



카카오페이

| Bloomberg Code (377300 KS) | Reuters Code (377300.KS)

2023년 11월 7일

[핀테크]

임희연 수석연구원

☎ 02-3772-3498

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

생각보다 괜찮은데?



매수
(유지)



현재주가 (11월 6일)
44,400 원



목표주가
64,000 원 (유지)



상승여력
44.1%

- ◆ 3Q23P 영업손실 95억원(적지 QoQ), 기대치 부합
- ◆ 점진적인 펀더멘털 기대감 유효 - 결제 중심으로 내년 흑전 기대
- ◆ 컨퍼런스콜 주요 QnA 요약



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

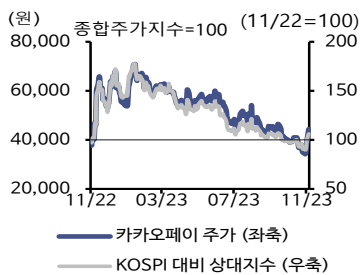
시가총액	5,954.7십억원
발행주식수	134.1백만주
유동주식수	22.5백만주(16.8%)
52주 최고가/최저가	70,800원/34,200원
일평균 거래량 (60일)	219,103주
일평균 거래액 (60일)	9,255백만원
외국인 지분율	39.93%

주요주주	
카카오 외 2인	46.53%
Alipay Singapore Holding Pte. Ltd.	34.31%

절대수익률	
3개월	-7.8%
6개월	-22.4%
12개월	11.0%

KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-4.1%
6개월	-22.4%
12개월	4.2%

주가



3Q23P 영업손실 95억원(적지 QoQ), 기대치 부합

3Q23P 연결 매출액 1,589억원(+6.7%, 이하 QoQ), 영업손실 95억원(적지)을 기록했다. 당사 추정치(94억원)에 부합하는 양호한 실적이다. TPV는 36.2조원(+5.8%), RTPV는 10.5조원(+6.1%)으로 증가했다. MAU는 22.9만명(-5.5%)으로 감소했다. 재산세 납부(전자문서) 이용 유저 유출로 일시 감소했으나, 송금, 결제, 자산관리 등 실제 매출에 기여하는 유저 성장은 지속됐다. 유저당 거래건수는 105건으로 전분기 대비 1건 증가했고, 유저당 월 거래금액은 526,000원으로 11.9% 확대됐다. 가맹점 증가(국내 4만개, +4.4%) 덕분에 추정된다.

금융손익과 기타영업외손익이 전분기 대비 감소했다. 1) 손해보험 구주인수(400억원)와 유상증자(1,000억원)로 운용자금이 줄었고, 2) 기부금, 신규투자를 위한 재무실사 자문비, 용역비 등(47억원)이 반영됐다.

결제 서비스 중심으로 내년 영업이익 흑자전환 예상

2024년에는 증권과 보험의 적자 축소와 더불어 결제서비스 중심의 이익 개선이 예상된다. 증권은 내년부터 프로모션을 축소하고 적정 수수료를 수취할 것으로 기대된다. 보험은 여행자보험에 이어 휴대폰 파손보험 등을 통한 상품 라인업 확장으로 적자 축소가 예상된다.

결제서비스는 온라인과 비온라인(오프라인+크로스보더)의 균형잡힌 성장이 전망된다. 최근 경기 둔화로 온라인 TPV가 감소한 것으로 추정되는 가운데 11번가와 전략적 제휴를 통한 유의미한 RTPV 반등이 예상된다. 크로스보더 결제가 기대 이상으로 빠르게 성장하고 있는 점도 고무적이다. 최근 이탈리아, 태국, 중국을 중심으로 오프라인 결제액이 꾸준히 상승 추세에 있으며, 50개에 육박하는 해외 국가 지역과 결제서비스 연동 확대를 준비중이다.

점진적인 펀더멘털 기대감과 공매도 금지의 콜라보

최근 주가는 카카오의 사법리스크를 반영해 상반기말 대비 27% 하락 후 저점 대비 30% 상승했다. 내년 6월까지 공매도가 금지됨에 따른 숏커버링 영향으로 추정된다. 동사의 유동주식 물량이 14%에 불과한 점 감안 시 이번 정책은 동사에게 상당한 호재다. 점진적인 펀더멘털 개선을 근거로 투자 의견 '매수'를 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	458.6	(27.2)	(22.9)	(174)	12,839	(1,003.4)	(1,109.3)	13.6	(1.4)	6.6
2022	521.7	(45.5)	54.7	411	13,594	131.9	(840.9)	4.0	3.0	5.2
2023F	623.4	(31.7)	10.4	78	14,062	571.4	(207.2)	3.2	0.6	0.1
2024F	727.0	14.9	25.0	186	14,248	238.2	281.8	3.1	1.3	0.1
2025F	800.0	37.0	43.7	326	14,574	136.2	110.7	3.0	2.2	0.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

컨퍼런스콜 주요 QnA 요약

Q. 증권 유저 활동 및 잔고가 유의미한 모습으로 보여짐. 증권을 내년 가장 큰 매출 성장 드라이버로 기대해도 될지? KPI 지표는 수수료인가 이자인가?

A. 2024년 매출 성장에 대한 구체적 가이드는 다음 실적발표에서 공개 예정이나, 증권 주요 활동성 지표와 국내 해외주식 거래액, 예탁금, 장부 등 전반적인 사업 지표 우상향하고 있어 증권이 내년 중요한 매출 성장 드라이버 중 하나.

3분기 국내 및 해외주식 거래액은 97조원으로 +27.9% YoY, +44% QoQ 증가. 주식 거래 건수는 2022년 12월 대비 144% 증가, 이 중 해외주식은 158%, 국내 주식은 131% 성장. 펀드와 주식예탁금을 포함한 예탁자산 역시 꾸준히 증가해 2조원 돌파. Page View는 연초 대비 3배 증가. AAU는 연초 대비 약 40% 상승. 특히 해외주식 사용자는 2022년말 대비 2배 이상 증가.

신용공여 거래금액은 국내 주식 전체 거래금액의 15% 수준. 신용잔고는 208% YTD 상승. 4번에 걸쳐 진행된 ‘고구마줄게, 주식다오’와 같은 이벤트가 기여. 상반기 주식 홈 개편, 애프터마켓 거래 지원, 주문 화면 리뉴얼과 더불어 3분기 매도담보대출 등 MTS 서비스 개선으로 유저 만족도 상승, 리텐션 지표 개선.

예탁금 이자 5% 혜택에 대한 고객 반응 좋았음. 10월 16일 부터는 단기 프로모션이 아닌 상시지급 정책으로 전환, 이에 예탁금 규모 꾸준히 증가하면서 이자 수익 꾸준히 우상향 중. 이자지급으로 인한 비용 상승을 초과하는 탑라인 성장으로 이익 개선 효과 보는 중. 예탁금 증가는 이익 개선 효과 외에도 송금과 결제 시 카카오페이 포인트 지급 등 사용자의 실질적인 혜택이 제공됨에 따라 결제나 송금 등 다른 카카오페이 서비스로의 전이 촉진 중. 이러한 사용 패턴의 증가로 자동 충전 비용, 즉 편비 절감 효과를 창출하고, 카카오페이 앱을 통한 메인 인자분기 기능을 출시해 MAU 증가에도 기여.

올해는 지속적으로 새로운 기능들이 더해지면서 이런 기능들을 유저들이 사용해 볼 수 있도록 수수료 감면 등 프로모션을 적극 활용했다면, 이제는 주식거래를 위한 핵심 기능들에 더해 여러 부가기능들이 잘 갖춰진 상태라 적절한 수수료를 인식하는 방향으로 사업을 운영할 것. 수수료 수익도 유의미한 성장 만들어낼 것.

Q. 결제 관련, 11번가와와 전략적 제휴 상세 설명 부탁. 회사 측면에서 기대하는 바가 무엇인지, 앞으로도 이런 전략적 파트너십 강화해갈 계획인지?

A. 11번가의 결제 편의성 제고와 카카오페이 결제 생태계 강화 전략의 일환으로 지난 10/25 양사간 업무 제휴 체결. 11번가의 연중 최대 쇼핑 축제인 ‘그랜드 11절’에서 카카오페이 결제서비스가 가능해지고 다양한 프로모션 진행할 예정. 결제 편의성과 안정성에 기반한 쇼핑 경험과 실질적인 혜택을 제공하며 양사 서비스를 연계한 긴밀한 협업으로 시너지 창출 예정.

온라인 결제 서비스 협력 기반 할인 및 리워드 프로모션 등 폭넓은 분야로 논의 확장을 할 예정이며, 나아가 카카오페이가 보유하고 있는 마이데이터를 활용해 타겟 마케팅을 고도화하는 신규 협업 모델도 검토 중. 사용자들의 결제 경험 향상을 위해 앞으로도 다양한 전략적 제휴와 파트너십 강화해나갈 예정.

Q. Take rate 악화 요인? Take rate를 포기하더라도 User Acquisition과 Retention에 집중하는 방향으로 전략을 바꾼것인지 아니면 연초에 예상하지 못했던 요인들이 발생한 것인지? 내년 매출액과 TPV 상승률 트렌드 전망?

A. YoY 관점에서는 하회하나, QoQ 관점에서는 매출액 성장률이 TPV 성장률을 대부분 상회하는 상황. YoY 관점에서는 전년 증권 매출 기저효과가 반영될 것으로 예상. 분기 성장 속도와 1분기 효과를 감안해 예측해보면 23년 연간 매출액 성장률이 TPV 성장률을 크게 하회할 것으로 해석할 필요는 없는 수준으로 판단.

또한, TPV 성장률보다 높은 수준의 매출액 성장률 달성을 위해서는 결제사업과 금융서비스 분야의 높은 성장이 필요. 사업부별로 설명하자면, 결제는 엔데믹으로 인한 온라인 결제 시장 성장률 제한에도 불구하고 가맹점 확장 및 수익화 전략을 동시에 추구. 시장 성장률 대비 높은 성장률을 유지중이며, 오프라인 결제 시장에서 버거킹, 맥도날드 등 대형 프랜차이즈 키오스크의 카카오페이 결제 서비스 진입과 다양한 프로모션 제공. 금융은 경쟁환경에서의 우위 선점을 위한 수수료 경쟁이나 대외환경 악화 등의 사유로 대출 환경이 어려워 매출 성장이 더디지만, 대출은 신용 대환 대출 후에 상품의 확장으로 매출 성장에 기여할 것으로 예상. 증권은 시장 점유율 확대가 커질수록 수익화 정도의 가속화가 추진될 것

11번가 결제 서비스 도입 등 대형 가맹점 유지와 오프라인 신규 서비스 출시를 통해 안정적인 결제 성장 우위를 내년에도 이어갈 수 있도록 노력할 예정. 대출과 보험의 상품 라인업 확장, 증권의 시장점유율과 예탁금 증가를 기반으로 내년에도 매출 성장에 기여할 것. 보험 서비스의 경우 여행자보험 상품 출시로 인한 매출 시현 중이며 4분기 이후부터 신규 상품 출시가 본격적으로 이루어질 것. 다양한 금융서비스를 제공하여 서비스, 매출, 광고 등 기타매출신장을 통해 TPV 대비 매출 성장률을 지속적으로 추가 상향시킬 예정

Q. 자본 효율성 관련. 여전히 현금 여력 충분한데 추가 M&A 기회가 있는지? 현재 적자 구조를 감안해 운영자금에 대한 버퍼를 유지할지?

A. 시너지 효과를 최우선으로 검토해 M&A 기회 모색 중. 해외 기업 인수 기회 역시 열어두고 있음. 결제 규모나 사용자 관점에서 상대적으로 보완이 필요한 세부 시장 확보 측면, 기술 관점에서의 차세대 결제 솔루션, 밸류체인상에서의 비용 효율화를 달성할 수 있는 M&A 목표 중.

금융은 대출 중개, 증권, 보험 등 현재 영위 사업분야에서의 거래 규모를 확대할 수 있거나, 전후방 밸류체인 내재화가 가능한 것을 찾는 것을 목표, 아직까지는 글로벌 경기 불확실성 및 고금리 상화 지속되고 있어 투자 기회들을 검토함에 있어 보다 신중하게 접근 중

Q. 고금리 기조 장기화, 대출 시장이 어느정도 위축 혹은 성장 둔화될 것인지? 대응 방안?

A. 지난 해 가계대출 총량 규제 복기해보면 10월부터 금융회사의 영업규모를 대폭 줄이면서 핀테크 기업의 대출 비교 서비스를 이용하는 유저들이 신용 대출 한도를 받을 가능성 하락, 이것이 카카오페이 대출 실적에도 영향을 줬음.

올해는 작년과 같은 일괄적 규제가 적용되지는 않으나, 주택담보대출을 중심으로 가계 대출 증가에 대한 우려가 하반기로 갈수록 심화되고 있고, 일부 금융사의 경우 연체율과 건전성 등의 사유로 자체적인 신규 대출을 조절하는 중. 특히 최근에는 정부에서도 가계대출 관리를 위해 금융기관의 50년 만기 대출 시 DSR 산정 만기를 최대 40년으로 제한하고, 투기 목적 가능성이 큰 다주택자 집단대출 등의 50년 만기 취급 자체를 요청하는 등 대출 시장 냉각될 수 있는 상황.

연체율을 비롯한 건전성 문제가 여전히 저축은행 및 캐피탈 업권 발목 잡고 있으나, 장기적인 관점에서 일부 제2금융사들은 신규 대출 취급액을 늘리는 등 조금씩은 다른 입장 보이고 있는 상황. 또한 제2금융의 경우 중저신용자 취급 비중을 준수해야하는 인터넷 은행을 중심으로 대출 취급이 일어나고 있어, 일률적인 대출 총량 규제가 시행된 지난 해 보다는 개선된 4분기 대출 추이 보일 것.

이에 카카오페이는 업권별 대출 상품을 더욱 다양화하는 전략을 통해 대출 상품 공급을 지속적으로 확대해 신용대출중개 가능성이 높은 돌파구를 찾아 대출을 증대할 예정. 저축은행에서는 햇살론, 사잇돌 등 보증서 기반의 대출, 캐피탈 업권에서는 금융사의 리스크가 비교적 적은 자동차 담보대출 상품 라인업 확대를 추진하고, 대환대출 실수요자 발굴을 통해 대환대출 실행액도 증가시킬 계획. 주요 금융회사를 확보해 주담대, 전월세대출 등 추가적인 대출 증대 기회 준비중이며 이를 통해 전반적인 대출 시장 대비 아웃퍼폼할 수 있는 기반을 마련하는 중.

Q. 디즈니, 티파니, 브라이틀링 등 빅브랜드 광고 집행한 것으로 보이는데, 3분기 광고사업 평가와 앞으로 중장기 방향성은?

A. 광고는 매분기 2자릿수의 매출 증가 중, 3분기에도 전년 대비 16% 증가. 광고 진행 브랜드의 숫자나 광고 캠페인 진행 개수도 세자릿수로 증가.

광고 카테고리도 다변화 중. 2분기 럭셔리, OTT 업종 주력, 3분기는 보험, 통신, 카드 업종 추가하면서 업종 다양화 중.

광고사업의 중장기 방향성은 3가지. 첫번째는 현재 보유하는 광고 구좌를 확대하고자 함.페이 서비스 내에 존재하는 광고 구좌들은 자체 서비스의 발견과 홍보를 위해 할애하고 있음. 반면 외부 광고를 위해 할애하는 비중은 낮은 편. 광고도킹률 등을 고려할 때 외부 광고 비중 확대를 통해 매출 업사이드가 존재하다고 생각하며, 서비스 가치를 저해하지 않는 범위 내에서 순차적으로 지면 확대 예정. 두번째는 결제 가맹점과의 시너지 강화. 결제 가맹점 대상으로 카카오페이 내부 데이터를 활용해 높은 효율을 보여줄 수 있는 광고 상품을 제안해 이들이 결제 가맹점이자 광고주가 될 수 있도록 교차 판매를 강화하려는 것으로 이에 대한 내부 프로세스와 정책 정비 중. 세번째로 타겟팅 로직을 적극 활용 하는 중. 현재 카카오페이는 결제 송금 데이터와 1천만 이상 가입자를 통해 확보한 마이데이터를 통해 유저에게 지금 필요한 혜택과 지금 필요한 금융에 대해 추천을 제공하기 시작. 해당 추천 로직을 더욱 강화하고 이를 광고 플랫폼과 통합함으로써 광고상품의 효율을 전체적으로 증대할 것.

Q. 3분기 해외 결제 매출액 비중은? 최근 중국인 관광객 빠르게 늘어나고 있는데, 해외 결제 내에서 외국인이 한국에서 결제하는 비중은?

A. 3분기 크로스보더 결제액은 75% YoY, 18% QoQ 증가. 올해 2분기를 기점으로 크로스보더 결제 매출은 전체 결제 매출의 10%를 넘어섰고 3분기에도 그 비중이 꾸준히 증가하는 중. 특히 중국에서 한국으로 들어오는 방문자 수요가 크게 회복하면서 오프라인 인바운드 크로스보더 결제액은 지난해 2분기 대비 몇 배 수준으로 증가, 올 2분기 대비로도 82% 증가.

다만 현재 수준은 코로나 이전과 비교하면 30% 수준으로 전반적인 성장세는 4분기 이후와 내년에 더욱 본격화될 것으로 전망, 상반기에는 유커 중심 성장이었다고 하면 하반기는 일반 여행객 수요 증가로 인해 더욱 가파른 성장 예상.

아웃바운드 결제 역시 코로나 해제 이후 해외여행 수요 증가로 신규로 오픈한 이탈리아, 태국, 중국을 중심으로 결제액 상승 추세. 아시아를 넘어 유럽과 미주, 오세아니아 등 50개에 육박하는 해외 국가 지역과 결제 서비스 연동 확대 중

Q. 카카오페이손해보험 차기 상품 라인업은?

A. 작년 하반기 금융 안심보험을 시작으로 해외여행자보험, 홀인원보험 및 단체상해 보험 런칭해 판매 중. 해외 여행자 보험 이후 차기 출시 예정 상품은 휴대폰 보험. 일상의 위험 보장이라는 컨셉에 맞춰 카카오페이손해보험의 특징을 입혀 차별화 출시 예정. 11/1 LG U+와 B2B 휴대폰 파손보험 출시, 연내 B2C 형태로 출시할 계획. 2024년에는 기출시 보험 활성화와 더불어 레저, 라이프, 디지털, 임베디드라는 4가지 카테고리를 기반으로 상품군 확대 예정. 다양한 위험을 케어할 수 있는 상품 지속 출시 계획.

3Q23P 카카오페이 실적 요약

(십억원, %)	3Q23P	2Q23	3Q22	QoQ	YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
매출액	158.9	148.9	141.4	6.7	12.4	164.2	(3.2)	156.7	1.4
영업이익	(9.5)	(12.6)	(9.7)	적지	적지	(5.9)	61.5	(9.4)	1.3
지배주주순이익	(2.6)	1.8	2.5	적전	적전	(0.3)	766.7	1.9	(236.8)
영업이익률	(6.0)	(8.5)	(6.9)	2.5	0.9	(3.6)	(2.4)	(6.0)	0.0
순이익률	(1.6)	1.2	1.8	(2.8)	(3.4)	(0.2)	(1.5)	1.2	(2.8)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	608.3	687.6	623.4	727.0	2.5	5.7
영업이익	(44.6)	(27.9)	(31.7)	14.9	적지	흑전
지배주주순이익	11.4	15.7	10.4	25.0	(8.6)	59.2
영업이익률	(7.3)	(4.1)	(5.1)	2.0	적지	흑전
순이익률	1.9	2.3	1.7	3.4	(12.1)	49.5

자료: 신한투자증권 추정

카카오페이 연결 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	증감률
매출액	123.3	134.1	141.4	122.9	141.5	148.9	158.9	174.2	521.7	623.4	19.5
결제서비스	94.3	93.8	96.9	101.1	104.8	108.1	113.5	129.5	386.0	455.9	18.1
금융서비스	23.8	33.4	37.4	15.7	30.8	34.6	37.7	38.0	110.4	141.0	27.8
기타서비스	5.3	6.9	7.1	6.0	5.9	6.2	7.7	6.7	25.3	26.5	4.6
판매비와 관리비	124.4	146.6	151.1	145.1	154.5	161.4	168.4	170.8	567.2	655.1	15.5
영업이익	(1.1)	(12.5)	(9.7)	(22.3)	(13.0)	(12.6)	(9.5)	3.4	(45.5)	(31.7)	적지
영업외손익	4.9	6.8	5.0	21.2	13.7	13.1	4.7	6.4	37.9	37.9	0.0
세전이익	3.8	(5.7)	(4.7)	(1.1)	0.6	0.6	(4.9)	9.8	(7.7)	6.1	흑전
당기순이익	3.8	(5.7)	(4.7)	34.1	(2.4)	(6.2)	(8.2)	1.9	27.5	(14.9)	적전
지배주주순이익	9.3	1.8	2.5	41.0	5.3	1.8	(2.6)	5.9	54.7	10.4	(80.9)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

실적 추정에 대한 주요 가정

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F
MAU, 활성 유저수 (백만명)	21.6	21.9	23.0	23.0	23.6	24.3	23.5	23.8
Revenue Generating MAU	17.8	18.4	19.7	20.6	21.2	21.9	21.2	21.7
Non-Revenue MAU	3.8	3.5	3.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.1
Total Payment Volume (총 거래대금, 조원)	27.2	29.1	30.5	30.9	32.5	34.2	36.2	37.2
Revenue TPV (결제+금융)	7.6	8.4	9.1	8.7	9.1	9.9	10.5	10.9
결제	6.4	6.7	7.3	7.4	7.4	7.6	8.3	9.1
온라인	0.0	6.1	6.6	6.7	6.7	6.5	6.4	6.8
오프라인	0.00	0.60	0.66	0.69	0.36	0.57	0.86	0.90
크로스보더	0.00	0.00	0.00	0.00	0.36	0.53	1.05	1.39
금융	1.20	1.68	1.82	1.30	1.67	2.32	2.17	1.79
신용대출 중개 금액	1.08	1.51	1.66	1.17	1.54	1.51	1.84	1.48
전세대출 중개 금액	0.12	0.17	0.16	0.13	0.13	0.81	0.33	0.31
보험중개	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Non-Rev. TPV (기타)	19.7	20.7	21.4	22.2	23.4	24.2	25.7	26.3
TPV 마진율, %	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Revenue TPV 마진율, %	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
결제	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
금융	1.3%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%
신용대출중개	1.1%	1.2%	1.1%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%
전세대출중개	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%
보험중개	0.0%	450.0%	450.0%	450.0%	450.0%	450.0%	450.0%	450.0%
Non-Rev. TPV 마진율, %	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
분기, 영업일수	90	91	92	92	90	91	92	92
분기, 유저당 거래금액 (만원)	-	132.6	132.9	134.1	137.4	141.0	141.0	143.0
분기, 유저당 거래건수 (건)	-	25.1	25.4	25.4	25.8	26.0	26.3	26.5
분기, 유저당 TPV (만원)	126	133	133	134	138	141	154	156
분기, 유저당 RTPV (만원)	35.0	38.4	39.6	37.6	38.4	40.9	44.6	45.7
결제	-	30.7	31.7	31.9	31.4	31.3	35.4	38.2
온라인	-	27.9	28.8	28.9	28.3	26.8	27.3	28.6
오프라인	-	2.8	2.8	3.0	1.5	2.4	3.7	3.8
크로스보더	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	4.5	5.8
금융	-	7.7	7.9	5.6	7.1	9.6	9.2	7.5
신용대출중개	-	6.9	7.2	5.1	6.5	6.2	7.8	6.2
전세대출중개	-	0.8	0.7	0.6	0.6	3.3	1.4	1.3
신용대출 중개 잔액 (십억원)	-	1,512.0	1,656.2	1,168.0	1,536.1	1,510.6	1,844.8	1,475.8
전세대출 중개 잔액 (십억원)	-	168.0	163.8	129.8	129.8	813.4	325.5	309.3
보험중개	-	-	-	-	-	-	0.0	0.0
분기, 유저당 NRTPV (만원)	91.0	94.4	93.3	96.6	99.1	99.8	109.0	110.1

자료: 신한투자증권 추정

카카오페이 시나리오별 목표주가 산출

(KRW, years, KRW tr., #)	Base Scenario	+출입국자 회복	+광고 매출	비고
24F Average Revenue Per MAU	28,919	29,491	30,637	24F Sales/MAU
Customer Lifetime	10	10	10	
Lifetime Value	289,186	294,914	306,370	24F Marketing cost * 90%
Marketing Cost for User Retention	54.6	54.6	54.6	
# of MAU improved, using 2+ cases	1.4	1.4	1.4	
Customer Retention Cost	38,073	38,073	38,073	
Value per MAU	251,113	256,841	268,297	
24F MAU (mn)	25.1	25.1	25.1	
Value of MAU	6,313.0	6,457.0	6,745.0	
Net Debt	(2,139.9)	(2,139.9)	(2,139.9)	총차입금 + 이자성 금융자산
Fair Value	8,452.9	8,596.9	8,884.9	
# of shares (mn)	132.5	132.5	132.5	
Target Price	64,000	65,000	68,000	
Upside (%)	44.1	46.4	53.2	

자료: 신한투자증권 추정

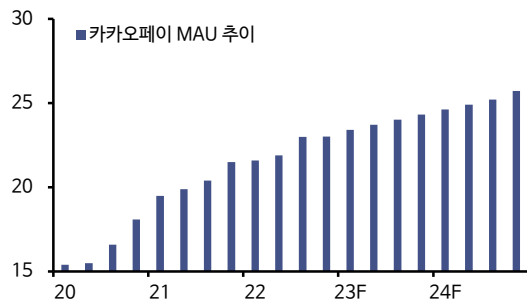
주1: 중국/일본 출입국자 월평균 20만명, 인당 200만원 지출, 알리페이/카카오페이 침투율 30%, 수수료를 1% 가정

주2: 광고매출 월 24억원 가정 (카카오 배너광고 월평균 80억원 vs. 트래픽 1/10, 광고단가 x3 가정)

주3: 카카오 지배구조 리스크 등 감안해 Customer Lifetime을 기존 11년에서 10년으로 하향

카카오페이 MAU 추이 및 전망

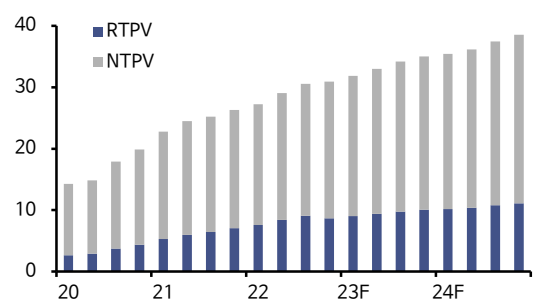
(백만명)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

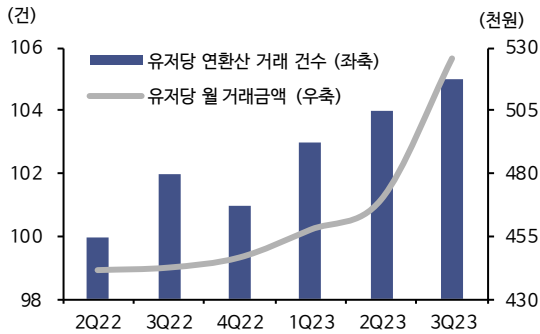
카카오페이 TPV 추이 및 전망

(조원)



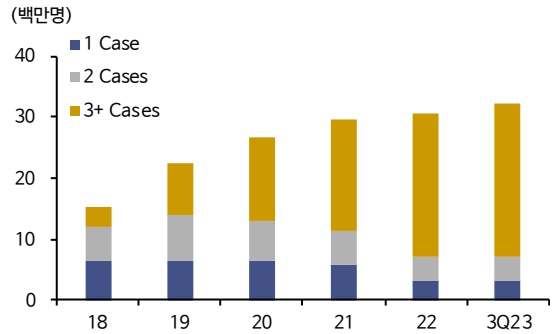
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

유저당 연환산 거래 건수 및 월 거래금액



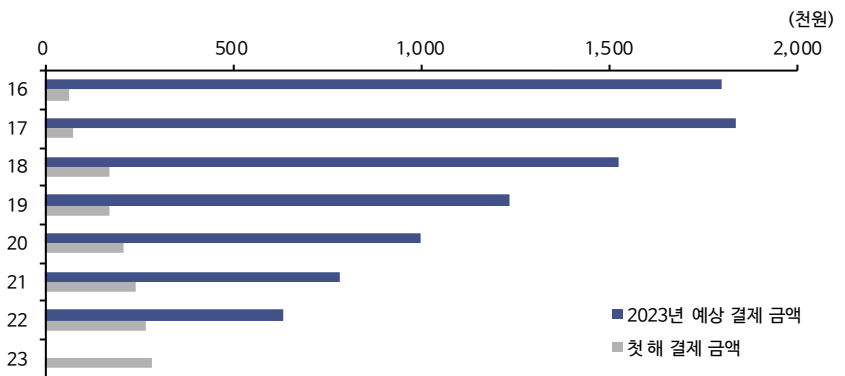
자료: 회사 자료, 신한투자증권

AAU의 교차서비스 이용 현황



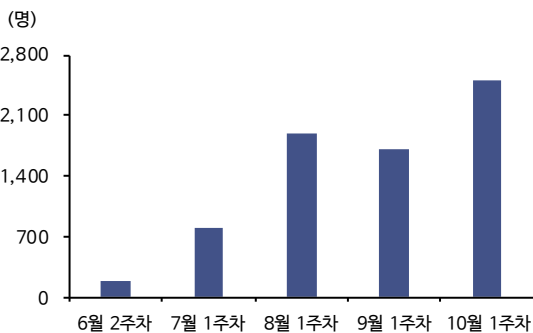
자료: 회사 자료, 신한투자증권

유저당 결제액



자료: 회사 자료, 신한투자증권

여행자보험 서비스 출시 이후 주차별 가입자 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 일평균 기준

카카오페이 대출 서비스 현황

- 신용대출 받기
신용점수 영향없이 대출비교해요
- 대출 갈아타기
대한대출로 이자 아껴요!
- 주택담보대출 받기
생활자금부터 정부지원 대출까지
- 전월세대출 받기
보증금부터 은행대출까지 한번에
- 신차 사고 캐시백 받기
- 카드대출 받기
- DSR 계산기
- 대출 이자 계산기
- 대출 금리비교

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,432.7	3,332.9	4,113.8	4,545.1	5,080.4
유동자산	2,292.0	2,259.8	2,473.2	2,518.8	2,596.3
현금및현금성자산	1,046.2	1,407.8	1,153.3	1,198.8	1,276.4
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	174.5	304.8	417.9	538.6	673.0
유형자산	17.4	32.7	40.7	80.7	120.7
무형자산	17.5	27.0	32.9	45.9	57.9
투자자산	18.8	33.5	29.8	29.8	29.8
기타금융투자자산	128.3	149.5	315.7	383.7	466.4
부채총계	1,637.1	1,423.3	2,170.9	2,597.7	3,109.6
유동부채	844.4	873.8	1,223.8	1,541.7	1,944.7
단기차입금	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	118.1	98.8	137.6	246.4	355.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	106.6	86.7	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	76.2	56.3	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,795.6	1,909.6	1,942.9	1,947.4	1,970.8
자본금	65.9	66.5	67.1	67.1	67.1
자본잉여금	1,844.4	1,825.8	1,813.7	1,813.7	1,813.7
기타자본	13.4	89.0	167.8	167.8	167.8
기타포괄이익누계액	(2.5)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	(228.1)	(172.1)	(162.3)	(137.3)	(93.6)
지배주주지분	1,693.2	1,808.0	1,885.0	1,910.0	1,953.7
비지배주주지분	102.4	101.7	57.9	37.5	17.2
*총차입금	118.6	99.6	2.0	2.0	2.0
*순차입금(순현금)	(2,050.6)	(1,982.2)	(2,094.3)	(2,139.9)	(2,217.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	58.1	111.1	84.9	111.0	135.7
당기순이익	(33.9)	27.5	(14.9)	4.5	23.4
유형자산상각비	5.2	25.4	6.7	0.0	0.0
무형자산상각비	0.0	4.2	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.0	3.4	1.8	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	1.2	1.3	1.2	1.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	1.2	1.5	2.1	2.1
운전자본변동	6.3	15.4	94.1	93.1	92.0
(법인세납부)	0.0	(2.1)	(1.9)	0.0	0.0
기타	6.8	66.4	56.2	63.7	64.7
투자활동으로인한현금흐름	(47.8)	383.4	(386.1)	(148.8)	(177.0)
유형자산의증가(CAPEX)	6.1	30.4	12.3	40.0	40.0
유형자산의감소	0.0	1.4	(10.2)	(40.0)	(40.0)
무형자산의감소(증가)	(19.9)	(17.6)	(3.9)	(13.0)	(12.0)
투자자산의감소(증가)	0.1	(7.7)	(28.8)	0.0	0.0
기타	(13.3)	(72.9)	(198.1)	(135.8)	(165.0)
FCF	(13.9)	696.3	37.5	(38.1)	(25.7)
재무활동으로인한현금흐름	21.3	(3.5)	(15.5)	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(21.3)	3.5	(4.8)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	1,597.1	83.4	118.9
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	54.3	323.1	1,241.4	45.6	77.5
기초현금	793.1	5,033.4	2,594.3	4,676.5	4,854.7
기말현금	847.4	5,356.4	3,835.7	4,722.1	4,932.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

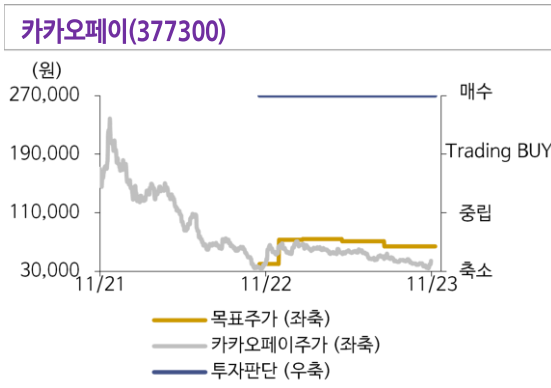
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	458.6	521.7	623.4	727.0	800.0
증감률 (%)	61.3	13.7	19.5	16.6	10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	458.6	521.7	623.4	727.0	800.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	485.9	567.2	655.1	712.1	763.0
영업이익	(27.2)	(45.5)	(31.7)	14.9	37.0
증감률 (%)	적지	적지	적지	확전	148.6
영업이익률 (%)	(5.9)	(8.7)	(5.1)	2.0	4.6
영업외손익	1.3	37.9	37.9	24.9	26.4
금융손익	(1.7)	33.5	47.2	44.9	46.4
기타영업외손익	5.1	3.2	(11.4)	(22.1)	(22.1)
종속 및 관계기업관련손익	(2.2)	1.2	2.1	2.1	2.1
세전계속사업이익	(25.9)	(7.7)	6.1	39.8	63.4
법인세비용	7.9	(35.2)	21.0	35.2	40.0
계속사업이익	(25.9)	(7.7)	6.1	39.8	63.4
중단사업이익	(25.9)	(7.7)	6.1	39.8	63.4
당기순이익	(33.9)	27.5	(14.9)	4.5	23.4
증감률 (%)	적지	확전	적전	확전	416.9
순이익률 (%)	(7.4)	5.3	(2.4)	0.6	2.9
(지배주주)당기순이익	(22.9)	54.7	10.4	25.0	43.7
(비지배주주)당기순이익	(10.9)	(27.2)	(25.3)	(20.5)	(20.3)
총포괄이익	3.6	29.4	(2.4)	0.0	0.0
(지배주주)총포괄이익	7.5	56.6	5.4	0.0	0.0
(비지배주주)총포괄이익	(3.9)	(27.2)	(7.7)	0.0	0.0
EBITDA	(19.0)	(6.3)	(20.6)	14.9	37.0
증감률 (%)	적지	적지	적지	확전	148.6
EBITDA 이익률 (%)	(4.1)	(1.2)	(3.3)	2.0	4.6

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(256.8)	206.8	(111.2)	33.8	174.8
EPS (지배순이익, 원)	(173.9)	411.1	77.7	186.4	326.0
BPS (자본총계, 원)	13,615.4	14,357.9	14,493.9	14,527.7	14,702.5
BPS (지배지분, 원)	12,839.0	13,593.6	14,061.8	14,248.3	14,574.3
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(679.6)	262.1	(399.1)	1,313.0	254.0
PER (지배순이익, 배)	(1,003.4)	131.9	571.4	238.2	136.2
PBR (자본총계, 배)	12.8	3.8	3.1	3.1	3.0
PBR (지배지분, 배)	13.6	4.0	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA (배)	(1,109.3)	(840.9)	(207.2)	281.8	110.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(4.1)	(1.2)	(3.3)	2.0	4.6
영업이익률 (%)	(5.9)	(8.7)	(5.1)	2.0	4.6
순이익률 (%)	(7.4)	5.3	(2.4)	0.6	2.9
ROA (%)	(0.7)	1.6	0.3	0.5	0.9
ROE (지배순이익, %)	(1.4)	3.0	0.6	1.3	2.2
ROIC (%)	(140.2)	1,020.6	121.2	0.9	6.2
안정성					
부채비율 (%)	91.2	74.5	111.7	133.4	157.8
순차입금비율 (%)	6.6	5.2	0.1	0.1	0.1
현금비율 (%)	123.9	161.1	94.2	77.8	65.6
이자보상배율 (배)	-	109.5	7,136.4	19.6	149.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(14.6)	(10.6)	(675.8)	16.5	22.2
재고자산회수기간 (일)	-	-	-	-	-
매출채권회수기간 (일)	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 10월 24일	매수	40,000	25.3	64.8
2022년 12월 06일	매수	73,000	(14.4)	(3.0)
2023년 01월 27일	매수	74,000	(20.0)	(11.2)
2023년 04월 24일	매수	71,000	(25.4)	(15.4)
2023년 07월 26일	매수	64,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 03일 기준)

매수 (매수)	92.98%	Trading BUY (중립)	4.96%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------