	5%	0	3%
광고	37	40	43	45	40	45	49	52	166	186
(% YoY)	21%	-4%	26%	28%	8%	12%	13%	15%	0	12%
IP	23	20	19	37	26	28	25	45	99	124
(% YoY)	-5%	-4%	-3%	-13%	12%	42%	30%	20%	0	24%
영업비용	**313**	**400**	**356**	**381**	**352**	**357**	**380**	**385**	**1,449**	**1,475**
(% YoY)	-5%	23%	10%	12%	13%	-11%	7%	1%	10%	2%
매출원가	244	238	257	271	254	261	278	281	1,009	1,074
(% YoY)	0%	-1%	4%	5%	4%	10%	8%	4%	2%	6%
마케팅비	19	23	33	32	32	31	33	34	108	130
(% YoY)	-33%	-29%	-1%	25%	62%	33%	1%	5%	-11%	20%
일반관리비	49	139	67	78	67	65	69	70	332	271
(% YoY)	-14%	159%	46%	41%	37%	-53%	4%	-10%	57%	-18%
영업이익	**14**	**-79**	**-8**	**-28**	**-27**	**-9**	**-7**	**-4**	**-101**	**-47**
(% YoY)	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	4.3%	-24.6%	-2.3%	-7.9%	-8.2%	-2.5%	-1.8%	-1.1%	-7.5%	-3.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

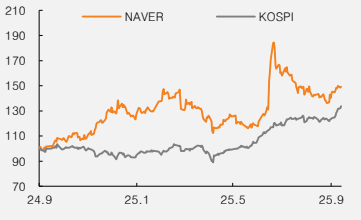
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.9.18

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 340,000원
현재주가(25/9/16)	235,000원
상승여력	44.7%

영업이익(25F,십억원)	2,183
Consensus 영업이익(25F,십억원)	2,221
EPS 성장률(25F,%)	-9.6
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.2
P/E(25F,x)	21.8
MKT P/E(25F,x)	12.8
KOSPI	3,449.62
시가총액(십억원)	36,860
발행주식수(백만주)	157
유동주식비율(%)	85.8
외국인 보유비중(%)	41.9
베타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	159,900
52주 최고가(원)	290,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.7	13.0	46.8
상대주가	-2.1	-15.9	9.6



[인터넷/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

035420 · 인터넷

NAVER

신성장 동력: 스테이블코인, 웹툰

스테이블코인 시장 성장의 수혜 기대

NAVER와 업비트의 원화 스테이블코인 발행이 현실화될 경우 해당 스테이블코인 사업은 30년에는 연간 3천억원 규모의 수익 창출이 가능한 사업으로 성장할 전망이다. NAVER와 업비트가 5:5로 배분할 경우 NAVER는 스테이블코인 사업을 통해 1,500억원의 신규 매출을 올릴 것이다. 35년에는 1조원의 공동 매출액을 올릴 것으로 예상되며 NAVER에는 5천억원 수준의 매출 기여가 있을 전망이다.

스테이블코인 결제 비중 확대(30년: 비중 10% 가정)에 따른 네이버파이낸셜의 지급수수료 절감액은 30년 1,450억원 수준에 달할 전망이다. 지급수수료 매출액 대비 비중은 현재 54%에서 30년 50% 미만으로 하락할 것이다. 현재 TPV의 1.2%가 지급수수료로 빠져나가고 있으나 이는 30년 0.95%까지 감소할 전망이다.

다시금 글로벌 성장 동력이 되어줄 웹툰

1) 디즈니 작품 공급과, 2) 신규 플랫폼 출시로 글로벌 성장세가 가속화될 전망이다. 애니까지 즐길 수 있는 플랫폼으로 변모할 경우 구독 BM을 통한 이용 수요가 높아질 것이다. 장기적 관점에서 구독 침투율 10%(월정액 10달러)를 가정 시 연간 18억달러, 20%를 가정 시 36억달러 규모의 신규 연간 매출을 창출할 전망이다.

구독 플랫폼으로 변모할 시 광고가 핵심 BM으로 등장한다. 네이버웹툰의 글로벌 총 체류시간은 국내 NAVER 총 체류시간에 필적하나 분기 광고 매출 규모는 5% 수준에 불과하다. 광고 단가 상승에 따른 폭발적인 성장 여력이 남아있다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 340,000원으로 상향

실적 기준연도를 기존 25년에서 26년으로 변경하며 목표주가를 310,000원에서 340,000원(타겟 P/E 29배 유지)으로 상향한다. 인터넷 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 26F P/E 20배 수준으로 밸류에이션 부담이 높은 상황이 아니다. 4분기는 신성장 동력 부각에 따른 모멘텀이 새롭게 발생 가능한 구간이다.

4분기 스테이블코인 관련 법안이 제정되면서 스테이블코인 활성화에 따른 수혜 기대감이 강하게 나타날 전망이다. 업비트와의 스테이블코인 공동 사업이 현실화될 경우 국내에서 가장 강력한 사업자가 될 것이다. 디즈니와의 웹툰 협업에 따른 글로벌 성장 동력 확보는 중장기 리레이팅으로 이어질 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,671	10,738	11,909	13,195	13,644
영업이익 (십억원)	1,489	1,979	2,183	2,438	2,640
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.3	18.5	19.3
순이익 (십억원)	1,012	1,923	1,700	1,843	2,056
EPS (원)	6,180	11,913	10,770	11,753	13,106
ROE (%)	4.4	7.9	6.5	6.6	7.0
P/E (배)	36.2	16.7	21.8	20.0	17.9
P/B (배)	1.5	1.2	1.3	1.2	1.2
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6

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

표 16. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**2,526**	**2,610**	**2,716**	**2,886**	**2,787**	**2,915**	**3,018**	**3,189**	**9,671**	**10,738**	**11,909**	**13,195**
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	11.1%	10.5%	17.6%	11.0%	10.9%	10.8%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,058	1,131	3,589	3,946	4,237	4,520
커머스	703	719	725	775	788	861	906	978	2,547	2,923	3,534	4,118
커머스 광고	265	280	279	308	308	336	349	377	1,107	1,132	1,370	1,580
중개 및 판매	391	391	400	414	424	468	497	538	1,269	1,596	1,928	2,253
멤버십	48	47	46	54	55	57	60	63	171	195	236	286
핀테크	354	368	385	401	393	412	435	447	1,355	1,508	1,687	1,918
콘텐츠	446	420	463	467	459	474	483	493	1,733	1,796	1,909	2,036
웹툰	395	383	424	428	423	434	443	454	1,503	1,629	1,753	1,882
스노우	36	22	21	26	23	28	28	28	169	105	108	109
기타	16	15	18	14	13	12	12	12	60	62	48	45
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	132	136	140	447	564	541	602
영업비용	**2,087**	**2,138**	**2,190**	**2,344**	**2,281**	**2,394**	**2,445**	**2,607**	**8,182**	**8,758**	**9,726**	**10,757**
개발/운영비용	636	683	657	689	688	699	701	734	2,573	2,664	2,822	3,054
파트너	913	917	938	1,022	974	1,014	1,035	1,121	3,534	3,790	4,145	4,570
인프라	170	172	178	185	189	198	205	218	596	705	810	927
마케팅	367	367	417	448	430	482	504	533	1,480	1,599	1,949	2,206
영업이익	**439**	**473**	**525**	**542**	**505**	**522**	**573**	**582**	**1,489**	**1,979**	**2,183**	**2,438**
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	10.3%	9.2%	7.4%	14.1%	32.9%	10.3%	11.7%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	19.0%	18.3%	15.4%	18.4%	18.3%	18.5%
지배주주순이익	**511**	**338**	**520**	**554**	**425**	**489**	**389**	**397**	**1,012**	**1,923**	**1,700**	**1,843**
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	16.8%	12.9%	12.4%	10.5%	17.9%	14.3%	14.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 밸류에이션

구분	내용	비고
2026년 지배주주순이익 (십억원)	1,843	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	53,332	
주식 수 (천주)	156,853	
목표주가 (원)	340,000	
현재주가 (원)	235,000	
상승여력	44.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

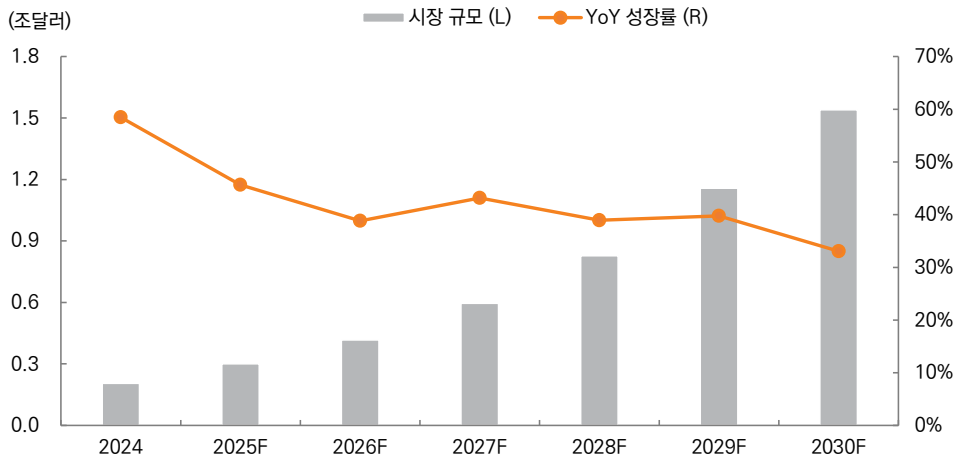
1. 업비트와 스테이블코인 사업을 하게 된다면?

사업이 구체화된 부분은 없으나 서클-코인베이스의 USDC 모델을 참고해 NAVER와 업비트의 스테이블코인 사업 모델 시나리오를 추정해보고자 한다. NAVER와 업비트가 한국형 스테이블코인 사업을 전개할 경우 단순 결제를 넘어 발행·유통·금융상품까지 이어지는 통합 플랫폼을 구축할 수 있을 전망이다.

NAVER는 국내 최대 사용자 기반과 결제·커머스 인프라를 바탕으로 스테이블코인 사용처를 넓히고 수요를 만들어내며, 업비트는 거래소 운영 경험과 커스터디·유동성 관리 역량을 통해 발행과 정산을 담당한다. USDC 모델에서 서클이 발행과 리저브 관리, 규제 준수를 맡고 코인베이스가 유통과 온보딩을 담당하는 것처럼, 한국판 모델에서는 NAVER가 채널·결제 인프라와 KYC/AML 데이터로 신뢰를 강화하고, 업비트가 유동성과 보안·규제 대응 경험을 활용해 거래 허브로 기능하는 형태다.

BM은 크게 네 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 발행과 환매 과정에서의 수수료(0.1%) 수익이며, 둘째는 카드나 PG 대비 낮은 비용으로 정산되는 결제·정산 수수료(0.5%)다. 셋째는 국채·MMF 등 안전자산 운용을 통한 리저브 운용 이익으로, 이는 USDC와 동일하게 핵심적인 수익원으로 작용한다. 넷째는 외부 파트너를 대상으로 한 API·BaaS 제공으로, 결제·송금·정산 모듈을 공급하는 방식이다.

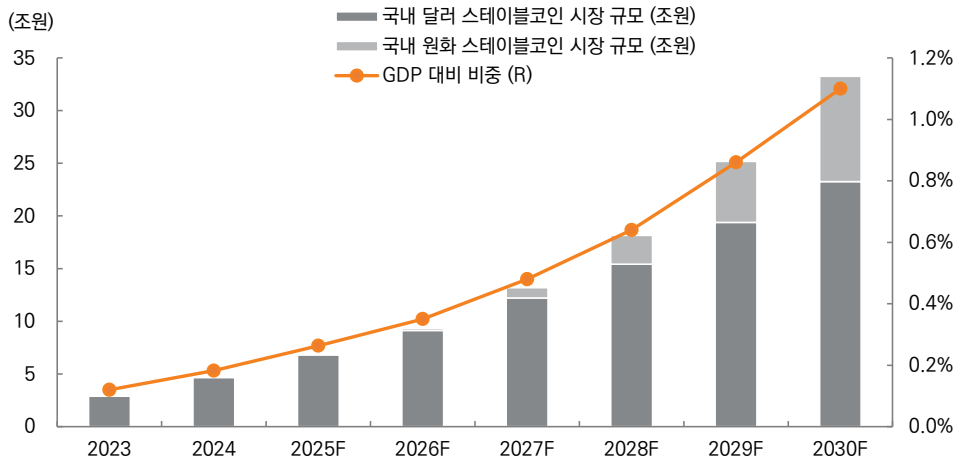
그림 53. 글로벌 스테이블코인 시장 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 명목 GDP 대비 스테이블코인 침투율은 현재 0.2% 수준에서 30년에는 1.1% 이상으로 확대될 것으로 예상된다. 국내 시장 역시 같은 흐름을 따라 23년 2.9조 원 규모에서 30년에는 약 33조 원 규모로 성장할 것으로 전망한다. 원화 스테이블코인의 비중은 초기에는 미미하지만 점차 확대되어 30년에는 국내 스테이블코인 시장의 30%를 차지할 것으로 보인다.

그림 54. 국내 스테이블코인 시장 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER와 업비트의 원화 스테이블코인 발행이 현실화될 경우 해당 스테이블코인의 규모는 28년 1조원 수준에서 30년에는 5조원 규모까지 성장하며 국내 원화 스테이블코인 시장의 과반을 차지할 것으로 예상된다. NAVER가 보유한 압도적인 간편결제 사용처와 국내 최대 가상자산 거래소 업비트의 유통 파워와 자금력을 고려 시 NAVER와 업비트의 원화 스테이블코인의 생존 가능성이 가장 높다는 판단이다.

달러 스테이블코인도 현재 USDT와 USDC 시장으로 재편되었듯 원화 스테이블코인 시장도 1개에서 최대 2개 정도의 원화 스테이블코인이 중심이 되어 생태계가 돌아갈 것으로 전망한다. 원화 스테이블코인의 경우 역외 수요가 달러 스테이블코인처럼 높기 어렵기 때문에 1~2개의 코인을 제외하고는 빠르게 사라질 가능성이 높다.

NAVER-업비트 스테이블코인 사업은 30년에는 연간 3천억원 규모의 수익 창출이 가능한 사업으로 성장할 전망이다. NAVER와 업비트가 5:5로 배분할 경우 NAVER는 스테이블코인 사업을 통해 1,500억원의 신규 매출을 올릴 것이다. 35년에는 1조원의 공동 매출액을 올릴 것으로 예상되며 NAVER에는 5천억원 수준의 매출 기여가 있을 전망이다.

사업의 수익 구조는 크게 세 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 발행된 스테이블코인에 대응하는 준비자산을 국채·MMF 등 안전자산에 투자해 얻는 리저브 운용 수익이다. 운용수익률을 연 4%로 가정할 때 리저브 운용 수익은 30년에는 약 2,070억원까지 확대되며 전체 수익의 핵심 축이 된다.

둘째, 스테이블코인을 활용한 결제·정산 과정에서 발생하는 수수료 수익이다. 수수료율을 0.5%로 가정하면 시장 침투가 본격화되는 27년 이후부터 규모가 빠르게 늘어나 30년에는 780억원에 달할 전망이다. 셋째, 발행 및 환매 과정에서 발생하는 수수료 수익이다. 수수료율을 0.1%로 두고 연간 회전율이 300%까지 점진적으로 증가한다고 가정할 경우 해당 수익은 30년 약 160억원 수준까지 성장할 전망이다.

표 18. NAVER-두나무 원화 스테이블코인 발행 현실화 시 관련 사업 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 명목 GDP 규모 (조달러)	**108**	**113**	**114**	**119**	**124**	**129**	**135**	**140**
YoY 성장률	3%	5%	1%	5%	4%	4%	4%	4%
GDP 대비 스테이블코인 비중	0.12%	0.18%	0.26%	0.35%	0.48%	0.64%	0.86%	1.10%
글로벌 스테이블코인 시장 규모 (조달러)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	1.2	1.5
국내 명목 GDP 규모 (조원)	2,409	2,557	2,582	2,665	2,750	2,838	2,929	3,023
YoY 성장률	4%	6%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
GDP 대비 스테이블코인 비중	0.12%	0.18%	0.26%	0.35%	0.48%	0.64%	0.86%	1.10%
국내 스테이블코인 시장 규모 (조원)	**2.9**	**4.7**	**6.8**	**9.3**	**13.2**	**18.2**	**25.2**	**33.3**
달러 기반 비중	100%	100%	100%	98%	93%	85%	77%	70%
원화 기반 비중	-	-	-	2%	8%	15%	23%	30%
국내 달러 스테이블코인 시장 규모 (조원)	2.9	4.7	6.8	9.1	12.2	15.4	19.4	23.3
국내 원화 스테이블코인 시장 규모 (조원)	-	-	-	0.2	1.0	2.7	5.8	10.0
업비트+NAVER 스테이블코인 규모 (조원)	**-**	**-**	**-**	**0.1**	**0.3**	**1.1**	**2.6**	**5.2**
원화 스테이블코인 시장 내 점유율	-	-	-	30%	34%	39%	45%	52%
1) 리저브 운용 수익 (십억원)	-	-	-	2.3	13.6	42.8	104.6	207.1
운용 수익률 가정	-	-	-	4%	4%	4%	4%	4%
2) 결제·정산 수수료 수익 (십억원)	-	-	-	0.3	2.6	10.7	32.7	77.7
수수료율 가정	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
3) 발행 및 환매 수수료 수익 (십억원)	-	-	-	0.1	0.5	2.1	6.5	15.5
연간 회전율	-	-	-	100%	150%	200%	250%	300%
수수료율 가정	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
매출액 합계 (십억원)	**-**	**-**	**-**	**2.6**	**16.7**	**55.6**	**143.8**	**300.3**
5:5 배분 가정 시 NAVER 매출액 (십억원)	**-**	**-**	**-**	**1.3**	**8.4**	**27.8**	**71.9**	**150.2**

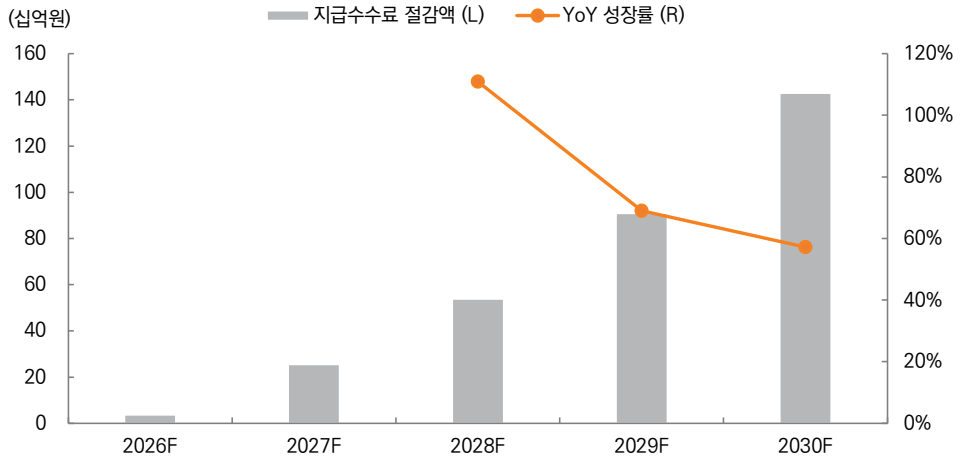
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

2. 핀테크 수익성 증대

네이버파이낸셜의 경우 결제 비용 절감과 신규 수익원 창출에 따른 수익성 개선 효과를 기대할 수 있다. 스테이블코인 결제가 도입될 경우 카드사 및 VAN사에 지급하는 수수료가 대폭 낮아져 지급수수료율 하락을 기대할 수 있다. 스테이블코인 결제의 경우 카드 네트워크를 거치지 않게 됨에 따라 카드수수료(결제액의 1% 이상)가 아닌 블록체인 네트워크 수수료, 커스터디 비용, AML/KYC 운영비 정도가 발생하는데 이는 0.2% 수준이 발생할 것으로 예상된다.

스테이블코인 결제 비중 확대(30년 결제 비중 10% 가정)에 따른 네이버파이낸셜의 지급수수료 절감액은 30년 1,450억원 수준에 달할 전망이다. 현재 네이버파이낸셜의 지급수수료 매출액 대비 비중은 54% 이상에 달하나 이는 30년 50% 미만으로 하락할 것이다. 현재 발생 TPV의 약 1.2%가 지급수수료로 빠져나가고 있으나 해당 수수료율은 30년 0.95%까지 감소할 전망이다.

그림 55. 스테이블코인 도입에 따른 연간 지급수수료 절감액 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

네이버페이의 매출액은 25년 1.8조원에서 30년 3.3조원으로 성장할 전망이다. 온·오프라인 동반 성장이 이어지면서 TPV는 연간 15% 수준의 성장률을 이어갈 전망이다. 30년 네이버페이 TPV로 175조원을 예상한다. 지급수수료 절감 효과로 인해 가파른 수익성 개선이 이어질 것이다. 영업이익률은 25년 6.2%에서 30년 15.8%로 상승할 것으로 예상한다.

표 19. 스테이블코인 침투율 증가에 따른 지급수수료 절감액을 고려한 네이버파이낸셜 수익 추정 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TPV	**59,500**	**72,100**	**85,332**	**99,147**	**114,337**	**131,819**	**151,934**	**175,002**
(% YoY)	21.9%	21.2%	18.4%	16.2%	15.3%	15.3%	15.3%	15.2%
기존 결제 방식 TPV	59,500	72,100	85,332	98,751	111,479	125,624	141,147	157,502
기존 결제 방식 비중	100.0%	100.0%	100.0%	99.6%	97.5%	95.3%	92.9%	90.0%
스테이블코인 결제 TPV	0	0	0	397	2,858	6,196	10,787	17,500
스테이블코인 결제 비중	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	2.5%	4.7%	7.1%	10.0%
매출액	**1,477**	**1,647**	**1,813**	**2,044**	**2,310**	**2,609**	**2,947**	**3,327**
(% YoY)	17.4%	11.6%	10.1%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	12.9%
(% of TPV)	2.48%	2.28%	2.12%	2.06%	2.02%	1.98%	1.94%	1.90%
영업비용	**1,385**	**1,544**	**1,701**	**1,895**	**2,096**	**2,315**	**2,552**	**2,803**
인건비	94	102	110	119	128	138	148	159
지급수수료	799	891	981	1,101	1,223	1,357	1,502	1,654
(% of Sales)	54.1%	54.1%	54.1%	53.9%	53.0%	52.0%	51.0%	49.7%
(% of TPV)	1.34%	1.24%	1.15%	1.11%	1.07%	1.03%	0.99%	0.95%
기존 영역 지급수수료율	1.34%	1.24%	1.15%	1.11%	1.09%	1.07%	1.05%	1.03%
스테이블코인 지급수수료율	-	-	-	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
마케팅비	478	538	597	661	731	806	888	977
기타	14	13	13	13	13	13	13	13
영업이익	**91**	**103**	**112**	**149**	**214**	**295**	**395**	**524**
OPM	6.2%	6.3%	6.2%	7.3%	9.3%	11.3%	13.4%	15.8%
(% YoY)	53.7%	13.4%	8.6%	32.4%	43.7%	37.8%	34.2%	32.5%
스테이블코인 도입으로 지급수수료 절감액 추정	**-**	**-**	**-**	**4**	**26**	**54**	**92**	**145**

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**10,738**	**11,909**	**13,195**	**13,644**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**10,738**	**11,909**	**13,195**	**13,644**
판매비와관리비	**8,758**	**9,726**	**10,757**	**11,004**
조정영업이익	**1,979**	**2,183**	**2,438**	**2,640**
영업이익	**1,979**	**2,183**	**2,438**	**2,640**
비영업손익	**343**	**183**	**20**	**101**
금융손익	69	121	158	199
관계기업등 투자손익	145	42	-159	-118
세전계속사업손익	2,322	2,366	2,458	2,741
계속사업법인세비용	390	643	614	685
계속사업이익	1,932	1,723	1,843	2,056
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,932**	**1,723**	**1,843**	**2,056**
지배주주	1,923	1,700	1,843	2,056
비지배주주	9	23	0	0
총포괄이익	**2,631**	**1,723**	**1,843**	**2,056**
지배주주	2,561	1,678	1,795	2,001
비지배주주	70	46	49	54
EBITDA	2,653	2,808	3,037	3,251
FCF	2,036	1,671	1,948	2,142
EBITDA 마진율 (%)	24.7	23.6	23.0	23.8
영업이익률 (%)	18.4	18.3	18.5	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.9	14.3	14.0	15.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**9,375**	**10,550**	**12,252**	**13,508**
현금 및 현금성자산	4,196	5,400	7,011	8,173
매출채권 및 기타채권	1,565	1,534	1,534	1,534
재고자산	22	22	22	22
기타유동자산	3,592	3,594	3,685	3,779
비유동자산	**28,793**	**29,448**	**29,497**	**30,185**
관계기업투자등	17,406	18,073	18,073	18,688
유형자산	2,910	3,053	3,088	3,142
무형자산	3,657	3,476	3,487	3,503
자산총계	**38,168**	**39,998**	**41,749**	**43,694**
유동부채	**6,092**	**7,645**	**7,709**	**7,773**
매입채무 및 기타채무	1,003	975	995	1,015
단기금융부채	544	2,729	2,733	2,738
기타유동부채	4,545	3,941	3,981	4,020
비유동부채	**5,075**	**3,798**	**3,827**	**3,856**
장기금융부채	3,258	1,915	1,915	1,915
기타비유동부채	1,817	1,883	1,912	1,941
부채총계	**11,167**	**11,443**	**11,536**	**11,628**
지배주주지분	**25,460**	**26,992**	**28,650**	**30,501**
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	25,965	27,496	29,154	31,006
비지배주주지분	**1,541**	**1,564**	**1,564**	**1,564**
자본총계	**27,001**	**28,556**	**30,214**	**32,065**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**2,590**	**2,387**	**2,528**	**2,752**
당기순이익	1,932	1,723	1,843	2,056
비현금수익비용가감	1,003	1,092	1,000	1,042
유형자산감가상각비	609	572	545	556
무형자산상각비	65	53	54	55
기타	329	467	401	431
영업활동으로인한자산및부채의변동	152	39	86	85
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	10	0	0
재고자산 감소(증가)	-13	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-251	0	0	0
법인세납부	-608	-643	-614	-685
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,340**	**-614**	**-736**	**-774**
유형자산처분(취득)	-522	-716	-580	-610
무형자산감소(증가)	-24	128	-65	-70
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,224	-3	-91	-94
기타투자활동	1,430	-23	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-770**	**97**	**-181**	**-200**
장단기금융부채의 증가(감소)	-377	266	4	4
자본의 증가(감소)	180	0	0	0
배당금의 지급	-119	-168	-186	-204
기타재무활동	-454	-1	1	0
현금의 증가	**619**	**1,204**	**1,611**	**1,163**
기초현금	3,576	4,196	5,400	7,011
기말현금	4,196	5,400	7,011	8,173

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	16.7	21.8	20.0	17.9
P/CF (x)	10.9	13.2	13.0	11.9
P/B (x)	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	11.2	12.2	10.7	9.7
EPS (원)	11,913	10,770	11,753	13,106
CFPS (원)	18,180	17,839	18,129	19,751
BPS (원)	166,221	177,662	188,232	200,037
DPS (원)	1,130	1,243	1,367	1,367
배당성향 (%)	8.7	10.8	11.1	9.9
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	11.0	10.9	10.8	3.4
EBITDA증가율 (%)	28.1	5.9	8.2	7.0
조정영업이익증가율 (%)	32.9	10.3	11.7	8.3
EPS증가율 (%)	92.8	-9.6	9.1	11.5
매출채권 회전율 (회)	22.2	25.2	28.2	29.1
재고자산 회전율 (회)	587.5	545.0	597.8	612.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.2	4.4	4.5	4.8
ROE (%)	7.9	6.5	6.6	7.0
ROIC (%)	39.7	36.2	44.0	47.6
부채비율 (%)	41.4	40.1	38.2	36.3
유동비율 (%)	153.9	138.0	158.9	173.8
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-14.3	-19.2	-22.0
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	21.4	23.2	25.1

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

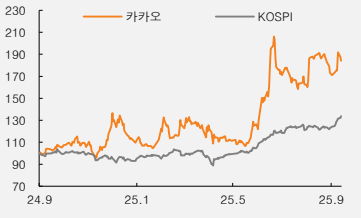
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.9.18

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 80,000원
현재주가(25/9/16)	62,900원
상승여력	27.2%

영업이익(25F,십억원)	663
Consensus 영업이익(25F,십억원)	643
EPS 성장률(25F,%)	934.2
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.2
P/E(25F,x)	48.9
MKT P/E(25F,x)	12.8
KOSPI	3,449.62
시가총액(십억원)	27,819
발행주식수(백만주)	442
유동주식비율(%)	75.3
외국인 보유비중(%)	30.0
베타(12M) 일간수익률	1.02
52주 최저가(원)	32,800
52주 최고가(원)	70,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.3	44.8	76.7
상대주가	-8.7	7.7	31.9



[인터넷/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

035720 · 인터넷

카카오

다가오는 AI 서비스 시험대

카카오톡 앱개편과 챗GPT 온보딩

메신저 중심의 카카오톡 구조를 소셜 플랫폼으로 바꾸기 위한 대대적인 앱 개편이 임박했다. 첫 번째 탭은 기존의 단순 프로필 나열 방식에서 벗어나 친구들의 프로필 업데이트, 기념일, 단체방 공유 미디어 등을 보여주는 피드형 구조로 전환된다. 세 번째 탭은 숏폼 영상 전용 공간으로 바뀔 예정이다.

시장의 관심은 AI 에이전트에 집중되어 있으나 챗GPT의 카카오톡 온보딩이 보다 큰 잠재력이 있다고 판단한다. 국내 챗GPT 이용자 수는 2천만명 수준으로 추정되는데 이는 3천만명의 미사용 이용자에 대한 침투가 가능하다는 의미기도 하다. 카카오톡 내 챗GPT 라이트 버전에 대한 미충족 수요는 충분하다. 서비스 안착 이후 AI 채팅방 내 광고 BM도 등장하며 신규 매출 동력원이 되어줄 것이다.

AI 서비스 출시와 체류시간 반전 가능성

AI 서비스들의 도입으로 카카오톡 체류시간의 반등과 톡비즈 광고 매출액 성장률의 가속화가 이어질 전망이다. 카카오톡의 실행당 평균 체류시간은 1.1분에 불과하나 챗GPT의 경우 1.8분에 달한다. AI 에이전트 기능이 카카오톡에 성공적으로 자리잡을 경우 유의미한 체류시간 증대가 이어질 수 있음을 의미한다.

AI 에이전트 기능과 챗GPT 도입으로 26년 이후 카카오톡의 체류시간은 28년까지 연 8% 이상씩 증대될 것으로 예상하며 톡비즈 광고 매출액 YoY 성장률은 17% 이상으로 회복될 것이다. 자체 AI 에이전트의 성공 가능성은 존재하나 신규 매출 창출에 있어서 월정액 구독 BM이 메인이 되기는 어렵다고 판단한다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 80,000원으로 상향

1) 톡비즈 광고 매출 상향에 따른 26F 실적 조정과 2) 연이은 대형 AI 서비스 출시 구간을 고려한 타겟 멀티플 상향(기존 42배→46배)으로 목표주가를 기존 70,000원에서 80,000원으로 상향한다. 26F P/E 36배에서 거래 중이다.

9/23일 이프카카오 행사를 기점으로 10월까지 강력한 모멘텀이 발생할 전망이다. 단기적으로는 앱 개편에 따른 체류시간 반전을 기대할 수 있다. 11월에는 올해의 메인 이벤트인 챗GPT 온보딩과 자체 AI 에이전트 출시가 있을 전망이다. 다만 11월 불확실성에 대해서는 유의가 필요하며 지표에 따른 플레이를 할 필요가 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	7,557	7,872	7,981	8,872	9,768
영업이익 (십억원)	461	460	663	970	1,304
영업이익률 (%)	6.1	5.8	8.3	10.9	13.3
순이익 (십억원)	-1,013	55	570	766	1,020
EPS (원)	-2,276	124	1,287	1,731	2,306
ROE (%)	-10.3	0.6	5.5	6.9	8.6
P/E (배)	-	306.9	48.9	36.3	27.3
P/B (배)	2.5	1.7	2.6	2.4	2.2
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1

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

표 20. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**1,988**	**2,005**	**1,921**	**1,957**	**1,864**	**2,028**	**2,005**	**2,084**	**7,557**	**7,872**	**7,981**	**8,872**
(% YoY)	22.5%	4.2%	-4.5%	-2.1%	-6.3%	1.2%	4.3%	6.5%	11.1%	4.2%	1.4%	11.2%
플랫폼부문	955	955	943	1,047	993	1,055	1,031	1,129	3,554	3,901	4,208	4,784
1) 톡비즈	516	508	501	557	553	542	541	616	1,982	2,082	2,252	2,581
2) 포털비즈	85	88	76	83	74	78	70	77	344	332	299	290
3) 플랫폼 기타	354	360	366	407	366	435	419	437	1,228	1,487	1,657	1,913
콘텐츠부문	1,033	1,050	978	910	871	973	974	955	4,003	3,971	3,773	4,088
1) 뮤직	468	511	471	470	438	518	532	515	1,724	1,920	2,003	2,096
2) 스토리	227	216	219	203	213	219	221	209	922	864	861	882
3) 게임	243	233	234	163	145	143	141	145	1,010	873	574	730
4) 미디어	95	90	55	74	75	94	80	86	347	313	335	381
영업비용	**1,868**	**1,871**	**1,791**	**1,882**	**1,758**	**1,842**	**1,838**	**1,879**	**7,096**	**7,411**	**7,318**	**7,902**
인건비	479	481	459	498	479	489	488	498	1,860	1,917	1,954	2,035
매출연동비	820	797	748	654	701	717	715	710	2,986	3,018	2,843	3,123
외주/인프라비	202	196	194	288	206	233	231	241	835	880	911	1,039
마케팅비	89	108	105	103	87	88	92	94	406	406	361	384
상각비	198	207	211	246	206	222	219	228	751	862	874	970
기타	80	82	74	93	80	93	93	108	258	329	374	351
영업이익	**120**	**134**	**131**	**75**	**105**	**186**	**167**	**205**	**461**	**460**	**663**	**970**
(% YoY)	92.2%	18.5%	5.0%	-53.1%	-12.4%	38.8%	27.7%	171.8%	-19.1%	-0.1%	44.1%	46.3%
영업이익률	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	9.2%	8.3%	9.8%	6.1%	5.8%	8.3%	10.9%
지배주주순이익	**74**	**101**	**106**	**-226**	**172**	**161**	**107**	**130**	**-1,013**	**55**	**570**	**766**
NPM	3.7%	5.1%	5.5%	-11.5%	9.2%	7.9%	5.3%	6.2%	-13.4%	0.7%	7.1%	8.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 연간 실적 추정치 변경 (십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	7,977	8,834	7,981	8,872	0%	0%	8,054	8,842	-1%	0%	
영업이익	677	932	663	970	-2%	4%	643	819	3%	18%	매출 연동비 조정 26년 톡비즈 광고 매출액 상향
지배주주순이익	597	737	570	766	-5%	4%	525	628	9%	22%	
영업이익률	8.5%	10.5%	8.3%	10.9%	-	-	8.0%	9.3%	-	-	
순이익률	7.5%	8.3%	7.1%	8.6%	-	-	6.5%	7.1%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	766	
Target P/E (배)	46	1Q25 실적 이후 12MF P/E 평균 오픈AI와의 협력 강화를 통한 AI 신사업 기대감 반영 구간
목표 시가총액 (십억원)	35,371	
주식 수 (천주)	442,014	
목표주가 (원)	80,000	
현재주가 (원)	62,900	
상승여력	27.2%	

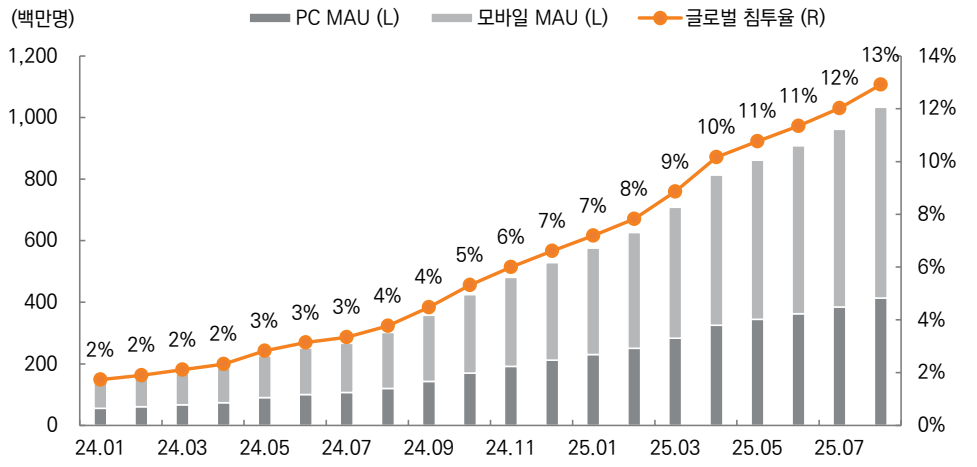
자료: 미래에셋증권 리서치센터

챗GPT 온보딩은 정해진 미래

연간 3배 이상의 성장을 하고 있는 챗GPT도 구독모델을 통한 수익화에는 어려움을 겪고 있다. 챗GPT는 글로벌 MAU가 10억명을 넘어선 것으로 추정된다. 그러나 전세계 인구의 13% 가량이 사용하는 서비스가 되었음에도 비용을 충당하지 못하는 상황이다. 오픈AI의 24년 매출은 37억 달러를 기록했으나 적자규모는 50억달러에 이르는 것으로 추정된다. 즉 구독 BM으로는 지속 가능한 성장이 불가능하다는 것이 입증되고 있다.

글로벌 AI 개발사들은 1) 글로벌에서의 침투율을 가파르게 올리고, 2) 광고 수익을 새로운 BM으로 가져가기 위해서 거대 MAU를 보유한 로컬 메신저와의 파트너십을 확대할 가능성이 높다. 주요 로컬 메신저 플랫폼에 글로벌 AI B2C 서비스가 온보딩될 경우 AI 서비스 자체에 대해서는 호의적이나 별도의 앱 설치까지는 의지가 없던 이용자층을 유저로 유입시킬 수 있기 때문이다. 메신저 플랫폼 입장에서는 체류시간 증대를 꾀할 수 있다. 카카오와 오픈AI의 협업이 챗GPT의 카카오톡 온보딩까지 이어지는 이유다.

그림 56. 챗GPT MAU, 침투율 추이 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 23. 챗GPT 주요 지표 자체 추정

	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08
침투율	**3%**	**4%**	**4%**	**5%**	**6%**	**7%**	**7%**	**8%**	**9%**	**10%**	**11%**	**11%**	**12%**	**13%**
MAU (백만명)	**267**	**302**	**358**	**425**	**480**	**529**	**576**	**626**	**708**	**813**	**861**	**908**	**962**	**1,033**
PC (백만명)	107	121	143	170	192	212	230	250	283	325	344	363	385	413
모바일 (백만명)	160	181	215	255	288	317	345	376	425	488	517	545	577	620
WAU (백만명)	**200**	**226**	**268**	**319**	**360**	**397**	**432**	**469**	**531**	**610**	**646**	**681**	**721**	**775**
월간 결제 유저 수 (백만명)	**5**	**5**	**6**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**	**13**	**16**	**17**	**18**	**19**	**21**
Pay Ratio	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액 (백만달러)	**276**	**318**	**383**	**463**	**533**	**593**	**646**	**707**	**805**	**929**	**991**	**1,052**	**1,122**	**1,214**
구독 (백만달러)	211	244	295	359	414	463	510	562	644	748	802	856	918	999
API (백만달러)	65	74	88	105	118	130	136	145	161	182	189	196	204	215

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

얼마나 더 벌게 될까?

카카오의 자체 AI 에이전트의 성공 가능성은 존재하나 신규 매출 창출에 있어서 월정액 유료 구독 BM이 메인이 되기는 어렵다고 판단한다. 자체 AI 에이전트의 가격이 월 만원 이상으로 책정될 경우 유료 결제 유저 비중이 5%를 넘기도 어려울 것이다. 구독 모델을 가진 다양한 AI 서비스가 존재하지만 두 가지 이상을 구독하는 경우는 극소수다. AI 에이전트와 챗GPT의 온보딩을 통해서 발생하는 신규 매출은 대부분 광고로부터 발생할 것이다.

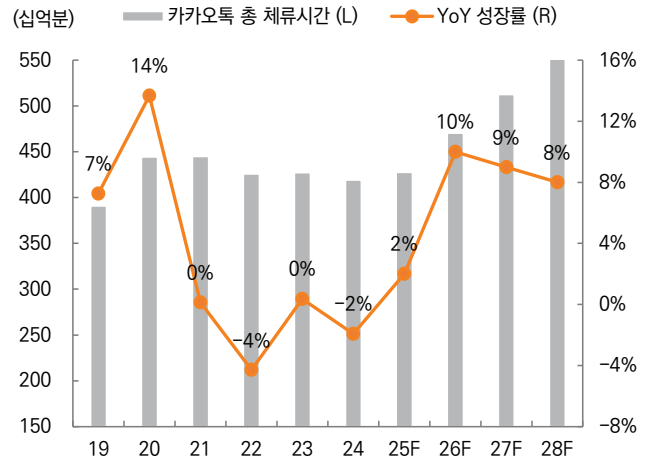
AI 서비스들의 도입으로 카카오톡 체류시간의 반등과 톡비즈 광고 매출액 성장률의 가속화가 이어질 전망이다. 카카오톡의 실행당 평균 체류시간은 1.1분에 불과하나 챗GPT의 경우 1.8분에 달한다. 이는 AI 에이전트 기능이 카카오톡에 성공적으로 자리잡을 경우 유의미한 체류시간 증대가 이어질 수 있음을 의미한다. AI 에이전트 기능의 도입으로 26년 이후 카카오톡의 체류시간은 28년까지 연 8% 이상씩 증대될 것으로 예상하며 톡비즈 광고 매출액 YoY 성장률은 17% 이상으로 회복될 것이다.

표 24. 카카오톡 주요 연간 지표 추정

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
카카오톡 총 체류시간 (십억분)	**391**	**444**	**445**	**426**	**427**	**419**	**428**	**470**	**513**	**554**
YoY 성장률	7%	14%	0%	-4%	0%	-2%	2%	10%	9%	8%
개인간 채팅 추정 체류시간 (십억분)	313	355	356	341	342	335	329	325	322	319
개인간 채팅 외 체류시간 (십억분)	78	89	89	85	85	84	83	83	84	84
AI 에이전트를 통한 신규 체류시간 (십억분)	-	-	-	-	-	-	-	62	107	151
톡비즈 광고 매출액 (십억원)	**295**	**605**	**886**	**1,054**	**1,120**	**1,199**	**1,268**	**1,478**	**1,747**	**2,049**
YoY 성장률	-	105%	47%	19%	6%	7%	6%	17%	18%	17%
체류시간 1분당 광고 매출액 (원)	**0.8**	**1.4**	**2.0**	**2.5**	**2.6**	**2.9**	**3.0**	**3.1**	**3.4**	**3.7**
YoY 성장률	-	80%	46%	24%	6%	9%	4%	6%	8%	9%
카카오톡 실행당 평균 체류시간 (분)	**1.53**	**1.55**	**1.31**	**1.22**	**1.17**	**1.10**	**1.12**	**1.24**	**1.35**	**1.45**
YoY 성장률	7%	1%	-15%	-7%	-4%	-6%	2%	10%	9%	8%

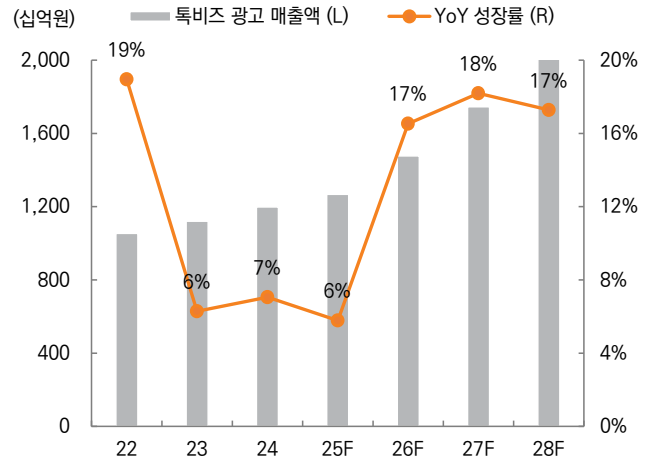
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 카카오톡 연간 총 체류시간 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 58. 카카오 톡비즈 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오의 경우 업비트와 협업이 유력한 NAVER, 빗썸과 협업을 논의 중인 토스와 달리 원화 스테이블코인 발행과 관련한 파트너에 대한 공개가 없었다. 스테이블코인 발행에 있어 가상자산 거래소의 존재가 필수는 아닐 것이나 거래소가 있는 경우가 유통 능력에서는 확실한 우위를 점하게 될 것이다. 카카오의 진척상황이 공개되지 않은 현재 상황에서 원화 스테이블코인 발행 사업과 관련한 유의미한 신규 매출 추정치를 잡기는 어렵다는 판단이다.

다만 스테이블코인 결제 비중 확대에 따른 수익성 개선 효과는 추정이 가능하다. 스테이블코인 결제가 도입될 경우 카드사 및 VAN사에 지급하는 수수료가 대폭 낮아져 지급수수료율 하락을 기대할 수 있다. 스테이블코인 결제의 경우 카드 네트워크를 거치지 않게 됨에 따라 카드수수료(결제액의 1% 이상)가 아닌 블록체인 네트워크 수수료, 커스터디 비용, AML/KYC 운영비 정도가 발생하는데 이는 0.2% 수준이 발생할 것으로 예상된다.

스테이블코인 결제 비중 확대(30년 결제 비중 10% 가정)에 따른 카카오페이의 지급수수료 절감액은 30년 500억원 수준이 예상된다. 현재 카카오페이의 지급수수료 매출액 대비 비중은 42% 수준에 달하나 이는 30년 35% 미만으로 하락할 것이다. 현재 Revenue TPV의 약 0.73%가 지급수수료로 빠져나가고 있으나 해당 수수료율은 30년 0.65%까지 감소할 전망이다.

표 25. 스테이블코인 침투율 증가에 따른 지급수수료 절감액을 고려한 카카오페이 수익 추정 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Revenue TPV	**40,679**	**48,798**	**54,166**	**60,213**	**67,037**	**74,748**	**83,475**	**93,367**
(% YoY)	20.2%	20.0%	11.0%	11.2%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%
기존 결제 방식 TPV	40,679	48,798	54,166	59,973	65,361	71,235	77,548	84,030
기존 결제 방식 비중	100.0%	100.0%	100.0%	99.6%	97.5%	95.3%	92.9%	90.0%
스테이블코인 결제 TPV	0	0	0	241	1,676	3,513	5,927	9,337
스테이블코인 결제 비중	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	2.5%	4.7%	7.1%	10.0%
매출액	**615**	**766**	**937**	**1,073**	**1,224**	**1,379**	**1,555**	**1,757**
(% YoY)	18.0%	24.5%	22.3%	14.5%	14.1%	12.6%	12.8%	13.0%
(% of TPV)	1.51%	1.57%	1.73%	1.78%	1.83%	1.84%	1.86%	1.88%
영업비용	**672**	**824**	**904**	**1,008**	**1,099**	**1,199**	**1,311**	**1,434**
인건비	203	215	241	270	292	315	340	368
지급수수료	318	360	394	436	475	516	560	607
(% YoY)	45.7%	13.3%	9.2%	10.7%	9.0%	8.6%	8.6%	8.3%
(% of Sales)	51.7%	47.0%	42.0%	40.6%	38.8%	37.4%	36.0%	34.5%
(% of TPV)	0.78%	0.74%	0.73%	0.72%	0.71%	0.69%	0.67%	0.65%
기존 영역 지급수수료율	0.78%	0.74%	0.73%	0.73%	0.72%	0.71%	0.71%	0.70%
(매출인식률 대비)	51.7%	47.0%	42.0%	40.7%	39.5%	38.7%	38.0%	37.2%
스테이블코인 지급수수료율	0.00%	0.00%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
마케팅비	56	66	85	108	136	170	210	257
기타	94	182	185	194	196	198	200	202
영업이익	**-57**	**-57**	**33**	**65**	**125**	**180**	**244**	**323**
OPM	-9.2%	-7.5%	3.5%	6.0%	10.2%	13.0%	15.7%	18.4%
(% YoY)	-	-	-	98.3%	93.3%	43.6%	36.0%	32.2%
스테이블코인 도입으로 지급수수료 절감액 추정	**-**	**-**	**-**	**1**	**9**	**18**	**30**	**47**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**7,872**	**7,981**	**8,872**	**9,768**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**7,872**	**7,981**	**8,872**	**9,768**
판매비와관리비	**7,411**	**7,318**	**7,902**	**8,464**
조정영업이익	**460**	**663**	**970**	**1,304**
영업이익	**460**	**663**	**970**	**1,304**
비영업손익	**-463**	**117**	**51**	**56**
금융손익	3	13	26	55
관계기업등 투자손익	54	57	-21	-45
세전계속사업손익	-3	780	1,021	1,360
계속사업법인세비용	159	153	255	340
계속사업이익	-162	627	766	1,020
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-162**	**627**	**766**	**1,020**
지배주주	55	570	766	1,020
비지배주주	-217	57	0	0
총포괄이익	**197**	**627**	**766**	**1,020**
지배주주	387	1,230	1,503	2,002
비지배주주	-190	-604	-737	-982
EBITDA	1,296	1,532	1,672	1,897
FCF	871	776	1,294	1,420
EBITDA 마진율 (%)	16.5	19.2	18.8	19.4
영업이익률 (%)	5.8	8.3	10.9	13.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.7	7.1	8.6	10.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**10,959**	**11,218**	**12,455**	**13,799**
현금 및 현금성자산	6,145	6,420	7,543	8,772
매출채권 및 기타채권	1,216	1,172	1,257	1,344
재고자산	65	68	72	75
기타유동자산	3,533	3,558	3,583	3,608
비유동자산	**14,814**	**15,295**	**14,912**	**14,679**
관계기업투자등	2,921	2,556	2,582	2,607
유형자산	1,286	1,384	1,114	948
무형자산	5,137	5,482	5,335	5,233
자산총계	**25,773**	**26,512**	**27,367**	**28,479**
유동부채	**8,633**	**8,240**	**8,347**	**8,455**
매입채무 및 기타채무	1,888	1,976	2,035	2,096
단기금융부채	2,338	2,106	2,111	2,116
기타유동부채	4,407	4,158	4,201	4,243
비유동부채	**3,197**	**3,733**	**3,745**	**3,758**
장기금융부채	2,047	2,482	2,482	2,482
기타비유동부채	1,150	1,251	1,263	1,276
부채총계	**11,830**	**11,973**	**12,092**	**12,213**
지배주주지분	**10,141**	**10,682**	**11,417**	**12,407**
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	8,911	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	1,943	2,484	3,219	4,209
비지배주주지분	**3,802**	**3,858**	**3,858**	**3,858**
자본총계	**13,943**	**14,540**	**15,275**	**16,265**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,250**	**1,468**	**1,484**	**1,630**
당기순이익	-162	627	766	1,020
비현금수익비용가감	1,462	938	861	808
유형자산감가상각비	576	594	459	376
무형자산상각비	260	275	242	216
기타	626	69	160	216
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4	-27	17	18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-20	-16	-17	-17
재고자산 감소(증가)	0	-3	-3	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	5	7	7
법인세납부	-278	-153	-255	-340
투자활동으로 인한 현금흐름	**10**	**-1,365**	**-310**	**-351**
유형자산처분(취득)	-348	-692	-190	-210
무형자산감소(증가)	-87	-620	-95	-115
장단기금융자산의 감소(증가)	206	-53	-25	-26
기타투자활동	239	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-521**	**172**	**-25**	**-25**
장단기금융부채의 증가(감소)	-122	202	5	5
자본의 증가(감소)	71	0	0	0
배당금의 지급	-43	-30	-30	-30
기타재무활동	-427	0	0	0
현금의 증가	**756**	**275**	**1,123**	**1,229**
기초현금	5,389	6,145	6,420	7,543
기말현금	6,145	6,420	7,543	8,772

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	306.9	48.9	36.3	27.3
P/CF (x)	13.0	17.8	17.1	15.2
P/B (x)	1.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	13.4	17.7	15.5	13.0
EPS (원)	124	1,287	1,731	2,306
CFPS (원)	2,928	3,536	3,678	4,133
BPS (원)	22,860	24,153	25,817	28,055
DPS (원)	68	68	68	68
배당성향 (%)	-18.4	4.8	3.9	2.9
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	4.2	1.4	11.2	10.1
EBITDA증가율 (%)	6.1	18.2	9.2	13.4
조정영업이익증가율 (%)	-0.1	44.1	46.3	34.4
EPS증가율 (%)	흑전	934.2	34.5	33.2
매출채권 회전율 (회)	13.6	14.6	15.8	16.9
재고자산 회전율 (회)	77.3	120.0	127.0	133.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-0.6	2.4	2.8	3.7
ROE (%)	0.6	5.5	6.9	8.6
ROIC (%)	539.8	11.7	15.7	22.7
부채비율 (%)	84.8	82.3	79.2	75.1
유동비율 (%)	126.9	136.1	149.2	163.2
순차입금/자기자본 (%)	-24.5	-31.3	-37.2	-42.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.3	3.2	4.6	6.2

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

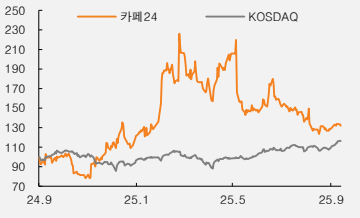
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.9.18

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 67,000원
현재주가(25/9/16)	40,000원
상승여력	67.5%

영업이익(25F,십억원)	45
Consensus 영업이익(25F,십억원)	45
EPS 성장률(25F,%)	68.3
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.2
P/E(25F,x)	22.3
MKT P/E(25F,x)	12.8
KOSDAQ	851.84
시가총액(십억원)	970
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	76.4
외국인 보유비중(%)	20.3
베타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	23,700
52주 최고가(원)	68,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.1	-28.2	32.9
상대주가	-1.3	-38.1	14.4



[인터넷/게임]
임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

042000 · 인터넷

카페24

D2C 확산을 이끌 쇼핑 AI 에이전트

글로벌 전자상거래 시장 반등 전망

쇼핑 AI 에이전트는 만족도·시간·비용 측면에서 최적화된 쇼핑 경험을 제공하면서 전자상거래 시장 침투율의 상승을 가속화할 것이다. 전자상거래 시장은 7%로 정체된 성장세를 보이고 있었으나 쇼핑 AI 에이전트가 본격적으로 도입될 경우 침투율의 가파른 상승을 이끌며 10% 이상의 성장세 회복이 가능해질 것이다.

쇼핑 AI 에이전트의 보편화는 D2C 확산으로 이어진다. 에이전트는 소비자의 구매 이력, 선호도, 문장 맥락 등을 실시간으로 분석해 맞춤형 상품을 제안한다. 이는 대형 커머스 플랫폼에 의존하지 않아도 셀러가 정교한 마케팅을 전개할 수 있음을 의미한다. AI 제작이 가능해지면서 소규모 브랜드도 효율적인 마케팅이 가능해진다.

D2C 트렌드의 확산과 라이브커머스의 부상

D2C 확산은 라이브커머스의 부상으로 이어진다. D2C 전략은 신규 고객 모객의 어려움이 존재하기에 셀러에게 라이브 커머스가 매력적인 선택지로 부상하게 된다. 유튜브, 틱톡과 같이 이미 글로벌 수십억명의 이용자를 보유한 영상 플랫폼은 D2C 브랜드가 글로벌 확장을 할 수 있는 가장 즉각적이고 비용 효율적인 채널이 된다.

국내는 라이브커머스의 축 역할을 유튜브쇼핑이 담당하게 될 것이다. 유튜브쇼핑의 국내 라이브커머스 점유율은 30년 45% 수준에 달할 전망이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 30년 3.2%까지 상승할 것이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 67,000원으로 하향

1) 마케팅솔루션 성장세 둔화를 반영한 26F 실적 조정 및 2) 밸류에이션 방식 변경(EV/GMV→P/E)으로 목표주가를 80,000원에서 67,000원(타겟 P/E 26배)으로 하향한다. 유의미한 이익 규모가 발생하기 시작함에 따라 P/E 밸류에이션으로 방식을 변경했으며, 타겟 P/E 26배는 점진적인 수익성 개선 속 유튜브쇼핑에 대한 기대감이 반영된 24년 P/E 평균이다. 26F P/E 15배에서 거래 중이다.

중소형주 Top Pick 의견을 유지한다. 다시 관심 가질 시기다. 1분기 실적 발표부터 장기간 이어진 디레이팅은 밋밋해진 GMV 성장률에 기인한다. 2분기 GMV YoY 성장률은 6.5%까지 하락했다. 7월을 기점으로 업황 회복이 나타나고 있다. 3, 4분기 동사의 GMV 성장률이 10%대로 회복되면서 리레이팅이 일어날 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	271	302	320	361	413
영업이익 (십억원)	2	32	45	72	99
영업이익률 (%)	0.7	10.6	14.1	19.9	24.0
순이익 (십억원)	10	26	44	63	81
EPS (원)	429	1,066	1,794	2,577	3,347
ROE (%)	6.1	13.4	18.3	21.5	22.4
P/E (배)	65.3	31.8	22.3	15.5	12.0
P/B (배)	3.7	3.8	3.7	3.0	2.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	**65.4**	**74.5**	**75.5**	**87.1**	**71.2**	**79.4**	**79.4**	**90.4**	**302.5**	**320.4**	**360.7**	**412.7**	**485.5**
(% YoY)	2.7%	4.9%	19.3%	19.2%	8.9%	6.7%	5.2%	3.7%	11.6%	5.9%	12.6%	14.4%	17.6%
EC플랫폼	57.1	66.4	66.8	78.5	62.8	70.9	70.8	81.7	268.8	286.3	325.8	376.8	448.5
결제솔루션	23.1	26.5	25.8	29.6	27.0	29.6	30.0	35.1	105.0	121.7	150.1	194.0	258.1
EC솔루션	6.9	7.6	7.7	9.3	7.9	9.0	8.3	9.9	31.5	35.2	38.0	39.9	41.9
비즈니스솔루션	3.3	3.3	3.3	3.4	2.4	2.8	2.8	2.7	13.3	10.7	11.1	11.2	11.3
공급망서비스	15.7	18.8	19.2	23.7	14.3	18.4	17.9	20.1	77.3	70.7	71.4	72.1	72.8
마케팅솔루션	8.1	10.1	10.8	12.6	11.2	11.1	11.9	13.9	41.6	48.1	55.3	59.7	64.5
인프라	8.4	8.1	8.7	8.6	8.5	8.5	8.6	8.6	33.7	34.1	34.9	35.9	37.0
영업비용	**62.2**	**66.6**	**67.6**	**74.1**	**65.3**	**68.2**	**68.3**	**73.6**	**270.5**	**275.4**	**288.3**	**313.3**	**349.4**
인건비	24.1	24.0	23.7	24.9	25.2	24.9	24.9	25.7	96.7	100.7	105.4	109.6	114.0
지급수수료	14.3	16.2	17.9	18.3	14.7	15.8	15.9	16.8	66.7	63.2	73.5	93.6	124.7
감가상각비	7.1	6.9	6.8	6.7	6.8	6.3	6.2	6.1	27.6	25.5	23.7	23.8	24.0
통신비	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8	18.5	19.2	19.9	20.3	20.7
기타	12.1	14.9	14.6	19.4	13.8	16.4	16.4	20.2	61.1	66.8	65.8	65.9	66.0
영업이익	**3.3**	**7.8**	**7.8**	**13.0**	**6.0**	**11.2**	**11.1**	**16.8**	**31.9**	**45.1**	**72.4**	**99.5**	**136.1**
(% YoY)	흑전	181.6%	흑전	132.8%	82.1%	43.6%	41.3%	29.1%	-	41.1%	60.6%	37.5%	36.9%
영업이익률	5.0%	10.5%	10.4%	14.9%	8.4%	14.1%	14.0%	18.6%	10.6%	14.1%	20.1%	24.1%	28.0%
지배주주순이익	**1.4**	**7.2**	**5.9**	**11.3**	**5.3**	**13.1**	**9.9**	**14.6**	**25.8**	**42.9**	**62.5**	**81.2**	**110.5**
순이익률	2.1%	9.7%	7.8%	12.9%	7.4%	16.5%	12.5%	16.1%	8.5%	13.4%	17.3%	19.7%	22.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 연간 실적 추정치 변경 (십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	322.6	364.1	320.4	360.7	-1%	-1%	319.6	340.5	0%	6%	
영업이익	50.9	79.1	45.1	72.4	-11%	-9%	44.6	44.9	1%	61%	
지배주주순이익	43.6	64.9	42.9	62.5	-2%	-4%	44.2	-	-3%	-	마케팅솔루션 매출 하향
영업이익률	15.8%	21.7%	14.1%	20.1%	-	-	14.0%	13.2%	-	-	
순이익률	13.5%	17.8%	13.4%	17.3%	-	-	13.8%	-	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 밸류에이션

구분	내용	비고
2026년 지배주주순이익 (십억원)	63	
Target P/E (배)	26	2024년 P/E 평균 점진적인 수익성 개선 속 유튜브쇼핑 기대감 반영 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,625	
주식 수 (천주)	24,253	
목표주가 (원)	67,000	
현재주가 (원)	40,000	
상승여력	67.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI 에이전트가 확산시킬 D2C 트렌드

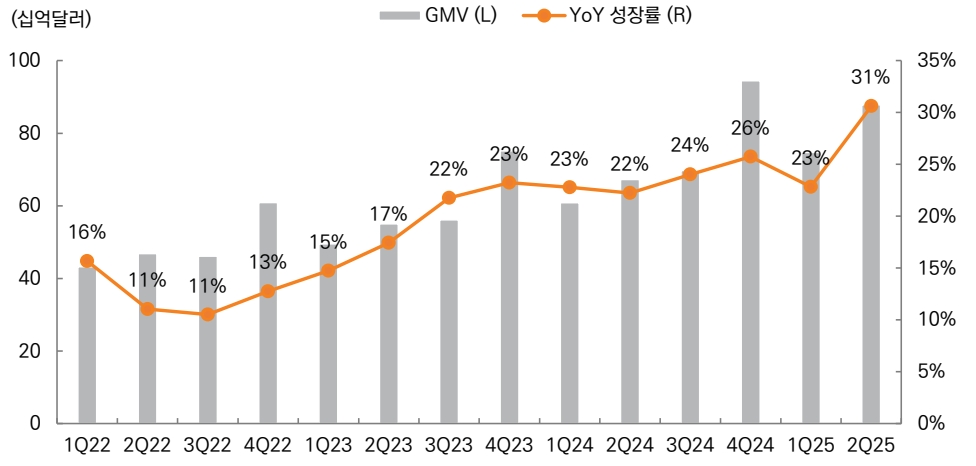
쇼핑 AI 에이전트의 보편화는 D2C 모델을 확산시킬 것이며 이는 라이브커머스 성장세 가속화로 이어질 것이다. 쇼핑 AI 에이전트는 소비자의 구매 이력, 선호도, 문장 맥락 등을 실시간으로 분석해 맞춤형 상품을 제안한다. 이는 대형 커머스 플랫폼에 의존하지 않아도 셀러가 정교한 마케팅을 전개할 수 있음을 의미한다. AI의 고도화로 광고 카피, 영상, 이미지 제작이 자동화되면서 소규모 브랜드도 적은 금액으로 효율적인 마케팅이 가능해진다.

쇼핑 AI 에이전트는 기존 D2C 전략의 두 가지 한계 1) 신규 고객 모객의 어려움, 2) 재고 관리의 어려움을 크게 개선시킬 것이다. AI 에이전트가 상용화될 경우 '검색 – 플랫폼 진입 – 구매'라는 쇼핑 경로가 'AI 에이전트 대화 – 브랜드 직결 구매'로 변화할 것이다. 매력적인 상품만 준비되어 있다면 쇼핑 AI 에이전트가 구매에 적합한 구매자를 인도해올 것이다.

또한 실시간 판매 데이터, 트래픽 등을 기반으로한 AI 수요 예측은 재고 관리의 문제를 대폭 개선시킬 수 있다. AI가 재고 상황에 따라 자동으로 가격을 조정해 소진 속도를 관리하는 다이나믹 프라이싱 전략도 유효해질 것이다.

쇼피파이의 최근 고성장은 이러한 AI의 혁신에 따른 D2C 확산 흐름과 맞닿아 있다. 쇼피파이는 AI 스토리 빌더를 통해 코딩 없는 온라인몰 구축을 지원하고 있다. 키워드만으로 쇼핑몰 이미지, 텍스트까지 자동 생성해 쇼핑몰을 구축할 수 있어 중소형 셀러들의 진입 장벽을 크게 낮췄다. 또한 쇼피파이 제품이 AI 검색에 노출될 수 있도록 적극적으로 주요 AI 기업들과 협력하고 있다. 최근 쇼피파이 GMV의 폭발적인 성장이 해당 전략이 통하고 있음을 증명하고 있다.

그림 59. 쇼피파이 분기 GMV 추이



자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

D2C 확산은 라이브커머스의 부상으로 이어진다. D2C 전략을 펼치는 브랜드는 소비자 접점을 다변화시키기 위해 노력할 수밖에 없다. 자사몰의 단순 운영만으로는 신규 고객 유입의 한계가 존재하기에 라이브 커머스가 매력적인 선택지로 부상하게 된다. 유튜브, 틱톡과 같이 이미 글로벌 수십억명의 이용자를 보유한 영상 플랫폼은 D2C 브랜드가 글로벌 확장을 할 수 있는 가장 즉각적이고 비용 효율적인 채널이 된다.

AI는 이미 촉매 역할을 충실히 수행 중이다. 생성형 AI는 영상 스크립트 작성, 시연 영상 제작, 실시간 자막 및 번역 등 라이브커머스 운영의 비용과 장벽을 크게 낮춘다. 과거에는 대규모 인력과 예산이 필요했던 라이브 방송이 중소 D2C 브랜드도 손쉽게 실행 가능한 마케팅 도구로 변화하고 있다.

AI 기반 추천 알고리즘은 시청자가 관심 가질만한 라이브 방송과 숏폼을 정밀하게 노출시켜 발견성과 구매 전환율을 동시에 개선한다. 이는 단순 노출형 광고보다 더욱 높은 몰입도와 구매율을 가져온다. AI가 D2C 확산을 견인하고 D2C는 라이브커머스 수요를 창출하는 선순환이 형성될 것이다.

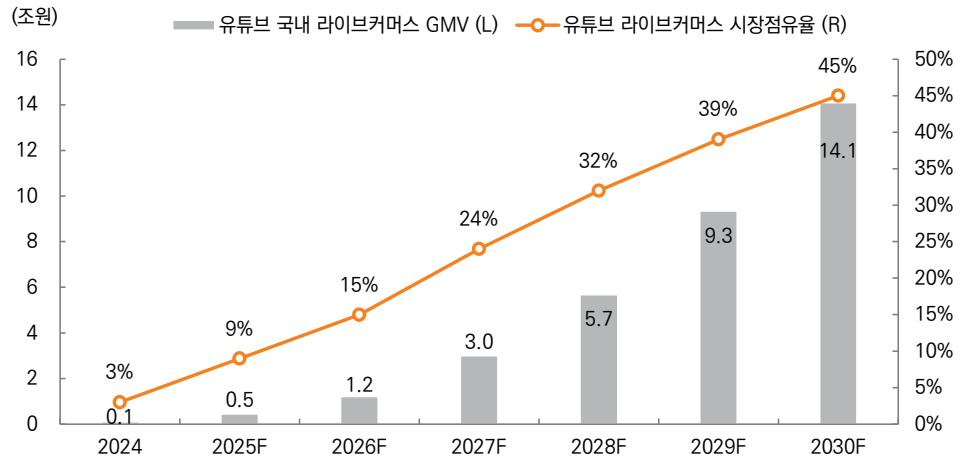
특히 유튜브쇼핑이 글로벌 라이브커머스 시장의 핵심 플레이어로 부상할 가능성이 높다. 유튜브는 전 세계 25억명 이상이 사용하는 글로벌 최대의 영상 플랫폼이며 숏폼/라이브/검색 기능이 결합된 독보적 생태계를 갖추고 있다. 여기에 구글의 광고, 결제 인프라가 연결되면서 브랜드 입장에서는 자사몰 외부에서 신규 고객을 가장 손쉽게 확보할 수 있는 채널이 된다. 인앱결제 기능 등 커머스 요소를 새롭게 개편한 유튜브는 커머스 업계를 빠르게 재편해나갈 것이다.

국내는 유튜브쇼핑이 시장을 개화시킬 것

중국, 동남아, 미국 등의 지역이 국내보다 라이브커머스가 빠르게 개화하고 압도적으로 높은 침투율을 갖게 된 이유는 틱톡샵의 존재에 기인한다. 16년에 출시된 숏폼 플랫폼 틱톡은 코로나 시기를 거치며 글로벌 인기를 누리기 시작했다. 틱톡은 21년부터 동남아를 시작으로 틱톡샵을 글로벌에서 운영하기 시작(중국에서는 18년부터)했다. 한국은 유독 틱톡의 인기가 떨어지는 국가에 해당하며 틱톡샵은 서비스되고 있지도 않다.

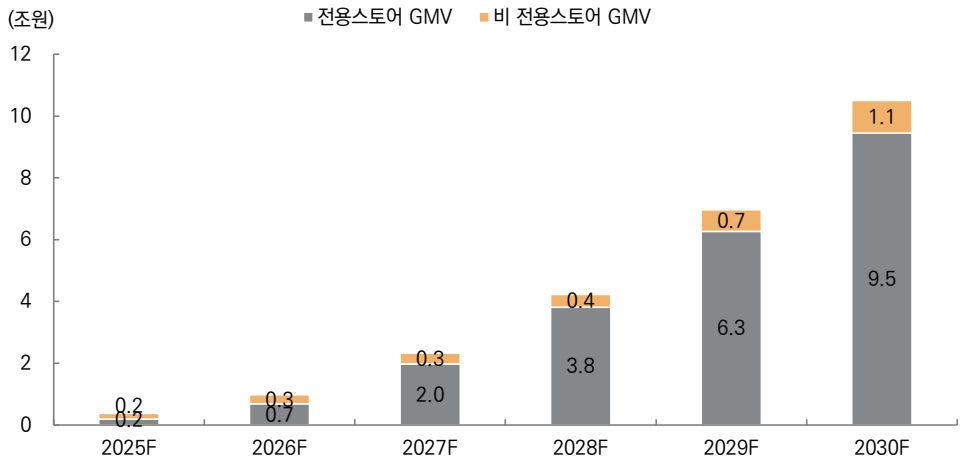
국내는 압도적인 동영상 플랫폼인 유튜브쇼핑의 침투율이 상승하면서 라이브커머스 시장이 본격적으로 개화될 것이다. 유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 30년 14조원에 이를 전망이다. 유튜브쇼핑의 국내 라이브커머스 점유율은 30년 45% 수준에 달할 전망이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 30년 3.2% 수준까지 상승할 전망이다.

그림 60. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 카페24 유튜브쇼핑 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

전용스토어 기능을 제공하는 카페24가 유튜브쇼핑 고성장의 가장 큰 수혜주다. 카페24의 30년 유튜브쇼핑 GMV로 10.5조원, 공헌이익은 840억원을 예상한다. 카페24는 전용스토어 기능을 통해 유튜브쇼핑 생태계 내에서 독과점에 가까운 지위를 유지할 것이다. 카페24의 유튜브쇼핑 내 GMV 점유율은 75% 이상이 될 것으로 전망한다.

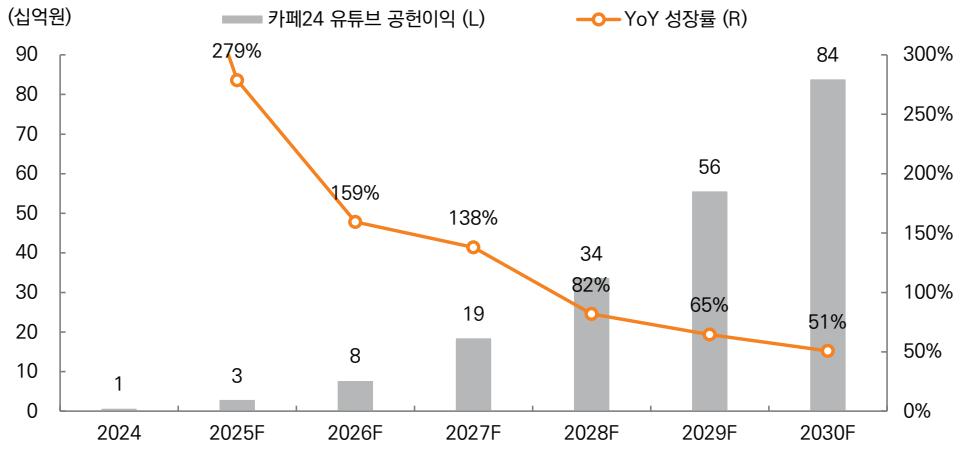
유튜브쇼핑 인앱 결제 업데이트 이후 전용스토어 GMV가 폭발적으로 늘어날 전망이다. 30년 유튜브쇼핑 전용스토어 GMV로 9.5조원을 예상한다. 인앱 결제 업데이트를 통해 유튜브쇼핑 유저의 편의성이 드라마틱하게 개선될 것으로 예상하며 외부 플랫폼으로 이동할 필요가 없는 전용스토어 내에서의 쇼핑이 각광받게 될 것이다.

표 29. 유튜브쇼핑 GMV, 카페24 주요 지표 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
전자상거래 시장 GMV (조원)	**242**	**259**	**272**	**299**	**329**	**362**	**399**	**441**
YoY 성장률	12.0%	7.1%	5.0%	9.7%	10.0%	10.2%	10.3%	10.5%
라이브커머스 GMV (조원)	**3.0**	**3.6**	**5.0**	**8.1**	**12.5**	**17.7**	**24.0**	**31.3**
라이브커머스 침투율	1.2%	1.4%	1.8%	2.7%	3.8%	4.9%	6.0%	7.1%
YoY 성장률	45%	22%	37%	61%	55%	42%	35%	31%
유튜브쇼핑 국내 GMV (조원)	**0.0**	**0.1**	**0.5**	**1.2**	**3.0**	**5.7**	**9.3**	**14.1**
라이브커머스 시장점유율	1%	3%	9%	15%	24%	32%	39%	45%
전자상거래 시장점유율	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.9%	1.6%	2.3%	3.2%
유튜브 GMV YoY 성장률	-	-	312%	168%	148%	89%	65%	51%
카페24 유튜브쇼핑 GMV (조원)	**0.0**	**0.1**	**0.4**	**1.0**	**2.3**	**4.2**	**7.0**	**10.5**
유튜브 쇼핑 내 카페24 점유율	95%	91%	84%	81%	78%	75%	75%	75%
카페24 GMV 내 유튜브쇼핑 비중	0%	1%	3%	6%	12%	18%	24%	30%
전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.0	0.2	0.7	2.0	3.8	6.3	9.5
비 전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	1.1
카페24 유튜브쇼핑 매출액 (십억원)	**0**	**1**	**5**	**16**	**42**	**80**	**131**	**197**
YoY 성장률	-	-	-	204%	164%	88%	65%	51%
공헌이익 (십억원)	0	1	3	8	19	34	56	84
YoY 성장률	-	-	-	159%	138%	82%	65%	51%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 62. 카페24 유튜브쇼핑 공헌이익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카페24 (042000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**302**	**320**	**361**	**413**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**302**	**320**	**361**	**413**
판매비와관리비	**271**	**275**	**288**	**313**
조정영업이익	**32**	**45**	**72**	**99**
영업이익	**32**	**45**	**72**	**99**
비영업손익	**2**	**5**	**4**	**2**
금융손익	3	6	8	11
관계기업등 투자손익	0	-1	-5	-10
세전계속사업손익	34	50	76	101
계속사업법인세비용	8	6	14	20
계속사업이익	26	44	63	81
중단사업이익	-3	0	0	0
당기순이익	**23**	**44**	**63**	**81**
지배주주	26	44	63	81
비지배주주	-2	0	0	0
총포괄이익	**18**	**44**	**63**	**81**
지배주주	20	49	70	91
비지배주주	-2	-5	-8	-10
EBITDA	62	68	90	113
FCF	66	54	67	83
EBITDA 마진율 (%)	20.5	21.3	24.9	27.4
영업이익률 (%)	10.6	14.1	19.9	24.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.6	13.8	17.5	19.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**189**	**245**	**318**	**407**
현금 및 현금성자산	30	84	150	232
매출채권 및 기타채권	56	57	62	68
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	103	104	106	107
비유동자산	**153**	**142**	**133**	**126**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	44	35	26	20
무형자산	5	4	3	2
자산총계	**342**	**387**	**451**	**533**
유동부채	**111**	**112**	**113**	**114**
매입채무 및 기타채무	47	47	48	48
단기금융부채	12	12	12	12
기타유동부채	52	53	53	54
비유동부채	**16**	**16**	**16**	**16**
장기금융부채	9	9	9	9
기타비유동부채	7	7	7	7
부채총계	**127**	**128**	**129**	**130**
지배주주지분	**216**	**259**	**322**	**403**
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	259	259	259	259
이익잉여금	5	48	111	192
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**216**	**259**	**322**	**403**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**71**	**66**	**75**	**89**
당기순이익	23	44	63	81
비현금수익비용가감	35	23	23	22
유형자산감가상각비	26	22	16	12
무형자산상각비	4	1	1	1
기타	5	0	6	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	11	0	-4	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-3	-3	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	0	0	0
법인세납부	-1	-6	-14	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	**-61**	**-13**	**-9**	**-7**
유형자산처분(취득)	-5	-12	-8	-6
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-57	-1	-1	-1
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-9**	**0**	**0**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	-39	0	0	0
자본의 증가(감소)	26	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	4	0	0	0
현금의 증가	**-1**	**54**	**67**	**82**
기초현금	31	30	84	150
기말현금	30	84	150	232

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	31.8	22.3	15.5	12.0
P/CF (x)	13.9	14.6	11.4	9.4
P/B (x)	3.8	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA (x)	11.6	11.9	8.3	5.8
EPS (원)	1,066	1,794	2,577	3,347
CFPS (원)	2,434	2,745	3,508	4,244
BPS (원)	9,011	10,805	13,382	16,729
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 (%)	11.6	5.9	12.6	14.4
EBITDA증가율 (%)	69.3	9.9	32.0	25.5
조정영업이익증가율 (%)	1,978.1	41.1	60.6	37.5
EPS증가율 (%)	148.7	68.3	43.7	29.9
매출채권 회전율 (회)	9.1	8.2	8.5	9.1
재고자산 회전율 (회)	535.8	878.0	978.5	1,108.7
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	7.1	11.9	14.9	16.5
ROE (%)	13.4	18.3	21.5	22.4
ROIC (%)	50.4	203.0	517.5	993.3
부채비율 (%)	58.8	49.4	40.1	32.3
유동비율 (%)	170.2	218.1	280.5	356.4
순차입금/자기자본 (%)	-49.6	-62.4	-71.3	-77.5
조정영업이익/금융비용 (x)	21.4	59.2	94.6	130.0

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

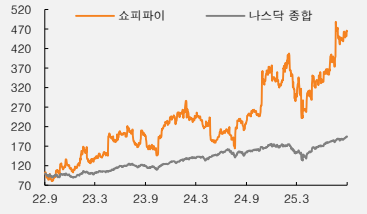
Equity Research
2025.9.18

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 158
현재주가(25/9/16)	USD 147.21
상승여력	7.2%

나스닥 종합(p)	22,333.96
EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	191.32
시가총액(조원)	265.84
상장주식수(백만주)	1,299.7
60일 평균 거래대금(백만USD)	1,015.73
52주 최저가(USD)	73.58
52주 최고가(USD)	154.90

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.1	55.2	100.1
상대주가	0.7	23.4	57.6



[인터넷/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

SHOP US · 미국

쇼피파이

AI 에이전트를 위한 생태계를 구축 중

쇼핑 AI 에이전트의 등장

쇼핑 AI 에이전트는 만족도·시간·비용 측면에서 최적화된 쇼핑 경험을 제공하면서 전자상거래 시장 성장세 회복을 견인할 것이다. 전자상거래 시장은 7%로 정체된 성장세를 보이고 있었으나 쇼핑 AI 에이전트가 본격적으로 도입될 경우 침투율의 가파른 상승을 이끌며 10% 이상의 성장세 회복이 가능해질 것이다.

쇼피파이는 Agentic Commerce 인프라를 구축하면서 이러한 흐름에 적극적으로 대응하고 있다. 쇼피파이는 자체적으로 소비자용 AI 에이전트를 구축하기보다는 외부 AI 에이전트들이 자사 생태계에 쉽게 진입할 수 있도록 하는 전략을 채택하고 있다. 이러한 접근 방식은 챗GPT, Gemini, Copilot과 같은 다양한 에이전트가 쇼피파이의 상품 데이터와 결제 기능을 활용할 수 있도록 하는 데 초점이 맞춰져 있다.

개방형 생태계를 지향하는 쇼피파이

개방형 생태계를 위한 핵심 툴 세 가지를 지원하고 있다. 첫째, Shopify Catalog는 수백만 개의 상품 데이터를 표준화해 외부 에이전트가 정확하고 풍부한 상품 정보를 검색할 수 있도록 한다. 둘째, Universal Cart는 여러 판매자의 상품을 하나의 장바구니에 통합하여 에이전트가 소비자에게 일관된 쇼핑 경험을 제공할 수 있게 한다.

셋째, Checkout Kit는 에이전트가 결제 단계를 쉽게 내재화할 수 있도록 하고, 브랜드별 결제 경험을 유지할 수 있게 한다. 한편 판매자 지원용 AI도 적극적으로 지원한다. 대표적으로 Sidekick은 매출 분석, 재고 최적화, 마케팅 효율성을 지원하는 AI 도구로 판매자의 운영 부담을 줄이고 효율성을 높인다.

연속적인 서프라이즈와 고밸류에이션의 유지

쇼피파이의 25F P/E는 101배, 26F P/E는 81배에 달한다. 동사의 가치평가에 주로 사용되어 왔던 EV/GMV 기준으로는 25F 0.9배 수준이다. 과거 EV/GMV 0.4~0.5배 수준에서 거래되어왔으나 분기 GMV 성장세가 가속화됨과 동시에 컨센서스를 지속적으로 상회하면서 지난 1년 동안 멀티플이 2배 가까이 상승했다.

현재 수준의 높은 밸류에이션이 유지되기 위한 필수 요건은 GMV 성장세가 가속화되는 것이다. 2Q25 GMV YoY 성장률은 31%까지 상승했다. 개방형 생태계에 대해 늘어날 수요를 고려 시 동사 GMV의 고속 성장은 당분간 지속될 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (백만USD)	2,929	4,612	5,600	7,060	8,880
영업이익 (백만USD)	90	269	-822	-1,418	1,075
영업이익률 (%)	3.1	5.8	-14.7	-20.1	12.1
순이익 (백만USD)	320	2,915	-3,460	132	2,019
EPS (USD)	0.27	2.34	-2.73	0.10	1.57
ROE (%)	6.8	33.2	-35.7	1.5	19.6
P/E (배)	423.6	58.9	-12.7	756.3	67.9
P/B (배)	21.7	14.2	5.4	11.1	11.9

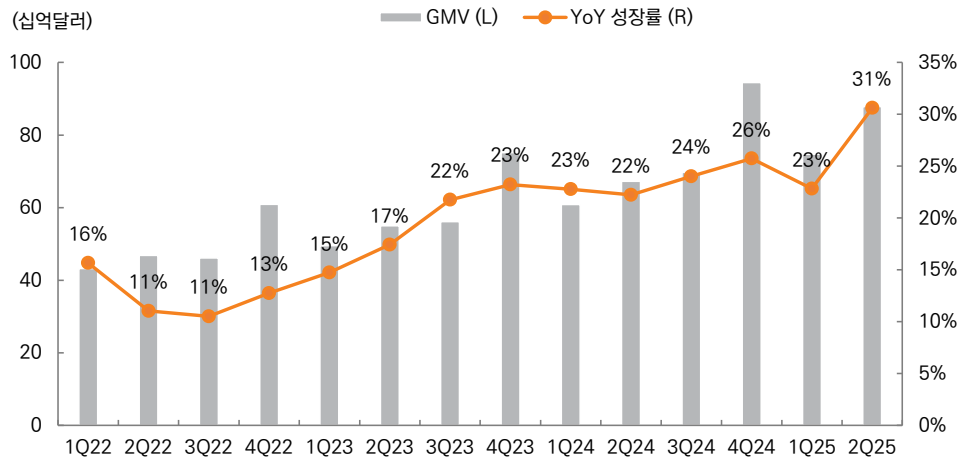
주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 분기 및 연간 실적 추이 (백만달러)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	**1,861**	**2,045**	**2,162**	**2,812**	**2,360**	**2,680**	**4,612**	**5,600**	**7,060**	**8,880**
(% YoY)	23.4%	20.7%	26.1%	31.2%	26.8%	31.1%	-	21.4%	26.1%	25.8%
Subscription Solutions	511	563	610	666	620	656	1,342	1,488	1,837	2,350
Merchant Solutions	1,350	1,482	1,552	2,146	1,740	2,024	3,270	4,112	5,223	6,530
매출원가	**904**	**1,000**	**1,044**	**1,460**	**1,191**	**1,378**	**2,131**	**2,846**	**3,545**	**4,408**
영업비용	**871**	**804**	**835**	**887**	**966**	**1,011**	**2,213**	**3,576**	**3,593**	**3,397**
(% YoY)	-4.3%	-28.9%	7.2%	14.7%	10.9%	25.7%	-	61.6%	0.5%	-5.5%
마케팅비	361	353	331	348	405	415	902	1,230	1,220	1,393
R&D	335	349	332	351	377	394	854	1,503	1,730	1,367
일반관리비	124	60	114	112	109	122	375	708	491	410
기타	51	42	58	76	75	80	82	135	152	227
영업이익	**86**	**241**	**283**	**465**	**203**	**291**	**268**	**-822**	**-1,418**	**1,075**
(% YoY)	흑전	흑전	132.0%	60.9%	136.0%	20.7%	-	-	-	-
OPM	4.6%	11.8%	13.1%	16.5%	8.6%	10.9%	5.8%	-14.7%	-20.1%	12.1%
지배주주순이익	**-273**	**171**	**828**	**1,293**	**-682**	**906**	**2,915**	**-3,457**	**132**	**2,019**
NPM	-14.7%	8.4%	38.3%	46.0%	-28.9%	33.8%	63.2%	-61.7%	1.9%	22.7%

자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 쇼피파이 분기 GMV 추이



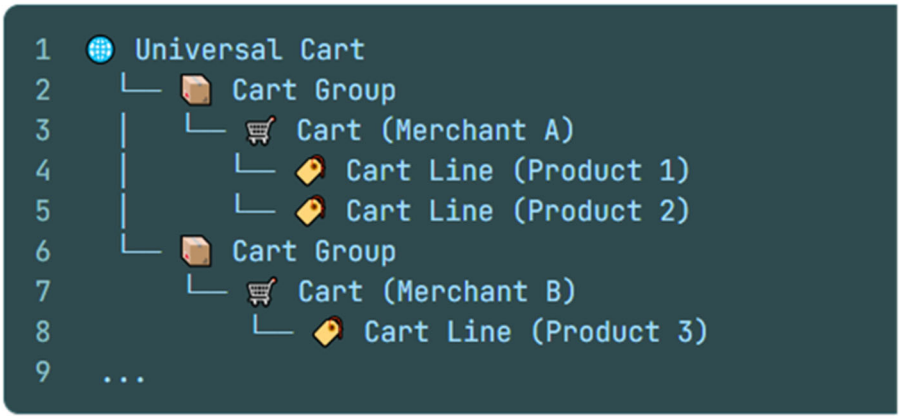
자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. Shopify Catalog (검색) 작동 예시

```
{
  "jsonrpc": "2.0",
  "method": "tools/call",
  "id": 2,
  "params": {
    "name": "search_catalog",
    "arguments": {
      "query": "lightweight running shoes",
      "ships_to": "US",
      "limit": 5,
      "context": "buyer prefers light and bright colors"
    }
  }
}
```

자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. Universal Cart (장바구니) 작동 예시



```
Universal Cart
└─ Cart Group
   └─ Cart (Merchant A)
      └─ Cart Line (Product 1)
      └─ Cart Line (Product 2)
└─ Cart Group
   └─ Cart (Merchant B)
      └─ Cart Line (Product 3)
...
```

자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. Checkout Kit (결제) 작동 예시

```
import {useShopifyCheckoutSheet} from '@shop

function App() {
  const shopifyCheckout = useShopifyCheckout
  const handleClick = () => {
    // Present the checkout
    shopifyCheckout.present(checkoutUrl);
  }
}
```

자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

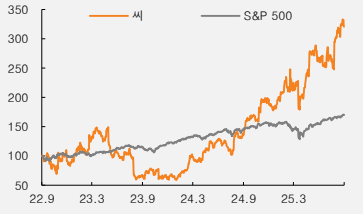
Equity Research
2025.9.18

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	**USD 196**
현재주가(25/9/16)	USD 189.07
상승여력	3.7%

S&P 500(p)	6,606.76
EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	111.93
시가총액(조원)	155.53
상장주식수(백만주)	592.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	713.39
52주 최저가(USD)	79.88
52주 최고가(USD)	196.50

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.7	48.4	136.7
상대주가	4.1	26.6	101.8



[인터넷/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

SE US · 미국

씨

동남아 최대 플랫폼

전자상거래 부문(Shopee) 고속 성장

동사는 동남아 전자상거래 시장에서 가파른 성장세를 지속 중이다. 2분기 GMV는 298억달러를 기록하며 YoY 28% 성장했다. 동남아 전자상거래 시장 YoY 성장률은 10~15% 수준으로 추정되는데 이를 지속적으로 아웃퍼폼하고 있다. 주요 경쟁자로 틱톡샵(바이트댄스), 라자다(알리바바)가 존재하나 물류에서의 강점(자체 물류망+외부 파트너십 결합)을 무기로 점유율을 지속적으로 상승시키고 있다.

광고와 거래 수수료 기반의 고마진 비즈니스를 확대하며 수익성도 가파르게 개선되고 있다. 1, 2분기 이익 서프라이즈는 커머스 부문 마진 개선에 기인한다. 1) AI 기반 타겟팅 고도화에 따른 광고 효율성 증대, 2) 시장 점유율 상승에 따른 플랫폼 지배력 확대로 광고 단가 상승이 지속되고 있다.

동남아 최대 금융 플랫폼으로의 성장 가능성

금융 부문(Monee)의 고속 성장이 계속되고 있다. 2분기 금융 매출은 8.8억달러로 YoY 70% 성장했고, 대출 잔액은 94% 증가했다. Monee의 고속 성장은 Shopee 생태계와의 결합에 기인한다. Shopee의 소비자와 판매자가 Monee의 전자지갑과 후불결제 서비스를 활용하면서 결제 및 대출 서비스가 빠르게 확장되고 있다.

Monee는 단순 결제 서비스를 넘어 금융 슈퍼앱으로 발전할 잠재력도 높다. 지배적인 시장 점유율을 가진 전자상거래 플랫폼과 금융 플랫폼의 강결합은 유저들의 락인 효과 강화로 이어진다. 동남아는 은행 계좌 보급률이 낮고 모바일 기반 소비자가 많아 전자상거래와 금융을 아우르는 슈퍼앱 모델이 자리잡기 쉬운 환경이다.

밸류에이션 현황

25F P/E 49배, 26F P/E 33배에서 거래 중이다. 글로벌 주요 플랫폼들이 20배 전후의 멀티플을 받고 있는 점을 고려 시 동사는 현재의 높은 성장성에 대한 프리미엄을 부여받고 있다. 동남아 전자상거래 시장의 낮은 침투율(10%대)을 고려한다면 동사의 커머스 부문 GMV 고성장이 장기화될 가능성이 높다.

Shopee의 높아진 시장 지배력은 Take rate 인상으로 이어져 수익성 개선을 이끌 전망이다. 고마진 금융 부문의 고속 성장도 수익성 개선으로 이어진다. 현재 9% 수준인 영업이익률은 20% 이상까지 점진적으로 상승할 전망이다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (백만USD)	4,376	9,955	12,450	13,064	16,820
영업이익 (백만USD)	-1,328	-1,585	-1,288	225	662
영업이익률 (%)	-30.3	-15.9	-10.3	2.0	4.2
순이익 (백만USD)	-1,618	-2,047	-1,651	168	442
EPS (USD)	-3.39	-3.84	-2.96	0.27	0.77
ROE (%)	-71.2	-38.0	-25.2	2.4	5.9
P/E (배)	-58.7	-58.2	-17.6	152.2	137.3
P/B (배)	30.1	16.9	5.1	3.8	7.3

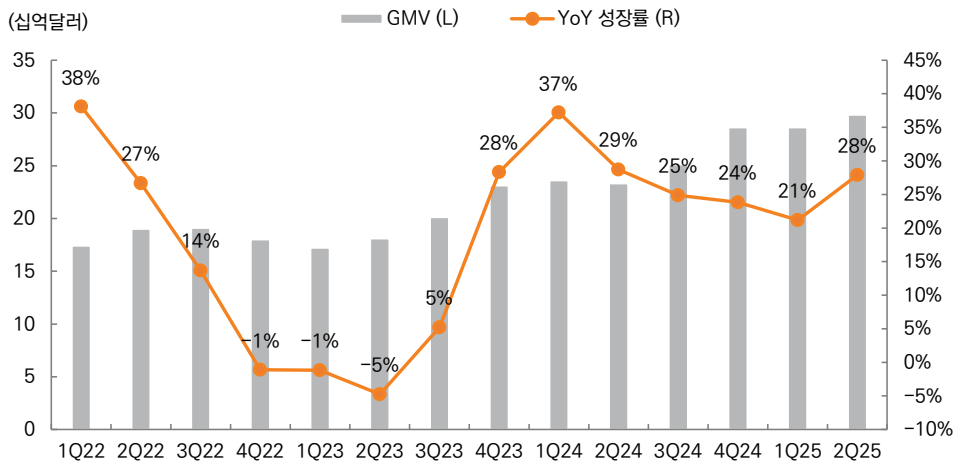
주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 씨, 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 분기 및 연간 실적 추이 (백만달러)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	**3,734**	**3,807**	**4,328**	**4,950**	**4,841**	**5,259**	**9,955**	**12,450**	**13,064**	**16,820**
(% YoY)	22.8%	23.0%	30.8%	36.9%	29.6%	38.1%	-	25.1%	4.9%	28.8%
E-Commerce	2,748	2,821	3,184	3,663	3,524	3,771	5,123	7,289	9,001	12,415
(% YoY)	32.9%	33.7%	42.6%	41.3%	28.3%	33.7%	0.0%	42.3%	23.5%	37.9%
Digital Financial Services	499	519	616	733	787	883	470	1,222	1,759	2,368
(% YoY)	21.0%	21.4%	38.0%	55.2%	57.6%	70.0%	-	160.1%	44.0%	34.6%
Digital Entertainment	458	436	498	519	496	559	4,320	3,877	2,172	1,911
(% YoY)	-15.1%	-17.7%	-15.9%	1.6%	8.2%	28.4%	-	-10.3%	-44.0%	-12.0%
Other Services	29	31	31	35	34	45	42	62	131	126
(% YoY)	35.2%	10.6%	-21.8%	-16.1%	17.6%	46.6%	-	45.8%	112.2%	-3.8%
매출원가	**2,181**	**2,222**	**2,467**	**2,745**	**2,605**	**2,850**	**6,059**	**7,264**	**7,230**	**9,615**
영업비용	**1,483**	**1,502**	**1,659**	**1,900**	**1,780**	**1,922**	**5,479**	**6,673**	**5,609**	**6,543**
(% YoY)	14.8%	28.7%	5.7%	20.1%	20.0%	28.0%	-	21.8%	-15.9%	16.7%
마케팅비	770	775	879	1,050	930	1,009	3,830	3,269	2,779	3,473
일반관리비	291	304	307	366	307	323	1,071	1,665	1,135	1,268
R&D	304	298	302	301	296	297	832	1,377	1,164	1,206
기타	118	125	171	183	247	292	-253	362	531	596
영업이익	**71**	**83**	**202**	**306**	**456**	**488**	**-1,583**	**-1,488**	**225**	**662**
(% YoY)	-43.2%	-70.8%	-258.5%	-641.0%	542.0%	488.4%	-	-6.0%	-115.1%	194.6%
OPM	1.9%	2.2%	4.7%	6.2%	9.4%	9.3%	-15.9%	-11.9%	1.7%	3.9%
지배주주순이익	**-24**	**80**	**149**	**237**	**403**	**406**	**-2,047**	**-1,651**	**168**	**442**
NPM	-0.6%	2.1%	3.4%	4.8%	8.3%	7.7%	-20.6%	-13.3%	1.3%	2.6%

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 씨 분기 GMV 추이

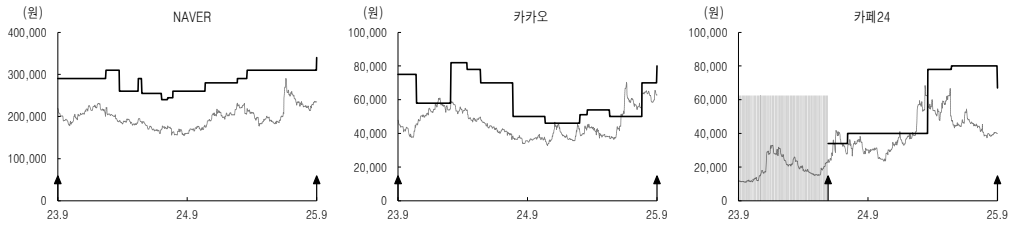


자료: 씨, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2025.03.06	매수	54,000	-24.46	-15.93
2025.09.18	매수	340,000	-	-	2025.02.13	매수	51,000	-20.11	-12.84
2025.03.06	매수	310,000	-30.23	-6.29	2024.11.07	매수	46,000	-14.87	1.30
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17	2024.08.08	매수	50,000	-26.77	-21.20
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14	2024.05.09	매수	70,000	-39.43	-31.71
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88	2024.04.01	매수	78,000	-37.66	-34.36
2024.07.25	매수	245,000	-31.29	-28.57	2024.02.15	매수	82,000	-33.15	-28.41
2024.07.08	매수	240,000	-27.69	-26.04	2024.01.09	매수	58,000	-2.74	5.34
2024.05.13	매수	255,000	-32.42	-26.08	2024.01.09	매수	58,000	-1.38	-1.38
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83	2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27	2023.08.04	매수	75,000	-39.38	-29.60
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90	카페24 (042000)				
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17	2025.09.18	매수	67,000	-	-
카카오 (035720)					2025.05.12	매수	80,000	-45.04	-31.88
2025.09.18	매수	80,000	-	-	2025.03.06	매수	78,000	-28.76	-14.62
2025.08.07	매수	70,000	-10.59	-6.43	2024.07.23	매수	40,000	-9.74	71.25
2025.05.08	매수	50,000	4.30	40.80	2024.05.29	매수	34,000	-3.78	22.79

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 카카오,NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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