

# 카카오페이 (비상장. 상장예정)

기업이슈 브리프 | 인터넷/게임

## Not Rated

|               |             |
|---------------|-------------|
| 목표주가          | Not Rated   |
| 현재주가(공모가)     | 90,000 원    |
| 시가총액(공모가)     | 117,330 억원  |
| KOSPI (10/29) | 2,970.68 pt |

### Stock Data

|                           |                 |
|---------------------------|-----------------|
| 업종                        | 플랫폼(핀테크)        |
| 주요 서비스/제품                 | 결제/송금/금융서비스, 증권 |
| 주식수                       | 130,367 천주      |
| 액면가                       | 500 원           |
| 자본금                       | 651.8 억원        |
| 순자산(2021.06)              | 2,451 억원        |
| 순현금(2021.06)              | 7,458 억원        |
| 순자산(2021E)                | 17,751 억원       |
| 순현금(2021E)                | 22,758 억원       |
| 거래액(2019)                 | 48.4 조원         |
| 거래액(2020)                 | 66.9 조원         |
| 거래액(2021E)                | 100.0 조원        |
| 공모가 시가총액/거래액(2019)        | 0.24 배          |
| 공모가 시가총액/거래액(2020)        | 0.18 배          |
| 공모가 시가총액/거래액(2021E)       | 0.12 배          |
| 주주구성                      |                 |
| 카카오                       | 47.83%          |
| Alipay Singapore Holdings | 39.13%          |

### 재무데이터

| (조원, 억원, %)  | 2018  | 2019  | 2020  |
|--------------|-------|-------|-------|
| 비금융업 거래액(조원) | 20.3  | 48.4  | 66.9  |
| yoy(%)       | 625.0 | 138.4 | 38.2  |
| 영업수익(억원)     | 695   | 1,411 | 2,844 |
| 비금융업(페이)     | 695   | 1,411 | 2,259 |
| 거래액 대비 비중(%) | 0.34  | 0.29  | 0.34  |
| yoy(%)       | 555.7 | 103.0 | 60.1  |
| 금융업(증권)      | 0     | 0     | 585   |
| 영업이익(억원)     | -965  | -653  | -179  |
| 비금융업(페이)     | -965  | -653  | -102  |
| 금융업(증권)      | 0     | 0     | -77   |
| 순이익(억원)      | -935  | -650  | -251  |

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결 기준

## 페이, 고성장 / 손익 개선 지속 & 증권, 리테일 공격적 투자 시기

Analyst **성종화** - 02 3779 8807 - jhsung@ebestsec.co.kr

### 거래액 매년 고성장. 올해 거래액 가이드언스 100조원(yoy 49.5%)

거래액 매년 고성장 지속. 2019년 거래액은 48.4조원으로서 yoy 138.4%, 2020년 거래액은 66.9조원으로서 yoy 38.2%

2020년 거래액 yoy가 Soft Landing형 둔화가 아니라 Hard Landing형으로 둔화한 것처럼 보이나, 이는 코로나 19 영향으로 비중이 80% 이상으로서 압도적인 송금액 성장성은 비교적 큰 폭으로 둔화됨에 따른 것일 뿐임. 핵심사업인 금융플랫폼 사업을 영위하기 위한 핵심 트래픽이자 거래액 대비 수수료 비율, 즉 수익성 측면에서도 송금액보다는 훨씬 우위인 결제액 성장성은 코로나 19 관련 온라인결제의 수혜로 송금액보다 훨씬 높은 성장 실현

2021년 거래액 가이드언스는 100조원(yoy 49.5%)으로서 사측에서는 성장성이 작년(yoy 38.2%)보다 더 강화될 것으로 예측하고 는데 1H21 거래액 46.3조원(yoy 59.1%) 감안 시 가이드언스는 충분히 달성 또는 다소 초과 가능성도 있다고 판단

### 2020년부터 결제액, 금융서비스 비중 가파른 확대 추이

송금액은 2019년까지는 비중 증가 추이, 2019년 비중 83%까지 확대되었으나 2020년은 비중 77%로 대폭 축소. 결제액은 2019년까지는 비중 감소 추이, 2019년 비중 15%까지 축소되었으나 2020년은 비중 19%로 대폭 확대. 금융서비스는 매년 비중 지속 증가 추이, 2020년 4% 수준까지 확대

2020년 코로나 19 발발 이후 송금액 성장성은 비교적 큰 폭으로 둔화되었으나 온라인결제 폭발적 성장으로 결제액은 고성장 지속(카카오 커머스와의 시너지로 내부 온라인 결제와 커머스 동반 고성장 + 카카오페이증권 증권예약계좌 호조로 페이머니를 활용한 송금/이체 방식 결제 고성장 + 온오프라인 외부 가맹점의 지속적 증가로 외부 가맹점 결제 고성장 지속. 외부 가맹점 결제액만 놓고 보면 네이버페이보다 크며 M/S 압도적 1위)

거래액 대비 수수료율은 금융플랫폼 서비스 > 결제액 > 송금액 순. 송금은 10회까지 무료, 10회 초과 시 건당 500원 수수료라 거래액 대비 수수료율 매우 낮음. 궁극적으로 집중하는 핵심사업은 금융플랫폼 서비스이며 금융플랫폼 서비스는 결제액과의 시너지를 바탕으로 한 서비스(포인트 PayBack 등). 따라서, 거래액 중 결제액 및 금융서비스 비중의 가파른 증가 추이는 긍정적 신호. 그리고, 금융플랫폼 서비스의 경우 거래액 대비 수수료율이 압도적으로 높는데다 거래액까지 고성장을 지속하며 영업수익(매출)은 더욱 가파른 성장과 함께 영업수익에서 차지하는 비중이 가파르게 확대되고 있다는 점도 긍정적

## 수익성 개선 지속, 영업손익, 작년까지 적자 지속 축소 & 올해 BEP 돌파

테크핀 플랫폼 부문(카카오페이)은 작년까지 매년 영업적자 가파른 축소 추이, 올해 흑자전환 전망 → 결제액 고성장(카카오 커머스와의 시너지로 내부 온라인 결제와 커머스 동반 고성장 + 카카오페이증권 증권예탁계좌 호조로 페이머니를 활용한 송금/이체 방식 결제 고성장 + 온오프라인 외부 가맹점의 지속적 증가로 외부 가맹점 결제 고성장 지속) 및 결제와의 시너지를 통한 금융플랫폼 서비스의 고성장 등으로 외형 가파른 고성장 지속 + 오픈뱅킹 순차 적용에 따른 펌뱅킹수수료 절감, 증권예탁계좌 잔고의 가파른 증가로 대규모 송금 트래픽 내부화에 따른 펌뱅킹수수료 절감, 증권예탁계좌 잔고를 활용한 송금/이체 방식 결제의 고 성장에 따른 카드사 수수료 절감 등 비용 개선 요인

테크핀 플랫폼 부문 올해 영업이익은 30여만주의 현금결제형 스톡옵션에 대한 대규모 주식보상비용을 제외할 경우 단순한 흑자전환 수준이 아니라 500억원 이상의 대규모 이익 규모 수준. 다만, 주식보상비용 감안한 회계적 영업이익은 200억원대 정도 전망(주식보상비용 관련: 현금결제형 스톡옵션 30여만주 중 1H21 24만주 정도 행사, 140억원 내외 주식보상비용 발생 + 2H21 86,425주의 스톡옵션 잔여물량에 대한 주식보상비용 감안 필요. 상장 초기 상당물량 행사, 일부물량 한동안 미행사 감안해도 상장 초기 주가 동향에 따라선 하반기 주식보상비용만 100억원 이상, 나아가 150억원 이상, 경우에 따라 200억원 육박 또는 초과 가능성 상존)

증권 부문(카카오페이증권)은 작년 영업손익 적자 전환 후 올해는 적자 확대, 내년까지도 적자 지속 전망. 이는 카카오 플랫폼을 활용한 리테일 영업 공격적 투자에 따른 과도기적 악화일 뿐 동사 가치하락 요인은 아님

동사 올해 연결영업실적은 증권부문의 플랫폼 리테일 영업 공격적 투자에 따른 과도기적 영업손실 악화 및 대규모 주식보상비용(특히, 스톡옵션 잔여물량에 대한 2H21 주식보상비용 규모의 변동성) 등을 모두 감안하고도 흑자전환 가능성 유효 판단. 현금결제형 스톡옵션에 대한 주식보상비용은 회계상 영업비용일 뿐만 아니라 Cashout를 수반하는 실질 영업비용이긴 하나, 영업실적의 실질적 수익성 악화 요인은 아니며 밸류에이션 측면에서 가치 영향도 매우 제한적임

## Valuation: 한동안 손익 측면 Valuation 무의미, 거래액 성장성 측면의 Valuation 적절

동사는 올해 영업손익 BEP 돌파를 하더라도 올해는 물론 향후 몇 년간은 손익 측면 Valuation은 무의미. 플랫폼 업체 고유의 중장기 성장 방향성 측면의 Valuation이 적절. 즉, 한동안 [거래액 x Multiple] 방식의 Valuation이 적절하며 현실적이라 판단

본연구원은 카카오 SOTP Valuation 시 카카오페이 가치는 2021E 거래액 100조원에 0.16배의 Multiple을 곱한 16조원으로 산정하고 있는데 이는 카카오페이 상장 후 주식수 기준 주당 가치로는 122,730원 정도가 됨. 그리고 이는 공모가(90,000원. 상장 후 주식수 기준 시가총액 11.7조원) 대비로는 36% 정도의 상승여력을 보유하고 있음

카카오페이 Valuation 시 2021E 거래액 대비 적용 Multiple 0.16배는 네이버페이,페이팔, 애플의 Multiple(애플은 상장이 되었더라면 공모가 대비 상당 수준의 상승을 통해 형성될 수 있었던 기대 Multiple) 대비 40-50% 수준을 적용한 것. 이는 네이버페이,페이팔, 애플 대비 Multiple 디스카운트 요인(송금액 비중 70% 중반대 vs 나머지 결제액 비중 압도적)을 적극적으로 감안한 것으로서 충분히 유의한 수준이라 판단. 그리고, ① 카카오페이가 2020년부터 결제액 및 금융플랫폼 서비스 비중이 가파르게 증가하고 있다는 점, ② 막강한 카카오 플랫폼 경쟁력(카카오 공동체 생태계를 통한 시너지 창출), ③ 애플과의 전략적 파트너십을 바탕으로 30조원 규모의 글로벌 시장 진출 잠재력 등 감안 시 Multiple 디스카운트 수준도 향후 지속적으로 감소할 가능성 유효

## 테크핀 규제는 양면적 특성. 규제 vs 규제 완화, 지원

테크핀에 대한 규제는 ① 금융업적 요소에 대한 기본 규제와 ② 테크핀의 발전 및 성장 방향성(국민의 금융 이용 편리 도모, 수수료/이자 절감 및 포인트 혜택 등 이익 제고, 글로벌 테크핀 플랫폼 시장 발전 및 성장 방향성에 대한 동참)에 대한 규제 완화 또는 지원이라는 측면의 양면성

금융업적 요소에 대한 기본 규제는 충분히 법적 규제의 범위 내에서 사업을 운영하고 있다는 점에서 큰 문제 없음: 테크핀 업체는 플랫폼 업체로서 금융업 라이선스를 직접 갖고 있지 않으므로 특정 금융업을 직접 영위하지는 않고 특정 금융업체와 제휴하여 기술적 플랫폼 역할만 수행(규제당국에선 금융플랫폼 사업에 대해 광고형 사업이 아니라 금융중개업으로 해석하고 금소법에 따른 절차 등 준수 요구. 테크핀 업체들은 일단은 규제당국의 지침 수용. 사업자, 이용자 모두 몇 가지 절차 등을 거침에 따른 불편함이 있어 사업적 영향도 다소 있을 수 있으나 사업 자체의 불이행과 같은 근본적 규제는 아님) + 증권, 보험 등은 인수 또는 설립 등으로 자회사를 통한 간접 라이선스 확보 방식. 당사는 GA(법인보험대리점)인 자회사 케이피보험서비스(구 인바이유를 동사가 인수)를 통한 보험 영업(상품 직접 설계는 아니고 보험사로부터 상품을 소싱, 모집하여 카카오페이 플랫폼 통해 판매)과 디지털손해보험사인 카카오손해보험 설립(연말 또는 내년초 본인이 획득 예정)을 통한 보험 영업(상품 직접 설계. 카카오 생태계를 활용하여 니치마켓을 공략하는 차별화된 상품) 모두 운영

테크핀 플랫폼 규제 완화 또는 지원: 은산분리법 규제 완화로 ICT 플랫폼 업체도 은행 자본 34%까지 보유할 수 있음에 따라 카카오, 토스 등은 인터넷전문은행(각각 카카오뱅크, 토스뱅크) 설립하여 자체 플랫폼 기반 인터넷전문은행 운영 + 오픈뱅크 도입(시행 중), 가상계좌 예치금 한도 상향(현재 200만원. 아직 상향 전), 후불결제 허용(현재 월 30만원 한도 후불 허용. 네이버페이 4월부터 시행 중. 카카오페이, 토스 등도 시행 준비 중)

## 카카오페이증권 MTS 연말 또는 내년초 론칭 예정. 카카오페이 인앱 방식

카카오페이증권의 MTS 서비스는 올해말 또는 내년초 론칭 예정인데(공식 일정 미확정. 론칭일정은 다소 가변적) 방식은 별도 앱 방식도 별도 앱 및 카카오톡 인앱 병행 방식도 아니고 "카카오페이 인앱" 방식. 카카오페이 앱 내에 특정 섹션에 MTS 연동

UI는 토스증권의 MTS처럼 기존 MTS들의 전통적인 UI와 달리 좌우 매도 매수 호가창을 보여주지 않고 종목별로 바로 거래내역을 입력하는 직관적인 방식을 적용하는 것을 고려 중. 이는 주식투자를 처음하는 MZ 세대의 주린이들에겐 호응을 받고 있는 반면, 기존 이용자들은 쉽게 적응하기 어렵다는 점에서 호불호가 갈리는 방식. 다만, MTS의 경우 기존 이용 MTS에 대한 현실적인 로열티가 매우 높아 여차피 이용자들은 기존에 이용하는 MTS를 잘 바꾸지 않기 때문에 사업방향을 론칭 초기 기존 이용자들을 흡수하는 방향이 아니라 중장기적으로 MZ 세대 중심의 신규 고객을 유입하는 방향으로 설정하는 것임

이 경우 카카오페이증권 MTS 영업은 관련 시스템 투자, 인력 투자 등으로 투자비용은 바로 증가한 반면 이용자 유입에 따른 매출 증가는 중장기적 관점으로 봐야 한다는 점에선 사업 초기는 손익 악화 요인. 다만, 사측에서는 전통적인 방식과 토스증권의 방식을 어느 정도 절충/혼용하는 방안도 고려 중인 것으로 파악

## 공모 개요

표1 카카오페이 상장 前 자본금, 주식수, 주주구성

| 자본금, 액면가, 주식수                       | 내용          |             |
|-------------------------------------|-------------|-------------|
| 자본금(억원)                             |             | 566.84      |
| 액면가(원)                              |             | 500         |
| 주식수(주)                              |             | 113,367,125 |
| 주주구성                                | 주수          | 지분율         |
| 카카오                                 | 62,351,920  | 55.00%      |
| Alipay Singapore Holdings Pte. Ltd. | 51,015,205  | 45.00%      |
| 합계                                  | 113,367,125 | 100.00%     |

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 카카오페이 공모 개요

| 공모 방식 및 주식수 변화               | 내용          |
|------------------------------|-------------|
| 상장 전 주식수(주)                  | 113,367,125 |
| 공모 물량(주)                     | 17,000,000  |
| 신주 발행                        | 17,000,000  |
| 기관투자자                        | 9,350,000   |
| 개인투자자                        | 4,250,000   |
| 우리사주조합                       | 3,400,000   |
| 구주 매출                        | 0           |
| 상장 후 주식수(주)                  | 130,367,125 |
| 공모가, 공모자금, 공모가 기준 시가총액 등     | 내용          |
| 희망공모가 Range(원)               |             |
| Low                          | 60,000      |
| High                         | 90,000      |
| 확정공모가 내역                     |             |
| 확정공모가(원) _ 희망공모가 Range 상단 가격 | 90,000      |
| 신주 공모자금(억원)                  | 15,300      |
| 공모가 기준 시가총액(억원)              | 117,330     |

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 카카오페이 상장 後 자본금, 주식수, 주주구성

| 자본금, 액면가, 주식수                       | 내용          |             |
|-------------------------------------|-------------|-------------|
| 자본금(억원)                             |             | 651.84      |
| 액면가(원)                              |             | 500         |
| 주식수(주)                              |             | 130,367,125 |
| 주주구성                                | 주수          | 지분율         |
| 최대주주                                | 62,351,920  | 47.83%      |
| 카카오                                 | 62,351,920  | 47.83%      |
| 2대주주                                | 51,015,205  | 39.13%      |
| Alipay Singapore Holdings Pte. Ltd. | 51,015,205  | 39.13%      |
| 기타주주(공모주주)                          | 17,000,000  | 13.04%      |
| 기관투자자                               | 9,350,000   | 7.17%       |
| 개인투자자                               | 4,250,000   | 3.26%       |
| 우리사주조합                              | 3,400,000   | 2.61%       |
| 합계                                  | 130,367,125 | 100.00%     |

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 카카오페이 유통가능물량 동향

| 유통<br>가능<br>여부 | 매도<br>제한<br>기간  | 주주<br>구성<br>구분 | 주주                        | 주식수         | 비중         |
|----------------|-----------------|----------------|---------------------------|-------------|------------|
| 유통<br>제한<br>물량 | 1년              | 최대주주           | 카카오                       | 62,351,920  |            |
|                |                 | 공모주주           | 우리사주조합                    | 3,400,000   |            |
|                |                 | 1년 보호예수 합계     |                           | 65,751,920  | 50.44%     |
|                | 6개월             | 기존주주           | Alipay Singapore Holdings | 13,894,450  |            |
|                |                 | 공모주주           | 기관투자자                     | 1,697,924   |            |
|                |                 | 6개월 보호예수 합계    |                           | 15,592,374  | 11.96%     |
|                | 5개월             | 공모주주           | 기관투자자                     | 134,199     |            |
|                |                 | 5개월 보호예수 합계    |                           | 134,199     | 0.10%      |
|                | 4개월             | 공모주주           | 기관투자자                     | 170,874     |            |
|                |                 | 4개월 보호예수 합계    |                           | 170,874     | 0.13%      |
|                | 3개월             | 공모주주           | 기관투자자                     | 2,222,087   |            |
|                |                 | 3개월 보호예수 합계    |                           | 2,222,087   | 1.70%      |
|                | 2개월             | 공모주주           | 기관투자자                     | 196,087     |            |
|                |                 | 2개월 보호예수 합계    |                           | 196,087     | 0.15%      |
|                | 1개월             | 공모주주           | 기관투자자                     | 1,095,054   |            |
|                |                 | 1개월 보호예수 합계    |                           | 1,095,054   | 0.84%      |
|                | 유통제한물량(보호예수) 합계 |                |                           |             | 85,162,595 |
| 유통<br>가능<br>물량 | 매도<br>제한<br>없음  | 기존주주           | Alipay Singapore Holdings | 37,120,755  | 28.47%     |
|                |                 | 공모주주           | 기관투자자                     | 3,833,775   | 2.94%      |
|                |                 |                | 개인투자자                     | 4,250,000   | 3.26%      |
|                | 유통가능물량 합계       |                |                           |             | 45,204,530 |
| 총물량 합계         |                 |                |                           | 130,367,125 |            |

## ▶ 상장 직후 유통가능물량 관련

- ▷ 상장 직후 공식적인 유통가능물량은 34.68%
- ▷ 다만, 2대 주주인 Alipay Singapore Holdings 물량은 현실적으로는 유통물량으로 보긴 어렵다고 판단
  - 단순히 상장 전 저가에 투자하여 상장 직후 매각을 통한 수익을 실현하기 위해 투자한 것은 아님
  - 알리페이와 카카오페이간 중국, 한국, 글로벌 시장에서의 협업 시너지를 위한 사업적 제휴 목적이 큼
- ▷ 따라서, 상장 직후 실질적인 유통가능물량은 공모주주 중 개인투자자 3.26%, 의무보호 미확약 기관투자자 2.94% 등 6.2% 정도에 불과

## ▶ 기관 보호예수 모두 해제 시 궁극적인 실질적 유통가능물량

- ▷ 최대주주(카카오), 2대주주(Alipay Singapore Holdings) 물량을 제외한 공모물량 17백만주(13%)가 궁극적으로 실질적 유통가능물량

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

## 2020년까지 4개년 실적 동향 Review

표5 카카오페이 2020년까지 4개년 실적 추이

| (억원, %)                 | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    |
|-------------------------|--------|---------|---------|---------|
| 거래액(카카오페이, 비금융업)        | 28,000 | 203,000 | 484,000 | 669,000 |
| yoy(%)                  |        | 625.0   | 138.4   | 38.2    |
| 결제액                     |        | 35,000  | 72,000  | 125,000 |
| yoy(%)                  |        |         | 105.7   | 73.6    |
| 비중(%)                   |        | 17.2    | 14.9    | 18.7    |
| 송금액                     |        | 165,450 | 401,750 | 516,000 |
| yoy(%)                  |        |         | 142.8   | 28.4    |
| 비중(%)                   |        | 81.5    | 83.0    | 77.1    |
| 금융서비스 및 기타              |        | 2,550   | 10,250  | 28,000  |
| yoy(%)                  |        |         | 302.0   | 173.2   |
| 비중(%)                   |        | 1.3     | 2.1     | 4.2     |
| 영업수익                    | 106    | 695     | 1,411   | 2,844   |
| yoy(%)                  |        | 555.7   | 103.0   | 101.6   |
| [분류체계 1]                |        |         |         |         |
| 비금융업(카카오페이)             | 106    | 695     | 1,411   | 2,259   |
| 거래액 대비 영업수익 수수료율(%)     | 0.38   | 0.34    | 0.29    | 0.34    |
| yoy(%)                  |        | 555.7   | 103.0   | 60.1    |
| 금융업(카카오페이증권)            | 0      | 0       | 0       | 585     |
| yoy(%)                  |        |         |         | 신규 반영   |
| [분류체계 2]                |        |         |         |         |
| 결제서비스                   | 104    | 686     | 1,285   | 2,046   |
| 결제액 대비 수수료율(%)          |        | 1.96    | 1.78    | 1.64    |
| 영업수익 대비 비중(%)           | 97.92  | 98.75   | 91.06   | 71.94   |
| 금융서비스/기타서비스             | 2      | 9       | 126     | 798     |
| 금융/기타서비스 거래액 대비 수수료율(%) |        | 0.01    | 0.03    | 0.15    |
| 금융서비스(투자, 대출/보험)        | 0      | 1       | 34      | 645     |
| 영업수익 대비 비중(%)           | 0.00   | 0.16    | 2.37    | 22.66   |
| 기타서비스(송금, 전자문서)         | 2      | 8       | 93      | 153     |
| 영업수익 대비 비중(%)           | 2.08   | 1.12    | 6.57    | 5.39    |
| 영업비용                    | 379    | 1,660   | 2,064   | 3,023   |
| 비금융업(카카오페이)             | 379    | 1,660   | 2,064   | 2,361   |
| 금융업(카카오페이증권)            | 0      | 0       | 0       | 662     |
| 영업이익                    | -273   | -965    | -653    | -179    |
| opm(%)                  | -257.5 | -138.8  | -46.3   | -6.3    |
| yoy(%)                  |        | 적자악화    | 적자축소    | 적자축소    |
| 비금융업(카카오페이)             | -273   | -965    | -653    | -102    |
| opm(%)                  | -257.5 | -138.8  | -46.3   | -4.5    |
| yoy(%)                  |        | 적자악화    | 적자축소    | 적자축소    |
| 금융업(카카오페이증권)            | 0      | 0       | 0       | -77     |
| opm(%)                  |        |         |         | -13.2   |
| yoy(%)                  |        |         |         | 신규 반영   |
| 영업외손익                   | 19     | 30      | 3       | -79     |
| 세전이익                    | -254   | -935    | -650    | -258    |
| 법인세                     | 0      | 0       | 0       | -7      |
| 순이익                     | -254   | -935    | -650    | -251    |

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 카카오페이증권 영업수익은 [분류체계 1]에선 금융업 영업수익으로 구분, [분류체계 2]에서는 금융서비스의 투자 부문에 포함됨

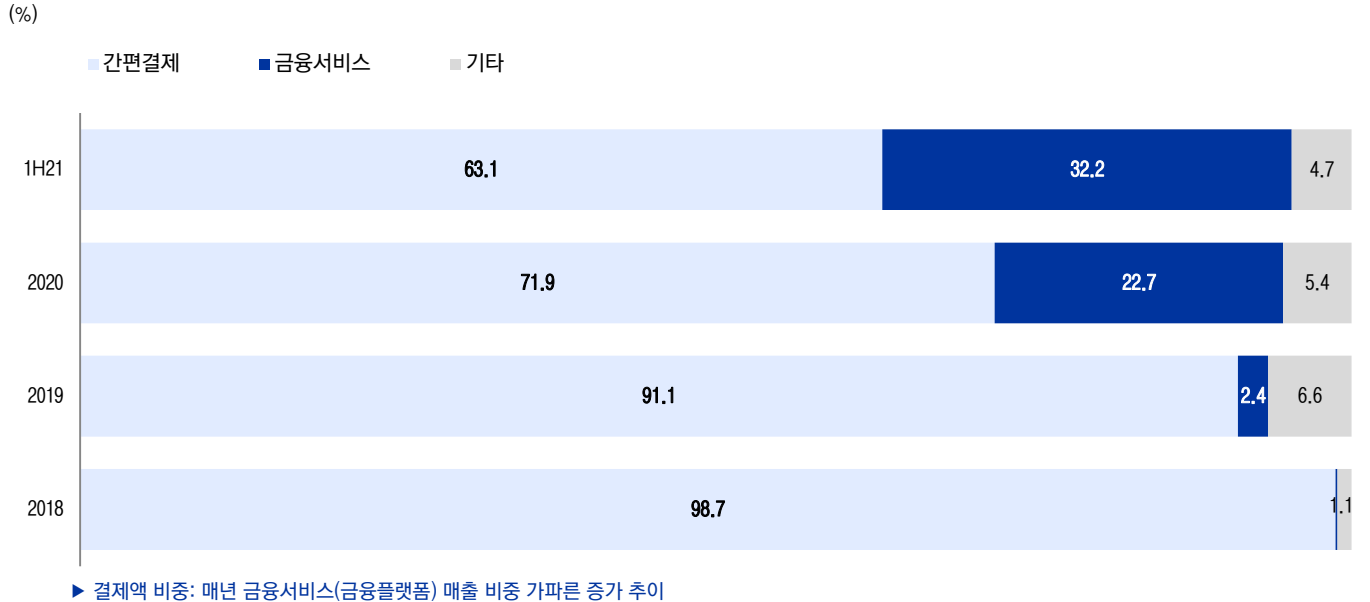
자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 부문별 결제액 비중 증가 추이 \_ 2020년부터 결제액, 금융서비스 비중 가파른 증가 추이 vs 송금액 비중 가파른 감소 추이



자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 부문별 영업수익(매출) 비중 추이 \_ 금융서비스(금융플랫폼) 매출 비중 가파른 증가 추이



자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 카카오페이 2020년까지 4개년 실적 동향 Review

- ▶ 2018-2019년 송금액이 가파르게 증가하며 송금액 중심 거래액 급성장. 2019년까지는 송금액 비중 증가로 거래액 대비 영업수익 수수료를 하락 추이
  - ▷ 거래액 중 부문별 비중 추이
    - 송금액 비중은 2019년 80% 초중반대에서 2020년은 70% 중후반대 수준으로 감소 추정
    - 결제액 비중은 2019년 10% 중반대에서 2020년은 10% 후반대 수준으로 증가 추정
  - ▷ 2020년은 코로나 19에 따른 영향으로 송금액 성장성은 다소 둔화되고, 온라인 결제액 및 금융서비스는 성장성이 폭발적으로 강화되면서 거래액 중 부문별 비중이 송금액 비중은 줄고, 결제액 및 금융서비스 비중은 증가
    - 1Q20: 거래액 14.3조원, yoy 35% (온라인결제 yoy 50%, 금융서비스 yoy 185%). 비송금(결제, 금융서비스) 거래액 yoy 85%
    - 2Q20: 거래액 14.8조원, yoy 31% (온라인결제 yoy 67%, 금융서비스 yoy 200%). 비송금(결제, 금융서비스) 거래액 yoy 96%
    - 3Q20: 거래액 17.9조원, yoy 39% (온라인결제 yoy 72%, 금융서비스 yoy 215%). 비송금(결제, 금융서비스) 거래액 yoy 110%
    - 4Q20: 거래액 19.9조원, yoy 47% (온라인결제 yoy 87%, 금융서비스 yoy 220%). 비송금(결제, 금융서비스) 거래액 yoy 125%
    - 1Q21: 거래액 21.8조원, yoy 52% (온라인결제 yoy 90%, 금융서비스 yoy 232%). 비송금(결제, 금융서비스) 거래액 yoy 127%
- ▶ 2020년부터는 송금액보다 결제 및 금융서비스 부문이 더욱 고성장하며 거래액 대비 영업수익 수수료를 상승 추이

- ▶ 카카오페이 연결실적, 2019년부터 영업적자 개선추이, 2020년 영업적자 대폭 개선
  - ▷ 월별로는 2019년 12월에도 영업손익 소폭 흑자 시현
  - ▷ 분기별로는 3Q20 BEP 근접, 4Q20은 마케팅 등 공격적 투자로 적자 재차 다소 악화
    - 다만, 2020년의 경우 분기 영업손익이 과거와 달리 대규모 적자상태가 아니라 BEP 부근까지는 손익구조 구조적으로 개선된 상황

- ▶ 카카오페이 연결실적, 2021년은 영업손익 흑자전환 전망
  - ▷ 사측에서는 작년부터 지속적으로 2021년은 연간 연결실적 영업손익 흑자전환 달성을 자신해왔음
  - ▷ 1H21 연결영업이익은 26억원으로서 흑자전환 시현
    - 이는 140억원 정도의 현금결제형 스톡옵션에 대한 주식보상비용이 포함된 수치
    - 2H21 연결영업손익도 현금결제형 스톡옵션 잔여물량에 대한 주식보상비용을 감안하더라도 흑자 달성 전망
    - 즉, 2021년 연결영업손익은 대규모 주식보상비용을 감안하더라도 흑자전환 달성 전망
  - ▷ 2021년 연결영업이익 흑자전환 이유
    - 오픈뱅킹 순차 적용에 따른 펌뱅킹수수료 절감
    - 코로나 19 이후 온라인결제 폭발적 성장 추이 지속
    - 카카오페이증권의 증권예탁계좌 호조에 따라 영업환경 개선
      - (2020.02.27 출시. 계좌수는 첫 달 60만개, 2020년말 320만개, 2021년 10월말 현재 600만개 이상)
      - (페이머니를 활용한 송금/이체 방식 결제 증가)
      - (증권예탁계좌 잔고의 증가에 따른 송금 횟수 증가로 송금수수료 매출 증가 \_ 인당 월 10회 이상 송금 시 10회 초과분에 대한 건당 500원)
      - (잔액 한도가 없는 증권예탁계좌 잔고의 가파른 증가로 대규모 송금 트래픽 내부화에 따른 펌뱅킹수수료 절감)
    - 카카오페이 플랫폼을 통한 대출상품 비교, 보험상품 비교 등 금융플랫폼 매출 고성장

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 카카오페이증권 2020년까지 4개년 실적 추이

| (억원, %)     | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       |
|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>영업수익</b> | <b>573</b> | <b>631</b> | <b>499</b> | <b>585</b> |
| yoy(%)      |            | 10.0       | -20.9      | 17.2       |
| 수수료수익       | 468        | 541        | 379        | 496        |
| 금융상품평가및처분이익 | 77         | 74         | 108        | 70         |
| 파생상품거래이익    | 15         | 0          | 0          | 1          |
| 이자수익        | 12         | 13         | 12         | 17         |
| 외환거래이익      | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 기타 영업수익     | 0          | 4          | 0          | 0          |
| <b>영업비용</b> | <b>500</b> | <b>468</b> | <b>403</b> | <b>663</b> |
| 수수료비용       | 3          | 3          | 3          | 25         |
| 금융상품평가및처분손실 | 23         | 19         | 25         | 23         |
| 파생상품거래손실    | 27         | 2          | 0          | 2          |
| 이자비용        | 2          | 2          | 5          | 39         |
| 외환거래손실      | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 판매비와관리비     | 441        | 441        | 370        | 574        |
| 기타 영업비용     | 4          | 1          | 0          | 0          |
| <b>영업이익</b> | <b>73</b>  | <b>163</b> | <b>96</b>  | <b>-77</b> |
| opm(%)      | 12.7       | 25.8       | 19.3       | -13.2      |
| yoy(%)      |            | 102.4      | -25.3      | 적자전환       |
| 영업외수익       | 13         | 1          | 10         | 8          |
| 영업외비용       | 15         | 3          | 6          | 0          |
| <b>세전이익</b> | <b>71</b>  | <b>161</b> | <b>101</b> | <b>-69</b> |
| 법인세         | 24         | 40         | 31         | -2         |
| <b>순이익</b>  | <b>47</b>  | <b>121</b> | <b>69</b>  | <b>-68</b> |

주: K-IFRS 연결기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 1H21 실적 Review &amp; 2H21(2021) 실적 약식 전망

표8 카카오페이 1H21 실적 현황 및 2H21(2021) 실적 전망

| (억원, %)                        | 1H20    | 2H20    | 2020    | 1H21    | 2H21E   | 2021E     |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 카카오페이 거래액                      | 291,000 | 378,000 | 669,000 | 463,000 | 537,000 | 1,000,000 |
| yoy(%)                         |         |         |         | 59.1    | 42.1    | 49.5      |
| 영업수익                           | 1,139   | 1,705   | 2,844   | 2,163   | 2,742   | 4,905     |
| yoy(%)                         |         |         |         | 89.9    | 60.8    | 72.5      |
| 비금융업(페이)                       | 974     | 1,285   | 2,259   | 1,845   | 2,300   | 4,145     |
| yoy(%)                         |         |         |         | 89.4    | 79.0    | 83.5      |
| 금융업(증권)                        | 165     | 420     | 585     | 318     | 442     | 760       |
| yoy(%)                         |         |         |         | 92.7    | 5.2     | 29.9      |
| 영업이익                           | -98     | -81     | -179    | 26      | 55      | 81        |
| opm(%)                         | -8.6    | -4.8    | -6.3    | 1.2     | 2.0     | 1.7       |
| yoy(%)                         |         |         |         | 흑자전환    | 흑자전환    | 흑자전환      |
| 비금융업(페이)                       | -56     | -46     | -102    | 115     | 135     | 250       |
| opm(%)                         | -5.7    | -3.6    | -4.5    | 6.2     | 5.9     | 6.0       |
| yoy(%)                         |         |         |         | 흑자전환    | 흑자전환    | 흑자전환      |
| 금융업(증권)                        | -42     | -35     | -77     | -89     | -80     | -169      |
| opm(%)                         | -25.5   | -8.3    | -13.2   | -28.0   | -18.1   | -22.2     |
| yoy(%)                         |         |         |         | 적자악화    | 적자악화    | 적자악화      |
| 순이익                            | -93     | -158    | -251    | 27      | 98      | 125       |
| yoy(%)                         |         |         |         | 흑자전환    | 흑자전환    | 흑자전환      |
| 영업이익(2021년 영업이익, 주식보상비용 제외 기준) | -98     | -81     | -179    | 166     | 225     | 391       |
| opm(%)                         | -8.6    | -4.8    | -6.3    | 7.7     | 8.2     | 8.0       |
| yoy(%)                         |         |         |         | 흑자전환    | 흑자전환    | 흑자전환      |
| 비금융업(페이)                       | -56     | -46     | -102    | 255     | 305     | 560       |
| opm(%)                         | -5.7    | -3.6    | -4.5    | 13.8    | 13.3    | 13.5      |
| yoy(%)                         |         |         |         | 흑자전환    | 흑자전환    | 흑자전환      |
| 금융업(증권)                        | -42     | -35     | -77     | -89     | -80     | -169      |
| opm(%)                         | -25.5   | -8.3    | -13.2   | -28.0   | -18.1   | -22.2     |
| yoy(%)                         |         |         |         | 적자악화    | 적자악화    | 적자악화      |

## ▶ 1H21 발생한 주식보상비용 관련

- ▷ 현금결제형 스톡옵션 물량 329,000주 정도 중에서 1H21 240,000여주 행사. 1H21 주식보상비용 140억원 정도 추산(이 중 2Q21 133억원 정도)
  - 1Q21: 소량 행사, 평가가치도 낮았음. 주식보상비용 10억원 미만 수준 추산
  - 2Q21: 1H21 행사물량의 대부분. 행사가격 5,238원. 평가가치 63,000원. 2Q21 주식보상비용 133억원 정도 = 2Q21 행사물량에 대한 주식보상비용 신규 + 1Q21 행사물량에 대한 주식보상비용 추가(평가가치 상승에 따른 차액 만큼)

## ▶ 2H21 이후 발생 가능한 주식보상비용 관련

- ▷ 현금결제형 Stock Option 잔여 물량 **86,425주**. 행사가격 5,238원
- ▷ 주식보상비용 프로세스
  - 공도가 9만원 기준 전량 행사 시 스톡옵션 잔여물량 주식보상비용 73억원 정도. 그러나, 스톡옵션 잔여물량은 상장 전 행사가 불가능한 조건이므로 상장 이후 행사해야 하는데 상장 첫날부터 주가가 급등할 경우 주식보상비용은 이 보다 훨씬 큰 규모가 될 가능성 상존 (가령, 상장일 타당 시 11/3 증가는 234,000원. 이 경우 잔여물량 전체에 대한 주식보상비용은 198억원)
  - 현금결제형 스톡옵션 잔여 물량의 대부분이 상장 초기에 행사된다고 하더라도(상당 물량은 한동안 미행사 가능성도 상존) 만약 상장 직후부터 가파른 주가 상승이 있을 경우 2H21 주식보상비용은 100억원 이상, 나아가 150억원 이상, 경우에 따라 200억원 육박 또는 초과 가능성도 상존

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 카카오페이 1H21 영업실적 및 2H21 (2021년) 실적 약식 전망치 관련 (1)

| 구분    |                                  | 설명                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-------|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1H21  | 전체<br>연결영업실적                     | <p>▶ 영업수익 2,163억원(yoy 89.9%), 영업이익 26억원(yoy 흑자전환, opm 1.2%)</p> <p>▷ 1H21 140억원 정도 추산되는 비금융 부문(페이 플랫폼)의 주식보상비용을 제외한 영업이익은 166억원(opm 7.7%) 추산</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|       | 비금융 부문<br>(카카오페이<br>플랫폼)<br>영업실적 | <p>▶ 영업수익 1,845억원(yoy 89.4%), 영업이익 115억원(yoy 흑자전환, opm 6.2%)</p> <p>▷ 카카오페이 거래액 46.3조원(yoy 59.1%)</p> <p>- 영업수익 yoy 89.4%로서 페이 거래액 yoy 59.1%보다 훨씬 높음</p> <p>- 송금액 대비 훨씬 높은 결제액의 고성장에 따른 결제액 비중 증가로 거래액 대비 영업수익 수수료 비율 개선 추이</p> <p>▷ 1H21 140억원 정도로 추산되는 주식보상비용을 제외한 영업이익은 255억원(opm 13.8%) 추산</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|       | 금융 부문<br>(카카오페이<br>증권)<br>영업실적   | <p>▶ 영업수익 318억원(yoy 92.7%), 영업이익 -89억원(yoy 적자악화, opm -28.0%)</p> <p>▷ 전년동기 대비 매출은 92.7% 고성장 시현한 반면, 영업손익은 적자악화</p> <p>▷ 영업손익 적자악화는 홀세일 중심 소형 증권사인 바로투자증권 인수 후 카카오 생태계 기반 플랫폼 리테일 영업에 대한 공격적 투자 단행에 따른 것. 즉, MTS 시스템 구축, 인력 총원 등 리테일 영업기반 구축을 위한 투자비용 상승</p> <p>▷ 카카오페이증권 연간 실적</p> <p>- 2017년: 영업수익 573억원, 영업이익 73억원(opm 12.7%)</p> <p>- 2018년: 영업수익 631억원, 영업이익 163억원(opm 25.8%)</p> <p>- 2019년: 영업수익 499억원, 영업이익 96억원(opm 19.2%)</p> <p>- 2020년: 영업수익 585억원, 영업이익 -77억원(opm -13.2%)</p> <p>(홀세일 중심 소형 업체라 코로나 19에 따른 시장의 급격한 변동성에 따른 리테일 부문 수혜 없었음)</p> <p>(카카오페이에 대한 피인수 과정에서 매니지먼트 및 영업 리더십 약화, 각종 비용 처리 등)</p> <p>- 2021E: 영업수익 760억원(yoy 29.9%), 영업이익 -169억원(yoy 적자악화, opm -22.2%)</p> <p>▷ 2021년 이후 카카오페이증권 실적 흐름 예상</p> <p>- 카카오페이증권 영업실적은 작년 77억원의 영업적자 시현 후 올해는 적자규모 더 악화, 내년까지도 적자 지속 예상</p> <p>- 이는 플랫폼 리테일 영업에 대한 공격적 투자의 일환</p> |
| 2H21E | 전체<br>연결영업실적                     | <p>▶ 비금융 부문(페이 플랫폼)의 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용 제외 시</p> <p>▷ 영업수익 2,742억원(yoy 60.8%), 영업이익 225억원(yoy 흑전, opm 8.2%) 추정</p> <p>▶ 비금융 부문(페이 플랫폼)의 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용 포함 시</p> <p>▷ 영업수익 2,742억원(yoy 60.8%), 영업이익 55억원(yoy 흑전, opm 2.0%) 추정</p> <p>▷ 비금융 부문(페이 플랫폼)의 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용은 170억원 정도로 가정</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|       | 비금융 부문<br>(카카오페이<br>플랫폼)<br>영업실적 | <p>▶ 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용 제외 시</p> <p>▷ 영업수익 2,300억원(yoy 79.0%), 영업이익 305억원(yoy 흑전, opm 13.3%) 추정</p> <p>▶ 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용 포함 시</p> <p>▷ 영업수익 2,300억원(yoy 79.0%), 영업이익 135억원(yoy 흑전, opm 5.9%) 추정</p> <p>▷ 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용은 170억원 정도로 가정</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|       | 금융 부문<br>(카카오페이<br>증권)<br>영업실적   | <p>▶ 영업수익 442억원(yoy 5.2%), 영업이익 -80억원(yoy 적자악화, opm -18.1%) 추정</p> <p>▷ 2020년 영업수익은 상반기 피인수 과정에서 급감 후 인수 마무리 후 하반기 매니지먼트/영업 리더십 복귀로 급증</p> <p>▷ 2H21 영업수익의 1H21 대비 증가세는 작년보다는 훨씬 완만할 것으로 예상</p> <p>▷ MTS 영업 론칭 시기에 따라 증권 부문 실적 영향 가능성</p> <p>- MTS는 론칭 시 한동안은 손익 악화 요인. 즉, CAPEX, 인력 등 1차 투자는 완료되었으나 론칭 시 추가 인력 총원, 마케팅비 등 영업비용 증가로 한동안은 적자 예상. 이는 투자에 따른 과도기적 현상</p> <p>- 따라서, MTS 론칭 시기가 연말에 진행될지 내년초에 진행될지에 따라 4Q21 증권 부문 실적 영향이 달라질 수 있음</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 카카오페이 1H21 영업실적 및 2H21 (2021년) 실적 약식 전망치 관련 (2)

| 구분          | 설명                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021E<br>종합 | <div data-bbox="209 651 327 712">전체<br/>연결영업실적</div> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 2021년 카카오페이 거래액 가이드언스: 100조원(yoy 49.5%) <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 올해 거래액은 가이드언스(100조원, yoy 49.5%) 달성은 충분 판단. 1H21 yoy 59.1% 감안 시 소폭 초과 달성도 가능</li> </ul> </li> <li>▶ 비금융 부문(페이 플랫폼)의 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용 제외 시 <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 영업수익 4,905억원(yoy 72.5%), 영업이익 391억원(yoy 흑전, opm 8.0%) 추정</li> </ul> </li> <li>▶ 비금융 부문(페이 플랫폼)의 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용 포함 시 → <b>회계상 영업실적</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 영업수익 4,905억원(yoy 72.5%), 영업이익 81억원(yoy 흑전, opm 1.7%) 추정</li> <li>▷ 2H21 비금융 부문(페이)의 현금결제형 스톡옵션 잔여물량 86,425주에 대한 주식보상비용은 <b>170억원 정도로 가정</b></li> <li>▷ 2021년 연간 연결영업이익 BEP 돌파 여부 관련 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2H21 주식보상비용을 170억원 정도로 가정해도 2021년 영업이익은 80억원 정도로서 BEP 돌파하는 것으로 추정됨</li> <li>- 경우에 따라 상장 직후 주가의 가파른 상승 시 주식보상비용이 본연구원의 가정치보다 훨씬 더 크게 발생하여 2021년 회계상 연결영업이익이 BEP 돌파가 안될 수 있는 가능성도 상존</li> <li>- 다만, 이 경우는 동사 주주 입장에서는 오히려 유리한 부분일 뿐 이로 인한 실적 악화 부분을 우려할 필요는 없음</li> <li>- 현금결제형 스톡옵션에 대한 주식보상비용은 회계상 영업비용일 뿐만 아니라 Cashout이 수반되는 실질적 영업비용 이긴 하나 영업실적의 실질적인 수익성 악화 요인은 아님</li> <li>- 더구나 동사는 2021년 영업손익이 BEP를 돌파하더라도 한동안은 손익 측면의 밸류에이션은 어려우며 거래액 대비 Multiple 방식의 밸류에이션이 합당. 즉, 한동안은 밸류에이션 측면에선 Top Line인 거래액 및 매출액 성장률이 중요</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> |

자료: 카카오페이, 이베스트투자증권 리서치센터

## Valuation 시뮬레이션

표11 카카오페이 Valuation \_ 결제/송금 중심 주요 테크핀 잠재가치 시뮬레이션

| 구분                      |      | 카카오페이                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 네이버페이                                                                                                                                                                                                                                              | 페이코                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MAU                     |      | 1,990만                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 1,400만                                                                                                                                                                                                                                             | 400만                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 가맹점                     | 온라인  | 4만                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 52만                                                                                                                                                                                                                                                | 10만                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                         | 오프라인 | 57만<br>(온오프 모두 중대형몰은 대부분 가맹점 확보)                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 110만<br>(제로페이 제휴 가맹점 96.5만)<br>(예약/테이블오더 13.5만)                                                                                                                                                                                                    | 350만만<br>(자채 20만 + 제로페이 제휴 60만 + 삼성페이 제휴 270만)                                                                                                                                                                                                                                        |
| 거래액                     |      | 2019년 48.4조원(YoY 138%)<br>2020년 66.9조원(YoY 38%)<br>(1Q20 14.3조원, YoY 35%)<br>(2Q20 14.8조원, YoY 31%)<br>(3Q20 17.9조원, YoY 39%)<br>(4Q20 19.9조원, YoY 47%)<br>(1Q21 21.8조원, YoY 52%)<br>(2Q21 24.5조원, YoY 65%)<br>(결제액 비중: 2019년 10% 중반대에서 2020년 10% 후반대로 상승)<br>(송금액 비중: 2019년 80% 초중반대에서 2020년 70% 중후반대로 하락)<br>(온라인결제, 금융서비스 폭발적 성장세) | 2019년 16.2조원(YoY 42%)<br>2020년 25.9조원(YoY 60%)<br>(1Q20 5.2조원, YoY 49%)<br>(2Q20 6.1조원, YoY 56%)<br>(3Q20 6.8조원, YoY 62%)<br>(4Q20 7.8조원, YoY 70%)<br>(1Q21 8.4조원, YoY 62%)<br>(2Q21 9.1조원, YoY 49%)<br>(대부분 온라인결제액)<br>(코로나 19 수혜로 온라인결제 폭발적 성장세) | 2019년 6.0조원(YoY 30%)<br>2020년 7.0조원(YoY 17%)<br>(1Q20 1.7조원, YoY 29%)<br>(2Q20 1.7조원, YoY 23%)<br>(3Q20 1.8조원, YoY 20%)<br>(4Q20 1.8조원, YoY 5.8%)<br>(1Q21 1.8조원, YoY 5.2%)<br>(2Q21 1.9조원, YoY 6.5%)<br>(결제액 80% 이상)<br>(온라인결제 상대적 부진)<br>(오프라인 결제 상대적 고성장, but 2020년 이후 코로나 19로 위축) |
| 최신 시장평가 가치 (전체가치 기준)    |      | 2021.11.03 코스피 상장 예정.<br>확정공모가 90,000원은<br>상장 후 주식수 기준<br>시가총액 117.3조원(117,330억원)                                                                                                                                                                                                                                                     | 2020년 1월 미래에셋 4개 계열사 편당 시 전체가치 기준 26,643억원 (7,993억원, 지분율 30%)<br>(2019년 16.2조원 x Multiple 0.16배)                                                                                                                                                   | 2019년 7월 한화생명보험, 너브 편당 시 7,350억원<br>(2019년 거래액 6.0조원 x Multiple 0.12배)                                                                                                                                                                                                                |
| 당사 시뮬레이션 평가가치 (전체가치 기준) |      | 16.00조원<br>(2021E 거래액 100조원 x Multiple 0.16배)                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 15.00조원<br>(2021E 거래액 39.5조원 x Multiple 0.38배)                                                                                                                                                                                                     | 0.90조원<br>(2021E 거래액 9.0조원 x Multiple 0.10배)                                                                                                                                                                                                                                          |
| 주요 주주                   |      | 카카오: 47.8%<br>(상장 전 55.0% → 상장 후 47.8%)<br>알리페이 싱가포르 홀딩스: 39.1%<br>(상장 전 45.0% → 상장 후 39.1%)                                                                                                                                                                                                                                          | NAVER: 70%<br>미래에셋대우: 30%                                                                                                                                                                                                                          | NHN: 68.42%                                                                                                                                                                                                                                                                           |

## ▶ 가장 최근 편당 레퍼런스 Valuation 현황

- ▷ 페이코: 19년 7월 편당 시 전체가치 7,350억원 평가. 이는 2019년 거래액 대비 Multiple 0.12배
- ▷ 네이버페이: 20년 1월 미래에셋 4개 계열사 편당 시 전체가치 26,643억원 평가. 이는 2019년 거래액 대비 Multiple 0.16배
- ▷ 카카오페이: 2021.11.03 코스피 상장 예정. 확정공모가 기준 시가총액 117,330억원. 이는 2021E 거래액 대비 Multiple 0.12배

## ▶ 2021E 거래액 대비 Multiple 산정

- ▷ 네이버페이는 거래액 대부분이 결제액이고, 검색/커머스/결제의 네이버 생태계 기반 막강한 플랫폼 경쟁력 감안 시 3개 중 훨씬 높은 프리미엄 적절. 국내 1위 EC 네이버 커머스 부문과 국내 압도적 1위 검색포털과의 막강한 시너지를 통해 결제액 중심의 고성장 지속 전망. 결제 또한 신용카드 결제 비중을 줄이고 네이버 포인트 통한 송금/이체 방식 결제 비중 확대 정책 적극적으로 펴고 있음. CJ대통, 신세계/이마트 등과의 물류 제휴 통한 EC 확대정책 또한 네이버페이와 시너지 기대
- ▷ 카카오페이도 플랫폼 경쟁력 막강. 다만, 네이버페이 대비 EC 거래액 열위(2020년 28.0조원 vs 5.6조원), 결제액 비중 열위(2020년 결제액 거의 100% vs 10% 중후반대) 감안하여 거래액 대비 적용 Multiple은 네이버페이의 절반 정도로 책정
- ▷ 페이코는 결제액 비중은 네이버페이보다는 낮으나 카카오페이보다는 높음(80% 정도 추정). 다만, 네이버페이, 카카오페이와 달리 플랫폼 기반이 아니고 별도 앱 방식이라 플랫폼 경쟁력 대폭 열위. 네이버페이, 카카오페이는 각각 국민 포털 네이버, 국민 SNS 카카오톡 플랫폼을 바탕으로 한 검색/ EC/결제 플랫폼 생태계 및 메신저/EC/결제 플랫폼 생태계 경쟁력 막강. 페이코는 이러한 플랫폼 경쟁력 면에서 네이버페이, 카카오페이 대비 경쟁력 대폭 열위. 따라서, 거래액 규모도 가장 작을 뿐만 아니라 거래액 대비 적용 Multiple도 가장 낮은 수준 적용

표12 네이버페이, 카카오페이 VS 알리페이, 위챗페이

| EC 플랫폼 기반 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | SNS 플랫폼 기반 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 알리페이      | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 중국 1위 알리바바 EC 플랫폼 기반</li> <li>▶ 출발시점부터 금융플랫폼 비중 상당               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 중국은 테크핀에 대한 규제 한국보다 훨씬 약함                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 테크핀(간편결제) 가상계좌 잔액에 대한 자율성 부여</li> <li>- 알리페이는 막대한 가상계좌 잔액을 은행과 동등한 자격으로 대출, 자산운용, 보험서비스 등 허용</li> </ul> </li> <li>▷ 이에 따라 2000년대 초반 출발시점부터 알리파이낸스 등 대출사업 고성장</li> </ul> </li> <li>▶ 결제도 고성장 중이지만 금융플랫폼 더 가파른 성장               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 금융플랫폼 비중 지속 확대 추이                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 알리바바 SNS 플랫폼의 빅데이터를 기반으로 한 신용평가시스템을 중금리 대출, 보험, 자산운용 등에 활용</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>▶ 인터넷전문은행 MyBank와는 대출 영역에서 겹치나 알리파이낸스 대출은 중금리 대출, MyBank 대출은 일반 저금리 대출 영역으로 구분</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 위챗페이       | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 중국 1위 SNS 플랫폼 위챗 기반</li> <li>▶ 위챗페이는 출발시점은 금융플랫폼 비중 낮았음               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 알리페이보다 후발. 위챗 내 콘텐츠(게임 등) 결제 중심으로 시작했기 때문에 금융플랫폼 비중은 알리페이와 출발 초기에는 금융플랫폼 비중 낮았음</li> </ul> </li> <li>▶ 결제도 고성장 중이지만 최근 금융플랫폼 더 가파른 성장               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 금융플랫폼 비중 지속 확대 추이                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 위챗 플랫폼 내 콘텐츠 고객 여론, 소비 빅데이터, EC 빅데이터 등을 활용한 신용평가시스템을 중금리 대출, 보험, 자산운용 등에 활용</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>▶ 인터넷전문은행 WeBank와는 대출 영역에서 겹치나 위챗페이 대출은 중금리 대출, WeBank 대출은 일반 저금리 대출 영역으로 구분</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|           | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 한국 1위 네이버포털 EC 플랫폼 기반               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 네이버포털 검색 경쟁력 및 스마트스토어를 중심으로 한 EC 경쟁력과의 시너지를 바탕으로 온라인결제 중심 가파른 성장 실현하며 한국 간편결제 중 결제액 1위</li> </ul> </li> <li>▶ 금융플랫폼 사업 규제 환경에도 불구하고 고성장 중               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 중국과 달리 한국은 테크핀에게 대출, 보험, 자산운용 등 금융업 직접 허용 안하고 있음                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 테크핀의 가상계좌 잔고는 현재까지는 결제만 허용</li> <li>- 가상계좌 잔고로 직접 대출서비스 등 못함. 플랫폼 기반 대출비교 서비스 등만 가능</li> <li>- 네이버페이의 스마트스토어 소상공인 대상 중금리 대출도 네이버페이는 플랫폼 역할만하고 서비스 주체는 미래에셋캐피탈</li> </ul> </li> <li>▷ 향후 규제 완화 관련                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 종합지급결제사업자 허용 시: 테크핀도 가상계좌가 아닌 본계좌(계좌번호 보유) 운영 가능. 이 경우 본계좌 잔고를 활용한 여신업무 등까지 허용할지는 미지수</li> </ul> </li> <li>▷ 금융플랫폼 사업의 장단기 향방                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 단기: 대출, 보험 등은 기존 금융사업자와 제휴하고 테크핀은 플랫폼 역할만 + 증권, 보험 등은 인수 또는 설립을 통해 라이선스 간접 확보 + 금융/비금융 업체와 제휴하여 마케팅 플랫폼 사업 강화</li> <li>- 장기: 마케팅 플랫폼 사업 확대. 대출, 보험 등도 장기적으론 규제 완화 통한 직접 사업 허용 가능성도 있음</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 한국 1위 SNS 플랫폼 카카오톡 기반               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 네이버 대비 EC 경쟁력 상대적 열위로 온라인결제액은 네이버페이 대비 크게 열위이나 2018년 이후 카카오톡 플랫폼을 활용한 친구 송금하기 서비스가 대히트를 시현하며 송금액 폭발적 증가. 송금액까지 포함한 전체 거래액은 한국 간편결제 중 1위(2020년부터 결제액의 가파른 성장으로 결제액 비중 지속 상승 중)</li> <li>▷ 공과금 결제, 외부 온오프라인 가맹점 확대로 외부 가맹점 결제 M/S 압도적 1위. 2020년부터는 카카오톡 내 커머스 플랫폼(선물하기, 메이커스, 톡스토어 등)을 통한 커머스의 고성장으로 내부 온라인결제도 가파른 성장 실현 중)</li> </ul> </li> <li>▶ 금융플랫폼 사업 규제 환경에도 불구하고 가파른 성장 중               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 중국과 달리 한국은 테크핀에게 대출, 보험, 자산운용 등 금융업 직접 허용 안하고 있음                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 테크핀의 가상계좌 잔고는 현재까지는 결제만 허용</li> <li>- 가상계좌 잔고로 직접 대출서비스 등 못함. 플랫폼 기반 대출비교 서비스 등만 가능</li> </ul> </li> <li>▷ 향후 규제 완화 관련                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 종합지급결제사업자 허용 시: 테크핀도 가상계좌가 아닌 본계좌(계좌번호 보유) 운영 가능. 이 경우 본계좌 잔고를 활용한 여신업무 등까지 허용할지는 미지수</li> </ul> </li> <li>▷ 금융플랫폼 사업의 장단기 향방                   <ul style="list-style-type: none"> <li>- 단기: 대출, 보험 등은 기존 금융사업자와 제휴하고 테크핀은 플랫폼 역할만 + 증권, 보험 등은 인수 또는 설립을 통해 라이선스 간접 확보 + 금융/비금융 업체와 제휴하여 마케팅 플랫폼 사업 강화</li> <li>- 장기: 마케팅 플랫폼 사업 확대. 대출, 보험 등도 장기적으론 규제 완화 통한 직접 사업 허용 가능성도 있음</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

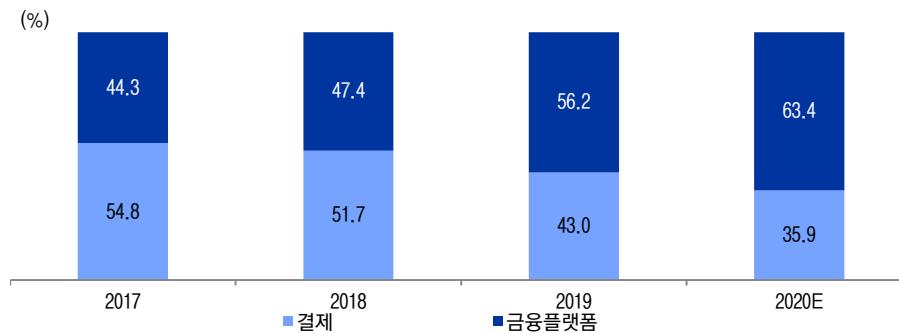
표13 엔트그룹 실적 추이

| (억원, %)             | 2017           | 2018           | 2019           | 2020E          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>          | <b>107,249</b> | <b>140,155</b> | <b>199,020</b> | <b>309,151</b> |
| 결제                  | 58,810         | 72,530         | 85,643         | 110,872        |
| 금융플랫폼               | 47,549         | 66,407         | 111,844        | 195,960        |
| 대출                  | 26,547         | 36,658         | 69,110         | 121,848        |
| 자산운용                | 17,204         | 22,697         | 27,971         | 48,094         |
| 보험                  | 3,798          | 7,052          | 14,763         | 26,018         |
| 기타                  | 891            | 1,218          | 1,533          | 2,319          |
| <b>영업이익</b>         | <b>21,618</b>  | <b>7,361</b>   | <b>39,717</b>  | <b>108,272</b> |
| 영업이익률(%)            | 20.2           | 5.3            | 20.0           | 35.0           |
| <b>당기순이익</b>        | <b>13,456</b>  | <b>3,525</b>   | <b>29,819</b>  | <b>91,578</b>  |
| 순이익률(%)             | 12.5           | 2.5            | 15.0           | 29.6           |
| <b>부문별 매출 비중(%)</b> |                |                |                |                |
| 결제                  | 54.8           | 51.7           | 43.0           | 35.9           |
| 금융플랫폼               | 44.3           | 47.4           | 56.2           | 63.4           |
| 대출                  | 24.8           | 26.2           | 34.7           | 39.4           |
| 자산운용                | 16.0           | 16.2           | 14.1           | 15.6           |
| 보험                  | 3.5            | 5.0            | 7.4            | 8.4            |
| 기타                  | 0.8            | 0.9            | 0.8            | 0.8            |
| <b>yoy(%)</b>       |                |                |                |                |
| 매출액                 |                | 30.7           | 42.0           | 55.3           |
| 영업이익                |                | -66.0          | 439.6          | 172.6          |
| 순이익                 |                | -73.8          | 745.9          | 207.1          |

▶ 엔트그룹 발행신고서 데이터는 2017 -2019년 3개년치와 1H20 반기 데이터 제공. 2020E는 1H20 데이터 참조하여 본연구원이 약식으로 추정한 것

자료: 엔트그룹 증권발행신고서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 엔트그룹 부문별 매출 비중 추이: 초기부터 금융플랫폼 비중 상당. 융플랫폼 비중 지속 확대 추이)



▶ 엔트그룹 발행신고서 데이터는 2017 -2019년 3개년치와 1H20 반기 데이터 제공. 2020E는 1H20 데이터 참조하여 본연구원이 약식으로 추정한 것

자료: 엔트그룹 증권발행신고서, 이베스트투자증권 리서치센터

표14페이팔 실적 추이

| (억원, %)       | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>    | <b>148,049</b> | <b>170,045</b> | <b>207,166</b> | <b>253,017</b> |
| <b>영업이익</b>   | <b>24,049</b>  | <b>24,146</b>  | <b>31,695</b>  | <b>38,789</b>  |
| 영업이익률(%)      | 16.2           | 14.2           | 15.3           | 15.3           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>24,701</b>  | <b>23,964</b>  | <b>27,613</b>  | <b>32,553</b>  |
| 순이익률(%)       | 16.7           | 14.1           | 13.3           | 12.9           |
| <b>yoy(%)</b> |                |                |                |                |
| 매출액           | 17.6           | 14.9           | 21.8           | 22.1           |
| 영업이익          | 30.6           | 0.4            | 31.3           | 22.4           |
| 순이익           | 31.0           | -3.0           | 15.2           | 17.9           |

자료: Bloomberg

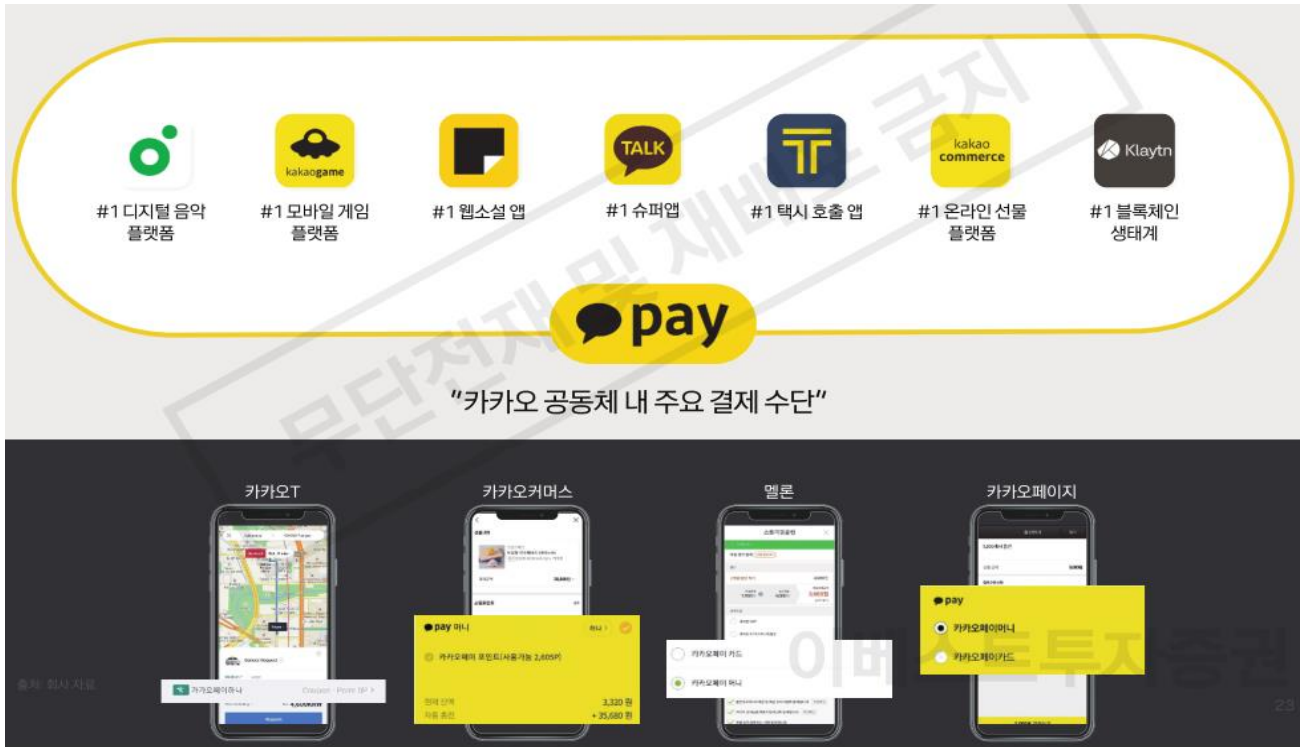
표15 네이버페이, 카카오페이 vs 엔트그룹,페이팔 Valuation 비교

| (억원, %)                   | 2020       | 2021E      |
|---------------------------|------------|------------|
| <b>엔트그룹</b>               |            |            |
| 거래액                       | 10,305,020 | 14,161,092 |
| yoy(%)                    | 45.2       | 37.4       |
| 매출액                       | 309,151    | 438,994    |
| yoy(%)                    | 55.3       | 42.0       |
| 거래액 대비 비중(%)              | 3.0        | 3.1        |
| 시가총액                      | 3,535,241  | 3,535,241  |
| 거래액 대비 Multiple(시가총액/거래액) | 0.34       | 0.25       |
| 매출액 대비 Multiple(PSR)      | 11.4       | 8.1        |
| <b>페이팔</b>                |            |            |
| 거래액                       | 8,724,722  | 9,946,183  |
| yoy(%)                    | 17.3       | 14.0       |
| 매출액                       | 253,017    | 288,439    |
| yoy(%)                    | 22.1       | 14.0       |
| 거래액 대비 비중(%)              | 2.90       | 2.90       |
| 시가총액                      | 3,208,551  | 3,208,551  |
| 거래액 대비 Multiple(시가총액/거래액) | 0.37       | 0.32       |
| 매출액 대비 Multiple(PSR)      | 12.7       | 11.1       |
| <b>네이버페이</b>              |            |            |
| 거래액                       | 259,000    | 395,000    |
| yoy(%)                    | 59.9       | 52.5       |
| 매출액                       | 7,044      | 11,455     |
| yoy(%)                    | 73.2       | 62.6       |
| 거래액 대비 비중(%)              | 2.72       | 2.90       |
| 시가총액                      | 150,000    | 150,000    |
| 거래액 대비 Multiple(시가총액/거래액) | 0.58       | 0.38       |
| 매출액 대비 Multiple(PSR)      | 21.3       | 13.1       |
| <b>카카오페이</b>              |            |            |
| 거래액                       | 669,000    | 1,000,000  |
| yoy(%)                    | 38.2       | 49.5       |
| 매출액                       | 2,259      | 4,145      |
| yoy(%)                    | 60.1       | 83.5       |
| 거래액 대비 비중(%)              | 0.34       | 0.41       |
| 시가총액                      | 160,000    | 160,000    |
| 거래액 대비 Multiple(시가총액/거래액) | 0.24       | 0.16       |
| 매출액 대비 Multiple(PSR)      | 70.8       | 38.6       |

- ▶ 엔트그룹 시총은 한때 상장 추진 시 공모가 기준. 만약 상장되었다면 공모가 기준 상당수준 상승했을 가능성 큼
- ▶ 페이팔 시총은 현재주가 기준
- ▶ 네이버페이, 카카오페이 시총은 본연구원 시뮬레이션 밸류에이션 가치 기준
- ▶ 엔트그룹, 페이팔은 상당수준의 이익을 실현하는 업체인 반면 네이버페이, 카카오페이는 아직 적자라 PER보단 PSR, PSR보단 거래액 대비 Multiple 관점 밸류에이션이 더 적절
  - ▷ 네이버페이: 2021E 거래액 대비 적용 Multiple은 0.38배로서 페이팔과 비슷, 엔트그룹보단 52% 프리미엄. 엔트그룹도 상장되었다면 공모가 대비 상당한 주가 상승이 예상되었던 부분이라 셋업 기준으로는 0.4배 정도는 충분히 가능했을 것으로 예상. 즉, 네이버페이 거래액 대비 적용 Multiple은 테크핀 Global Peer 엔트그룹, 페이팔과 비슷한 수준이 적용된 것. 네이버페이는 한국시장에서의 EC, 검색 생태계와의 시너지 경쟁력을 바탕으로 한 결제 부문 성장성과 금융플랫폼 부문이 분사 이후 공격적인 투자를 바탕으로 성장잠재력이 매우 크다는 점을 감안하면 적용 Multiple은 충분히 유의한 수준이라 판단
  - ▷ 카카오페이: 2021E 거래액 대비 적용 Multiple은 네이버페이, 페이팔, 엔트그룹 등의 Multiple(엔트그룹은 상장 시 실질적으로 가능했던 Multiple) 대비 절반 수준 적용한 것인데 이는 디스카운트 요인(송금액 비중 70% 중반대)을 감안한 것으로서 충분히 유의한 수준이라 판단

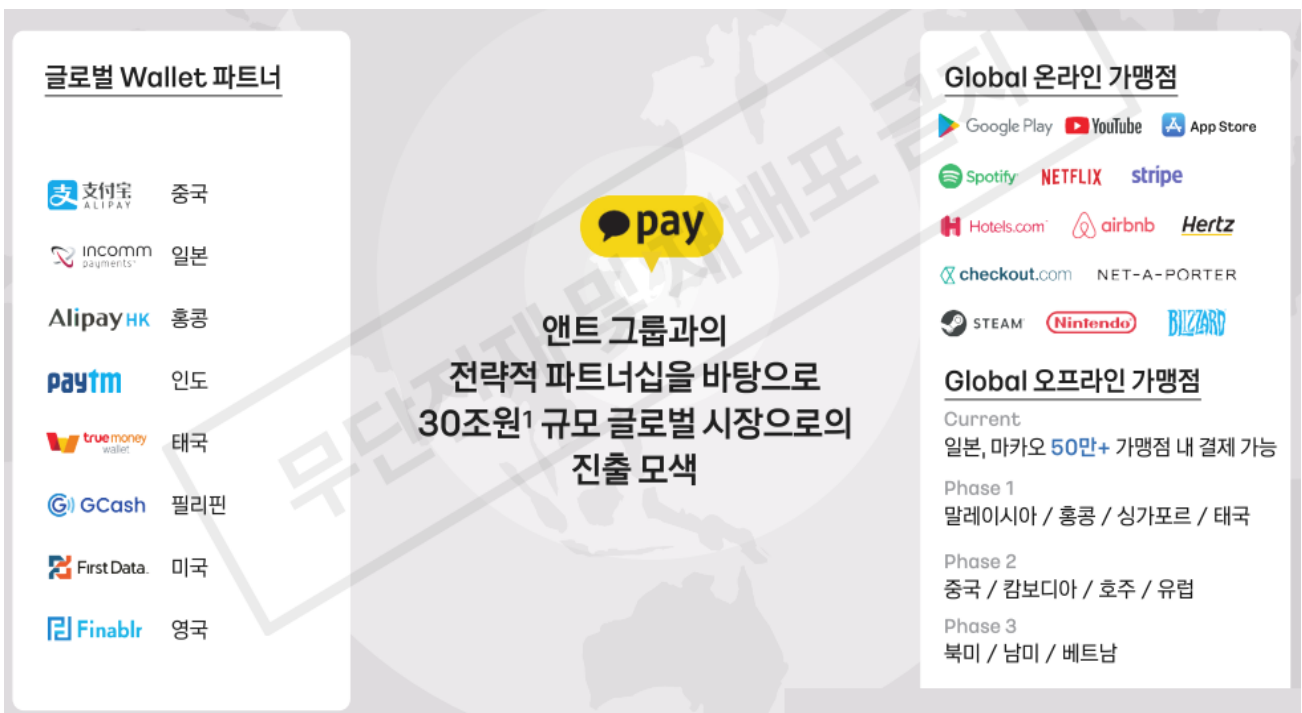
자료: 엔트그룹 증권발행신고서, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 Valuation 프리미엄 요인 1: 막강한 카카오 플랫폼 \_ 카카오 공동체 생태계를 통한 거대한 시너지 효과



자료: 카카오페이

그림5 Valuation 프리미엄 요인 2: 애플그룹과의 전략적 파트너십을 바탕으로 한 글로벌 시장 진출 잠재력



자료: 카카오페이

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화)

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

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

\_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

\_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

\_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

\_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

## 투자등급 및 적용 기준

| 구분              | 투자등급 guide line<br>(투자기간 6~12개월) | 투자등급                                                    | 적용기준<br>(향후 12개월)                          | 투자의견<br>비율    | 비고                                                                                                                 |
|-----------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sector<br>(업종)  | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3단계  | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) |                                            |               |                                                                                                                    |
| Company<br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3단계             | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도)                      | +15% 이상 기대<br>-15% ~ +15% 기대<br>-15% 이하 기대 | 93.6%<br>6.4% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이<br>기존 ±20%에서 ±15%로 변경                                                                |
|                 |                                  | 합계                                                      |                                            | 100.0%        | 투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30<br>당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막<br>공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임<br>(최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신) |