

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.co.kr

02-3773-8812

Company Data

자본금	567 억원
발행주식수	0 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	290,067 억원
주요주주	
카카오	47.8%
Alipay Singapore Holding Pte. Ltd.	39.1%
외국인지분률	43.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/11/29)	238,500 원
KOSPI	2909.32 pt
52주 Beta	0.00
52주 최고가	222,500 원
52주 최저가	145,500 원
60일 평균 거래대금	3,085 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	%	%
6개월	%	%
12개월	%	%

카카오페이 (377300/KS | 중립(신규편입) | T.P 210,000 원(신규편입))

산업성장에 따른 멀티플 확장국면

카카오페이는 공모가 90,000 원에 상장했으나, 상장 후 한달도 안된 현재 20 만원을 상회하고 있음. 전통적인 밸류에이션 방법으로는 설명하기 어려운 주가임. 하지만 새로운 플랫폼을 통한 새로운 비즈니스 모델을 구축했다는 측면에서 밸류에이션도 새로운 접근방식이 필요하다는 판단. 특히 상장초기 트래픽과 매출이 증가하는 구간에서 플랫폼 기업은 가장 높은 프리미엄을 받아왔음. 투자 의견 중립과 목표주가 210,000 원 제시

높은 성장세 확인할 2021 년, 턱어라운드 2022 년부터

카카오페이는 국내에서 최초로 간편결제 도입한 회사로 결제서비스, 금융서비스, 기타 서비스로 매출이 구성되어 있다. 21 년 3 분기 카카오페이의 실적은 금리, 한도 등 대출 규제로 인한 금융서비스 매출 부진과 마케팅비용 증가로 영업적자를 기록했으며, 4 분기에는 상장 이후 주가 상승에 따라 주식보상비용 증가로 영업적자가 이어질 전망이다. 하지만 2021 년 영업수익 증가율은 60%를 상회하며 높은 성장세를 확인할 것이며, 2022 년은 영업이익 흑자전환이 예상된다.

새로운 밸류에이션 접근 필요

상장 당시 공모가 90,000 원에 대한 고평가 논란이 있었지만 현재 주가는 20 만원을 상회하고 있다. 2022 년 기준 PER 은 700 배가 넘고, PBR 은 100 배가 넘는 등 전통적인 밸류에이션 방법으로 현 주가를 설명하기는 어렵다. 카카오페이는 새로운 플랫폼을 통해 새로운 비즈니스 모델을 구축한 만큼 밸류에이션도 새로운 방법으로 접근하는 것이 바람직하다는 판단이다.

투자 의견 중립, 목표주가 210,000 원(신규편입)

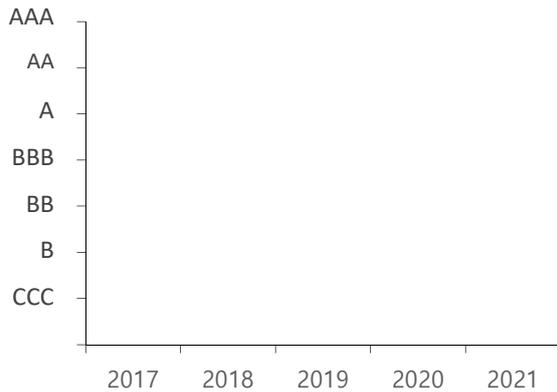
카카오페이에 대한 투자 의견 중립과 목표주가 210,000 원을 제시한다. 2022 년 예상 영업수익에 Target PSR 42.8 배(다음 상장 직후 1 년 평균 PSR)를 적용하여 산정하였다. 카카오페이 상장 초기 모습이 다음 상장 초기와 유사하게 성장성과 확장성에 대한 기대감이 최고조로 달하는 시기이다. 최근 12 월 코스피 200 특례편입 기대감으로 급격하게 주가가 상승하면서 추가적인 주가 상승여력 고려해 투자 의견은 중립으로 제시하나, 중장기 성장에 대한 가시성은 매우 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	695	1,411	2,844	4,554	6,395	8,515
yoy	%	556.3	103.0	101.5	60.1	40.4	33.2
영업이익	억원	-965	-653	-179	-55	377	701
yoy	%	적지	적지	적지	적지	흑전	86.2
EBITDA	억원	-955	-609	-55	134	602	987
세전이익	억원	-935	-650	-258	-71	380	704
순이익(지배주주)	억원	-935	-650	-206	40	393	644
영업이익률%	%	-138.8	-46.3	-6.3	-1.2	5.9	8.2
EBITDA%	%	-137.4	-43.2	-2.0	2.9	9.4	11.6
순이익률	%	-134.5	-46.1	-8.8	-1.1	4.7	6.5
EPS(계속사업)	원	-985	-684	-202	35	339	557
PER	배	N/A	N/A	N/A	6,814.3	703.5	428.2
PBR	배	0.0	0.0	0.0	131.5	111.3	89.0
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	2,055.4	446.0	265.2
ROE	%	-59.3	-82.5	-18.0	2.0	16.3	22.0
순차입금	억원	-3,230	-3,938	-9,566	-15,155	-21,931	-28,442
부채비율	%	249.4	1,025.5	491.8	677.8	884.7	950.7

ESG 하이라이트

카카오페이의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
카카오페이 종합 등급	NA	NA	NA
환경(Environment)	NA	NA	NA
사회(Social)	NA	NA	NA
지배구조(Governance)	NA	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
NAVER	A	B+	27.7
카카오	BBB	B	28.1

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 카카오페이 ESG 평가

2017년 설립, 2021년 11월 상장한 카카오페이는 아직 ESG 관련된 활동이 활발하게 이루어지고 있지는 않음

최근 전사 차원에서 ESG에 관심이 증가하고 있어 향후 가시적인 활동이 기대됨

자료: SK 증권

카카오페이의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

카카오페이의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.11.03	사회 (Social)	카카오페이 수수료 말바꾸기...플랫폼 갑질 논란 재연
2021.10.19	사회 (Social)	"카카오페이는 안되고 토스는 되고"...애매한 금소법에 엇갈린 사업 중단
2021.10.18	사회 (Social)	금융위 "빅테크 결제수수료 원가분석 중"
2021.10.04	사회 (Social)	"너무 간단해서 그만..." 5년간 간편송금으로 130억 원 잘못 보냈다
2021.09.30	사회 (Social)	카드수수료 재산정 압박...빅테크 수수료 논쟁 재점화
2021.09.28	지배구조 (Governance)	11월 상장 카카오페이 적정 시총이 18조?..커지는 고평가 논란

자료: 주요 언론사, SK 증권

Valuation

목표주가 210,000 원(중립) 제시
 22년 예상 영업수익에 Target PSR
 42.8 배 적용

카카오페이에 대한 투자 의견 중립과 목표주가 210,000 원을 제시한다. 목표주가 산정은 2022년 예상 영업수익에 Target PSR 42.8 배를 적용하여 산정하였다. Target PSR은 다음 상장 후 1년 평균 PSR이다. 다음의 상장 초기와 마찬가지로 높은 성장성과 사업의 확장성에 대한 기대감으로 카카오페이의 멀티플 확장구간이라 판단하기 때문이다.

카카오페이 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 원)

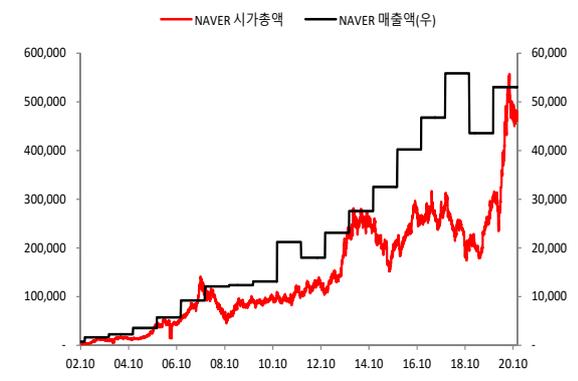
구분	내용	비고
2022년 예상 매출액	6,395	SK증권 추정
Target PSR	42.8	다음 상장 후 1년 평균 PSR
적정 시가총액	273,681	
발행주식 수	130,367,125	
적정주가	209,931	
목표주가	210,000	

자료: SK 증권

상장초기 플랫폼 기업의 매출
 상승기는 멀티플 확장구간

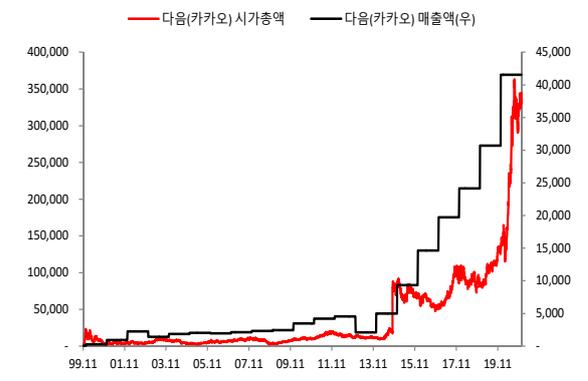
높은 성장률을 기록하는 플랫폼 기업은 매출이 증가하면서 기업가치가 동반하여 증가하는 특징이 있다. 특히 본격적인 매출상승 이전 투자자금 확보를 위해 상장을 하기 때문에 상장 이후 높은 매출상승과 멀티플이 특징이다. NAVER와 다음 등 국내 대표 플랫폼 기업도 이와 같은 과정을 거치며 성장했으며, 상장 이후 20여년이 지난 현재까지도 성장 추세는 여전히 유지되고 있어 타섹터 대비 여전히 높은 멀티플을 받고 있다.

NAVER 상장 이후 시가총액과 매출액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise, SK 증권

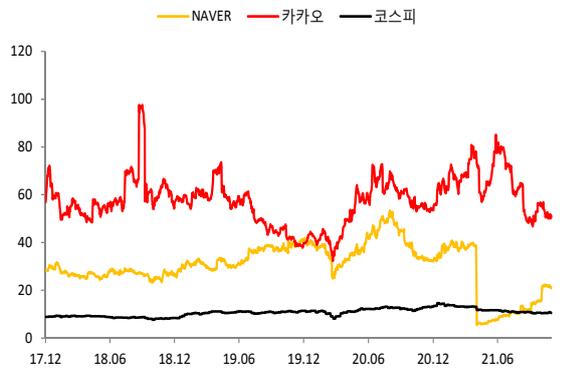
다음 상장 이후 시가총액과 매출액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise, SK 증권

국내 인터넷 업체 및 코스피 12MF PER

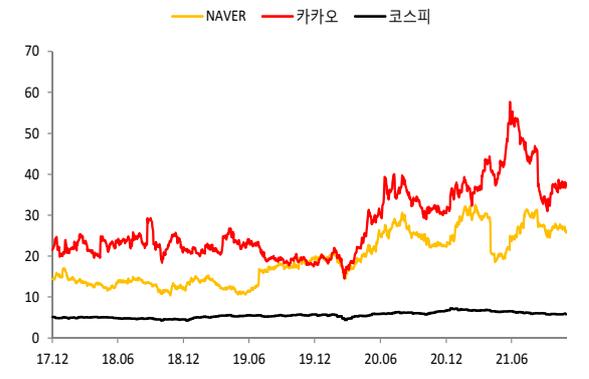
(단위: 배)



자료: Quantwise

국내 인터넷 업체 및 코스피 12MF EV/EBITDA

(단위: 배)



자료: Quantwise

**카카오페이 2022년 이익 턴어라운드
여부가 주가방향성 결정할 전망**

2002년 11월 상장한 NAVER는 이미 상장 이전인 2001년 흑자전환에 성공했으며, 2002년 영업이익은 전년 대비 4배 이상 증가하는 본격적인 이익 창출기였다. 높은 이익성장을 기반으로 주가는 지속적으로 우상향했다. 반면 1999년 상장한 다음의 경우 당시 국내 1위 포털로 초고속인터넷 보급 확산에 따라 높은 성장이 기대되었으나 관련 산업생태계가 조성되기 이전으로 상장 후 다음해인 2000년에도 영업적자를 기록했으며, 2001년에는 5억원에 영업이익을 기록하였다. 낮은 매출과 이익수준으로 다음의 상장 이후 PSR 멀티플은 300배까지 상승하기도 하였는데, 2000년과 2001년 부진한 영업이익으로 주가는 고점 대비 큰 폭의 조정을 받았다. NAVER와 다음은 각각 이익 창출기와 매출성장기에 상장했다는 차이가 있는데, 카카오페이가 올해 실적보다는 내년 이익 턴어라운드 여부가 중기 주가의 방향성을 결정할 가능성이 높다.

시장 대비 다음 시가총액 비중 추이



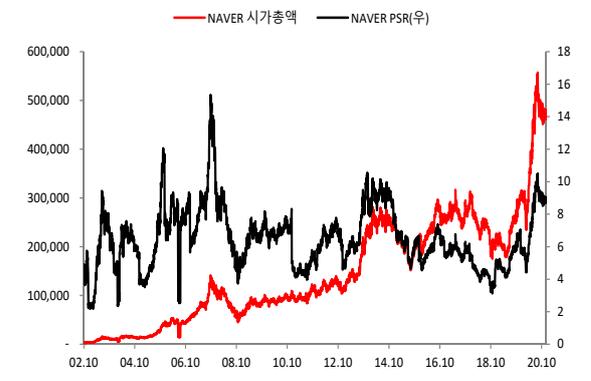
자료: Quantwise, SK 증권

다음 상장 이후 시가총액과 PSR 추이 (단위: 억원 배)



자료: Quantwise, SK 증권

NAVER 상장 이후 시가총액과 PSR 추이 (단위: 억원 배)



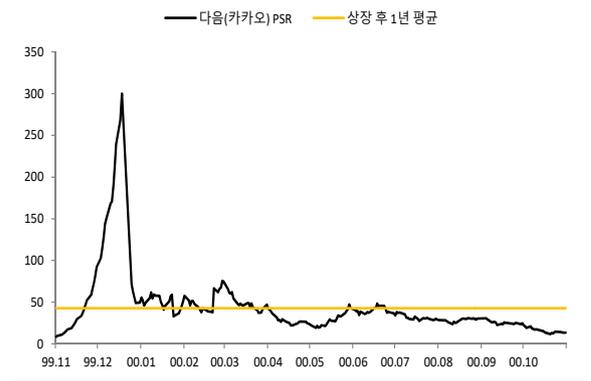
자료: Quantwise, SK 증권

다음 상장 후 1년간 시가총액과 PSR 추이 (단위: 억원 배)



자료: Quantwise, SK 증권

다음 상장 후 1년간 PSR 추이 (단위: 배)



자료: Quantwise, SK 증권

다음(카카오)와 NAVER 연간 실적추이

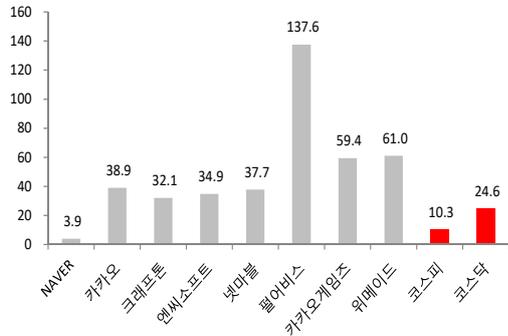
(단위: 억원)

연도	다음(카카오)			NAVER		
	매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익
1995	4	-0	0			
1996	7	0	0			
1997	11	1	0			
1998	17	2	-1			
1999	77	-9	89	18	1	2
2000	285	-55	11	88	-79	-83
2001	910	3	-267	243	53	29
2002	2,252	152	27	746	302	230
2003	1,414	376	252	1,663	654	555
2004	1,874	356	-183	2,294	747	540
2005	2,025	386	-338	3,575	1,315	91
2006	1,971	360	157	5,734	2,296	1,520
2007	2,145	515	156	9,202	3,895	2,801
2008	2,340	460	459	12,081	4,912	3,631
2009	2,446	445	311	12,371	5,318	4,217
2010	3,455	979	1,117	13,125	6,071	4,942
2011	4,213	1,168	1,080	21,213	6,604	4,521
2012	4,534	1,018	766	17,987	5,212	5,444
2013	2,108	659	614	23,120	5,241	18,953
2014	4,989	1,764	1,498	27,585	7,582	4,518
2015	9,322	886	788	32,539	8,302	5,170
2016	14,642	1,161	655	40,226	11,020	7,591
2017	19,723	1,654	1,251	46,785	11,792	7,701
2018	24,170	729	159	55,869	9,425	6,279
2019	30,701	2,068	-3,419	43,562	11,550	3,968
2020	41,568	4,559	1,734	53,041	12,153	8,450

자료 각 사

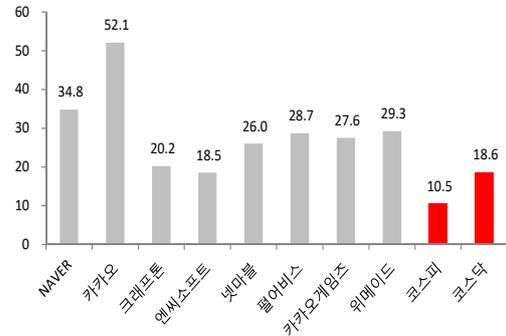
주. 다음은 1999년 상장, NAVER는 2002년 상장

국내 주요 인터넷 게임업체 21년 PER (단위: 배)



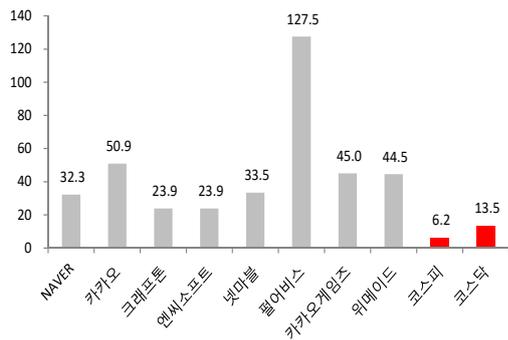
자료: Quantwise

국내 주요 인터넷 게임업체 22년 PER (단위: 배)



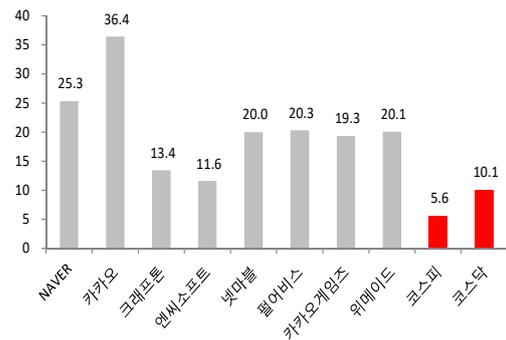
자료: Quantwise

국내 주요 인터넷 게임업체 22년 EV/EBITDA (단위: 배)



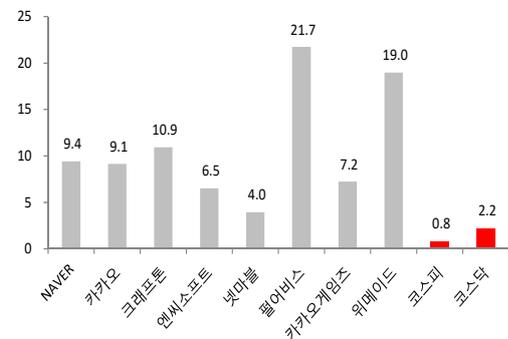
자료: Quantwise

국내 주요 인터넷 게임업체 22년 EV/EBITDA (단위: 배)



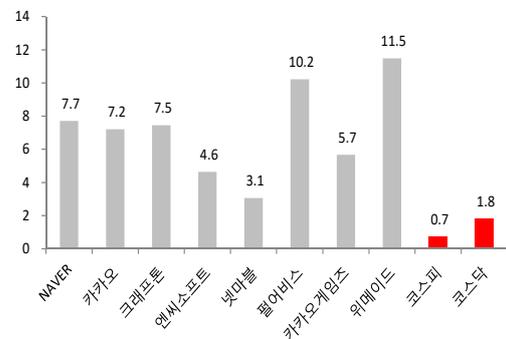
자료: Quantwise

국내 주요 인터넷 게임업체 22년 PSR (단위: 배)



자료: Quantwise

국내 주요 인터넷 게임업체 22년 PSR (단위: 배)



자료: Quantwise

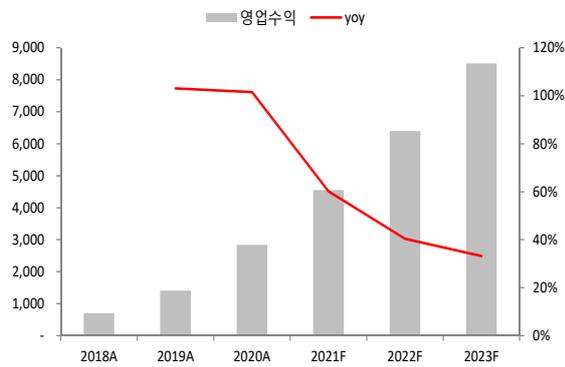
카카오페이는 높은 성장과 이익 터어라운드 증명할 것

현재 카카오페이의 주가는 전통적인 밸류에이션 방법으로 설명하기는 어렵다. 2021년 카카오페이는 영업적자가 예상되며, 2022년 기준 PER이 700배가 넘는 등 이익 중심의 전통적인 멀티플로는 현재의 시가총액을 설명하기 어렵다. Facebook, Paypal, Netflix를 비롯하여 NAVER, 카카오 등 국내외 대표적인 플랫폼 기업은 “트래픽 상승 → 매출증가 → 이익증가”의 과정을 거쳤다. 현재 카카오페이는 트래픽 상승기를 거쳐 본격적인 매출증가의 초입이다. NAVER와 카카오의 성공과 마찬가지로 카카오페이는 카카오 플랫폼을 이용한 트래픽 상승은 이미 증명했으며, 향후 매출 및 이익성장을 증명하는 것이 중요하다.

카카오의 다음과 합병 당시(2014년) 기업가치는 3.1조원에서 현재 55조원까지 증가

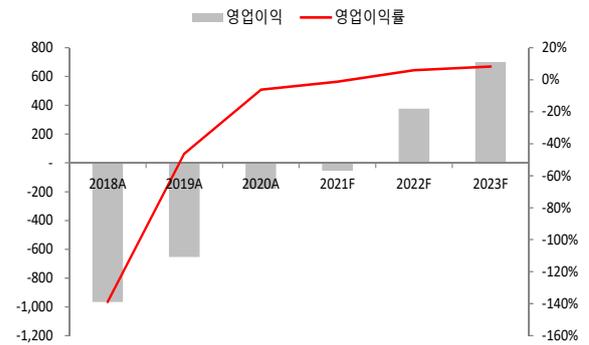
2014년 카카오는 다음과 합병 당시 기업가치 3조 1,351억원(수익가치: 5.1조원, 자산가치: 1,789억원 가중평균)을 인정받았으나, 합병 이후 카카오의 현재 시가총액은 55조원까지 상승했다. 카카오페이는 2021년 매출액 성장률 60.1%로 예상되는 등 높은 성장세가 이어질 전망이다. 영업이익도 2022년 흑자전환이 가능한 만큼 높은 프리미엄은 당분간 유지될 전망이다.

카카오페이 영업수익 전망 (단위: 억원)



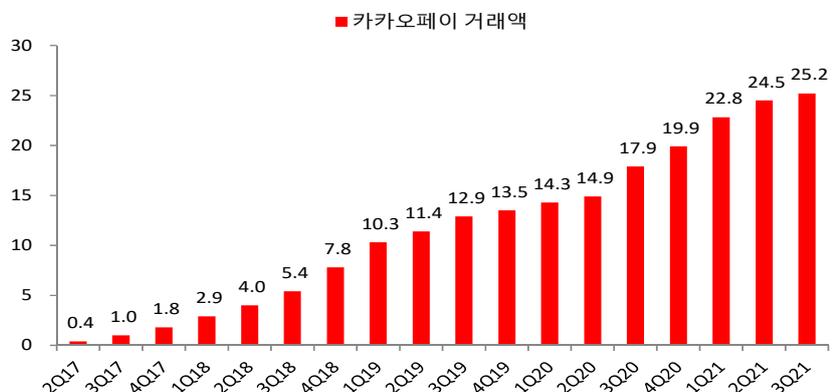
자료: 카카오페이, SK 증권

카카오페이 영업이익 전망 (단위: 억원)



자료: 카카오페이, SK 증권

카카오페이 거래액 추이 (단위: 조원)



자료: 카카오페이

성장률 조정 EV/Sales

**상장 이후 높은 주가 상승으로
현주가 설명하기 어려움**

카카오페이는 상장을 위한 투자신고서에서 '성장률 조정 EV/Sales'를 적용하여 기업가치를 산정하였다. 당시 매출액 성장률 98.7%, 성장률 조정계수 45.0 을 적용하였다. 이를 통해 산정한 기업가치는 17.8 조원이다. 매출액 성장률은 2018 년에서 2021 년 반기 매출액의 연평균 성장률이며, 매출액은 2H20 와 1H21 의 합산금액이다. 이를 2022 년 예상 매출액과 2019 년에서 2022 년 연평균 매출액 성장률을 적용해 보면 60.7%의 높은 매출액 성장률에도 불구하고 높은 EV/Sales 배수(45.4 배)로 성장률 조정계수는 69.3 로 산출된다. 국내 주요 인터넷/게임 기업과 비교해도 높은 수치이다. 기본적으로 EV/Sales 배수가 높기 때문에 높은 성장률에도 성장률 조정계수는 높게 계산되었다. 상장 이후 높은 주가 상승으로 성장률 조정계수가 상승(45.0→69.3)해 '성장률 조정 EV/Sales' 밸류에이션을 통해 현재의 기업가치를 설명하기에는 어려움이 있다.

국내 주요 인터넷/게임 업체 성장률 조정계수

(단위: 억원, 배)

	NAVER	카카오	크래프톤	엔씨소프트	넷마블	펄어비스	카카오게임즈	위메이드	컴투스	카카오페이
기업가치(EV)*	629,591	573,876	281,561	165,320	104,882	90,145	79,960	63,789	23,179	290,067
매출액**	82,892	77,692	33,233	32,890	33,734	8,615	13,969	5,605	7,034	6,395
EV/Sales 배수***	7.6	7.4	8.5	5.0	3.1	10.5	5.7	11.4	3.3	45.4
매출액 성장률****	23.9%	36.3%	45.1%	24.6%	15.7%	17.1%	52.9%	70.2%	14.4%	65.5%
성장률 조정계수*****	31.8	20.4	18.8	20.5	19.8	61.0	10.8	16.2	22.8	69.3

자료: SK 증권

*: 시가총액(11/26) - 순부채(3Q21 별도기준, 카카오페이는 2Q21 기준)

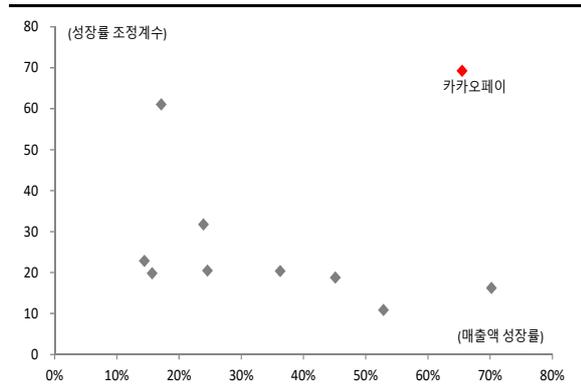
** : 2022 년 컨센서스 기준 예상 매출액, 카카오페이는 SK 증권 추정치

***: EV ÷ 매출액

****: 매출액 성장률은 2019~2022 년 컨센서스 기준 연평균 성장률(카카오페이는 SK 증권 추정치)

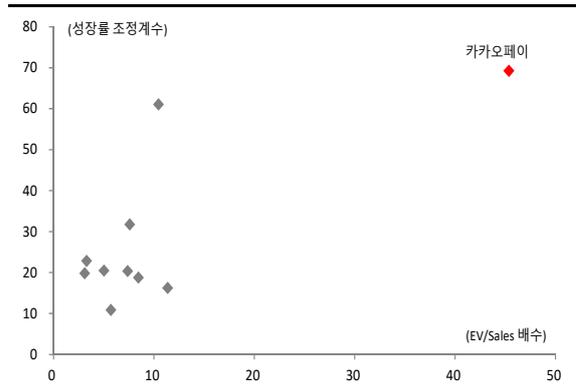
*****: EV/Sales 배수 ÷ 매출액 성장률

성장률 조정 계수와 매출액 성장률



자료: Quantwise, SK 증권

성장률 조정계수와 EV/Sales 배수



자료: Quantwise, SK 증권

가입자(MAU)당 가치

**국내외 비교 기업간 편차가 심해
카카오페이 기업가치 설명에 한계**

높은 성장을 보이는 플랫폼 기업에 대한 기업가치 산정방법 중 가장 흔히 사용되는 방법은 가입자 당 가치를 산정하는 것이다. 특히 모바일 기업의 경우 MAU(Monthly Active Users)를 기본으로 기업가치를 평가하게 된다. Active Users 가 곧 트래픽이기 때문이다. 카카오페이의 3Q21 MAU 는 2,040 만명으로 MAU 당 기업가치(11/26 종가기준)는 140 만원 수준이다. 국내 대표 플랫폼 기업인 카카오의 MAU 당 가치 대비 높으며, 카카오뱅크 대비로는 낮은 수준이다. 페이스북과 LINE 의 MAU 당 가치는 각각 586,601 원, 355,268 원으로 이보다는 높은 수치이다. 하지만 국내와 글로벌 기업간의 편차가 크고 플랫폼 기업간 수익모델이 상이하기 때문에 카카오페이의 기업가치를 설명하기에는 한계가 있다고 판단한다

기업	MAU	시가총액	MAU 당 가치
페이스북	1,930	11,321,398	586,601
LINE	173	614,613	355,268
카카오	47	559,351	1,190,109
카카오뱅크	15	324,059	2,160,391

자료 SK 증권

주. MAU 는 3Q21 기준. LINE 은 일본, 대만, 태국, 인도네시아 4 개국 기준. 카카오는 국내 기준

TPV 당 기업가치

페이팔: 0.19 배

카카오페이와 유사한 비즈니스 모델을 보유하고 있는 페이팔의 경우 MAU 를 공개하는 대신 TPV(Total Payment Volume)를 공개하고 있다. 페이팔의 직전 4 분기 TPV 1.183 십억 달러로 현재의 시가총액 대비 0.19 의 멀티플 수준이다.

구분	내용
페이팔 시가총액	222
직전 4분기 TPV	1,183
TPV 당 기업가치	0.19

자료 SK 증권

유상증자 당시 TPV 당 기업가치

페이코: 0.14 배

네이버파이낸셜: 0.17 배

국내에서 카카오페이와 유사한 비즈니스 모델을 보유하고 있는 기업은 네이버의 네이버파이낸셜과 NHN 의 페이코가 있다. 이들은 비상장 업체이지만 유상증자를 통해 기업가치를 인정받은 바 있다. 한화생명은 2019 년 7 월 500 억원을 페이코에 투자해 지분 6.8%를 확보했다. 이를 토대로 역산한 페이코의 기업가치는 7,353 억원이다. 유상증자 직전 4 분기 페이코의 거래금액은 5.1 조원으로 거래금액 대비 0.14 배 수준이다. 미래에셋대우는 2019 년 말 네이버파이낸셜에 8,000 억원을 투자하고 보통주 214,477 주와 우선주 214,094 주를 확보하였다. 보통주와 우선주의 가치를 동일하다고 가정하면 네이버파이낸셜의 기업가치는 2 조 6,643 억원이다. 2019 년 네이버파이낸셜의 거래금액은 15.7 조원으로 0.17 배 수준이다.

페이코 유상증자 당시 가치

구분	내용
한화생명 투자금액(억원)	500
한화생명 지분율	6.8%
역산한 기업가치(억원)	7,353
페이코 거래액(3Q18~2Q19)(조원)	5.1
거래금액 당 기업가치	0.14

자료 SK 증권

네이버파이낸셜 유상증자 당시 기업가치

구분	내용
미래에셋대우 투자금액(억원)	8,000
미래에셋대우 확보 보통주(주)	214,477
미래에셋대우 확보 우선주(주)	214,094
주당 발행가격(원)	1,865,000
증자 후 발행주식 수(주)	1,428,571
역산한 기업가치(억원)	26,643
네이버파이낸셜 GMV(2019년)(조원)	15.7
거래금액 당 기업가치	0.17

자료 SK 증권

**시장상황 고려 시 과거사례 대비
멀티플 프리미엄 부여 가능**

페이코와 네이버파이낸셜이 투자유치를 받았던 2019년 일 평균 간편결제금액은 3,170 억원이었으나, 2020년 4,490 억원으로 시장은 41.6% 성장했다. 2021년에도 유사한 성장률이 예상되고, 위드코로나에도 불구하고 오프라인 결제 확대로 간편결제 시장의 성장추세는 지속될 것으로 예상된다. 2022년 간편결제 시장이 2019년 대비 2배 가량 커지고 성장세가 유지될 것으로 예상된다. 따라서 현재 카카오페이의 거래금액 대비 멀티플을 적용함에 있어 페이코와 네이버파이낸셜의 유상증자 당시 거래금액 대비 멀티플 프리미엄 부여가 가능하다고 판단한다.

**송금부문 0.14 배, 결제 등 금융부문
0.51 배 적용 시
카카오페이 기업가치는 30 조원 수준**

2021년 카카오페이의 거래금액은 100 조원으로 예상하며, 2022년에는 125 조원까지 상승할 것으로 예상된다. 2022년 수익화가 어려운 송금부문 거래금액은 95 조원(전체 거래금액의 76%), 결제 등 기타 거래금액은 30 조원으로 전망한다. 수익화에 차이가 있으므로 결제 등 기타부문 거래액에는 0.51 배(간편결제 성장과 다양한 금융서비스 상품 출시에 따른 성장성 고려하여 네이버파이낸셜 적용 멀티플의 200% 프리미엄 적용), 송금부문 거래액에는 0.14 배(페이코 적용 멀티플)를 적용한다면 카카오페이의 기업가치는 30 조원까지 상승 가능하다.

TPV 기준 카카오페이 기업가치 산정

구분	내용	비고
카카오페이 2022년 예상 거래금액(조원)	125	
결제 등(조원)	30	
송금부문(조원)	95	
결제 및 금융부문 멀티플	0.51	네이버파이낸셜 멀티플의 200% 프리미엄
송금부문 멀티플	0.14	페이코 멀티플
카카오페이 예상 기업가치	28.97	①
순차입금	-0.69	2Q21 기준 ②
카카오페이 적정가치	29.66	①-②

자료 SK 증권

카카오페이는 PSR 적용이 가장 합리적인 밸류에이션 방법이라 판단

성장률 조정 EV/Sales, MAU 당 가치, TPV 당 가치 등 다양한 방법으로 카카오페이의 가치에 접근해 본 결과 상장 초기 높은 성장을 보이는 플랫폼 기업의 경우 PSR 로 밸류에이션 하는 것이 가장 합리적이라 판단한다. 물론 현재의 높은 멀티플이 유지되기 위해서는 2022 년에도 높은 성장세가 이어져야 하고, 이익 턴어라운드 증명이 필요하다.

12월 코스피 200 특례편입 기대감에 빠른 주가 상승

최근 코스피 200 조기 편입에 대한 기대감이 부각되며, 카카오페이는 빠르게 주가가 상승했다. 상장 당시 일반투자자 배정 및 기관투자자의 미확약과 1 개월 확약 물량이 전체 상장 주식수의 7%에 불과해 코스피 200 편입 전 매수세가 몰렸기 때문이다. 다만 일부 스톡옵션 물량과 알리페이의 지분 일부(28.5%)도 확약되지 않은 물량으로 시장 출회 가능성이 있다.

카카오페이 상장 시 배정현황

(단위: 주)

확약기간	수량	지분율
일반투자자 배정	4,250,000	3.3%
기관투자자 배정 합계	9,350,000	7.2%
미확약	3,833,775	2.9%
1개월	1,095,054	0.8%
2개월	196,087	0.2%
3개월	2,222,087	1.7%
4개월	170,874	0.1%
5개월	134,199	0.1%
6개월	1,697,924	1.3%

자료 카카오페이

실적전망

4 분기에도 주식보상비용 증가로 영업적자 전망

카카오페이 3 분기 실적은 결제서비스 매출 증가(45.0% yoy)에도 불구하고 금리, 한도 등 대출총량제 규제 영향에 따른 금융서비스 매출 부진과 P2P 사업 중단 등의 영향, 광고선전비 증가 등으로 인해 10 억원의 영업적자를 기록했다. 하지만 금융서비스 부문 트래픽은 두 자릿수 증가했으며, 향후 신용대출 중심에서 대출상품군 라인업 강화를 통해 3 분기 부진했던 금융서비스 부문의 중장기 성장기조는 지속될 전망이다. 4 분기에도 매출성장세는 지속되겠으나, 상장에 따른 주식보상비용이 추가로 반영될 것으로 보여 영업적자가 예상된다.

카카오페이 분기별 실적전망

(단위: 백만원)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
영업수익	52,118	61,820	77,622	92,811	107,144	109,179	114,910	124,142	132,353	149,021	173,406	184,708
결제서비스	42,401	42,930	55,109	64,149	66,453	69,130	79,930	88,063	91,596	100,066	117,604	120,520
금융서비스	6,282	15,403	18,476	24,366	35,276	33,783	29,289	29,599	33,757	40,976	46,959	53,851
기타서비스	3,435	3,486	4,037	4,296	5,415	6,267	5,691	6,480	7,000	7,979	8,842	10,337
영업비용	55,297	68,461	74,088	104,435	96,363	117,343	115,928	131,225	128,446	140,512	160,142	172,737
영업이익	-3,179	-6,641	3,534	-11,624	10,781	-8,164	-1,017	-7,084	3,907	8,509	13,264	11,971
영업이익률	-6.1%	-10.7%	4.6%	-12.5%	10.1%	-7.5%	-0.9%	-5.7%	3.0%	5.7%	7.6%	6.5%

자료: 카카오페이, SK 증권

간편결제 시장 성장과 자회사 성장으로 2022 년 본격적인 턴어라운드 전망

2022 년 카카오페이는 후불결제 및 오프라인 결제처 확대로 결제서비스 매출이 증가하고, UI/UX 개선 및 상품다양화를 통해 금융서비스 매출도 반등할 전망이다. MTS 가 출시될 카카오페이증권과 생활밀착형 상품출시를 준비중인 디지털손해보험사도 카카오페이 연결실적에 기여할 전망이다. 카카오페이의 2022 년과 2023 년 영업수익 증가율은 각각 40.4%, 33.2%로 예상되며, 2022 년 영업이익 흑자전환, 2023 년 영업이익률 5.9%로 본격적인 턴어라운드가 시작될 전망이다.

카카오페이 연간 실적전망

(단위: 백만원)

	2020A	2021F	2022F	2023F
영업수익	284,371	455,375	639,488	851,516
결제서비스	204,589	303,576	429,787	530,750
금융서비스	64,527	127,947	175,543	274,340
기타서비스	15,254	23,853	34,159	46,426
영업비용	302,280	460,859	601,837	781,417
영업이익	-17,909	-5,484	37,651	70,100
영업이익률	-6.3%	-1.2%	5.9%	8.2%

자료: 카카오페이, SK 증권

투자포인트

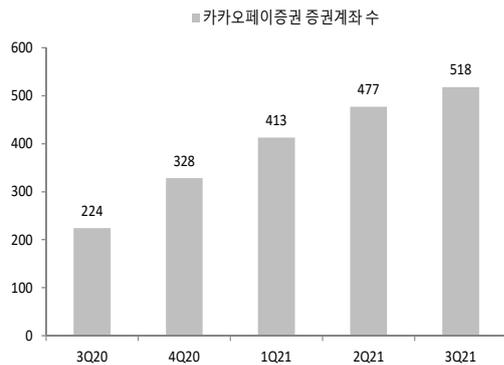
1) 카카오 계열사 간 시너지와 자회사 성장

카카오플랫폼 시너지 유효
카카오페이증권, 디지털손해보험사도
유사한 스토리로 성장 전망

2017년 설립된 카카오페이의 높은 성장 배경에는 카카오프렌즈 캐릭터를 활용한 마케팅, 카카오톡 친구간 무료송금, 각종 카카오 유료 플랫폼의 결제 수단으로 카카오페이 적용 등 카카오플랫폼 간의 시너지가 가장 큰 역할을 했다. 카카오플랫폼 시너지는 비단 카카오페이뿐 아니라 엔터테인먼트, 모빌리티, 커머스 등 대부분의 카카오 계열사에 해당되는 사항이다. MTS 출시가 예정된 카카오페이증권과 내년 론칭을 앞두고 있는 디지털손해보험사에도 동일한 효과가 기대되어 자회사 가치 상승에 기여할 전망이다.

카카오페이증권 증권계좌 수

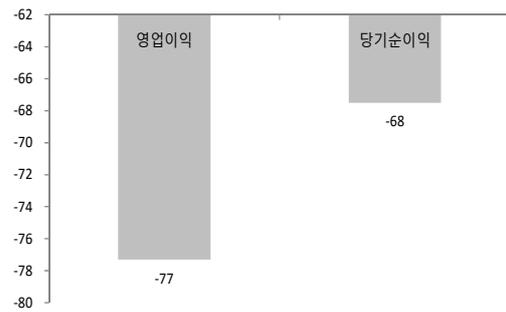
(단위: 만개)



자료: Quantwise, SK 증권

2020년 카카오페이증권 실적

(단위: 억원)



자료: 카카오페이증권

(가칭) 카카오손해보험 개요

구분	내용
보험종목	손해보험업의 보험종목 전부(보증보험, 재보험 제외) * 손해보험업의 보험종목 전부를 허가받을 경우 제3보험업 (상해, 질병, 간병보험) 허가를 의제(보험업법 제4조제3항
영위방법	통신판매전문보험회사(디지털 보험사)로 운영 * 총보험계약건수 및 수입보험료의 100분의 90 이상을 전화, 우편, 컴퓨터통신 등 통신수단을 이용하여 모집
자본금	1,000억원
주주	카카오페이(60%), 카카오(40%)

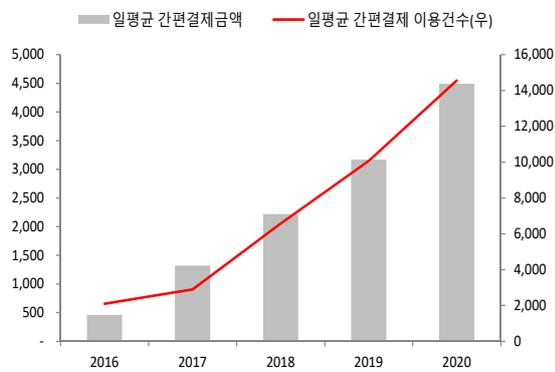
자료: 금융감독위원회

2) 높은 산업 성장세 지속

간편결제, 금융서비스, 송금 등 전부문 높은 성장세 이어질 전망

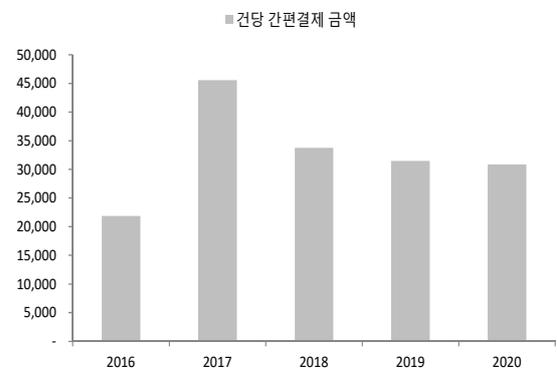
카카오페이의 2021년 3분기 누적 영업수익의 65.1%를 차지하는 결제서비스는 위드 코로나에도 불구하고 후불결제 도입 및 오프라인 인프라 확대를 통해 고성장세가 지속될 전망이다. 송금부문도 가입자 Retention에 기여해 카카오페이 트래픽 상승을 견인할 것이다. 또한 규제관련 이슈가 부각되었던 금융서비스 부문은 대출상품 다양화 등을 통해 외형성장이 가능할 전망이다.

일평균 간편결제 금액 및 이용건수 추이 (단위: 억원, 천건)



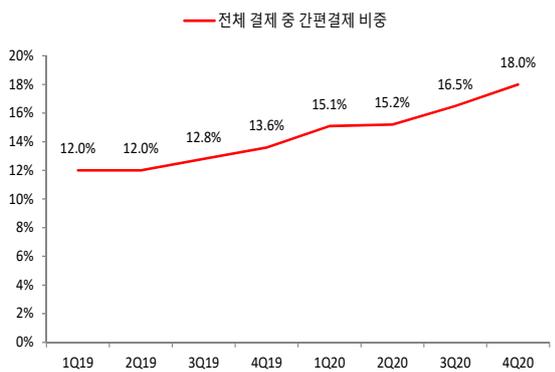
자료: 한국은행

건당 평균 간편결제 금액 (단위: 원)



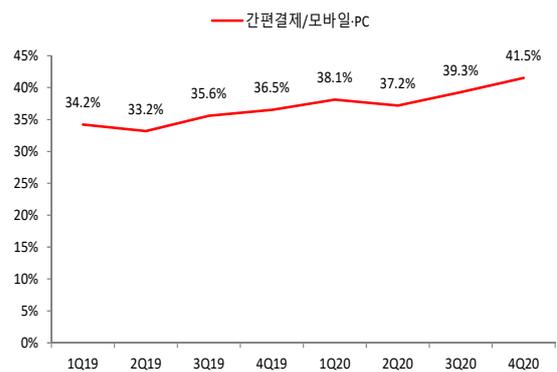
자료: 한국은행

전체 결제 중 간편결제 비중 추이



자료: 한국은행

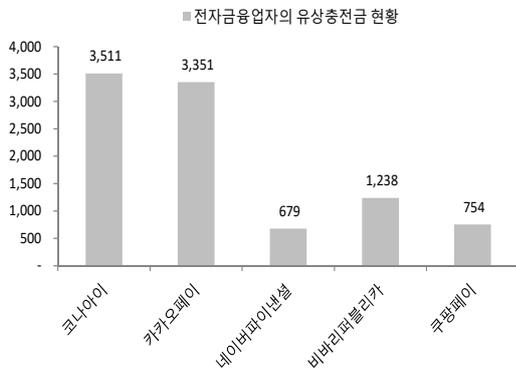
모바일 PC 등을 이용한 결제 중 간편결제 서비스를 이용하는 비중



자료: 한국은행

주요 전자금융업자의 유상총잔금

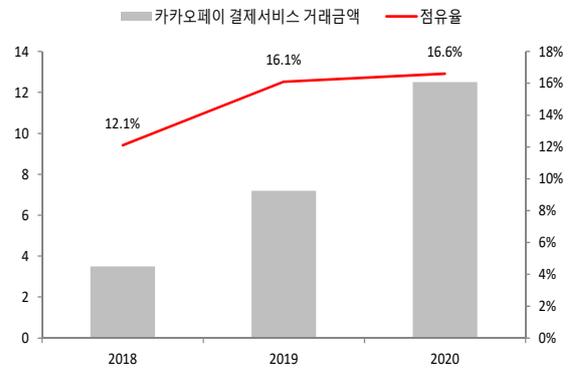
(단위: 억원)



자료: 송재호 의원실

거래금액 기준 카카오페이 결제서비스

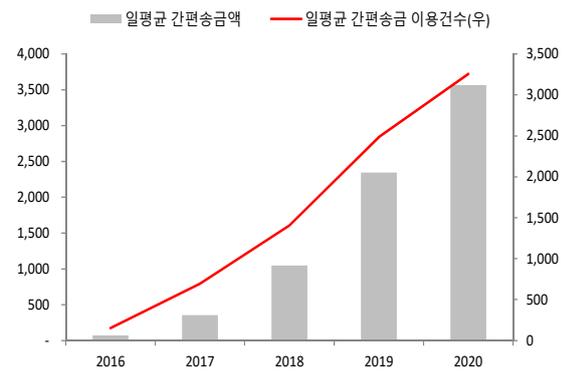
(단위: 조원)



자료: 카카오페이

일평균 간편송금 금액 및 이용건수 추이

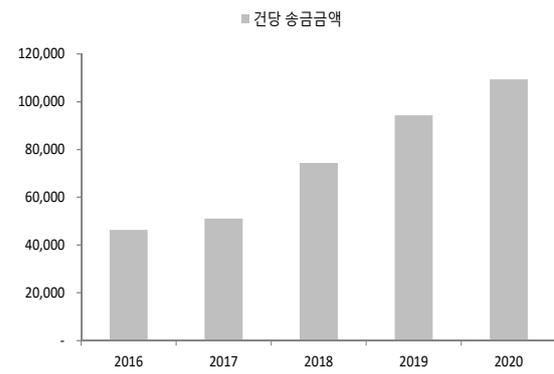
(단위: 억원 천건)



자료: 한국은행

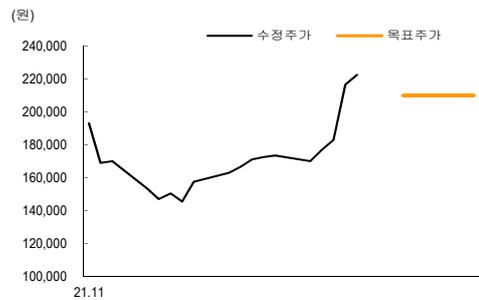
건당 평균 간편송금 금액

(단위: 원)



자료: 한국은행

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.30	매수	210,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 11 월 30 일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	4,753	11,025	17,723	25,573	33,090
현금및현금성자산	3,787	4,048	5,863	12,719	19,316
매출채권및기타채권	502	1,079	1,837	2,734	3,564
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	493	1,054	750	885	1,066
장기금융자산	58	34	87	87	87
유형자산	77	153	184	178	224
무형자산	63	462	436	556	659
자산총계	5,246	12,080	18,473	26,459	34,157
유동부채	4,571	9,792	15,808	23,411	30,466
단기금융부채	29	91	315	359	411
매입채무 및 기타채무	1,403	2,484	4,469	6,649	8,670
단기충당부채	71	66	99	148	193
비유동부채	209	247	290	361	440
장기금융부채	164	165	217	254	288
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	33	48	0	0	0
부채총계	4,780	10,038	16,098	23,771	30,906
지배주주지분	466	1,822	2,206	2,607	3,260
자본금	95	111	567	567	567
자본잉여금	2,204	3,751	3,523	3,523	3,523
기타자분구성요소	8	32	140	140	140
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-1,839	-2,046	-2,005	-1,613	-968
비지배주주지분	0	219	169	80	-9
자본총계	466	2,041	2,375	2,687	3,251
부채외자본총계	5,246	12,080	18,473	26,459	34,157

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,066	616	2,151	7,115	6,945
당기순이익(손실)	-650	-258	-53	303	555
비현금성항목등	68	311	367	298	432
유형자산감가상각비	42	76	126	146	190
무형자산감가상각비	2	48	63	79	96
기타	30	132	221	-3	-3
운전자본감소(증가)	1,650	574	1,814	6,610	6,128
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-18	55	-1,778	-896	-830
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	34	754	1,045	2,180	2,020
기타	1,634	-236	2,547	5,326	4,938
법인세납부	-2	-11	23	-97	-170
투자활동현금흐름	113	-2,188	-474	-339	-434
금융자산감소(증가)	184	-1,950	-191	0	0
유형자산감소(증가)	-54	-49	-126	-140	-235
무형자산감소(증가)	-22	-124	-199	-199	-199
기타	5	-65	42	0	0
재무활동현금흐름	-6	1,635	221	81	86
단기금융부채증가(감소)	0	191	-8	44	52
장기금융부채증가(감소)	0	-16	13	37	34
자본의증가(감소)	0	1,579	196	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	88	21	0	0
현금의 증가(감소)	1,173	63	1,898	6,857	6,597
기초현금	2,614	3,787	3,850	5,748	12,605
기말현금	3,787	3,850	5,748	12,605	19,202
FCF	777	4,218	5,099	6,752	6,487

자료 : 카카오페이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,411	2,844	4,554	6,395	8,515
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,411	2,844	4,554	6,395	8,515
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,064	3,023	4,609	6,018	7,814
영업이익	-653	-179	-55	377	701
영업이익률 (%)	-46.3	-6.3	-1.2	5.9	8.2
비영업손익	3	-79	-16	3	3
순금융비용	-30	-16	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-24	-52	-11	0	0
세전계속사업이익	-650	-258	-71	380	704
세전계속사업이익률 (%)	-46.1	-9.1	-1.6	5.9	8.3
계속사업법인세	0	-7	-22	77	149
계속사업이익	-650	-251	-49	303	555
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-650	-251	-49	303	555
순이익률 (%)	-46.1	-8.8	-1.1	4.7	6.5
지배주주	-650	-206	40	393	644
지배주주귀속 순이익률(%)	-46.04	-7.23	0.89	6.14	7.57
비지배주주	-1	-45	-89	-89	-89
총포괄이익	-652	-276	-40	312	564
지배주주	-652	-230	49	401	653
비지배주주	-1	-45	-89	-89	-89
EBITDA	-609	-55	134	602	987

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	103.0	101.5	60.1	40.4	33.2
영업이익	적지	적지	적지	흑전	86.2
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	85.4
EBITDA	적지	적지	흑전	349.4	64.1
EPS(계속사업)	적지	적지	흑전	871.4	64.2
수익성 (%)					
ROE	-82.5	-18.0	2.0	16.3	22.0
ROA	-14.3	-2.9	-0.3	1.4	1.8
EBITDA마진	-43.2	-2.0	2.9	9.4	11.6
안정성 (%)					
유동비율	104.0	112.6	112.1	109.2	108.6
부채비율	1,025.5	491.8	677.8	884.7	950.7
순차입금/자기자본	-844.8	-468.6	-638.1	-816.2	-874.9
EBITDA/이자비용(배)	-115.3	-7.5	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-684	-202	35	339	557
BPS	491	1,640	1,692	2,000	2,501
CFPS	-638	-80	198	534	804
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	6,371.7	656.0	399.6
PER(최저)	N/A	N/A	4,166.7	429.0	261.3
PBR(최고)	0.0	0.0	131.5	111.3	89.0
PBR(최저)	0.0	0.0	86.0	72.8	58.2
PCR	0.0	0.0	1,123.8	416.9	276.7
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	2,055.4	446.0	265.2
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	1,305.5	279.2	163.5