

Industry Analysis

SK Research center

2021/10/08



금융업 플랫폼 제국의 금융업 침공

최근의 기류 변화에도 플랫폼 기업들의 금융업 진출은 계속될 전망
플랫폼들은 간편결제 시장 장악으로 금융 잠재고객 수를 확대 중
세계적으로 SOHO금융, 후불결제, 금융상품 중개 등이 블루오션으로 부상

금융, 대체투자 구경희 3773-9083
인터넷, 통신, 지주 최관순 3773-8812

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sksec.co.kr
02-3773-9083



Analyst

최관순

ks1.choi@sksec.co.kr
02-3773-8812

금융업

플랫폼 제국의 금융업 침공

최근 당국의 기류 변화에도 불구하고 플랫폼 기업들의 금융업 진출은 계속될 전망이다. '언번들링+제휴'를 통한 간접 진출보다, 라이선스 취득을 통한 직접 진출이 늘어날 가능성이 있음. 플랫폼들은 간편결제를 통해 지급결제 시장 점유율을 높이고, 잠재적인 금융 고객 수를 늘리는 중. 플랫폼/핀테크의 금융업 진출로 인해 SOHO 금융, 후불결제, 금융상품 중개 등이 블루오션으로 부상

최근의 기류 변화에도 플랫폼 기업들의 금융업 진출은 계속될 전망

플랫폼 기업들이 금융업에 진출하는 이유는 1) 늘어난 고객을 기반으로 이익을 창출해야 할 단계에 도달했고, 2) 지급결제, 송금 비즈니스와 고객 층이 같은 금융업에 자신감을 가졌기 때문이다. 그리고 3) 금융업은 골목상권 논란에서 자유롭고, Lock-in 효과에도 기여하며, 4) 언택트 금융회사의 성공적인 안착을 확인한 측면이 크다.

금융업 진출에 속도 조절이나 방법의 변경은 있어도 포기는 없다

향후 플랫폼 기업들도 금융업을 하고 싶으면 기존 금융기업들과 같은 규제, 같은 환경 하에서 영위해야 할 것으로 보인다. 그렇다면 플랫폼 기업들은 '언번들링+제휴'라는 간접 진출보다, 직접 진출을 선택해야 하는 상황일 수도 있다.

플랫폼들은 간편결제를 통해 지급결제 시장 점유율을 높이는 중

국내 대형 플랫폼들은 간편결제 시장을 장악하고 있다. 2020년 전자금융업자의 간편결제 금액 75.1조원 중에서 네이버페이, 카카오페이, 쿠팡페이 등 Big3의 시장점유율은 65%로 전년대비 9%p 확대되었다. 지급결제 시장의 경쟁력 강화는 잠재적인 금융 고객의 확보라는 차원에서 매우 중요하다.

세계적으로 SOHO 금융, 후불결제, 금융상품 중개 등이 블루오션으로 부상

세계적으로 플랫폼 기업들이 금융업에서 블루오션 시장을 개척하려는 움직임이 나타나고 있는 것은 긍정적이다. SK증권 리서치는 플랫폼의 금융 진출로 인해 전세계적으로 고성장할 섹터로 1) SOHO 금융(개인사업자, 소기업 대상), 2) 후불결제(Buy Now Pay Later), 3) 금융상품 중개 등 세 가지를 선정했다.

금융업에 성공적으로 진출한 해외 플랫폼/핀테크 기업들의 현황

금융업에 성공적으로 진출한 해외 플랫폼/핀테크 기업으로 아마존페이(비상장), 스쿼어(SQ), 애프터페이(APT.AX), 쇼퍼파이(SHOP), 로빈후드(HOOD), 엔트그룹(비상장) 등의 사례를 살펴보았다.

카카오뱅크의 성공적인 IPO는 플랫폼 기업들의 자신감을 올려준 계기

한국에서는 네이버, 카카오, 토스 등이 직간접적으로 금융업에 진출하고 있고, 앞으로도 더 확대할 계획이다. 카카오뱅크의 성공적인 IPO는 향후 이들이 주식시장을 통해 자본을 확충하는데 큰 자신감을 부여할 것이다.

Contents

1. 결론 및 요약	3
2. 플랫폼 기업들의 금융업 진출 이유와 전략	5
3. 금융업과 관련사업을 영위하는 국내 플랫폼 자회사	13
4. 플랫폼이 우위를 점한 지급결제 시장	20
5. 새로운 고성장: SOHO 금융, 후불결제, 금융상품중개	27
6. 언택트 금융모델의 성공적인 안착	37
7. 이제 핀테크와 금융의 장벽은 없다	41
8. 실물 금융업을 영위하는 해외 플랫폼/핀테크 사례	
아마존페이 (미국, 비상장)	44
스퀘어 (미국 NYSE, 티커 SQ)	46
로빈후드 (미국 NASDAQ, 티커 HOOD)	48
애프터페이 (호주 ASX, 티커 APT.AX)	50
쇼피파이 (미국 NYSE, 티커 SHOP)	52
엔트그룹 (중국, 비상장)	55
9. 국내 기업분석	
카카오뱅크 (323410/KS, 중립, TP 64,000 원)	59
카카오페이 (비상장, N.R)	67
토스 (비상장, N.R)	84
네이버파이낸셜 (비상장, N.R)	93

1. 결론 및 요약

(1) 기류 변화에도 플랫폼 기업들의 금융업 진출은 계속될 전망

최근 금융당국의 기류 변화에도 불구하고, 장기적으로 플랫폼 기업들의 금융업 진출은 계속될 전망이다. 그 이유는 1) 늘어난 고객을 기반으로 이익을 창출해야 할 단계에 도달했고, 2) 지급결제, 송금 비즈니스와 고객이 같은 금융업에 자신감을 가졌기 때문이다. 그리고 3) 금융업은 골목상권 논란에서 자유롭고, Lock-in 효과도 크며, 4) 카카오뱅크 등 언택트 금융회사의 성공적인 안착을 확인한 측면이 크다.

(2) 향후 '언번들링+제휴'보다 직접 진출이 늘어날 가능성도 있어

대형 디지털 플랫폼의 금융업 진출은 크게 2가지 방법으로 실행되고 있다. 첫째, 금융업 인허가 취득을 통한 직접 진출이다. 카카오와 토스가 은행, 증권 자회사를 설립하여 실제 금융업을 영위하는 것이 대표적이다. 둘째, 언번들링 (Unbundling)과 기존 금융회사와의 제휴를 통한 간접 진출 방법이다. 최근 금융 당국의 스탠스 변화는 플랫폼 기업들이 금융업을 하고 싶으면 기존 금융기업들과 같은 규제, 같은 환경 하에서 직접 영위하라는 신호가 될 수도 있다.

(3) 국내 플랫폼들은 간편결제를 중심으로 지급결제 시장을 장악 중

국내 대형 플랫폼들은 간편결제 시장을 장악하면서 지급결제 시장의 점유율을 높여가고 있다. 2020년 전자금융업자의 간편결제 금액 75.1조원 중에서 네이버페이, 카카오페이, 쿠팡페이 등 Big3의 시장점유율은 65%로 전년대비 9%p 확대되었다. 지급결제 시장의 경쟁력 강화는 잠재적인 금융 고객의 확보라는 차원에서 매우 중요하고, 금융업 진출에 자신감을 가져오는 계기로 작용 중이다.

(4) SOHO 금융을 중심으로 후불결제, 금융상품 중개 등이 블루오션

세계적으로 플랫폼/핀테크 기업들이 금융업에 진출하면서, 기존 금융권에서 등한시했던 틈새 시장이 확산되고 있다. 이러한 블루오션 시장 개척은 금융시장 전반적으로 긍정적인 영향을 준다. SK증권 리서치는 플랫폼의 금융 진출로 인해 전세계적으로 고정장할 섹터로 1) SOHO 금융, 2) 후불결제 (Buy Now Pay Later), 3) 금융상품 중개 등 세 가지를 선정했다. 이 중에서 한국에서도 가장 크게 성장할 수 있는 분야는 SOHO 금융이다.

전세계적으로 SOHO 금융이 활발하지 못한 것은 개인사업자/소기업의 재무제표에 대한 신뢰도가 낮기 때문이다. 하지만 ‘기술의 발전’으로 비재무 데이터를 활용한 신용 위험 평가가 가능해지면서, 글로벌 금융시장에서 SOHO 관련 비즈니스가 급성장하고 있다. 특히 핀테크가 발달된 미국 등 선진국에서 이러한 경향이 강하게 나타나고 있다. 한국에서도 플랫폼 기업들이 금융업을 영위할 경우 이 분야에 강점이 있다.

(5) 아마존페이, 스퀘어, 애프터페이, 쇼피파이, 엔트그룹의 사례 분석

금융업에 성공적으로 진출한 해외 플랫폼/핀테크 기업으로, 아마존페이 (비상장), 스퀘어 (SQ), 애프터페이 (APT.AX), 쇼피파이 (SHOP), 로빈후드 (HOOD), 엔트그룹 (비상장) 등의 사례를 살펴보았다.

아마존페이는 거대 커머스 플랫폼의 후광으로 지급결제 시장에서 급성장 중인 기업이다. 스퀘어 (SQ)는 송금 App 으로 시작하여 SOHO 금융의 강자로 성장했으며, 최근 호주 출신 후불결제 기업인 애프터페이 (APT.AX)를 인수하면서 투자자들의 관심이 더 높아지고 있다. 로빈후드 (HOOD)는 미국 주식브로커리지 업계의 트렌드를 바꿔놓은 혁신 기업이다. 엔트그룹은 직접진출을 통해 금융업에서도 영향력을 확대하는 중이지만, 중국 정부의 규제 강화로 인해 어려움이 많다.

(6) 카카오뱅크의 성공적인 IPO 는 플랫폼들에게 자신감을 부여

한국에서는 네이버, 카카오, 토스 등이 직간접적으로 금융업에 진출하고 있고, 앞으로 더 확대할 계획이다. 카카오뱅크의 성공적인 IPO 는 향후 이들이 주식시장을 통해 자본을 확충하는데 큰 자신감을 부여할 것이다.

2. 플랫폼 기업들의 금융업 진출 이유와 전략

(1) 금융업에 진출하려는 네 가지 이유

성공한 디지털 플랫폼 기업들이 전통산업, 그중에서도 금융업으로 진출하는 데에는 네 가지 이유가 있다.

1) 모은 고객을 기반으로 이제는 돈을 벌어야 할 때

첫째, 가장 큰 이유는 “지금까지 고객을 모으는데 성공했으니, 이제는 돈을 벌어야 한다”는 주주들의 요구 때문이다. 성공한 대형 플랫폼 기업들은 이제 모아 놓은 고객들을 기반으로 이익을 창출해야 하는 단계에 올라섰다. 플랫폼 기업 입장에서 이익 창출의 대상 (산업) 중에서 가장 매력적으로 보이는 것이 금융산업일 것이다.

2) 지급결제, 송금 업무와 고객이 접치는 금융업

둘째, 플랫폼 기업들이 금융업을 매력적으로 보는 이유는 지급결제, 송금 등의 핀테크 비즈니스를 하면서 금융에 노하우와 자신감이 생겼기 때문이다. 지급결제 및 송금 비즈니스의 고객은 금융업의 고객층과 일치한다.

3) 골목상권과 거리가 멀고 Lock-in 효과에도 좋다

셋째, 플랫폼 기업들이 각종 실물산업에 진출하면서 “골목 상권을 침해한다”라는 비판을 받고 있다. 금융업에 진출하는 것은 골목상권 침해와 상관없기 때문에, 플랫폼 입장에서도 큰 부담이 없다. 게다가 기존 고객을 잡아 놓는 “Lock-in” 효과를 발휘하기 위해서는 금융 서비스를 제공하는 것이 유리하다.

4) 신설 언택트 금융회사의 성공이 자신감을 부여

넷째, 새로 생긴 언택트 금융회사가 덩치 큰 기존 금융회사에 밀리지 않고 성공적으로 안착하는 것을 보고 성공 가능성을 확인했다. 상장 후 시가총액 1위를 차지한 카카오뱅크를 통해 자신감을 가졌을 것이다. 오히려 기존 금융회사들보다 고객 수는 더 많을 수 있는데, 금융 관련 모바일 App 중에 MAU 1~2위는 카카오뱅크와 토스다.

디지털 플랫폼 기업들이 금융업에 진출하는 네 가지 이유

1. 늘어난 고객 층을 바탕으로 이제는 이익을 창출해야 할 단계에 도달
2. 지급결제, 송금 비즈니스를 하면서 고객 층이 같은 금융업에 자신감 생김
3. 금융업은 골목상권 논란에서 자유롭고, Lock-in 효과 발휘에도 좋다
4. 언택트 금융회사 모델의 성공적인 안착을 확인

자료 SK 증권

(2) 플랫폼 기업의 전통산업 진출, 당연한 수순

플랫폼 기업들이 이제는
이익을 창출해야 할 단계

성공한 디지털 플랫폼 기업들의 지금까지 거의 전국민을 고객으로 만드는데 성공했다. 앞으로도 고객은 늘겠지만 그 증가율은 둔화될 것이다. 플랫폼 기업의 주주들은 이제 늘어난 고객을 바탕으로 이익을 창출할 것이라는 기대를 하고 있다. 기업 측은 주주의 요구를 충족시켜야 한다.

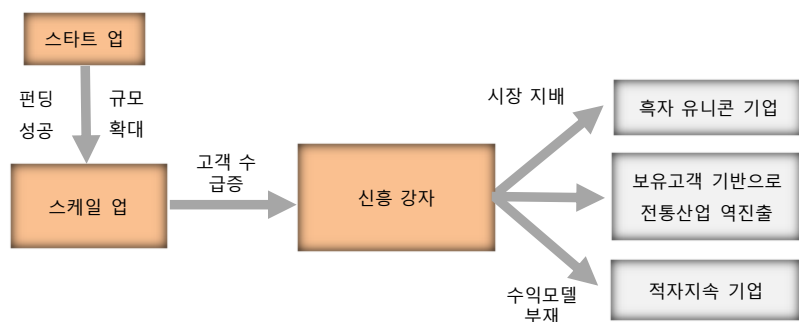
디지털 생태계에서 스타트업→ 스케일업 단계를 거쳐 시장 지배자가 된 기업들의 최종 단계에는 세 가지 종류가 있다. 첫째, 수익 창출에 성공하면서 본업에서 흑자를 기록하는 기업이다. 이 들은 본업에서 발생하는 이익으로 주식시장에서 충분히 가치를 인정받을 것이다.

플랫폼 비즈니스로 생긴
고객을 기반으로 전통산업에
역진출

둘째는 본인들의 플랫폼 비즈니스로 보유하게 된 고객을 기반으로 전통산업에 역 진출하는 케이스다. 해외 사례를 들 것 없이 국내의 카카오와 토스 사례가 대표적이다. 카카오는 카카오톡을 기반으로 금융뿐 아니라 실물시장에 가장 활발히 진출한 기업이다. 토스는 송금, 개인자산관리 플랫폼으로 고객 수를 모으는 데 성공한 후, 이를 기반으로 은행업, 증권업에 진출했다. 이 리포트에서 거론하는 ‘플랫폼의 금융업 진출’은 바로 이 케이스를 지칭하는 것이다.

셋째, 수익모델의 부재로 고객 확장에는 성공했으나 적자가 지속되는 기업이다. 이들은 나중에 주식시장에서 기업가치가 급락할 위험을 안고 있는 상태일 것이다.

디지털 기반 기업들의 성장 과정과 최종 단계



자료 SK 증권

(3) 진출의 방법은 크게 2 가지

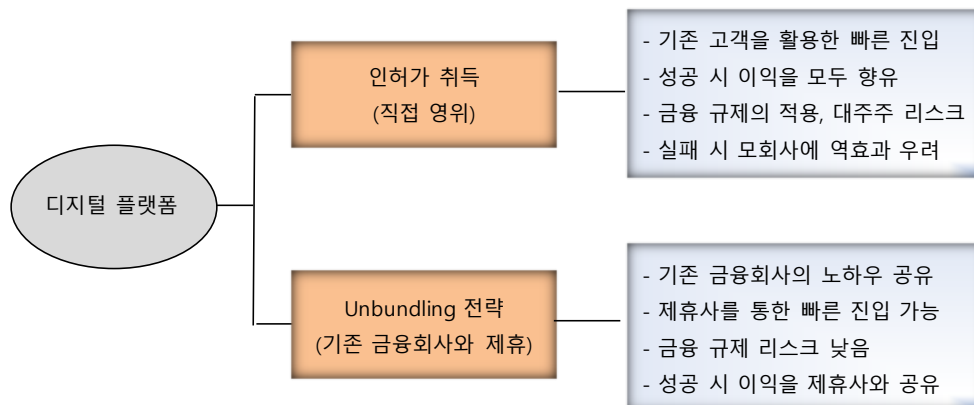
인허가 취득 (직접 진출)과 언번들링+제휴 (간접 진출)

대형 디지털 플랫폼의 금융업 진출은 크게 2 가지 방법으로 실행되고 있다. 첫째, 금융업 인허가 취득을 통한 직접 진출이다. 카카오와 토스가 은행, 증권 자회사를 설립하여 실제 금융업을 영위하는 것이 대표적이다. 둘째, 언번들링 (Unbundling)^주과 기존 금융회사와의 제휴를 통한 간접 진출 방법이다. 네이버가 미래에셋과의 제휴를 통해 네이버파이낸셜을 운영하는 것을 예로 들 수 있다.

주 언번들링 (Unbundling): 플랫폼의 고객, 판매자, 공급자 사이에 가치 사슬을 확장하는 과정에서, 과거 하나의 기업이나 기능이 담당하던 업무 영역을 쪼개 다른 기업이나 기능에 맡기는 활동

두 가지 방법 중에 어느 것이 정답이라고 할 수는 없다. 플랫폼마다 기존 비즈니스 환경과 고객군의 특성, 제휴업체의 유무에 따라 다른 결정을 내리겠지만, 각각의 방법에 대한 장단점을 살펴볼 필요는 있다.

디지털 플랫폼 기업들의 금융업 진출 방법 2 가지의 특징



자료: SK 증권

직접 금융업 인허가 취득, 리스크도 높지만 성공 시 이익도 가장 크다

첫째, 금융업 인허가 취득을 통한 직접 진출은 기존 플랫폼의 고객을 금융 고객으로 전환할 수 있다는 자신감을 갖고 영위하는 방식이다. 당연히 성공 시에 금융업에서 발생하는 이익을 모두 향유할 수 있다. 다만 금융업에 존재하는 규제, 금융회사 대주주로서의 리스크를 부담해야 하는 것 등 다양하게 생각해야 할 사안들이 존재한다. 만약 금융업 진출 결과가 성공적이지 못하거나 평판 리스크가 부각될 경우, 모회사에 역효과를 가져다 줄 수 있다.

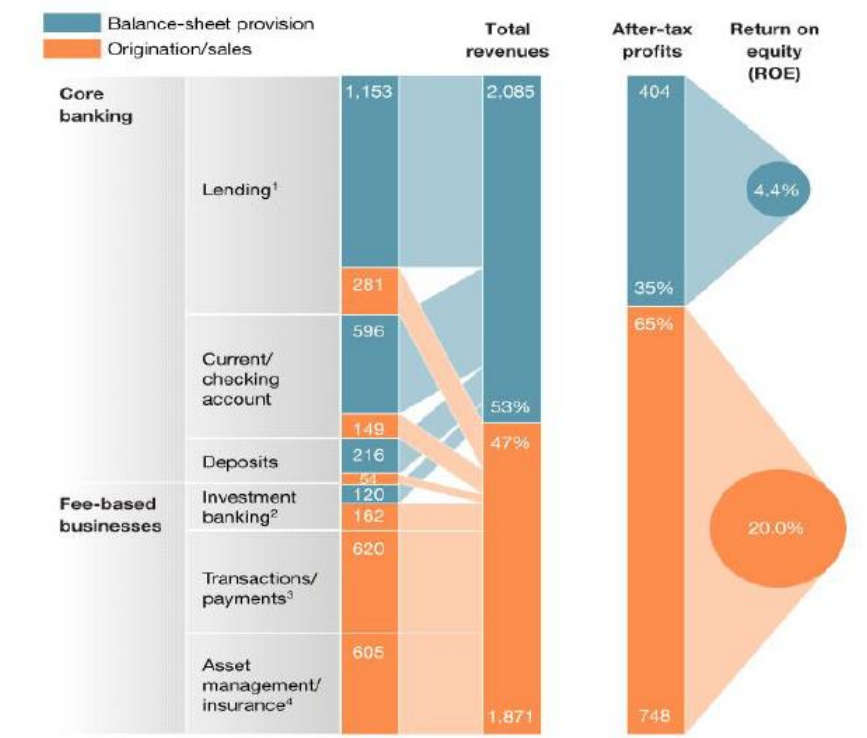
언번들링, 리스크를 낮출 수 있는 금융업 영위 방식

둘째, 언번들링 (Unbundling)+제휴 전략은 금융업의 경험이 많지 않은 플랫폼 기업들이 기존 금융회사와 전략적 제휴를 통해 간접 진출한다는 점에서 ‘리스크가 낮음’ 특징을 갖고 있다. 당연히 성공 시에는 제휴사와 이익을 배분해야 하지만, 그만큼 실패 시에 발생하는 리스크를 낮춘다는 장점도 있다. 금융업에 존재하는 규제, 금융회사 대주주로서의 리스크 (평판 리스크 포함)에서 완전히 자유롭지는 않지만, 어느 정도 낮은 수준의 부담을 갖는다는 것은 긍정적이다.

금융 본업의 수익성 저하를 감안, 언번들링을 선호할 수도 있음

컨설팅 기업 Mckinsey 에 따르면, 글로벌 은행들의 핵심 영업 (대출, 예금, 계좌관리)은 전체 영업수익의 53%에 달하지만 세전이익의 35%를 창출하는데 그치고 있으며, ROE 도 4.4%에 불과하다. 반면 판매 서비스 (IB, 지급결제, 자산운용 등)는 세전이익의 65%를 창출하고 ROE 도 20.0%에 달한다. 이러한 흐름이라면 대형 플랫폼 기업이 은행 라이선스를 얻어서 은행 핵심영업을 영위하지 않고, 수수료 베이스의 판매 서비스만을 영위한다면 더 효율적인 금융업 진출이 될 수도 있다. 언번들링 전략을 펼치는 플랫폼의 대표 사례는 아마존과 네이버다.

Mckinsey 리서치: 2016 년 글로벌 은행들의 활동별 영업수익과 이익



자료: Mckinsey (Rermaking the bank for an ecosystem world, 2017), SK 증권 인용

(4) 미국은 주로 Unbundling, 중국은 주로 직접 진출

아마존은 주로 언번들링 방식을 영위

글로벌 대형 플랫폼, 또는 핀테크 기업들은 직접 진출, 언번들링 등 한 가지 만을 선택한다기보다는 상황에 맞게 다양한 전략을 통해 금융업을 영위하고 있다. E-커머스 시장 1위 기업인 Amazon (AMZN)은 금융업에 직접 진출하는 대신 주로 기존 금융회사와 제휴하는 Unbundling 방식으로 금융업을 영위하고 있다. 지급결제와 선불충전/현금예치의 기능을 담당하는 자회사 Amazon Payments 를 제외하면 대출, 신용카드, 보험 등 대부분의 금융 비즈니스를 JP Morgan, BofA 등 대형 금융회사들과 제휴하고 있다.

구글은 2015 년부터 P2P 마켓플레이스인 렌딩클럽 (Lending Club)과 제휴하여, 자신들의 협력회사들에게 좋은 조건의 대출을 연결해 주고 있다. 지급결제 회사인 Paypal (PYPL)과 Square (SQ), E-커머스 솔루션기업인 Shopify (SHOP)는 자신들의 고객에게 대출을 해주는 캐피탈 자회사를 따로 갖고 있는 것 외에는 대부분 Unbundling 방식을 선호한다.

미국은 Unbundling 을 통한 간접 방식으로 금융을 영위 하면서, 직접 운영도 혼용

다만 Square 의 경우 2021 년 3 월 은행을 설립해 캐피탈 자회사의 기존 대출을 은행으로 이전한 바 있다. 일종의 직접 진출 방식을 혼용하는 것이다. Square 의 경우 사업부문 중에서 Cash App (송금, 결제, 뱅킹, 코인 등)의 비중이 점차 높아지고 있어, 이를 보완하고 확대하기 위해 실물 은행이 필요한 측면도 있다. 게다가 후불결제 기업인 Afterpay 를 인수하면서 자신의 고객을 락인 (Lock-in)하는 선순환 효과를 기대할 수도 있다. 아래의 <표>는 미국의 주요 플랫폼 기업들이 지급결제, 캐피탈, 은행, 후불결제 등에 대한 직접 운영 (O 로 표시) 여부를 기록한 것이다. 참고로 한국의 대표 플랫폼인 카카오와 네이버도 비교를 위해 포함했다.

미국과 한국의 주요 플랫폼 기업들의 금융업 운영 방식

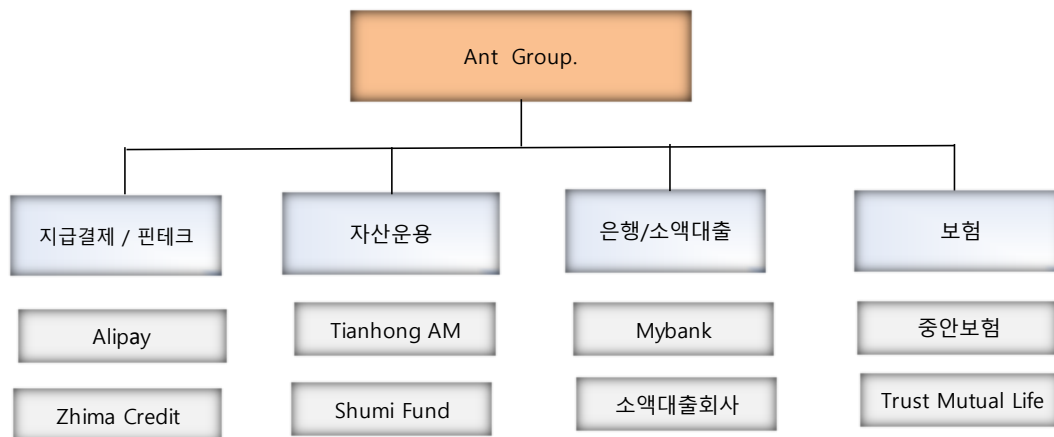
	아마존	Square	Paypal	Shopify	카카오	네이버
지급결제	O	O	O	O	O	O
캐피탈	O	O	O	O	제휴	제휴
은행	제휴	O	제휴	제휴	O	제휴
후불결제	제휴	O	인수예정	제휴	준비	시범운영

자료 SK 증권

중국 알리바바는 금융업을 직접 영위하는 적극적인 전략을 선택

미국의 플랫폼 기업들과는 달리 중국의 경우 은행 및 금융회사를 직접 운영하는 케이스가 더 많았다. 알리바바와 텐센트는 은행을 포함한 금융업에 직접 진출한 바 있다. 알리바바의 앤트그룹은 이미 2004 년 알리페이를 출시하며 금융 서비스를 시작했다. 2008 년에는 알리바바를 이용하는 소규모 자영업자에게 대출 사업을 시작했으며, 2013 년 머니마켓펀드(MMF)인 '위어바오'를 선보이며 금융 영역을 확장했다. 또한, 2015 년 인터넷은행 '마이뱅크'를 설립해, 자영업자와 SME 를 대상으로 영업 중이다. 마이뱅크의 기업고객 수는 2020 년말 3,507 만에 달하며 2019 년 총자산은 1,400 억 위안 (약 250 조원)에 달한다. 알리바바의 데이터를 기반으로 사용자의 신용도를 분석한 뒤 기존 은행들에 신용리스크, 가격 책정 등에서 더 우위를 가져가고 있다는 평이다.

Ant Group의 주요 자회사들 현황



자료: Antgroup, SK 증권

주: Tianhong AM은 위어바오 운영 기업

텐센트는 Webank가 성공적

텐센트는 Webank (인터넷은행), 텐페이 (위챗페이 운영사) 등을 운영하고 있는데, 알리바바에 비해서는 금융업에 크게 무게 중심을 두고 있지는 않다. WeBank는 Tencent가 주축이 되어, Baiyeyuan, Liye Group 등과 함께 2014년 12월 설립한 중국 최대의 인터넷 은행이다. 텐센트 사용자와 은행 간의 중개 모델을 구축해 이자수익 수준의 수수료수익을 거두면서 2017년 흑자 전환에 성공했다. 중국의 양대 플랫폼인 알리바바(앤트그룹)와 텐센트는 지분 출자 및 기존 금융회사와의 제휴도 활발하지만, 대부분 직접 진출 방식을 통해 금융업을 영위하고 있는 상황이다. 중국 정부는 지난 5월 텐센트에게 금융지주사를 설립할 것을 지시했다고 한다. 아무래도 정부의 영향력이 큰 중국은 규제 리스크가 크다.

(5) 속도 조절이나 방법 전환은 있어도 포기는 없다

금융 당국의 스탠스에 변화가 감지됨

지난 8 월말 금융 당국이 1) 대환대출 플랫폼을 전면적으로 재검토하겠다고 발표한 것에 이어, 9 월 초에는 2) 플랫폼의 보험료 비교 서비스를 광고대행이 아닌 '중개'로 정의했다. 이러한 일련의 뉴스로 인해, 그 동안 플랫폼의 금융업 영위에 대해 매우 관대했던 금융 당국의 스탠스에 변화가 생긴 것으로 주식시장은 이해하고 있다.

플랫폼의 보험료 비교 서비스에 대한 금융 당국의 입장 발표

주요내용	관련 사례 검토결과
① 금융상품 정보제공	
(1) 첫 화면에 '결제, 대출, 보험 등'과 함께 '투자'를 제공서비스로 표시 (2) 펀드 등 상품정보 확인 및 '청약 → 송금 → 계약내역 관리' 가능 (3) 소비자 시각에서 모든 계약절차가 플랫폼 내에서 이루어지며, 판매업자는 화면 최하단에 가장 작게 표기 (4) 판매실적에 따라 수수료를 수령	⇒ 중개에 해당 ▪ 전반적으로 플랫폼이 판매를 늘리기 위한 서비스를 적극 제공 ▪ 소비자는 금융상품 계약주체를 플랫폼으로 인지할 가능성이 높음
② 금융상품 비교 및 추천	
▪ "①"의 특징((1)~(4))이 대체로 공통되며 금융상품 비교 및 추천 서비스 제공(예 : "A 플랫폼이 추천하는 인기보험")	⇒ 중개에 해당 ▪ 금융상품 추천은 판매과정인 "잠재고객 발굴 및 가입유도"에 해당
③ 맞춤형 금융정보 제공	
[보험상담] ▪ 가입자가 보험상담 의뢰 시 보험대리점 소속 설계사를 연결	⇒ 플랫폼이 판매업자인지에 따라 달라짐 ▪ (판매업자가 아닌 경우) 자문서비스 ▪ (판매업자인 경우) 중개
[가입 보험상품 분석서비스] ▪ 가입자가 보험상품 정보를 제공하면, 플랫폼과 제휴하는 특정 보험회사에서 그 정보에 대한 분석결과를 제공 ▪ 분석결과에서는 가입자가 보완해야 할 보장사항과 관련 보험상품(분석서비스 제공 보험회사의 상품)을 추천	⇒ 중개에 해당 ▪ 분석에 그치지 않고 관련 상품 추천 및 가입지원(보험 설계 등)도 이루어지는 점을 감안

자료: 금융위원회 (언론에서 인용), SK 증권

장기적으로 플랫폼의 금융 진출은 계속될 것

단기적으로는 금융 당국의 속도 조절로 인해 플랫폼 기업들의 금융업 추가 진출이 어려워질지도 모른다는 부정적인 시각이 투자자들 사이에서 확산될 가능성이 높다. 하지만 장기적인 차원에서 플랫폼 기업들의 금융업 진출은 필연적으로 이어질 전망이다. 앞에서 코멘트했듯이 플랫폼 기업들은 실물 산업에서 이익을 창출해야 하고, 이익 창출의 대상 (산업) 중에서 1) 가장 고객이 접치고, 2) 노하우가 생긴 부문이 금융업이기 때문이다. 게다가 최근에 상장한 카카오뱅크 (323410/KS)가 은행업종 시가총액 1 위로 올라선 것, 기존 대형은행들보다 카카오뱅크와 토스의 MAU가 더 많은 것을 보면서 자신감이 생겼을 것이다.

기존 금융기업들과 같은 환경에서 경쟁하라는 의미로 해석됨

금융 당국의 스탠스 변화를 다른 식으로 해석하면, 플랫폼 기업들이 금융업을 영위하려면 기존 금융기업들과 같은 규제, 같은 환경 하에서 '인가'를 획득하라는 신호가 될 수도 있다. 그렇다면 플랫폼 기업들은 간접 진출 방식보다는 직접 진출을 선택해야 하는 상황이라고 해석할 수도 있다. 플랫폼 기업의 금융업 진출에 속도 조절이나 방법의 전환은 있어도 포기는 없을 것이다.

3. 금융업과 관련사업을 영위하는 국내 플랫폼 자회사

(1) 카카오뱅크 (323410/KS)

금융업종 시가총액 1 위의
새로운 강자

장기적으로 고성장이 예상되고, 국내 은행업계에 새로운 강자로 떠오르는 기업이다. 글로벌 언택트 은행의 모범사례, 은행업에 개혁을 불러올 기업, 국내 은행주 사상 최고의 기업가치, 성공적인 디지털 금융플랫폼 등 카카오뱅크를 설명하는 문장은 칭찬 일색이다. 문제는 Valuation 이 높아 주식시장에서 매수를 추천하는 애널리스트들이 많지 않다는 점이다. SK 증권도 '중립' 의견 (목표주가 64,000 원)을 제시하고 있다.

2026 년 순이익은 1 조원에
근접할 정도로 실적이 빠르게
개선될 것

장기적으로 이익 증가세는 매우 빠를 전망이다. 카카오뱅크의 순이익은 2021 년 2,590 억원에서 5 년 후인 2026 년 9,790 억원으로 4 배 가까이 성장할 전망이다. 같은 기간 동안 ROE 는 6.1%에서 11.4%로 상승할 것으로 예상된다. ROA 는 0.82%에서 1.14%로 상승할 전망이다.

이미 대형은행들에 비해
비용/수익 효율성이 더 좋음

손익 측면에서 카카오뱅크가 가장 유리한 것은 점포망이 없는 언택트 금융 모델을 갖고 있다는 점이다. 카카오뱅크의 Cost-Income Ratio(순영업수익 대비 판매비의 비율)은 2020 년 52.2%를 기록했다. 이는 국내 은행 평균치인 52.9%를 하회하는 것으로, 영업 개시 3 년 만에 업계 평균치보다 양호한 비용 효율성을 기록한 것은 매우 성공적이다. 게다가 2021 년 상반기에는 이 비율이 42.4%로 더 내려갔다. 더 긍정적인 것은 카카오뱅크가 아직 '규모의 경제'에 올라서지 못했다는 것이다. 빠르면 2022 년부터 카카오뱅크의 Cost-Income Ratio 는 30%를 하회할 것으로 예상된다.

중금리 대출과 관련해 신용
위험 관리에서 차별화가 필요

기존 금융주와 동일 선상에서 비교할 수 없어, 현재로서는 기업가치를 객관적으로 평가할 방법이 존재하지 않는다. 카카오뱅크의 적정 가치에 대해서는 더 많은 논의가 필요하다. 장기적으로도 경쟁사와 밸류에이션 격차를 유지하기 위해서는 핵심적인 차별화 포인트가 필요하다. 이 차별화 포인트는 '고객 데이터와 AI 를 활용한 신용평가 능력'을 입증해야 한다는 점이다. 향후 중금리 대출을 늘리면서도 신용위험 관리에 성공할 경우 지금과 같은 높은 밸류에이션이 정당화될 전망이다. 주택담보대출 및 플랫폼 비즈니스 (주로 금융상품 중개)의 성장에 대해서도 시장은 많은 관심을 갖고 있다.

(2) 카카오페이

국내 최초 간편결제 시작한 대표적인 핀테크 기업

카카오페이는 2014 년 간편결제를 국내 최초로 시작했으며, 2017 년 카카오로부터 핀테크 사업 관련 현물출자를 통해 설립되었다. 거래금액은 2020 년 67 조원에서 2021 년 100 조원까지 증가할 전망이며, 결제금액은 2020 년 12.5 조원을 기록하였다. 2021 년 상반기 기준 카카오페이의 영업수익은 2,163 억원, 영업이익은 26 억원, 당기순이익은 27 억원으로, 영업수익은 전년 동기 대비 89.9% 증가했다. 전체 영업수익 중 결제서비스 매출 비중은 62.7%이며, 금융서비스 매출비중은 32.1%로 금융서비스 부문 매출액 비중이 확대되고 있는 추세이다.

기존사업의 고성장과 신규 비즈니스 기회 확대

카카오페이는 기존사업의 고성장과 신규 비즈니스 기회 확대가 예상된다. 코로나 19 이후 급격하게 성장하고 있는 간편결제 부문은 오프라인 인프라 확대, 후불결제 등을 통해 높은 성장세가 이어질 전망이며, 간편송금도 가입자 Retention 에 기여할 전망이다. 내년부터 시작될 디지털보험업은 계열사와의 연계 상품 출시, 초개인화 상품 제안 등을 통해 디지털보험업에서 의미있는 성과기 예상된다. 마이데이터 사업도 계열사 데이터 공유를 통한 카카오 시너지 발생이 예상되어 타 사업자와의 차별성에 강점이 있다.

전통적인 밸류에이션 지표보다는 카카오시너지와 성장잠재력에 주목

카카오페이는 10 월 20 일과 21 일 수요예측을 거쳐 11 월 3 일 상장이 예정되어 있다. 공모가 밴드는 60,000 원~90,000 원으로 예상 시가총액은 7.8 조원 ~ 11.7 조원이다. 카카오페이의 실적을 고려 시 전통적인 밸류에이션 지표로 보면 부담스러운 수준이다. 실제로 공모가 산정과정에서 공모가 밴드가 한차례 하향조정 되기도 하였다. 하지만 카카오 시너지와 높은 확장성을 겸비한 카카오뱅크가 공모가 논란에도 불구하고 시가총액 기준 국내 최고 금융주로 등극한 것으로 고려하면 카카오페이의 공모가도 전통적인 밸류에이션 지표로 판단하기 보다는 카카오 시너지와 성장잠재력에 주목해야 할 것으로 판단한다.

일부 리스크에도 불구하고 카카오페이에 미치는 직접적인 영향은 제한적

온라인연계투자상품 관련 서비스 중단, 빅테크 기업의 수수료율 논란 등 일부 리스크 요인이 있으나, 직접적으로 매출에 미치는 영향은 미미하다. 또한 현재 준비되고 있는 온라인플랫폼에 대한 규제의 법제화가 된다고 하더라도 불확실성 제거 및 확장에 따른 방향성이 명확해 진다는 측면에서 카카오페이에 미치는 영향은 제한적이라 판단한다. 이유다.

(3) 토스 (비바리퍼블리카)

금융 연관 App 중에서
MAU 2 위

토스 (기업명 ‘비바리퍼블리카’)는 2015 년 송금 앱으로 출발하여 지금은 증권, 은행, 지급결제, 보험판매 등을 영위하는 종합 금융 플랫폼으로 성장한 기업이다. 가입자 수는 2,000 만명을 돌파했으며, MAU 1,386 만명으로, 금융 연관 앱 중에서 카카오뱅크와 함께 최상위권이다.

금융상품 중개에서 증권, 은행
직접 운영으로 비즈니스 확대

송금 서비스로 모은 고객들에게 금융 상품을 팔거나, 증권/은행 등 자회사의 금융 고객으로 이끄는 기본 비즈니스 구조를 갖고 있다. 부가적으로 부동산, 생활서비스도 제공하여, 고객들이 토스 앱 만으로도 충분히 금융 생활을 할 수 있도록 만들고 있다. 토스는 증권, 보험판매, 은행 등 모든 서비스를 토스 앱 하나로 제공하는 “One-App” 시스템을 가져가고 있다는 특징이 있다.

토스뱅크는 중금리 대출과
SOHO 금융을 핵심 사업으로
가져갈 계획

토스뱅크는 중신용자 중 금융 이력 부족자와 소상공인을 위한 대출을 핵심 비즈니스로 가져갈 계획이다. 토스뱅크는 2023 년말 신용대출 중 중금리대출 비중을 44%로 가져갈 계획인데, 이는 비교기업인 카카오뱅크, 케이뱅크에 비해서 높은 수치다. 장기적으로 토스뱅크의 성공 여부는 1) 외형 성장에 따라 자기자본을 얼마나 잘 확충하는지, 그리고 2) 건전성 문제없이 중금리 신용대출을 잘 늘릴지 여부에 달려있다.

토스는 장외시장에서 높은
가치를 인정받고 있음

금융 시장에서는 토스의 미래에 대해 은행, 증권 등 실물 금융업에서의 성과를 중시할 것으로 보인다. 최근 장외시장에서 시가총액 14 조원 내외의 비싼 가격에 거래되고 있는 이유는 각종 금융상품 판매뿐 아니라 토스증권과 토스뱅크의 장기적인 성장성을 기대하는 것이다.

카카오, 네이버의 금융업
영위와 또 다른 측면에서
관심을 모으고 있음

토스증권과 토스뱅크는 금융 서비스 기반의 플랫폼 기업 (토스)이 실물 금융업을 영위하는 사례로서, 카카오, 네이버 등 커뮤니케이션과 포털/E-커머스를 기반으로 하는 거대 종합 플랫폼이 금융업에 진출하는 것과는 또 다른 차이점이 있다. 장기적으로 토스의 성공 여부에 대해 금융 시장 참가자들의 관심이 많은 이유다.

(4) 네이버파이낸셜

네이버페이 운영회사로,
1H21 결제액은 YoY +51%
고성장

네이버파이낸셜은 간편결제 서비스인 네이버페이를 운영하는 지급결제회사로, 2019년 11월 네이버에서 분할해 설립되었다. 모회사인 네이버의 커머스 부문이 고성장을 지속하면서, 네이버페이는 2020년 연간 결제액이 26조원에 달할 정도로 빠르게 성장했다. 2021년 상반기 결제액은 17.5조원으로 전년동기대비 51% 증가했다.

분사 1년 만에 흑자 전환한
원동력은 E-커머스의 고성장

네이버파이낸셜은 모회사인 네이버로부터 분사한지 1년 만인 2020년 549억원의 연결순이익을 기록하면서, 관련 업계를 놀라게 했다. 네이버파이낸셜의 성장 배경은 당연히 E-커머스 확장으로 인한 온라인 (인터넷+모바일) 지급결제의 고성장이다. 모회사인 네이버의 연결실적 기준으로, 핀테크 (페이 및 디지털금융) 부문의 성장률은 2021년 상반기 기준으로 +46.2% (YoY)에 달한다. 핀테크의 전망산업이라 할 수 있는 커머스 부문의 성장률이 41.5%로 여전히 고성장 중이다.

미래에셋과 전략적 제휴로
금융 관련 고객 층을 확대

네이버파이낸셜은 네이버와 미래에셋의 전략적 제휴로 많이 알려져 있다. 미래에셋은 네이버파이낸셜 지분의 9.5% (보통주 기준)와 우선주를 보유하고 있다. 미래에셋은 제휴를 통해 ▶ 네이버페이 연동 CMA 통장 (포인트 부여), ▶ 증권계좌 연동 및 개설 등에서의 편의성을 제공하면서 고객 저변을 확대하고 있다.

네이버는 간접 진출 방식을
통한 금융업 영위를 선호

비교 기업인 카카오는 카카오뱅크, 카카오페이증권 등 자회사 설립을 통해 기존 금융업에 적극적으로 직접 진출하고 있다. 반면 네이버는 금융 자회사를 설립하지 않고 주로 '언변들링+제휴'를 통한 간접 진출 방식을 택하고 있다. 동시에 네이버파이낸셜을 통해 '실질적인 금융업'을 영위하는데 주력하고 있다. 이는 1) 후불결제를 이용한 실질적인 할부서비스, 그리고 2) 스마트스토어 대출을 통한 SOHO 금융이다.

(5) 쿠팡페이

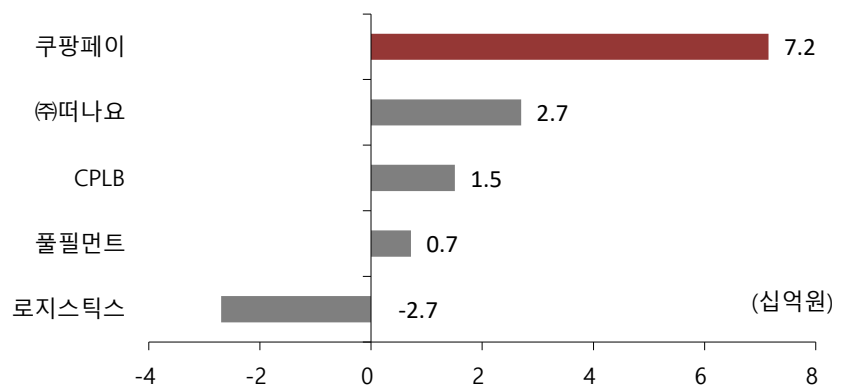
Lock-in 효과를 위해서 자체 간편페이를 발전시킨 쿠팡

쿠팡페이는 2020 년 초 쿠팡에서 분할 설립된 기업으로, 모회사인 쿠팡의 E-커머스와 관련된 간편결제를 중심으로 빠르게 성장하고 있다. 쿠팡은 2019 년 선불 충전금인 로켓머니를 출시하면서 결제 사업을 실시했으며, 외형이 커지면서 쿠팡페이를 분사한 것이다. E-커머스 업체들은 플랫폼 내에서 자체 결제시스템을 통해 ‘락인 (Lock-in)’ 효과를 통해 고객을 잡아두고 싶어한다. 쿠팡뿐 아니라 롯데쇼핑, SSG 등 대부분의 E-커머스 업체들이 자체 간편페이 시스템을 고객에게 강력히 홍보하는 이유다.

출범하자마자 흑자를 기록한 쿠팡페이

네이버페이가 미래에셋으로부터 지분을 출자받아 전략적 제휴를 실시한 것과 달리, 쿠팡페이는 쿠팡의 100% 자회사다. 쿠팡 및 쿠팡페이가 비상장기업이라는 한계가 있어 상세한 손익을 파악하기 어렵다. 다만 쿠팡의 2020 년 연결감사보고서에 의하면, 쿠팡의 자회사 중에서 쿠팡페이는 가장 많은 순이익 (72 억원)을 시현한 바 있다. 쿠팡으로부터 분사 시 1.3 조원에 달하는 부채를 안고 출발한 것 자체가, 장기적으로 수익을 통해 재무구조를 개선할 수 있다는 자신감을 반증한다는 시각도 있다.

2020 년 쿠팡 자회사들의 당기순이익 비교



자료: 금감원 (Dart), SK 증권

향후 얼마나 성장할지 업계에서 관심이 큰 기업

아직은 쿠팡, 쿠팡이츠 등 계열사와의 비즈니스 관계 중심이어서, 향후 외부 기업과의 제휴를 확대할지 여부에 대해 시장에서는 관심이 많다. 쿠팡페이도 후불결제 서비스인 ‘나중결제’ 서비스를 도입하고 있다. 향후 마이데이터 사업에도 관심이 있는 것으로 알려졌다. 지급결제 업계에서는 쿠팡페이가 네이버페이, 카카오페이 수준에 오를 수 있을지 관심이 많다.

4. 플랫폼이 우위를 점한 지급결제 시장

(1) 한국은 플랫폼이 장악한 간편결제의 고성장이 돋보임

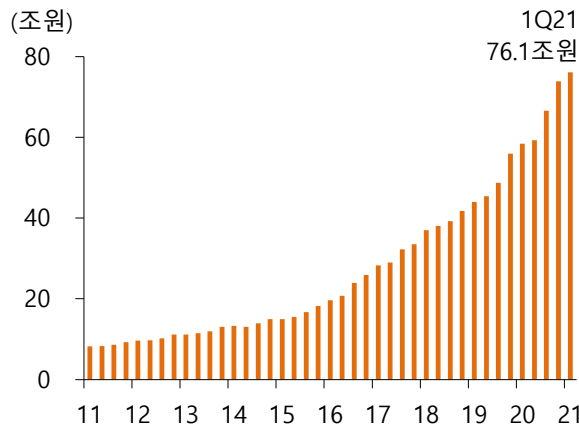
지급결제 시장의 성장성이
가장 높다

전세계적으로 핀테크 중에서 가장 규모가 크고 빠르게 성장한 부문은 지급결제 비즈니스다. E-커머스가 계속 고성장 중이기 때문이다. 그리고 핀테크 중에서 실물 금융업을 영위하기에 가장 유리한 섹터도 지급결제 기업들이다. B2C, B2B, C2C 등 각종 금융거래의 중개 과정을 경험했기 때문이다.

고성장의 핵심 축은 간편결제

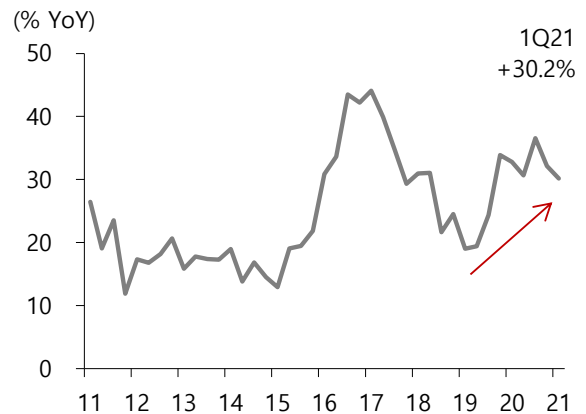
한국의 지급결제 시장은 매우 빠르게 성장 중이다. 국내 온라인 지급결제시장은 2020년 258 조원에 달했으며, 2021년 1Q 성장률은 YoY +30.2%에 달한다. 지급결제 시장 내에서도 간편결제 부문이 매우 빠르게 성장하고 있다. 2020년 온라인지급결제 금액의 63%인 164 조원이 간편결제를 통해 이뤄졌다. 2016년만 해도 전체 온라인 결제에서 간편결제가 차지하는 비중은 26%에 불과했는데, 침투율이 빠르게 상승 중이다.

국내 온라인 지급결제 시장 규모 (분기별)



자료 한국은행, SK 증권

국내 온라인 지급결제 증가율



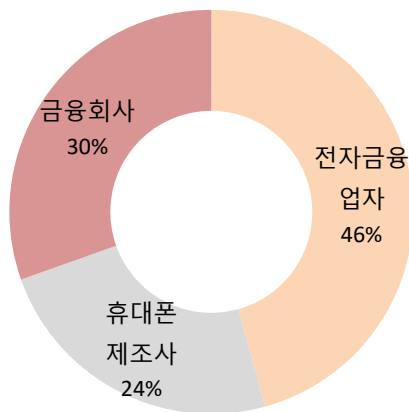
자료 한국은행, SK 증권

플랫폼, 유통기업의 자회사인
전자금융업자들이 점유율을
높이는 중

한국은행 데이터에 의하면 2020년 국내 간편결제시장 (164 조원)은 전자금융업자가 46%, 금융회사가 30%, 휴대폰 제조사가 24%를 점유하고 있다. 이 중에서 전자금융업자는 2020년 YoY +71%의 고성장을 기록했는데, 이 성장률은 금융회사들의 성장률 (+28%)에 비해 월등히 높다. 우리가 보통 간편결제업체라고 부르는 사업자들은 정식 용어로는 전자금융업자로 통칭된다. 국내에는 2020년말 현재 총 143개의 전자금융업자가 존재하며, 이중 다수가 플랫폼, 유통기업 등이 설립한 간편결제 사업자들이다. 카카오페이, 네이버페이, SSG페이, 쿠팡페이 등이 모두 이 카테고리에 속한다.

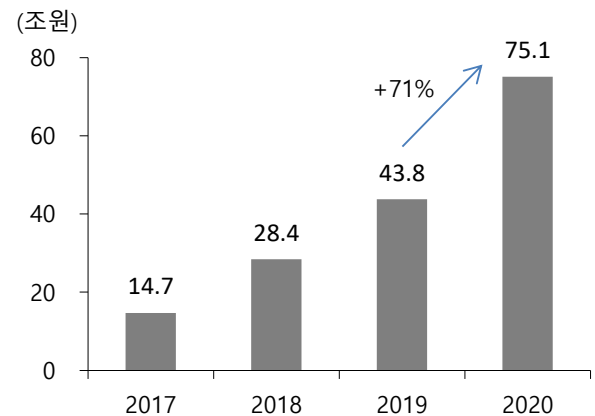
주) 한국에서는 전자금융업자는 선불/직불 전자지급수단 발행 (간편결제), 전자지급결제대행 (PG), 결제대금 예치, 전자고지결제 등의 사업을 영위하며, 금감원의 심사를 거쳐 등록할 수 있음

국내 간편결제시장의 점유율 (2020 년 기준)



자료 한국은행, SK 증권
주: 금액 기준

전자금융업자들의 간편결제 금액 추이



자료 한국은행, SK 증권

플랫폼 기업들이 간편결제 시장을 장악 중

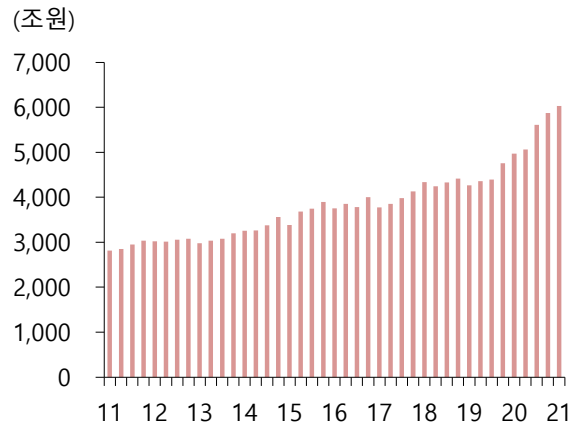
국내 대형 플랫폼 기업들은 자회사들을 통해 간편결제 시장을 장악하고 있다. 한국은행 (BOK)에 따르면, 2020 년 현재 전자금융업자의 간편결제 금액 75.1 조원 중에서 네이버페이, 카카오페이, 쿠팡페이 등 Big3 의 시장점유율이 전년 대비 약 9%p 확대 (56% → 65%)되었다. 다른 산업들과 마찬가지로 간편결제 시장도 대형 플랫폼 기업에 집중 되는 현상이 심화되고 있다.

여전히 고성장 중인 인터넷 뱅킹과 결제 시장은 고객 층이 같다

간편결제 시장의 성장과 함께 인터넷/모바일 금융도 같이 고성장 중이다. 한국은행 통계에 따르면 2021 년 1Q 국내 온라인 (인터넷+모바일) 뱅킹 규모는 6,032 조원 (지금 이체+대출신청)으로, 전년동기대비 22% 늘어났다. 주목할만한 점은 팬데믹을 거치면서 비대면을 선호하게 되어 온라인 뱅킹 증가율이 더 높아졌다는 것이다. 이는 2010 년 대 이후 가장 높은 성장률을 보인 것이다. 온라인 뱅킹은 전체 은행거래에서 건수 기준으로 93%를 차지했는데, 매 분기마다 이 비중은 상승하고 있다. 언론 기사에 따르면 하나은행의 2021 년 1Q 신규 거래 중 펀드판매의 93%, 신용대출의 87%가 온라인 거래를 통해 이뤄졌다.

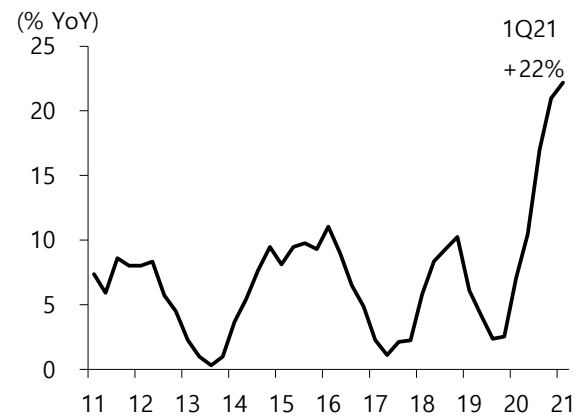
온라인 뱅킹의 고객과 간편결제의 고객은 대부분 중복된다. 플랫폼 입장에서 본인들이 장악하고 있는 지급결제 시장과 고객이 접치는 온라인 뱅킹 시장을 가져올 수 있다는 생각을 하는 것이 당연한 것이다.

국내 온라인 뱅킹 규모



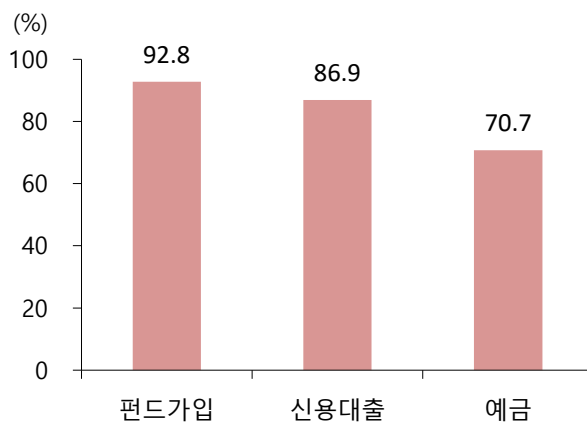
자료: 한국은행, SK 증권

국내 온라인 뱅킹 증가율 (전년동기대비)



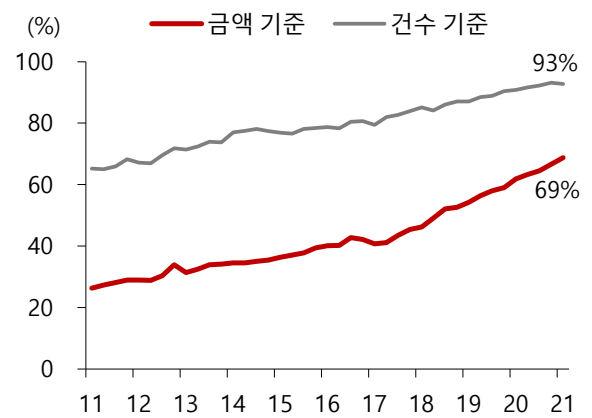
자료: 한국은행, SK 증권

하나은행의 2021.1Q 신규 거래 중 온라인 비중



자료: 하나은행 (언론기사에서 인용), SK 증권

국내 온라인 뱅킹 비중



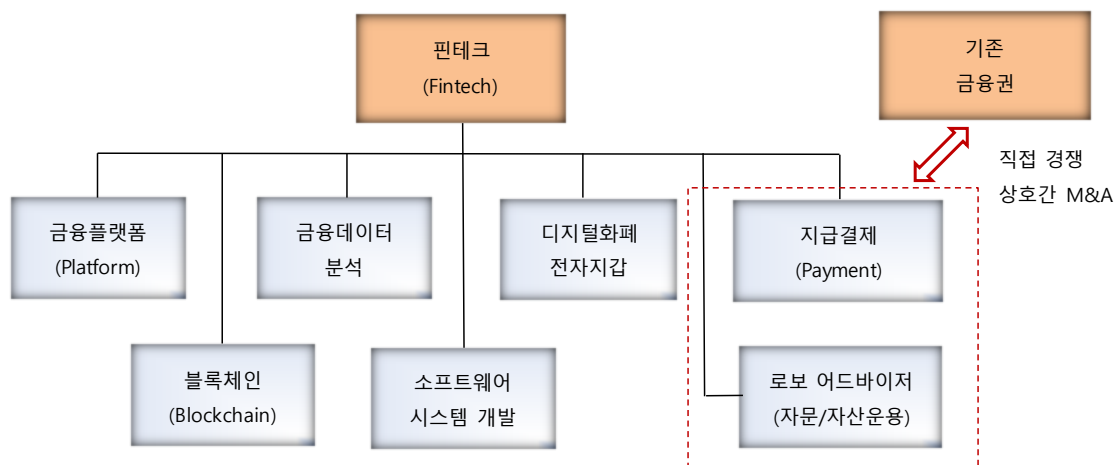
자료: 한국은행, SK 증권

(2) 지급결제업체와 금융회사의 경쟁과 결합이 상존

지급결제 시장은 핀테크,
플랫폼과 기존 금융권 사이에
치열한 경쟁이 나타남

일반적으로 핀테크를 세부 섹터로 나누면 다음 <그림>과 같다. 지급결제 (Payment), 로보어드바이저, 블록체인, 금융데이터 분석, 소프트웨어/시스템 개발, 플랫폼 비즈니스, 디지털화폐, 전자지갑 등 매우 다양한 분야가 존재한다. 그 중에서도 지급결제와 로보 어드바이저 섹터가 기존 금융권과 직접적인 경쟁 강도가 세고, 상호 간에 M&A도 활발하게 이뤄지고 있다. 특히 지급결제 분야는 플랫폼 기업, 핀테크 기업들이 기존 금융권으로 역진출하는 경우가 많아, 이제는 핀테크와 금융회사의 경계를 구분하기 모호한 분야이기도 하다. 이러한 흐름은 한국에서도 마찬가지다.

핀테크의 세부 섹터 구분



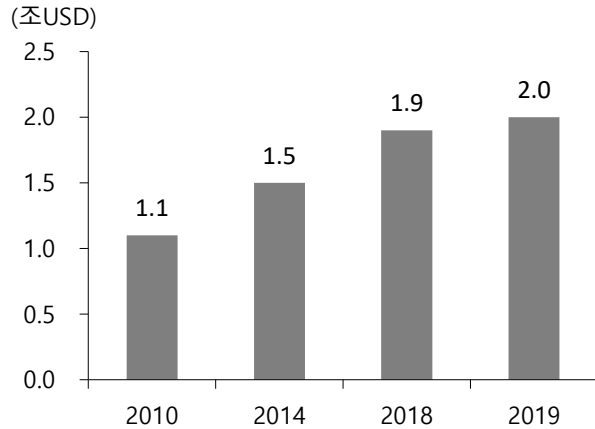
자료: SK 증권

핀테크 중에서 가장 고성장이인
지급결제 섹터는 팬데믹으로
성장률이 더 높아짐

현재 여러 가지 핀테크 분야 중에서 가장 규모가 크고 성장세도 빠른 섹터는 지급결제 부문이다. McKinsey 의 데이터에 의하면 전세계 지급결제 (Payment) 시장 규모는 2019 년 기준으로 2 조 달러에 달한다. 이는 거래 규모가 아니라 관련 수수료 및 거래에서 파생되는 전체 수익 (Revenue) 기준이다. 지급결제에서 파생되는 수익은 카드 수수료, 거래 수수료, 계좌 운용수익, 글로벌 거래 수익 등 다양하다.

전세계 지급결제 시장이 지난 10 년간 GDP 증가율을 상회하는 연 7%대의 높은 성장세를 보인 데 가장 큰 영향을 미친 것은 당연히 E-커머스의 빠른 증가다. 2015~2019 년 중 연평균 18%의 높은 성장세를 보인 글로벌 E-커머스 시장은 2023 년까지 연 20% 이상의 성장률을 예상하고 있다. 팬데믹 현상으로 인해 글로벌 E-커머스 시장은 당초 예상보다 더 빠르게 성장하고 있다.

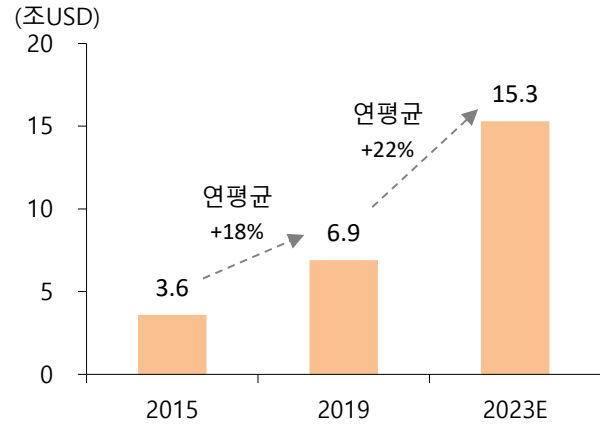
글로벌 지급결제 시장 규모 (Revenue 기준)



자료: McKinsey, SK 증권

주: 지급결제로 인한 수수료 수익 기준 (오프라인 포함)

글로벌 E-커머스 시장 규모 추정



자료: McKinsey 추정, SK 증권

주: 전체 매출액

전세계 정부와 금융당국이 규제완화와 기준 마련으로 시장 확대에 기여

전세계 지급결제 시장이 빠르게 성장한 또 다른 이유는 각국의 정부와 금융당국, 시장 참여자들이 핀테크 관련 적절한 규제 완화 및 기준을 마련하면서 다양한 서비스가 가능해지고 이용자의 편리성이 개선되었기 때문이다. 한국에서도 2019년 12월 오픈뱅킹이 전면 도입되고 2020년 7월부터 ‘데이터 3법’이 시행되면서, 글로벌 추세에 동행하고 있다. 유럽에서는 한 발 앞서 2018년부터 PSD2 및 GDPR이 시행됨에 따라 규제 완화와 소비자 보호를 동시에 추구하고 있다. PSD2는 2단계 결제서비스지침(Payment Services Directive II)을 의미한다. 주요 내용은 1) 카드 요금 지불의 과징금 개편, 2) TPPs (Third Party Providers) 도입 및 규제, 3) 온라인 결제 시 강력한 고객 인증 적용 등이다. 이제는 “SNS나 포털에서 금융 정보를 전달받아 한 사이트에서 금융업무를 시행”하는 것이 너무나도 당연하게 받아들여지는 것은 제도의 개선에 힘입은 결과이기도 하다.

(3) M&A 로 수직계열화, 대형화가 이뤄지는 글로벌 지급결제 시장

전세계 지급결제 시장에서는
M&A 를 통한 수직계열화,
대형화가 활발함

글로벌 핀테크 시장에서 가장 규모도 크고 사업도 활발한 분야인 지급결제 시장에서 최근 나타나고 있는 트렌드는 M&A 가 확산되면서 나타나고 있는 수직계열화와 대형화, 그리고 후불결제 시장의 고성장이다. 금융 제도가 바뀌고 고객 편의성이 개선되면서 지급결제 시장 규모가 커지자 많은 업체들이 난무하게 되었고, 이는 시장에 ‘구조개편’의 필요성이 커진 것이다. 유럽의 강자 Worldline 의 계속된 M&A, Nexi 의 SIA 인수 등이 대표적이다.

일단 전세계 주요 대형 지급결제업체들을 소개하면 다음 <표>와 같다. 글로벌 대형 업체들은 편의상 1) 대형 디지털 플랫폼 계열, 2) 디바이스 제조사 계열, 3) 독자 계열 등 세 가지 카테고리로 나눌 수 있다.

첫 번째 카테고리에는 Amazon Pay, Google Pay, Alipay 등이 있으며, 국내에도 카카오페이, 네이버페이, 쿠팡페이 등이 속한다. 두 번째 카테고리에는 Apple Pay 와 삼성페이가 있다. 세 번째 카테고리는 PayPal, Stripe, Worldline 등이 있는데, 이들은 다시 ‘금융회사 계열사’와 ‘혁신기업으로 출발한 회사’로 구분할 수도 있다. 동시에 이들을 기능적으로 나눠서 Digital Wallet, Acquirer/ Processor, Gateway Provider 등으로 세분할 수도 있다.

전세계 주요 대형 지급결제(Payment) 기업들

Payment Company	특징
PayPal	2008 년 설립. 본사 캘리포니아. 사용자 3.1 억명
Stripe	2009 년 설립. 본사 캘리포니아. 31 개국에서 통용
Amazon Pay	2007 년 아마존이 설립. 사용자 3,300 만명
Google Pay	2015 년 구글이 설립. 사용자 5,500 만명
Apple Pay	2014 년 애플이 설립. 사용자 3.8 억명
Paysafe	1996 년 설립. 본사 런던
삼성페이	2015 년 삼성전자 설립. 사용자 1 천만명
Alipay	2004 년 마윈과 알리바바가 설립
Worldline	프랑스 결제업체, 지속적인 M&A 로 성장
Nexi Payment	Nexi 은행 자회사로, 최근 SIA 인수로 대형화

자료: SK 증권

핀테크 M&A 중 지급결제와 관련된 일이 많이 이뤄짐

글로벌 핀테크 M&A 규모는 팬데믹에도 불구하고 크게 늘어나고 있다. 핀테크 세부
섹터 중에서 M&A가 가장 활발했던 것은 지급결제 분야다.

다음 <표>는 2020년 이후 전세계에서 발생한 핀테크 관련 대형 M&A 사례를 간략히
정리한 것이다. 이 대형 Deal 중에는 Square의 Afterpay 인수(2022년 1분기 완료
예정), Worldline의 Ingenico 인수, Nexi의 SIA 및 Nets 인수, Stripe의 Paystack 인수
등이 지급결제와 관련된 케이스다. 이 중에서 최근 증시의 관심을 모은 것은 Square의
Afterpay(후불결제업체) 인수다. 그리고 Square의 Afterpay 인수에 자극받은 PayPal
이 지난 9월 9일 일본의 후불결제업체인 Paidy를 27억 달러에 현금 인수할 계획이라
고 밝혔다. 향후 후불결제 산업의 고성장이 예상되어 M&A도 활발하다.

2020년 이후 글로벌 대형 금융 & 핀테크 사이의 M&A 현황

매수자	대상기업	대상기업의 특징	인수규모 (백만 USD)
Square	Afterpay	종합 금융플랫폼의 후불결제업체 인수	29,000
Worldline	Ingenico	POS 단말기 제조, 전자거래 보안 등 소프트웨어 (프랑스)	8,600
Intuit	Credit Karma	무료 신용/재무관리/세무 플랫폼	7,000
PayPal	Paidy	일본의 후불결제업체 인수 (진행 중)	2,700
SoFi	Galileo	결제 및 은행 인프라 구축업체	1,200
AMEX	Kabbage	중소기업 대상 비대면 대출 플랫폼	850
Nexi	SIA+Nets	유럽 온라인 결제업체간 M&A	677
Stripe	Paystack	온라인 및 오프라인 수금 플랫폼 (나이지리아)	200

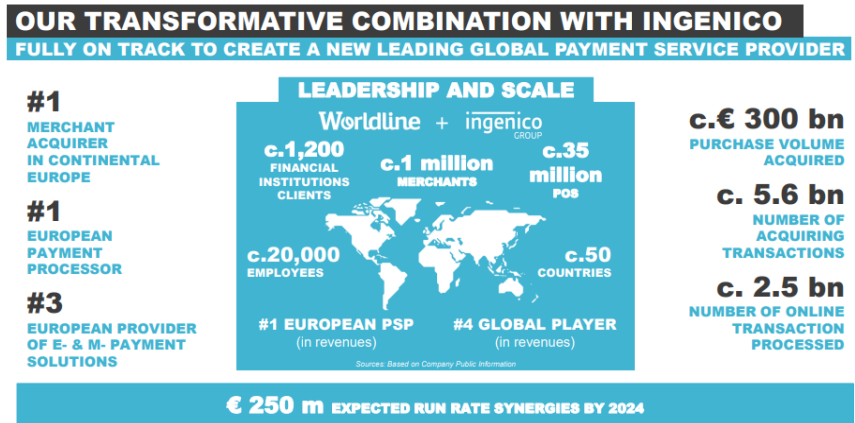
자료: Fintechfutures, SK 증권

주: Square의 Afterpay 인수는 2022년 1분기에 완료될 예정

Worldline의 Ingenico 인수는 지급결제 부문에서의 수직적 결합

프랑스의 대형 지급결제 서비스회사인 Worldline은 1974년 Cegos와 크레디리요네의
자회사의 합병으로 만들어진 전통있는 기업이다. 1990년대 Atos 그룹으로 인수된 후
유럽 결제 시장에서 1위가 되기 위해 꾸준한 M&A로 외형을 확대해 왔다. 2010년
Venture Infotek(인도네시아), 2012년 Quality Equipment(네덜란드), 2015년 11월
Equens(네덜란드), 2017년 7월 Digital River World Payments(스웨덴), First Data
Baltics(발틱 3국), 2018년 5월 SIX Payment(스위스)와의 M&A를 통해 성장한 바
있다. 2020년 2월 Ingenico(POS 단말기 제조, 전자거래 보안 등 소프트웨어)를 86억
달러에 인수하면서, 지급결제 부문에서의 수직적 결합을 시행했다.

Ingenico 인수 후 Worldline 이 홈페이지에 올린 M&A 효과 예측



자료: Worldline, SK 증권

Nexi 는 SIA, Nets 등 유럽의 지급결제 업체를 연이어 인수

2020 년 10 월 이탈리아 밀라노에 본사를 둔 지급결제 판테크인 Nexi 는 동종업계 라 이벌인 SIA 와의 합병 (완료된 것은 2021 년 6 월)을 통해 외형을 확대했다. 그리고 2020 년 11 월에는 덴마크 최대 지급결제업체인 Nets 를 지분교환 방식으로 인수했다. Nexi 의 연이은 대형 M&A 는 앞에서 거론한 Worldline 의 Ingenico 인수로부터 자극 받은 영향이 큰 것으로 알려졌다. Nexi 의 M&A 행보는 지급결제 섹터 내에서 지리적 인 범위의 경계를 확대하는 것을 목표로 진행되고 있다는 특징이 있다.

SIA 인수 완료 후 Nexi 가 홈페이지에 올린 M&A 의미 설명

Creating a Fully Integrated European PayTech Leader



자료: Nexi, SK 증권

5. 새로운 고성장: SOHO 금융, 후불결제, 금융상품 중개

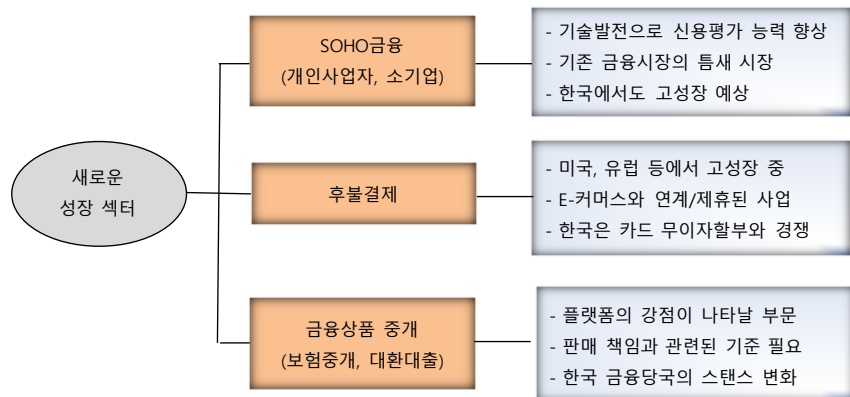
SOHO 금융, 후불결제, 금융상품 중개의 고성장 예상

전세계적으로 플랫폼 기업들의 금융업 진출이 활발해지면서, 기존의 레드오션 시장보다 새로운 블루오션 시장을 개척하려는 움직임이 나타나고 있다. 이러한 변화의 흐름은 플랫폼이 금융산업에 진출하는 현상의 긍정적인 측면이다. SK 증권 리서치는 플랫폼의 금융 진출로 인해 전세계적으로 고성장할 섹터로 1) SOHO 금융 (개인사업자, 소기업 대상), 2) 후불 결제 (Buy Now Pay Later), 3) 금융상품 중개 등 세 가지를 선정했다. 여기에서의 금융상품 중개는 기존에도 있는 펀드/보험 판매, 광고뿐 아니라, 대환대출 연계까지도 이어지는 한 단계 높은 수준의 '중개'를 의미한다.

골목상권 논란에서 자유롭고 기존 금융권이 무관심했던 부문의 보완효과 기대

이 세 가지 고성장 산업은 '골목상권 침해 논란'에서 자유로울 뿐 아니라, 그 동안 기존 금융권에서 무관심했던 부문 (SOHO)에 대한 보완 효과가 있어서, 글로벌 각국의 정부/금융당국 차원에서도 긍정적으로 바라볼 것이다.

플랫폼의 진입으로 새롭게 고성장할 금융업의 세부 섹터 세 가지



자료 SK 증권

(1) 기술의 발전이 SOHO 금융 시장을 키울 것

SOHO 금융은 전세계적으로 틈새시장에 불과

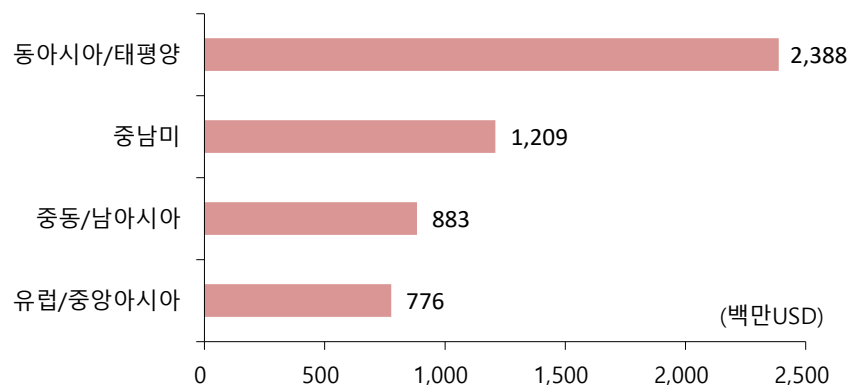
글로벌 상업은행 (Commercial Banking) 시장에서 주택담보대출, 대기업 관련 금융거래가 캐쉬카우 (Cash Cow)라면, 개인사업자, 소기업을 대상으로 하는 SOHO 금융은 틈새시장^{주)} (Niche Market)에 불과하다. IFC (국제금융공사)에 따르면, 전세계 개발도상국의 중소기업/소기업의 40%에 해당하는 6,500 만 개의 기업이 5.2 조 달러의 자금 부족을 겪고 있다고 한다. 이는 현재 글로벌 중소기업/소기업 대출 총량의 1.4 배에 해당한다. 이러한 현상은 선진국도 비슷할 것으로 예상된다.

주) 한국에서 보편화된 SOHO 대출은 실질적으로 사업자 대상 모기지론의 역할을 하기 때문에, 이 리포트에서 거론하는 SOHO 금융과는 의미가 다른 측면이 있음

기술의 발전이 SOHO 금융에 기회를 부여

SOHO 금융 시장이 활발하지 못한 것은 개인사업자와 소기업의 재무제표 신뢰도가 낮기 때문이다. 은행 입장에서 재무제표 신뢰도가 낮은 대상에 돈을 빌려주기 꺼리는 것은 신용위험 관리상 당연한 태도다. 하지만 최근 글로벌 금융시장에서 SOHO 금융 비즈니스가 급성장하고 있다. 특히 핀테크가 발달된 미국 등 선진국에서 이러한 경향이 강하게 나타나고 있다. SOHO 금융에 대한 관심이 높아진 이유는 근본적으로 '기술의 발전' 때문이다.

전세계 개발도상국 중소기업/소기업의 자금 부족액 추정치



자료: IFC (국제금융공사) 추정, SK 증권

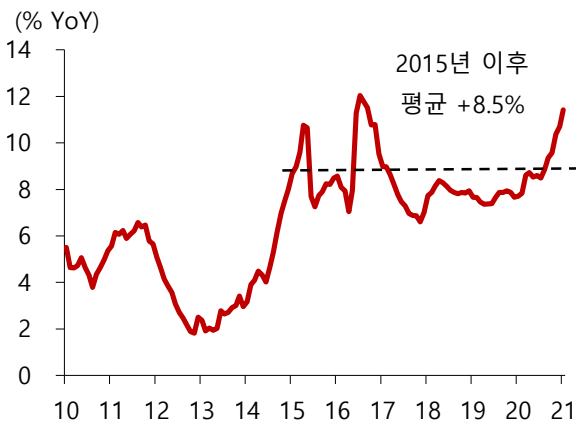
금융회사가 SOHO의 신용위험을 제대로 평가할 수 있게 되었다

기술의 발전으로 E-커머스 시장이 고성장하면서 개인사업자 및 소기업들도 비즈니스 과정에서 온라인 결제, 신용카드 업무, 매출어음 처리 등 기본적인 업무와 함께 유동성 관리, 사업/재무 컨설팅, 관리 시스템 등으로 금융회사와의 협업이 확대할 필요가 생겼다. 게다가 기술의 발전으로 인해 개인사업자들의 결제 내역, 재료구입, 각종 데이터를 기반으로 금융회사가 신용위험을 측정할 수 있는 기술이 생겼다. 미국에서는 중소기업, SOHO 관련 금융회사 핀테크 기업들이 고성장하고 있으며, 주식시장에서도 높은 평가를 받고 있다.

한국은 가계대출의 성장성이 한계에 근접

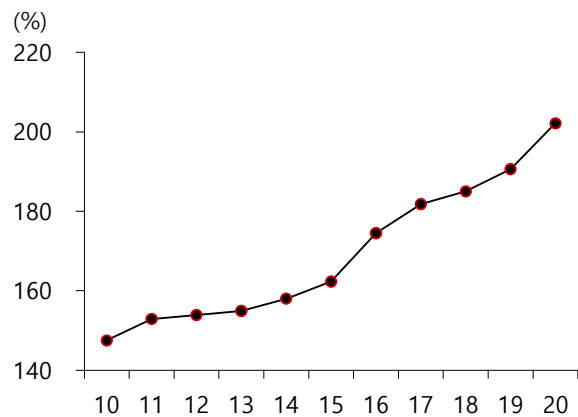
한국은 1) 기술의 발전으로 SOHO 금융의 잠재력이 커지고 있을 뿐 아니라, 2) 가계대출의 성장성 둔화로 인해 은행들이 새로운 성장동력을 마련해야 하는 입장이다. 한국은 가계대출 시장의 성장성이 한계에 근접했다. 2015년 이후 한국의 가계대출 증가율은 연평균 8.5%에 달한다. 이는 한국의 경제 체력, 소득 증가율에 비해 매우 높은 수치다. 2020년 한국의 가계신용/개인가처분소득 비율은 202%에 달한다. OECD에서 한국보다 가계대출 부담이 큰 나라는 덴마크, 노르웨이, 네덜란드, 스위스, 오스트리아 등 서유럽의 일부 국가들뿐이다. 한국은 주택가격이 계속 오르지 않는 한, 더 이상 모기지론 위주로 가계부채가 빠르게 늘어날 가능성이 높지 않다.

한국의 가계대출 증가율



자료: 한국은행(BOK), SK 증권

한국의 개인가처분소득 대비 가계신용 비율



자료: OECD, SK 증권

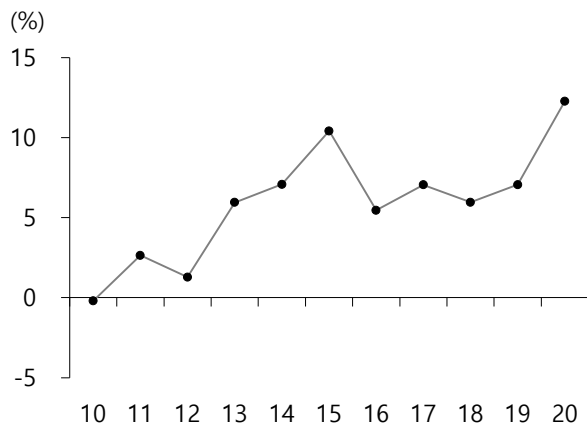
플랫폼 계열 금융회사들은 고객의 비금융 데이터를 활용

장기적으로 기존 은행들 입장에서도 SOHO 대출에 대해 고심해야 할 때다. 금융 시장에 새로 진입하는 플랫폼 계열 금융회사 입장에서는 기존 은행들이 집중하지 않는 SOHO 금융에 대해 적극적인 입장을 가져야 할 것이다. 특히 자신들의 플랫폼 고객들의 데이터를 활용할 수 있다는 차원에서, 기존 금융권보다 유리한 측면이 있다. 이는 미국의 Square, Kabbage, Shopify 등과 중국의 Ant Group 사례에서도 알 수 있다.

SOHO 를 위한 비즈니스 대출은 그리 많지 않다

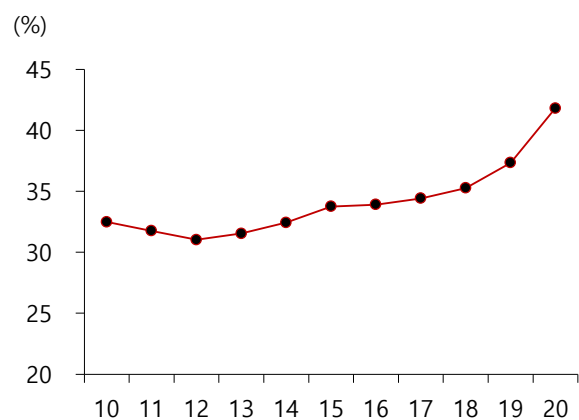
한국의 중소기업대출은 최근 빠르게 늘어나고 있음에도 불구하고, 아직 GDP 대비 40% 대에 머물고 있다. 가계대출의 절반에도 미치지 못하는 것이다. 게다가 중소기업 대출의 48%를 차지하는 SOHO 대출의 상당 부분은 실질적으로 사업자를 위한 모기지론이어서, 실제 비즈니스와 연관된 대출은 그리 많지 않은 편이다. 그렇기 때문에 중소기업 및 자영업자에 대한 비즈니스 금융은 장기적으로 성장 가능성이 높다. 한국의 자영업자들도 단순히 돈을 빌려줄 금융회사보다는 유동성 관리, 사업/재무 컨설팅, 관리 시스템까지 지원해 줄 수 있는 금융회사와의 협업이 필요해지고 있다.

한국의 중소기업대출 증가율 추이



자료: 한국은행(BOK), SK 증권

한국의 중소기업대출/GDP 비율 추이



자료: 한국은행(BOK), SK 증권

E-커머스 기업들과 지급결제 기업들은 고객 데이터를 갖고 있다

미국의 대형 E-커머스 기업들과 지급결제 기업들이 캐피탈회사를 자회사로 운영하는 것, AMEX 가 2020 년 캐비지 (Kabbage)를 인수한 것, Square 가 2021 년 은행을 신설한 것 등은 모두 공통점을 갖고 있다. 이들이 비즈니스 상대방인 중소기업들이 1) 항상 대출에 대한 초과수요를 갖고 있는 반면, 2) 실제 도산 위험이 그리 크지 않다는 것을 알게 되었다는 점이다. 일반 은행들에 비해 E-커머스 기업, 지급결제 기업들의 자회사(캐피탈)들이 SOHO 금융에 관심을 많이 갖는 것에는 이유가 있다. 자신들이 SOHO 대출에 활용할 수 있는 수준의 영업 데이터를 갖고 있기 때문이다.

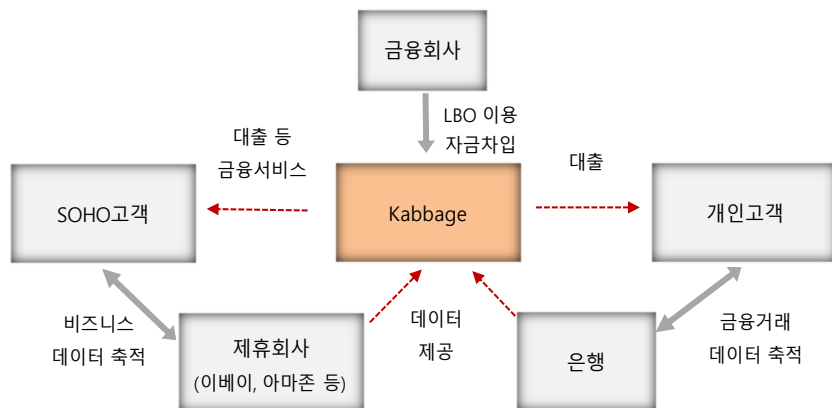
미국 캐비지의 사업모델이 대표적

캐비지 (Kabbage)의 비즈니스 모델을 살펴보면, 플랫폼 기업들의 SOHO 금융 흐름을 이해하는데 도움이 된다. 캐비지는 2009 년 미국 애틀란타에서 설립된 핀테크 기업 (비상장)으로, 2020 년 10 월 AMEX (American Express)로 피인수되었다. 주요 사업은 중소기업과 상인, 소비자에게 자동화된 시스템을 통해 대출해주는 플랫폼이다. 예금을 받지 않는 일종의 사채업자 (Private Lender)이기 때문에, 은행법으로 규제 받지 않는다는 특징이 있다.

SOHO 고객에게 대출 및 각종 금융서비스 제공

캐비지는 알고리즘을 사용하여 중소기업의 현금 흐름, 은행 계좌, 전자 상거래 및 온라인 리뷰를 비롯한 여러 소스의 데이터와 정보를 분석하여, 신용 위험을 측정하고 대출 승인 여부를 결정하는 기술을 갖고 있다. 또한 중소기업과 상인들에게 각종 구매카드, 결제 솔루션 등을 동시에 제공하고 있다. eBay, Amazon, UPS, Intuit QuickBooks, Stripe 등 제휴회사의 고객들은 더 높은 신용 자격을 부여하는데, 그만큼 데이터를 더 많이 공개했기 때문에 리스크 값을 적게 부여하는 것이다. AMEX 는 캐비지 인수를 통해 수 많은 중소기업, 상인 고객을 확보하게 되었으며, 향후 SME 디지털 대출 플랫폼을 크게 확대할 계획이다.

미국 캐비지 (Kabbage)의 비즈니스 모델



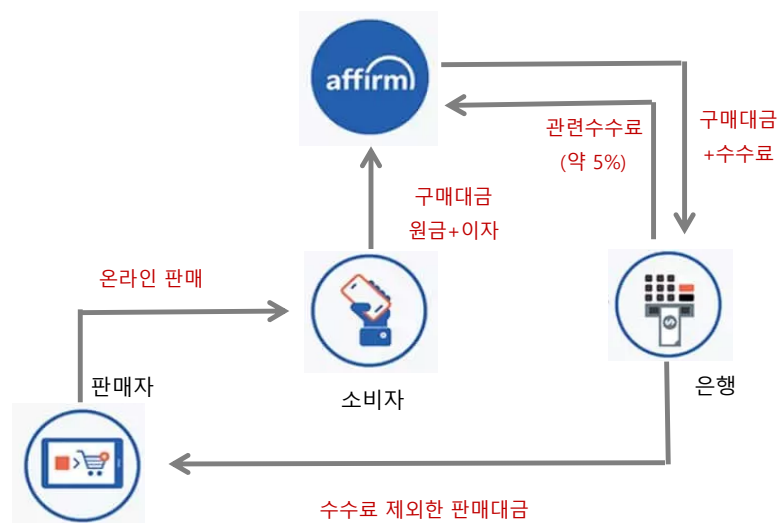
자료 SK증권

(2) 후불결제 시장이 고성장 중

미국은 후불결제 시장이
매우 빠르게 성장

미국에서는 BNPL (Buy Now Pay Later), 즉 ‘후불결제’ 시스템이 E-커머스/간편결제 과정에 보편화되고 있다. 미국은 원래 신용카드 시장도 리볼빙 결제 위주로 발달되었기 때문에, 소비와 관련된 간편결제 시장에도 후불결제가 자연스럽게 침투한 것이다. 미국의 Affirm (AFRM, 나스닥), 호주의 Afterpay (APT.AX), 스웨덴의 Klarna 등이 잘 알려진 후불결제 회사다. 이 기업들이 만들어진 곳은 전 세계적으로 다르지만, 미국 등 글로벌 시장에서 같이 경쟁하고 있어 기업들의 국적은 그리 중요하지 않다. 다음 <그림>은 Affirm의 IPO 설명서에 나와 있는 사업모델 이해도다.

미국 후불결제업체 Affirm의 사업구조 이해도



자료: Affirm, SK 증권

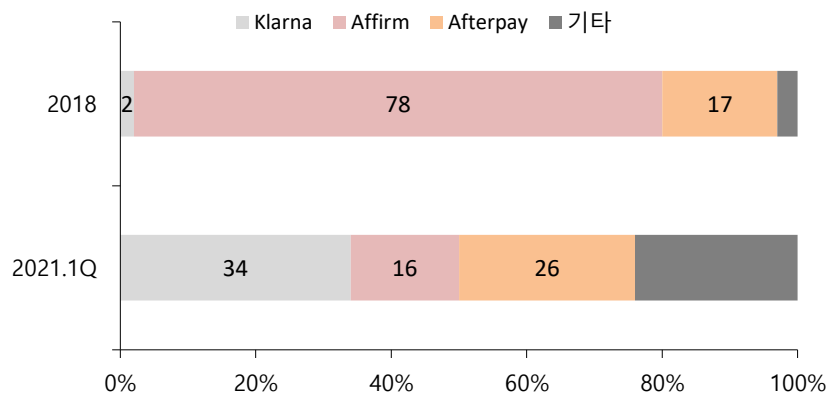
미국 후불결제 시장은
Affirm 이 선구자

미국의 후불결제 시장은 2020년 288억달러 (거래액 기준) 규모로 성장했다. 당분간 연간 두 배 이상의 높은 외형 성장세가 예상된다. 미국 후불결제 시장은 Affirm이 선구자 역할을 했는데, Affirm은 페이팔 창립멤버인 Max Levchin의 주도하에 2012년 설립된 기업이다. 2017년 BNPL 앱을 출시하고 Shopify, BigCommerce, Zen-Cart 등 E-커머스 회사들뿐 아니라 월마트와도 제휴하며 빠르게 성장했다. Affirm은 무이자 후불판매와 이자부 후불판매를 병행하는 사업 모델을 갖고 있다. 특이한 점은 연체수료가 없다는 점이다.

2019 년 이후 미국 시장은 Afterpay 와 Klarna 가 주도

Affirm 과 달리 외국 (미국 입장에서)에서 진입한 Afterpay (호주)와 Klarna (스웨덴)는 무이자 후불 판매만을 영위하는 대신, 연체 시 수수료를 높게 받는 구조다. 이들은 연체수수료가 수익에서도 중요한 부분 (20% 이상)을 차지하고 있다는 특징이 있다. 2019 년 이후 Afterpay 와 Klarna 의 성장세가 Affirm 을 크게 상회하고 있다. 이 점을 감안 하면 미국의 후불결제 고객들은 연체 수수료의 존재 여부보다는 구매 당시에 무이자 구매 서비스를 선호한다는 결론을 내릴 수 있다. Affirm 보다는 Afterpay 와 Klarna 의 사업 구조가 시장에 더 어필했던 것이다. 증시에 상장된 Affirm 과 Afterpay 의 IR 자료를 보면, 이들은 2021 년 상반기에도 적자를 기록 중이어서, 아직 이익을 창출하지는 못하고 있다.

미국 후불결제 산업의 시장점유율 변화



자료: Sensor Tower, SK 증권

한국에서는 네이버와 쿠팡이 후불결제 시스템을 시범 진행 중

EMarketer 에 의하면 미국의 BNPL 고객 중 MZ 세대의 비중은 2021 년 현재 67%에 달할 정도로 높다. 후불결제는 당장 현금이 부족한 소비자 (특히 젊은 세대)가 생활에 필요한 물품을 구입하는데 유용한 제도다. 하지만 과도한 소비를 조장할 수 있기 때문에, 향후 연체로 이어질 가능성도 항상 존재한다. 2000 년대 초반 카드사태를 겪은 한국에서는 후불결제가 미국보다는 활발히 진행되지 않을 가능성이 높다. 게다가 신용카드사들의 무이자할부 마케팅이 이미 활발하기 때문에 더욱 그렇다. 당분간 한국에서는 후불결제가 네이버페이, 쿠팡페이 등 락인 효과를 기대할 수 있는 E-커머스 계열 간편 결제회사들이 계열사 고객들에게 제공하는 정도에서 발전할 가능성이 높다. 현재 한국은 네이버와 쿠팡이 후불결제 시스템을 시범 진행하고 있다.

(3) 다양한 금융상품 중개

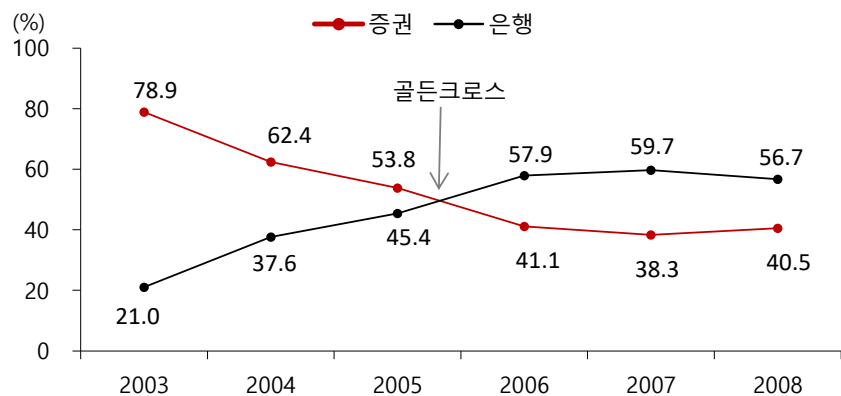
금융상품 중개에 있어서는
플랫폼 기업들이 경쟁력을
보유

최근 국내 금융 당국이 대환대출 플랫폼 재검토에 이어 보험료 비교 서비스를 광고대행이 아닌 '중개'로 정의한 것에 대해, 증시는 다소 큰 변화로 받아들였다. 하지만 자세히 들여다보면 보험과 같은 금융상품을 판매하려면 '라이선스'를 취득하여 금융 당국의 규제 하에서 다른 금융회사와 같은 조건에서 영업하라는 의미가 들어 있다. 최근의 금융당국의 스탠스 변화를 감안하더라도, 장기적으로 플랫폼 기업들은 금융상품 중개업무를 영위하려 할 것이다. 금융상품 제조는 몰라도 금융상품의 중개에 있어서는 고객과의 접점이 많은 플랫폼 기업들이 강한 경쟁력을 갖고 있기 때문이다.

과거 고객 접점이 많은 은행이
공모펀드 판매의 주도권을
가져간 경험이 있음

펀드, 특히 공모펀드와 같이 규격화된 상품의 판매 경쟁력은 '고객과의 접점'이 중요한 요소다. 전통적으로 투신업계 (3대 투신사+지방투신사)가 독점해오던 공모펀드 시장이 1990년대 후반 운용/판매가 분리되면서 초기에는 투신사들보다 판매망이 우월한 증권사들이 펀드 판매에 강세를 보인 바 있다. 그러다가 증권사보다 판매망이 훨씬 많은 은행들이 비이자이익 확대 전략 하에 금융상품 판매에 주력한 2000년대 중반부터 공모펀드 판매에서 은행들이 주도권을 가져간 경험이 있다.

2000년대 중반 국내 공모펀드 판매시장의 점유율 흐름

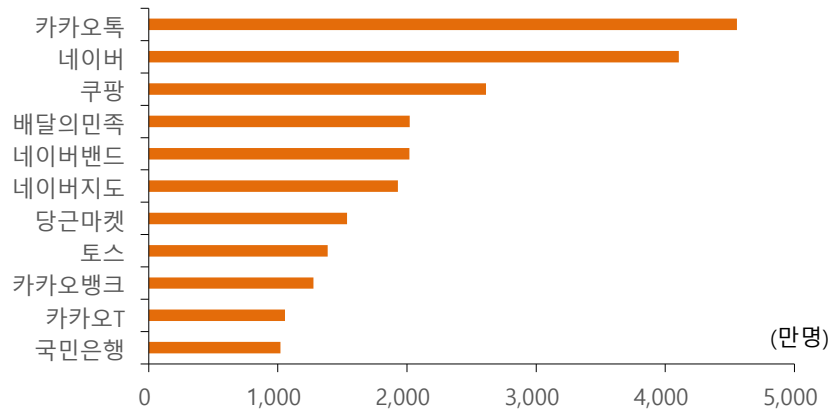


자료: 금융투자협회, SK증권

거대 플랫폼의 MAU는
전통 금융회사를 크게 상회

온라인/모바일 시대에 고객과의 접점은 기존 금융회사들이 강점을 갖고 있지 않다. 주요 국내 플랫폼 기업들의 MAU (월간 실효고객)를 비교해보면 카카오톡, 네이버가 4천만명 대로 압도적인 1~2위를 차지하고 있다. 이들의 서버 App인 네이버 밴드와 지도, 카카오뱅크와 카카오 T의 경우에도 전통 금융회사 중 1위인 국민은행을 상회하고 있다.

2021년 6월 주요 플랫폼들의 MAU 비교



자료: 모바일인덱스 (전자신문 발행), SK 증권

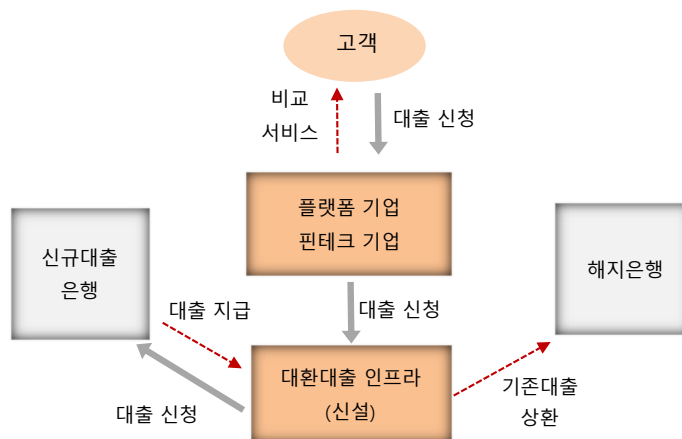
주: 1. MAU는 월간 실질사용자, 국내 App만을 비교

2. 회사측의 발표 수치와는 다를 수 있음

비대면 대환대출 시장,
늦어질 수는 있어도
무산될 가능성은 낮다

비대면 대환대출은 KONEX 등록 기업인 피노텍 (150440)과 일부 은행들과 협업으로 이미 영위되고 있는 사업이다. 그렇지만 은행들이 적극적이지 않은 점, 중소기업 플랫폼으로서의 한계점 때문에 크게 확산되지 못한 바 있다. 최근 금융위가 구상했던 비대면 대환대출 시스템은 일반 기업이 아니라 금융 당국이 주도하는 것이다. 금융결제원이 금융권의 데이터를 모아 '대환대출 인프라'를 만들고, 빅테크와 핀테크 등 개별 금리비교업체의 플랫폼을 연결하는 방식이다. 물론 최근 금융위원회가 그 동안 추진했던 대환대출 인프라 계획을 연기한 바 있다. 하지만 장기적으로 비대면 대환대출 시장은 연기될 수 있어도 무산될 가능성은 낮다고 본다.

금융당국 주도 대환대출 플랫폼의 이해도

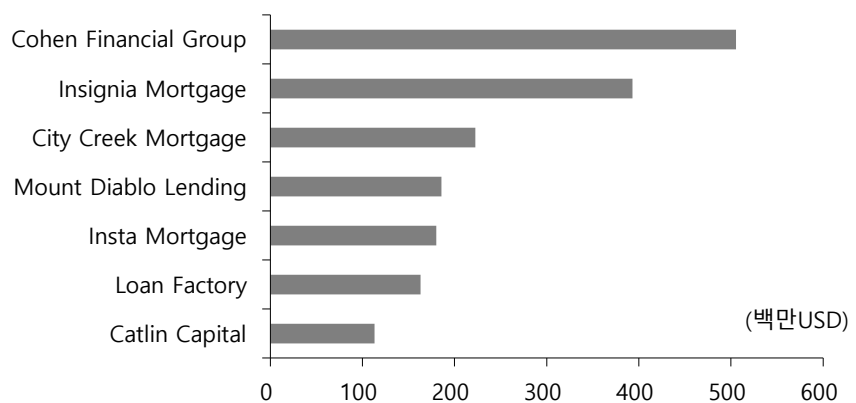


자료: SK 증권

미국의 경우 모기지론 중개 시장이 매우 크다

대형 상업은행들이 주축인 한국의 주택담보대출 시장과 달리 미국의 모기지론 시장은 모기지론 전문회사들과 지역 금융회사들이 중심적인 역할을 하고 있다. 이는 아파트 중심인 한국과는 달리 미국은 일반 주택들이 비정형화되어 있어 부동산 중개인의 역할이 중요하고, 또 이로 인해 모기지론도 부동산 중개인과 연결되어 있는 경우가 많기 때문이다. 마치 과거 국내 자동차금융 시장이 자동차 판매망과 연관성이 높았던 것과 비슷하다. 이러한 특성 때문에 미국은 모기지론 중개업이 한국보다 훨씬 발달되어 있다. 아래 그래프처럼 미국에서 가장 큰 모기지 브로커인 Cohen Financial Group은 2019년 한 해 동안 5억 600만 달러의 모기지론을 중개한 바 있다.

미국 대형 모기지 중개회사들의 2019년 중개 실적



자료: Scotsmanguide, SK 증권

미국 모기지 중개회사들이 비대면 사업으로 진출 중

당연히 언택트 금융 시대가 열리면서 모기지론 중개업 플랫폼이 발달하고 있는데, 최근 들어 여러 모기지론 중개사들이 비대면 플랫폼을 활성화시키고 있다. 대표적으로는 City Creek Mortgage, Insta Mortgage, Loan Factory 등의 중개회사들을 들 수 있다. 금융 비교 플랫폼인 Bankrate (www.bankrate.com)의 경우 대출 중개회사는 아니지만 개인들이 본인 정보를 제공하면 적절한 (저렴한) 대출을 소개해주고 금융회사로부터 광고 수익을 올리는 수익 모델을 갖고 있다.

6. 언택트 금융모델의 성공적인 안착

(1) 국내 언택트 금융회사의 대표적 성공사례인 카카오뱅크

카카오뱅크의 성공은 플랫폼
전체적으로 자신감을 부여

카카오의 성공적인 실물 금융업 안착 (카카오뱅크)은 플랫폼 업계 전체적으로 금융업 영위에 대한 자신감을 갖게 했다. 특히 언택트 금융 모델의 효율성이 높아, 오히려 신규 진입자들이 기존 금융회사들보다 수익성이 높을 수도 있다.

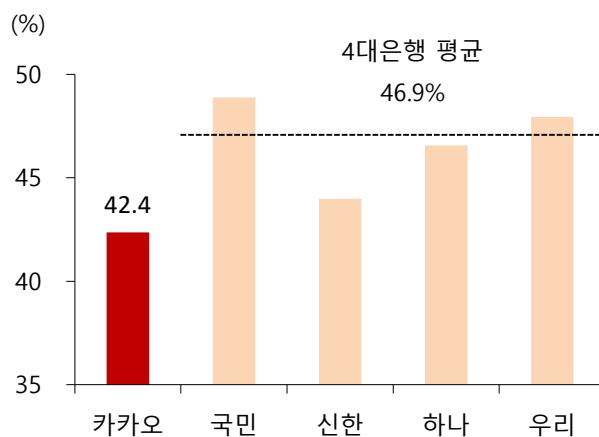
플랫폼들은 언택트 금융모델을
가져갈 것

앞으로 새로 생기는 금융회사들은 대부분 언택트 금융 모델을 가져갈 것이다. 1990 년 때에는 점포망이 약한 금융회사들이 증시에서 감점을 받은 적도 있으나, 비대면 채널이 활성화된 지금은 오히려 점포가 없는 것이 강점이다. 점포망이 없어서 가장 유리한 점은 판관비가 적게 들어간다는 것이다.

언택트 금융모델의 장점은
낮은 판관비 부담

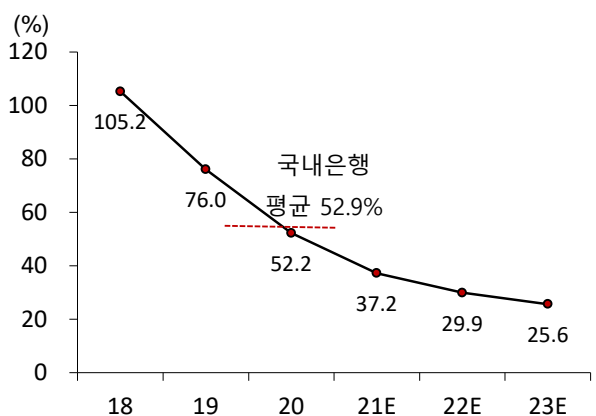
언택트 금융회사는 일반 금융회사들의 점포/인력 유지비용에 비해서는 부담이 작다. 카카오뱅크의 2021 년 Cost-Income Ratio(순영업수익 대비 판관비의 비율)은 42.4%를 기록했다. 이는 4 대 은행 평균치인 46.9%를 크게 하회하는 결과다. 영업 개시 3 년 만인 2020 년에 업계 평균치보다 양호한 비용 효율성을 기록한 후 격차를 더 벌리고 있다. 긍정적인 것은 카카오뱅크가 아직 '규모의 경제'에 올라서지 못했다는 것이다. 장기적으로 카카오뱅크의 Cost-Income Ratio 는 30%를 하회할 것으로 예상된다.

2021 년 상반기 4 대 은행과의 Cost-Income Ratio 비교



자료 각 은행 SK 증권
주: 지주회사가 아닌 은행 기준

카카오뱅크의 Cost-Income Ratio 추정치

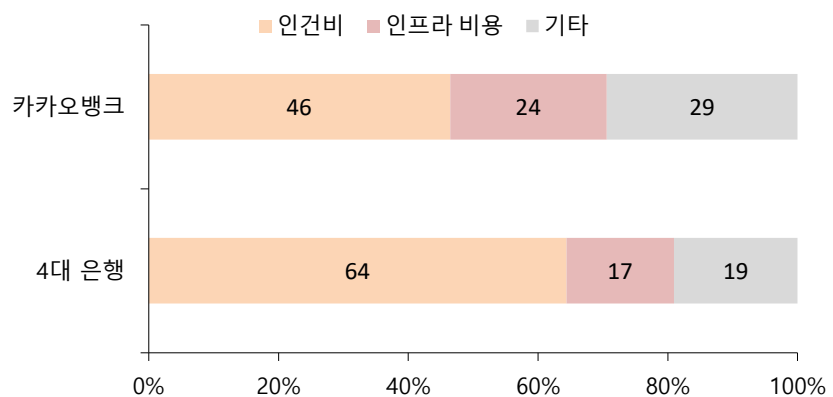


자료 카카오뱅크 SK 증권 추정
주: 국내은행 전체 기준

종합적으로 언택트 금융회사의 수익성이 기존 기업들에 비해 우수

2020 년 기준으로 카카오뱅크의 판관비 (2,006 억원) 중에서 인건비의 비중은 46%를 기록했는데, 이는 4 대 시중은행 평균인 64%를 크게 하회하는 것이다. 그 반면 인프라 비용 (감가상각비, 무형자산상각비, 광고선전비의 합)은 24%에 달해 4 대 은행 평균인 17%를 크게 상회했다. 이를 해석하자면, 카카오뱅크는 시중 은행들에 비해 인건비를 아끼면서, 이를 유무형 사업 인프라에 투자할 수 있었다는 것이다. 종합적으로 볼 때 언택트 금융회사의 수익성은 기존 금융회사에 비해 우수하다. 카카오뱅크에 대한 애널리스트들의 추정 이익이 큰 폭으로 늘어날 것으로 보는 것에는 이러한 기초적인 측면이 반영되어 있는 것이다.

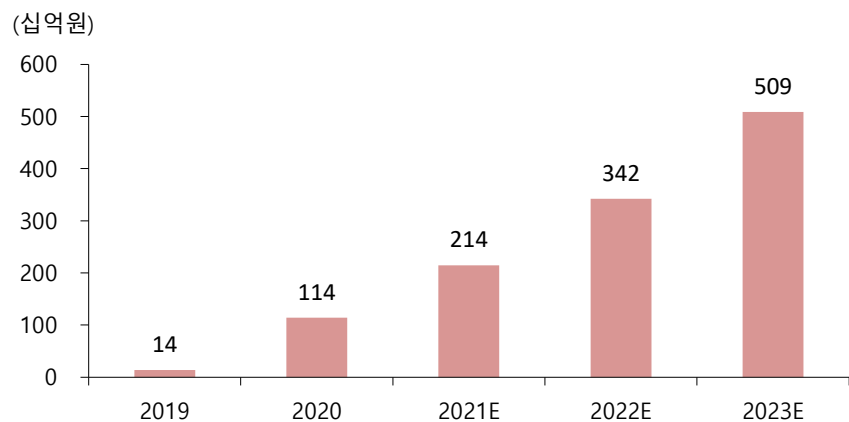
2020 년 카카오뱅크와 4 대 시중은행들의 판관비 구성비율 비교



자료: 금감원 SK 증권

주: 인프라 비용은 감가상각비, 무형자산상각비, 광고선전비의 합

카카오뱅크의 순이익 추정치 컨센서스



자료: FnGuide 컨센서스, SK 증권

(2) 중국의 WeBank 는 ROE 28%

중국 WeBank, 2019 년
ROE 28%의 고수익성

중국의 WeBank 는 Tencent 가 주축이 되어, Baiyeyuan, Liye Group 등과 함께 2014 년 12 월 설립한 중국 최대의 온라인 전문 은행이다. 텐센트 사용자와 은행 간의 중개 모델을 구축해 이자수익에 거의 근접할 정도의 수수료수익을 거두면서 2017 년 흑자 전환에 성공했다. 가장 최근 발표치인 2019 년 순이익은 39 억위안 (약 6,900 억원)으로, ROE 28%, ROA 1.5%를 달성했다. 중국 은행들의 순이자마진이 한국보다 크다는 점을 고려해도 매우 우수한 수익성이다.

중국 WeBank 의 2017~2019 년 실적 요약

(단위: 백만 RMB)	2017	2018	2019
손익계산서			
영업수익	6,748	10,030	14,870
총당금전영업이익	3,980	5,353	9,672
총당금비용	-2,242	-2,594	-5,520
세전이익	1,741	2,768	4,133
당기순이익	1,448	2,474	3,950
순현금흐름	-3,680	46,261	36,355
대차대조표			
자산	81,704	220,037	291,236
대출금	47,706	119,817	162,966
부채	73,372	208,096	275,116
예금	5,336	154,478	236,288
차입금, 사채	46,702	20,677	16,281
자기자본	8,332	11,940	16,119
자본금+잉여금	7,044	7,178	7,600
수익성 지표			
ROA	2.2%	1.6%	1.6%
ROE	19.3%	24.4%	28.2%

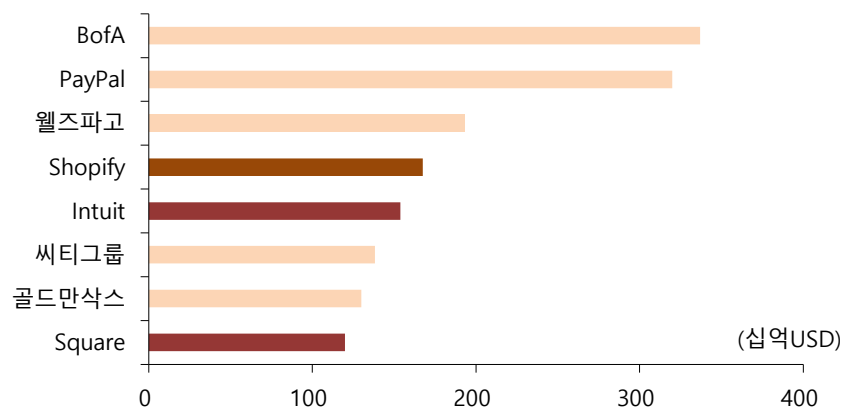
자료: WeBank, SK증권

(3) 미국의 증시에서 높게 평가받는 핀테크, 언택트금융 기업들

미국의 핀테크, 언택트금융
기업들은 엄청난 시가총액을
인정받고 있음

미국에는 언택트 금융모델의 성공사례가 많다. 증권업 (브로커리지 기준)의 대표주인 찰스 슈왑 (Charles Schwab)은 이미 20 여년 전 온라인 브로커리지로 전환하여 종합 금융회사로 성장한 대표적인 사례다. 증권업뿐 아니라 핀테크와 플랫폼이 기반이 된 금융회사들은 대부분 언택트 모델을 가져가고 있으며, 성공한 기업들도 많다. 따라서 주식시장에서 개별 기업들의 성공 사례를 살펴보는 것보다는, 핀테크를 포함한 금융업 카테고리에서 언택트 금융회사들이 얼마나 높은 평가를 받는지 확인할 필요가 있다. 다음 두 그래프는 핀테크 기업들과 기존 금융회사들의 시가총액을 비교한 것이다.

미국 최상위권 금융회사들과 핀테크 기업들의 시가총액 비교 (1,000 억 USD 이상)



자료: 각 회사, SK증권
주: 9월 24일 주가 기준

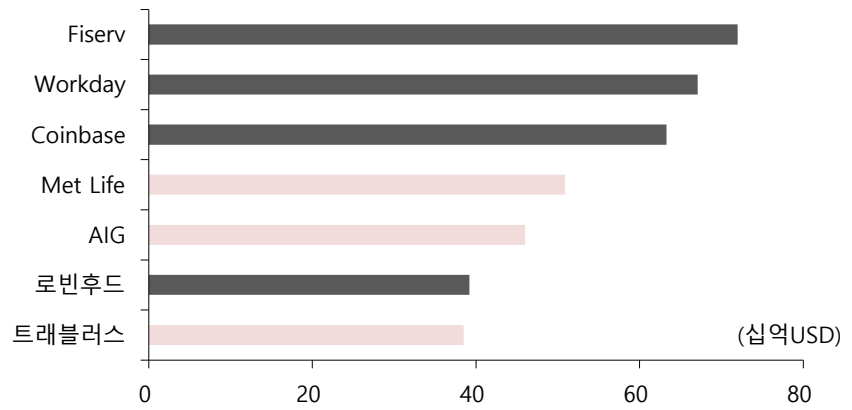
Shopify, Intuit, Square 는
씨티그룹, 골드만삭스 수준의
기업가치를 인정받는 중

미국 금융주 중에서 시가총액 최상위권인 VISA (V)와 JP 모건 체이스 (JPM) 등 일부를 제외하면 핀테크 시총 1 위인 Paypal Holdings (PYPL)의 경우 BofA (뱅크오브아메리카, BAC)와 비슷한 시가총액을 기록 중이다. Shopify (SHOP), Intuit (INTU), Square (SQ)의 경우에도 씨티그룹 (C)과 골드만삭스 (GS)와 맞먹는 시가 총액을 갖고 있다. 특히 밸류에이션이 낮은 전통 보험사들보다 시가총액이 큰 핀테크 기업들은 찾아보기 어렵지 않다.

국내 플랫폼 기업들이 금융
관련 비즈니스에 대한 관심
상승할 수 밖에 없어

결론적으로 미국 증시에서 핀테크 기업, 또는 금융 플랫폼 기업들의 시가총액을 고려하면 국내에서도 플랫폼 기업들이 금융과 관련된 비즈니스를 하려는 욕구가 강해질 수 밖에 없다. 기업들은 기업가치를 높일 수 있는 신사업을 열망하는 것이 자연스런 움직임이다.

미국 보험회사들과 핀테크 기업들의 시가총액 비교 (1,000 억 USD 이하)



자료: 각 회사, SK 증권
주: 9월 24일 주가 기준

7. 이제 핀테크와 금융의 장벽은 없다

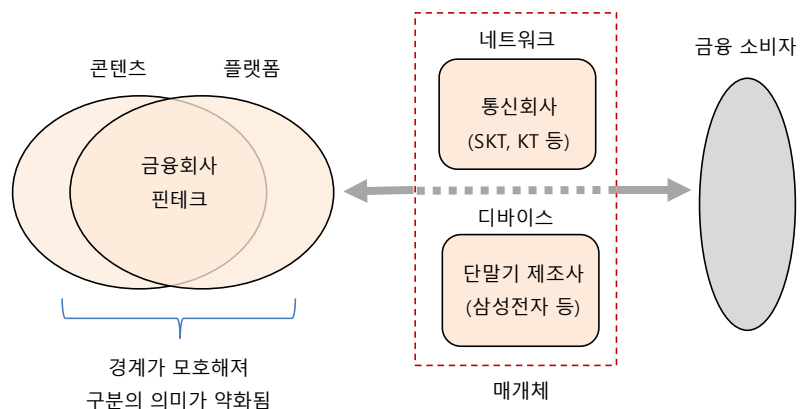
(1) 디지털 생태계에서 업종간 장벽이 허물어지는 추세

디지털 생태계에서 콘텐츠와 플랫폼의 경계가 낮아짐

최근 디지털 생태계에서 가장 두드러지는 트렌드는 'Blurring Effect'다. 이를 직역한 '번짐 효과'라는 말은 오히려 의미를 이해하기 힘들며, 사실 그보다는 영역/경계가 모호해지는 효과라는 의미가 더 적절하다. 한마디로 각 디지털 생태계의 영역 구분, 세부 업종간 장벽이 약해지고 있다는 것을 뜻한다.

전통적으로 디지털 생태계는 C-P-N-D 가치 사슬 내에서 기업 활동이 이루어진다. C는 콘텐츠(Contents), P는 플랫폼(Platform), N은 네트워크(Network), D는 디바이스(Device)다. 이 중에서 금융회사는 콘텐츠와 플랫폼 비즈니스를 운영하는데, Blurring Effect로 인해 콘텐츠와 플랫폼 기업의 경계가 모호해진 것이다. 그리고 플랫폼 기업들은 콘텐츠를 장착하고 고객들에게 직접 금융상품 (대출, 브로커리지, 펀드, 보험 등)을 판매하려 하고 있다.

디지털 생태계 구조(C-P-N-D) 하에서의 금융 플랫폼



자료 SK 증권

(2) 소비자가 느끼는 플랫폼/핀테크와 기존 금융회사의 차이는 작다

나아가 금융회사와 핀테크의
경계도 허물어짐

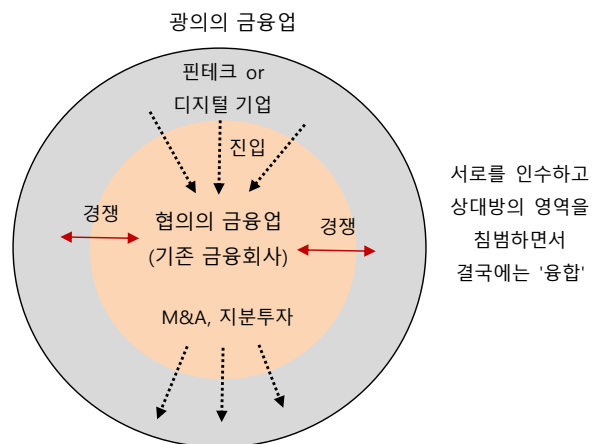
콘텐츠와 플랫폼의 경계가 모호해졌을 뿐 아니라 이제는 금융회사와 핀테크 / 플랫폼 업체의 경계도 모호해졌다. 예를 들어 2013 년 온라인 거래수수료 무료화로 기존 증권사들의 시장을 잠식한 신생 혁신기업인 로빈후드 (Robinhood)는 2021 년 현재 기존 디스카운트브로커와 큰 차이가 없는 증권사다. 지금은 아무도 로빈후드를 핀테크 회사로 부르지 않는다.

주: 이 리포트에서는 핀테크와 테크핀을 특별히 구분하지 않고 혼용

골드만삭스는 디지털금융에서
미래의 사업기회를 찾는 기업

반대로 기존 금융회사들도 핀테크 기업들을 인수하면서, 혁신 핀테크 기업들과의 차이를 줄여가고 있다. 골드만삭스를 예로 들어보자. 지난 2015 년 당시 CEO 인 블랭크페인 (Lloyd Blankfein) 회장이 "골드만삭스는 IT 회사"라고 한 것은 유명한 사례다. 물론 선언적인 의미겠지만, 그 만큼 골드만삭스는 대형 글로벌 금융회사들 중에서 디지털 트랜스포메이션에 가장 많은 투자를 하고 있다. 골드만삭스의 가장 큰 특징 중 하나는 디지털 트랜스포메이션에서 미래 사업 기회를 찾고 있다는 점이다. 2017 년 기준 골드만삭스의 직원 중 1/3 은 IT 부서, A.I를 활용한 투자 및 고객자산관리 부서 등에 근무하고 있다. 과연 골드만삭스는 투자은행인가, 혁신기업인가? 그 둘의 차이점은 과연 얼마나 큰가? 이러한 질문에 명확하게 답하기는 매우 어렵다.

금융업 의미 확산, 번짐효과 (Blurring Effect)로 인한 업종간 융합



자료 SK 증권

금융회사와 테크핀의 구분은 더 이상 큰 의미 없음

결국 어떤 금융회사를 ‘금융회사 or 테크핀 기업’으로 명확히 구분하는 것은 이제 의미가 별로 없다. 이러한 움직임은 미국 증권업에서 대표적으로 나타나고 있다. 앞서 언급한 골드만삭스의 경우 2013 년 이후 77 개의 핀테크 기업에 투자했으며, 대표적으로는 Dataminr (A.I 활용 소셜미디어 분석), Antuit (빅데이터 분석 솔루션), Kensho (A.I 금융투자), Circle (블록체인 기술회사) 등이 있다.

금융업과 핀테크의 융합, 미래에는 금융거래의 표준이 바뀔 수도 있다

이 정도면 골드만삭스는 핀테크와의 융합이 이뤄지고 있는 것이다. 만약 언젠가 골드만삭스가 투자한 회사 중 어느 한 기업이 금융거래의 표준을 바꿔버려 골드만삭스가 금융시장을 장악한다면, 미래의 투자자들은 2021 년의 골드만삭스를 ‘핀테크’ 기업으로 정의할 지도 모른다.

금융권과 핀테크의 융합은 골드만삭스가 대표적일 뿐, 금융업 전반에 걸쳐 많은 금융회사들이 추구하는 공통적인 변화다. JP 모건도 핀테크와의 융합을 활발하게 진행 중이다. JP 모건은 지급결제 서비스 관련된 쪽에 많이 투자한 바 있다. 인수 업체 중에서 가장 유명한 Wepay 가 온라인 결제 서비스 제공 업체다. 그리고 MCX 가 보유한 모바일 결제 플랫폼인 CurrentC 를 인수하기도 했다. 그 외에도 iPad 용 레스토랑 POS 시스템을 개발한 TouchBistro, 음식점 예약/배달/결제 서비스 업체 LevelUp, 디지털 결제 플랫폼 Zelle, B2B 결제업체인 빌닷컴 (Bill.com) 등에 전략적 투자를 시행했다.

8. 실물 금융업을 영위하는 해외 플랫폼/핀테크 사례

(1) Amazon Payments (아마존페이, 비상장)

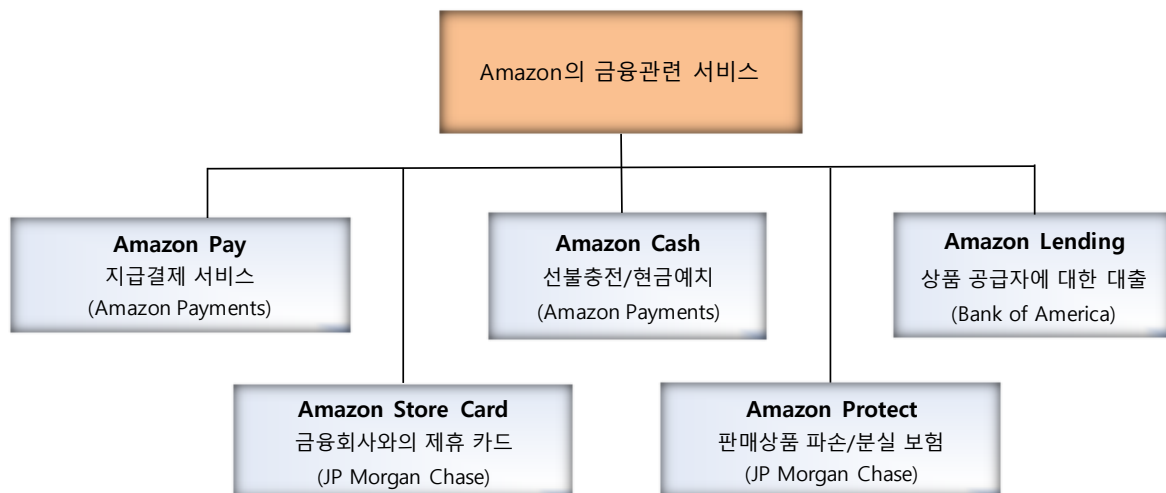
아마존페이는 전세계 간편결제
시장 점유율 3 위

Amazon Payments 는 2007 년 아마존이 설립한 온라인 지급결제 기업이다. 아마존의 소비자들이 공급자들로부터 아마존 계정으로 결제할 수 있는 옵션 (아마존페이)을 제공한다. 국내 온라인 유통 플랫폼이 설립한 지급결제 자회사들의 롤 모델이라 할 수 있다. 지금은 서비스가 중단되었지만 과거 당시에는 선진적이었던 CBA (Checkout by Amazon), FPS (Flexible Payments Service) 등의 솔루션을 제공하면서, 아마존의 압도적인 시장 지배력과 맞물려 빠르게 성장하였다. 2019 년 기준으로 아마존페이는 페이팔, Stripe 에 이어 전세계 간편결제 시장 점유율 3 위 (3.3%)를 차지하고 있다.

아마존은 5 개의 금융서비스를
영위 중이며, 3 개 분야를
외부와 제휴

아마존은 금융업에 직접 진출하는 대신 기존 금융회사와 제휴하는 Unbundling 방식으로 금융업을 영위하고 있다. 이 전략은 리포트의 7~8 페이지에 설명되어 있다. 아마존은 자신의 플랫폼에서 방대한 고객 데이터를 확보하고, 금융회사와의 제휴로 금융정보를 추가로 얻고 있다. 아마존은 지급결제, 선불충전/현금예치, 대출, 신용카드, 보험 등의 주요 금융 서비스를 영위 중이다. 이 중에서 대출, 신용카드, 보험을 JP Morgan, BofA 등 대형 금융회사들과 제휴하고 있다. Amazon Payments 는 지급결제와 선불충전/현금예치 등의 기능을 담당한다.

Amazon 의 금융관련 서비스 현황 및 담당 기업



자료: Amazon, SK 증권이 재구성

아마존은 인디아와 멕시코에 진출하면서 아마존페이를 통해 금융서비스를 영위

아마존은 글로벌 기업이기 때문에 해외 여러 국가에 진출해 있다. 해외 진출 시 현지 금융회사 (or 핀테크)를 인수하거나 제휴를 통해 금융서비스를 영위하고 있다. 그 과정에서 아마존페이와의 통합을 통해 서비스를 확대하는 방식을 택했다. 아마존의 해외 진출 시 금융서비스의 영위는 인디아와 멕시코의 사례가 대표적이다. 아마존은 2013 년 인디아 진출 후 지급결제 관련 기업들을 다수 인수했으며, 특히 2014 년 기프트카드 업체 Qwiksilver 와 2016 년 온라인 결제플랫폼 Emvantage 를 인수하여 아마존페이에 통합했다. 아마존이 인디아에서 영위하는 금융 관련 서비스의 상당 부분을 아마존페이를 통해 시현하고 있다.

인디아에서는 주로 M&A 를 실시한 반면, 멕시코에서는 신규 서비스를 론칭하거나 은행과 제휴를 통해 금융서비스를 확대했다. 2017 년 Amazon Cash 서비스를 실시했으며, 현지 은행인 Financiero Banort 와의 제휴로 직불카드를 발행했다. 그 과정에서 아마존페이가 중요한 역할을 담당한 것은 당연한 결과다.

Amazon 이 인디아와 멕시코 진출 후 금융서비스와 관련된 제휴 및 M&A 내용

지역	M&A, 제휴, 서비스 론칭	내용
인디아	Qwiksilver	온라인 기프트카드 업체 인수. 아마존페이와 통합
	Emvantage	온라인 결제 플랫폼 인수. 아마존페이와 통합
	Tone Tag	비접촉 결제 기능 보유 업체 인수
	Capital Float	중소기업 대출업체에 지분 투자 및 제휴
	Acko	보험회사에 투자 및 제휴
	BankBazaar	온라인 금융상품 비교업체에 투자 및 제휴
멕시코	Amazon Cash	기존 서비스를 출시
	Financiero Banort (은행)	현지은행과 제휴로 직불카드 발행
	CoDi	신규 모바일 결제 시스템 출시

자료: 금융연구원 <빅테크의 금융업 진출 영향과 시사점, 2020.10>의 내용을 기반으로 SK 증권이 재구성

(2) Square (NYSE 상장, 티커 SQ)

송금 앱으로 시작하여, 지금은
중소기업금융 디지털 생태계의
강자로 성장

NYSE에 상장된 스퀘어 (티커 SQ)는 트위터 창업자인 Jack Dorsey가 설립한 기업으로 유명한데, 시가총액은 무려 1,085 억달러 (10/5 현재)에 달한다. 스퀘어는 2009년 P2P 송금앱을 기반으로 사업을 시작했다. 그 후 지급결제 시장에 진출하여 성공했으며, 지금은 중소기업 금융과 관련된 디지털 생태계의 강자로 군림하고 있다. 비즈니스의 중심 축은 1) Seller 마켓 (가맹점 대상 사업)에서 점차 2) Cash App (송금, 결제, 뱅킹, 코인 등)으로 서서히 이동 중이다.

캐피탈회사뿐 아니라 은행을
자회사로 영위

그 동안 스퀘어는 Square Capital을 자회사로 갖고 있으면서 Paypal working Capital, Shopify Capital 처럼 고객 대상 대출 비즈니스를 영위했다. 그러던 중 2021년 3월 유타주에 은행 (Square Financial Services)을 설립했다. 금융업 전략에 직접진출 방식을 혼용한 것이다. 스퀘어 은행은 고객인 중소기업인을 대상으로 SOHO 대출을 핵심 영업으로 가져갈 예정이다. 스퀘어는 Square Capital에서 갖고 있던 2.5 억 달러 (57,000 건) 규모의 대출을 새로 만든 은행으로 이전했다.

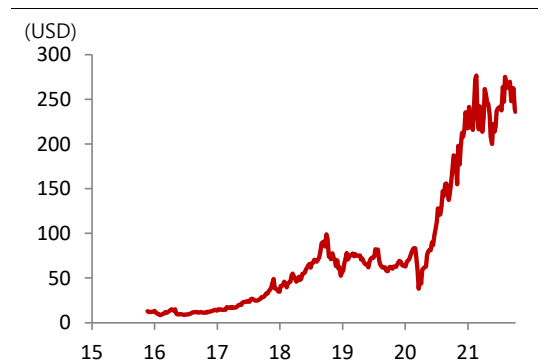
Square (SQ)의 투자지표

Not Rated

현재가 (2021.10.5, USD)	236.0	52 주 최고/최저 (USD)	289.2/151.1
Ticker	SQ	시가총액 (백만 USD)	108,500
거래소	NYSE	주식수 (천주)	482,167
베타	2.43	3 개월 평균 거래량 (천주)	7,520
최대 주주	Vanguard (6.2%)	결산월	12 월

	6 개월	1 년	3 년	5 년
절대수익률 (단순주가)	-0.2	34.6	150.7	1948.4
금융업종대비 상대수익률	-11.4	-23.2	112.9	1851.5
시장대비 상대수익률	-18.1	-52.5	62.3	1750.4

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021E
순영업이익 (백만 USD)	1,304	1,890	2,733	NA
영업이익 (백만 USD)	-37	27	-19	370
보통주순이익 (백만 USD)	-38	375	213	1,012
수정 EBITDA (백만 USD)	257	417	474	1,077
주당순영업이익 (USD)	3.21	4.05	5.67	NA
주당순이익 (USD)	-0.09	0.81	0.44	2.10
주당 EBITDA (USD)	0.63	0.89	0.98	2.23
PER (배)	-	84.7	272.3	112.4
EV/EBITDA (%)	106.8	83.5	137.0	112.3



자료: Bloomberg, Square, SK 증권

신설 은행은 ILC로 일종의 저축은행과 비슷

새로 설립한 은행 (Square Financial Services)은 엄밀히 말하면 ILC (Industrial Loan Company)다. ILC는 미국 예금보험공사 (FDIC)의 보호 대상이 되는 예금과 대출상품을 제한적으로 취급할 수 있는 대부회사로, 미국 은행지주법의 적용을 받지 않아 산업 자본의 소유가 허용되는 기업이다. 한국의 저축은행과 비슷하다고 보면 되는데, 미국에서는 보통 'Industrial bank'로 불린다. 모든 주에서 허용되는 것이 아니고 유타, 캘리포니아, 콜로라도, 네바다, 하와이, 인디애나, 미네소타 등 7개 주에서만 허용되고 있다.

은행, 후불결제 기업 인수로 고객을 락인 (Lock-in)

스퀘어는 은행뿐 아니라 2021년 8월 미국 후불결제 시장 2위인 Afterpay를 290억 달러에 인수 (주식교환)하기로 합의했다. 결국 은행 설립과 후불결제 기업의 인수는 자신의 고객을 락인 (Lock-in)하면서, 선순환 효과를 가져올 것으로 보인다. 이렇게 빠른 외형 확장을 지속하게 되면, Square는 미래에 비대면 금융시장의 강자가 될 것이라는 기대감이 주식시장에 확산되고 있다.

(3) Robinhood Markets (NASDAQ, 티커 HOOD)

증권업에 성공적으로 안착한
로빈후드

2021년 7월 나스닥에 성공적으로 상장된 Robinhood Markets (HOOD)는 미국 증권업에 무료 수수료를 확산시킨 Robinhood (이하 로빈후드)를 지배하는 지주회사다. 로빈후드는 핀테크에서 시작하여 기존 금융권에 성공적으로 안착한 대표적인 사례다. 로빈후드는 2013년 4월 Vladimir Tenev와 Baiju Bhatt가 '월가를 점령하라' 시위에서 영감을 얻어 '부자만이 아닌, 누구나 금융시장에 쉽게 참여하자'는 캐치프레이즈를 내세워 무료 트레이딩 플랫폼을 표방해 설립된 증권사다. 소액 거래가 많은 젊은 층 (평균 고객 연령 31세)에 어필하고 트레이딩 앱을 쉽게 만들어서 고객을 빠르게 늘렸으며, 암호화폐 거래도 가능하다.

미국 브로커리지 산업의
흐름을 바꿔 놓은 기업

2021년 6월말 기준 고객 수는 2,250만명, 고객 자산은 1,020억 달러, 연간 주식거래 총량은 350조 달러 (2020년, YoY +133%)에 달할 정도로 크게 성장했다. 로빈후드의 성공은 회사 자체의 성공으로만 이어진 것이 아니라 미국 증권업계의 무료 브로커리지가 보편화되는데 큰 영향을 줬다는 데에 의미가 있다. 한 마디로 요약해서 '산업의 흐름을 바꿔버린 것'이다.

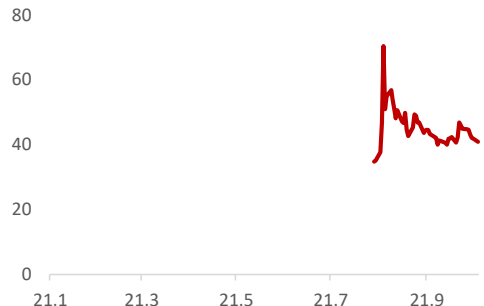
Robinhood Markets (HOOD)의 투자지표

Not Rated

현주가 (2021.10.5, USD)	42.0	52 주 최고/최저 (USD)	85.0/33.3		6개월	1년	3년	5년
Ticker	HOOD	시가총액 (백만 USD)	35,107	절대수익률 (단순주가)	NA	NA	NA	NA
거래소	NASDAQ	주식수 (천주)	835,675	금융업종대비 상대수익률	NA	NA	NA	NA
베타	NA	3개월 평균 거래량 (천주)	20,738	시장대비 상대수익률	NA	NA	NA	NA
최대 주주	Index Venture (11.6%)	결산월	12월					

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021E
순영업수익 (백만 USD)	175	278	959	2,004
거래관련수익 (백만 USD)	NA	171	720	NA
세전이익 (백만 USD)	NA	-108	14	-2,300
순이익 (백만 USD)	-57	-107	7	-2,734
주당순영업이익 (USD)	#DIV/0!	0.3	1.1	2.4
ARPU (USD)	66.5	65.7	108.9	137.0
주당순이익 (USD)	#DIV/0!	-0.1	0.0	-3.3
PER (배)	-	-	-	NA
PSR (배)	-	-	-	17.5

(USD)



자료: Bloomberg, Robinhood, SK 증권

주: PFOF (Payment for Order Flow)는 거래관련수익에 포함

시가총액이 한때 580 억 달러를 기록

2020 년 7 월 장외 유상증자 당시 86 억 달러의 가치를 인정받으며 금융시장을 놀라게 했는데, 상장 이후의 가치는 이를 훨씬 상회하고 있다. 2021 년 7 월 상장 후 시가총액은 한때 580 억달러 (최근 350 억 달러)에 이르기도 했다.

미국 브로커리지 산업의 흐름을 바꿔 놓은 기업

로빈후드는 점포가 없는 언택트 증권사다. 점포가 없으면 제휴 은행들에 대한 수수료 비용이 많이 소요되지만, ‘규모의 경제’를 달성하게 되면, 각종 관리비용에 대한 부담이 감소되는 측면이 있다. 무점포 금융회사는 한국에서도 키움증권, 카카오뱅크의 사례에서 보면 상당히 성공 가능성이 높은 사업모델이다. 주식거래 수수료가 무료이기 때문에 로빈후드의 주요 수익원은 1) 고객 위탁금을 이용한 이자마진, 2) 고객에 대한 신용융자 (금리 약 5%), 3) 골드회원의 회비, 그리고 실질적으로 핵심 비즈니스인 4) PFOF (Payment for Order Flow) 등이다.

PFOF 에 대한 규제 가능성이 논의되면서 주가 약세

이제는 한국에도 많이 알려진 PFOF 는 고객의 매매정보를 A.I 를 활용해 데이터화해서 헷지펀드 등 기관고객에게 팔아 얻는 수익이다. 미국에서도 PFOF 수익에 대한 여론이 좋지 않아, 로빈후드는 실적 보고서에 PFOF 수익을 “Transaction based Revenue”에 포함시켜 놓고 정확한 금액을 공표하지 않고 있다. 지난 8 월 30 일 미국 증권거래위원회가 PFOF 를 금지할 수도 있다고 시사한 뒤 로빈후드의 주가는 한 단계 레벨다운한 바 있다. 향후 로빈후드도 금융 당국의 규제를 어떻게 해결하고 더 성장해야 할지 고민할 시점이다. 어쨌든 로빈후드는 핀테크 회사로 시작하여 실물 금융업에 진출했고, 미국 증권업의 판도를 바꿔 놓은 기업이 되었다.

(4) Afterpay (호주 ASX, 티커 APT.AX)

글로벌 고객 수 1,600 만명의
후불결제 기업

호주 증시에 상장된 Afterpay (APT.AX)는 2014 년 호주에서 설립되어 뉴질랜드, 캐나다, 미국 등으로 사업을 확장한 '후불결제 (BNPL)' 기업이다. 2021 년 6 월말 현재 글로벌 고객 수는 1,600 만명 (미국 1,050 만명), 제휴 판매사는 98,000 개다. 2017 년만 해도 주가가 5 달러 (AUD [₩]) 내외에 불과했으나, 최근에는 130 달러 대에 안착해 시가 총액이 한화 30 조원을 상회한다. 최근 주가 상승은 Square 로의 피인수 때문인데, 인수 가격이 290 억 달러 (USD)에 달한다.

무이자 할부 서비스 제공하고,
판매자로부터 수수료 수취

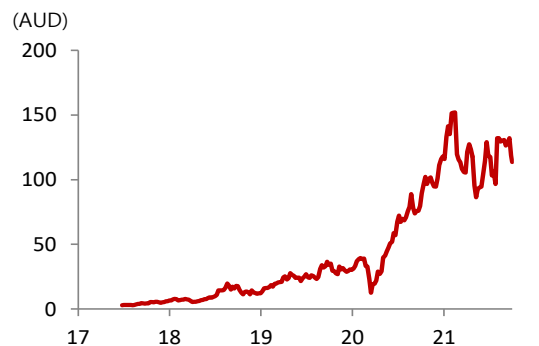
Afterpay 는 자사의 후불결제 소비자를 대신하여 가맹점 (판매자)에 구매 금액을 지불하고, 4~6%의 수수료를 받는다. 그리고 후불결제 시스템을 이용한 고객에게 6 주 (2 주마다 대금 수취)의 무이자 할부 서비스를 제공한다. 가맹점은 수수료를 지급하는 대신 지금 당장 돈이 없는 고객에게도 물품을 팔 수 있어 이득이다. 소비자들은 무료로 소비할 수 있다는 장점이 있다. 반면 소비자에게 과도한 리스크를 초래할 수 있다는 우려가 제기되기도 한다.

Afterpay (APT.AX)의 투자지표

Not Rated

현주가 (2021.10.5, AUD)	113.6	52 주 최고/최저 (AUD)	160.1/81.9		6 개월	1 년	3 년	5 년
Ticker	APTAX	시가총액 (백만 AUD)	33,007	절대수익률 (단순주가)	-2.1	36.1	541.8	NA
거래소	호주 ASX	주식수 (천주)	291,170	금융업종대비 상대수익률	-12.4	-9.5	530.4	NA
베타	2.0	3 개월 평균 거래량 (천주)	1,443	시장대비 상대수익률	-7.4	14.5	524.6	NA
최대 주주	E. Mathew (6.9%)	결산월	6 월					

	2019.6	2020.6	2021.6	2022.6E
총매출 (백만 AUD)	5,247	11,114	21,087	NA
영업수익 (백만 AUD)	264	519	925	1,572
보통주순이익 (백만 AUD)	-43	-20	-156	36
EBITDA (백만 AUD)	26	44	39	174
주당영업이익 (AUD)	1.14	2.00	3.18	5.40
주당순이익 (AUD)	-0.18	-0.08	-0.55	0.13
주당 EBITDA (AUD)	0.11	0.17	0.13	0.60
주가/영업이익 (배)	10.3	16.2	32.2	21.0
EV/EBITDA (%)	111.8	199.8	802.2	197.2



자료: Bloomberg, Afterpay, SK 증권

주: 1 호주달러 (AUD)는 약 0.73USD (9/24 기준)

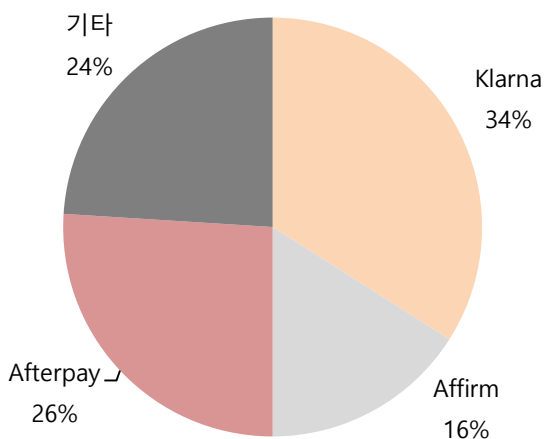
‘무이자 & 연체료’ 사업모델은 Klarna와 비슷

Afterpay를 이용해 후불결제 및 무이자 할부 서비스를 이용한 소비자가 연체하면, 고객은 첫 연체료 10달러, 7일마다 추가로 7달러를 내야 한다. 참고로 미국 후불결제 시장 점유율 1위인 Klarna와 2위인 Afterpay는 ‘무이자 & 연체료 수취’ 모델인 반면, 3위인 Affirm은 ‘무이자/이자 혼용 & 무연체료’ 방식으로 운영한다. Afterpay의 영업 수익에서 연체 수수료가 차지하는 비중은 약 20%다. 호주에서는 워낙 Afterpay가 성공적으로 정착되어, 신용카드 산업 매출 역성장 원인이 되기도 했다.

최근 미국시장 점유율 26%로 2위

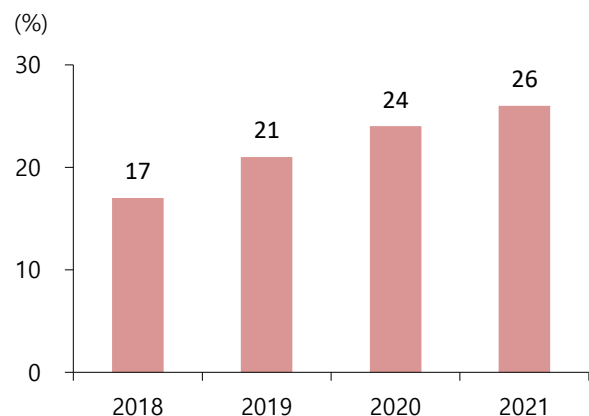
Afterpay는 MZ 세대가 전체 사용자의 75%에 달하는 주요 고객층인 것으로 알려졌다. 참고로 eMarketer에 의하면 미국의 후불결제 고객 중 MZ 세대의 비중은 2021년 현재 67% 수준이다. 모바일 데이터 리서치업체인 Sensor Tower에 의하면, 2021년 1분기 Afterpay의 미국 BNPL 시장 점유율은 2018년 17%에서 지속적으로 상승한 결과, 2021년 1Q 26%로 업계 2위를 차지하고 있다.

2021.1Q 미국 BNPL 시장 업체별 점유율



자료: Sensor Tower, SK 증권

Afterpay의 미국 BNPL 시장 점유율 추이



자료: Sensor Tower, SK 증권
주: 2021년은 1Q 기준

Square로의 피인수 가격 290억 달러

2021년 8월 미국의 Square (SQ)가 290억 달러에 Afterpay를 주식교환 방식으로 인수 (2022년 3월까지 완료)하기로 합의했다. 2021년 (6월 결산) 영업수익이 9.2억 AUD (약 6.9억 USD)에 불과하고, 아직 적자인 기업의 M&A 규모로는 매우 큰 것이다. 종합 금융플랫폼을 지향하는 Square 입장에서 미국 후불결제 시장 2위인 Afterpay는 매우 매력적인 M&A 대상일 수 밖에 없다.

(5) Shopify (SHOP)

E-커머스 솔루션 제작을
바탕으로, 각종 부가 서비스를
제공하는 기업

캐나다에서 시작해 글로벌 E-커머스 솔루션 회사로 성장한 Shopify (티커 SHOP)는 소규모 사업자들이 자체 판매 시스템을 갖추도록 만들어주고 수수료를 받는 것이 기초 비즈니스다. 이를 바탕으로 사업자들에게 각종 부가 서비스를 제공하는 것으로 사업의 영역을 확장해 왔다. 사업자 고객 수가 이미 170 만개에 달하고, 고객을 통한 총 상품 거래액은 전세계에서 아마존에 이어 2 위를 차지하고 있다. E-커머스 기업들과는 달리 D2C (Direct to Customer) 생태계의 지배자라고 할 수 있다.

부가 서비스인 'Merchant
Solutions' 매출이 크게 증가

Shopify 는 기초 비즈니스 (E-커머스 시스템 제작)를 바탕으로 고객들에 대한 부가 서비스인 'Merchant Solutions' 매출이 크게 늘고 있다. 이는 결제, 판매정보관리, 온오프라인 재고 통합관리 등을 개발해 판매하고, 금융 서비스를 제공하는 것이다. Shopify Capital 은 고객들을 대상으로 금융 서비스를 제공하는 자회사다. Shopify Capital 의 매출은 크게 1) MCA (Merchant Cash Advance, 단기 현금서비스)와 2) 사업자 대출로 나뉜다. Shopify Capital 의 특징은 사업자 고객들이 대출 신청을 하기도 하지만, 회사 측이 먼저 대출을 제안하는 일종의 'Push Marketing'을 한다는 점이다

Shopify (SHOP)의 투자지표

Not Rated

현재가 (2021.10.5, USD)	1,318.1	52 주 최고/최저 (USD)	1,650.0/875.0
Ticker	SHOP	시가총액 (백만 USD)	163,918
거래소	NYSE	주식수 (천주)	123,463
베타	1.49	3 개월 평균 거래량 (천주)	1,042
최대 주주	Morgan Stanley (5.2%)	결산월	12 월

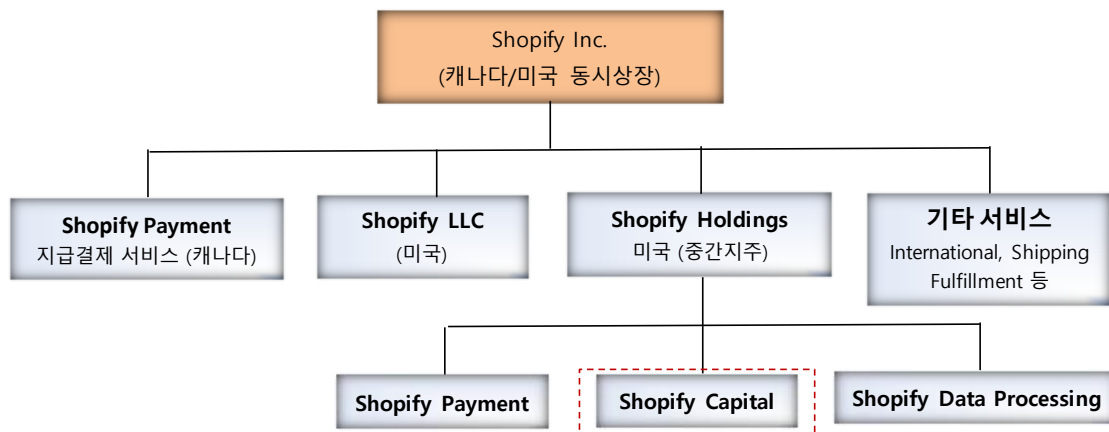
	6 개월	1 년	3 년	5 년
절대수익률 (단순주가)	14.0	26.6	805.3	2,917.6
금융업종대비 상대수익률	2.8	-31.2	767.4	2,820.6
시장대비 상대수익률	7.3	-2.7	754.7	2,816.5

	FY2019	FY2019	FY2020	2021E
영업수익 (백만 USD)	1,073	1,578	2,929	4,619
영업이익 (백만 USD)	-92	-141	90	702
세전이익 (백만 USD)	-65	-96	240	1,578
순이익 (백만 USD)	-65	-125	320	2,187
주당영업수익 (USD)	10.16	13.96	23.73	37.41
주당영업이익 (USD)	-0.87	-1.25	0.73	5.68
주당순이익 (USD)	-0.61	-1.10	2.59	17.72
PER (배)	-	-	306.3	74.4
PSR (배)	13.9	20.1	33.4	35.2



자료: Bloomberg, Shopify, SK 증권

Shopify의 기업지배 구조



자료: Shopify, SK 증권이 재구성

빅데이터를 활용한 고객 평가 능력이 핵심

Shopify Capital은 Shopify가 보유한 빅데이터와 머신러닝 기술로 과거 판매 동향 및 최근 실적 등 핵심 변수를 분석해 사업자의 성장 잠재력과 대출 상환능력을 파악하는 시스템을 갖고 있다. 이는 신용위험에 대한 측정을 명확하게 할 수 있어 연체를 방지함과 동시에 적절한 Pricing이 가능하다는 장점이 있다.

이용자 입장에서든 편의성이 좋아서 선호

사업자 입장에서 은행보다 훨씬 문턱이 낮고, 적시에 대출을 받을 수 있다는 장점이 있다. 회사측 데이터에 의하면, 2016년 4월 Shopify Capital이 대출 비즈니스를 론칭한 후 대출 고객의 76%가 다시 대출 서비스를 이용했다고 한다. 고객들이 대출의 종류(대출, 현금서비스)를 선택하고 회사 측의 대출 권유에 2~5일 내에 자금이 들어오는 편의성에 대해 고객들이 만족하고 있는 것이다. 2021년 2Q 기준 Shopify Capital의 누적 대출액은 23억 달러, 분기 대출 잔액은 4.2억 달러를 기록했다.

원리금을 사업자 매출에서 공제하는 형식으로 운영

Shopify Capital의 대출 서비스는 원리금을 사업자 매출에서 공제되는 형식으로 운영된다. 예를 들어 사업자가 10,000달러의 대출원금과 12개월 5%의 상환이율(회사 측 은 Factor rate으로 지칭)을 약정했을 경우, 상환해야 할 부채는 총 10,500달러다. 사업자는 Shopify를 통해 구축한 온라인 판매에서 Shopify Capital에 10,500달러를 전액 상환될 때까지 매출의 5%(예)를 자동 지급하게 되는 것이다. 60일마다 최소 1,750달러(총 부채 10,500달러의 1/6)를 지불해야 하며, 부족분은 은행 계좌에서 자동으로 인출된다. Shopify Capital은 비상장 기업이어서 지주회사인 Shopify의 IR 자료에 간간히 소개될 뿐 비즈니스 규모에 대한 상세한 데이터는 공표하지 않고 있다.

증시에서는 Shopify의 SOHO
금융 경쟁력을 높이 평가 중

Shopify는 그 동안 엄청난 주가 상승으로 시가총액이 1,600억 달러 (10/5 기준)에 달한다. 주식시장의 높은 평가가 기존 메인 비즈니스인 E-커머스 시스템 구축에 대한 가치를 반영한 결과는 아닐 것이다. 주식시장은 부가서비스인 Merchant Solutions의 성장성, 특히 금융 비즈니스에 대한 성장성에 높은 점수를 주고 있는 것이다. Shopify 이미 SOHO 금융 시장에서 어느 정도 주도권을 갖고 있으며, 그 지배력을 점차 확대하고 있는 고성장 기업이다.

(6) Ant Group (비상장)

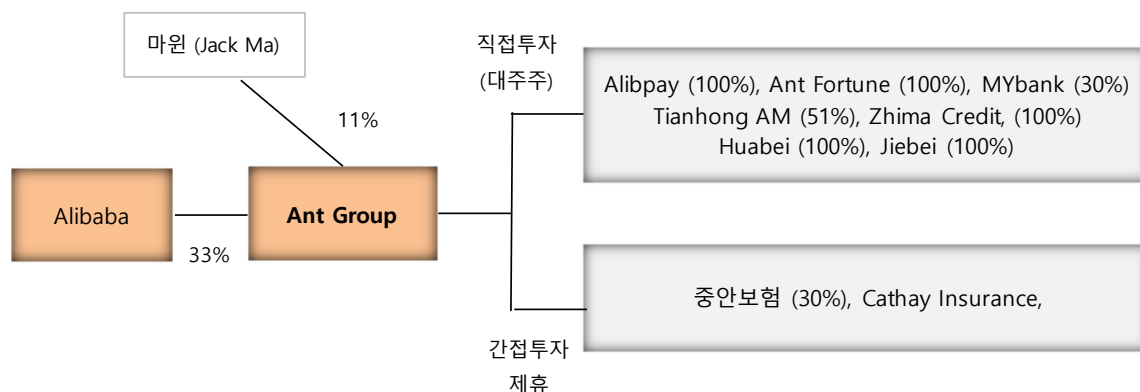
Alibaba 산하의 중간 금융
지주회사로 다양한 금융업을
영위 중

Alibaba (BABA) 산하의 Ant Group 은 일종의 중간 금융지주회사의 역할을 하고 있다. 지급결제를 중심으로 은행, 보험, 마이크로대출, 자산운용 등 다양한 금융업을 영위하고 있다. 은행 (Mybank)을 제외한 대부분의 자회사들에 대해 50% 이상의 지분을 보유하고 있어, 직접 자회사들을 지배하는 시스템을 갖고 있다. 지난 2020 년 10 월 미 증시 상장을 추진하다가 중국 당국의 제지로 인해 무산된 바 있다. Ant Group 의 상장 무산을 기점으로 중국 정부가 플랫폼 공룡들의 금융 비즈니스에 대해 보수적인 정책으로 전환했다고 볼 수 있다.

그룹의 핵심 사업인 Alipay 의
고객 데이터를 바탕으로 각종
금융 서비스를 제공하면서
고성장

Ant Group 의 핵심 비즈니스는 당연히 Alipay 의 지급결제 사업이다. 미국 Paypal 을 벤치마킹해서 시작했지만, 대주주인 Alibaba 생태계의 지급결제 서비스를 담당하면서 지금은 AUM 이 7 억을 넘는 글로벌 지급결제 기업으로 성장했다. Alipay 의 지급결제 서비스 자체는 수익성이 낮은 대신, 이를 통해 적당한 사용자 정보와 빅데이터를 기반으로 Ant Group 내 계열사들이 बैं킹, 자산운용, 소액대출, 보험, 자산관리 서비스 등을 제공할 수 있는 기반이다.

Ant Group 의 기업지배구조 요약



자료 Ant Group, SK 증권이 재구성

MYbank, 소기업과 자영업자
대상 인터넷 전문은행

중국에서 가장 먼저 만들어진 (2015 년) 인터넷은행인 MYbank (Ant Group 지분을 30%)는 중국 내 소기업과 자영업자 대상 무담보 소액대출을 주요 비즈니스로 하는 은행이다. Ant Group 의 AI 리스크 관리 기술을 활용해 신용위험 관리와 마케팅을 영위하고 있다. 고객들이 모바일 기기로 대출을 신청하는 데 3 분도 걸리지 않고, 즉시 승인을 받을 수 있어 편의성이 좋다

소액대출 사업 부문은 Ant Group의 캐쉬카우

Ant Group은 개인 소액대출 회사인 Huabei, Jiebei (둘 다 기업명이 아닌 상품명이지만 일반적으로 통칭)를 운영하고 있다. Huabei는 온라인 쇼핑몰 판매자 및 구매 고객에게 신용대출을 제공하는데, 일종의 ‘후불결제’의 개념을 도입한 상품이다. 신용카드 보급률이 낮은 중국에서는 신용카드를 대체하는 역할을 할 수 있어, 빠르게 성장한 바 있다. Jiebei는 개인 대상 무담보 소액 대출 서비스로, Alibaba와 Alipay의 빅데이터를 신용 평가에 활용함으로써 리스크를 효과적으로 관리하고 있다. 이렇게 Ant Group의 소액대출 비즈니스는 Alibaba 생태계를 활용한 사업이라고 볼 수 있다. 실제로 소액대출 사업 부문은 Ant Group의 캐쉬카우 역할을 하고 있을 정도로 부실도 적고 호황인 상태다.

신용평가사인 Zhima Credit, 고객 데이터 활용에 중요한 역할을 시행

은행, 소액대출 등 신용평가가 중요한 사업의 경우 신용평가회사인 Zhima Credit이 큰 역할을 하고 있다. Zhima Credit은 2015년부터 자체 개발한 개인 신용평가 시스템을 사용 중이다. 신용평가 시스템에는 전자상거래 플랫폼을 이용하는 사업자와 개인 소비자들의 고객 정보, 대출 중개 과정에서 발생한 정보, 제 3자 신용조회 서비스, 금융 서비스 이용자의 결제내역, 신용카드 연체여부, 각종 요금 납부 상황, 모바일 결제 및 재테크 상품 가입 내역 등이 기반이다. MyBank는 Zhima Credit의 신용평가 점수를 대출 금액과 금리 등을 결정에 적극 활용하고 있다. Ant Group의 소비자들은 Huabei와 연계하여 Zhima Credit에서 받는 신용 점수에 따라 구매한도를 부여받고 온라인에서 상품을 먼저 구매한 후, 대금을 상환하기도 한다. 그리고 판매자는 Huabei로부터 물품대금을 선지급 받을 수 있다.

중국 정부의 규제, 분할 명령 등으로 향후 난관이 예상됨

Ant Group은 지난 2020년 10월 미 증시 상장을 추진하다가 중국 당국의 제지로 인해 무산된 바 있다. Ant Group의 상장 무산을 기점으로 중국 정부가 플랫폼 공룡들의 금융 비즈니스에 대해 보수적인 정책으로 전환했다고 볼 수 있다. 최근 파이낸셜 타임즈에 따르면, 중국 정부는 대규모 공공 대출 플랫폼을 만들기 위해 알리페이를 분할할 계획을 세우고 있다고 보도했다. 중국 정부는 알리페이에서 분리된 앱 (특히 신용평가)들의 일부를 국유화하고, Ant Group은 국유화된 신용평가회사에 사용자 데이터를 제공해야 할 것으로 보인다. 중국 정부의 이러한 규제 강화는 장기적으로 Ant Group의 기업가치에 부정적인 요인으로 작용할 전망이다.

Compliance Notice

- 작성자 (구경희 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 (2021.10.8) 현재 보고서에 언급된 기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sksec.co.kr

02-3773-9083

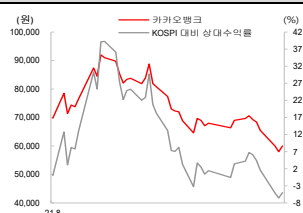
Company Data

자본금	23,755 억원
발행주식수	47,510 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	285,060 억원
주요주주	
카카오	27.3%
한국금융지주 등	27.3%
외국인지분율	5.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/10/07)	60,000 원
KOSPI	2959.46 pt
52주 Beta	0.27
52주 최고가	92,000 원
52주 최저가	58,000 원
60일 평균 거래대금	7,225 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.8%	-11.5%
6개월	-	-
12개월	-	-

카카오뱅크 (323410/KS | 중립(유지) | T.P 64,000 원(유지))

밝은 미래가 기다리지만 문제는 밸류에이션

금융업종 시가총액 1 위를 유지할만한 자격이 있는 새로운 강자. 문제는 밸류에이션을 감안할 때 주가 상승 여력이 크지 않다는 점. 2026 년 순이익은 1 조원에 근접할 정도로 실적이 빠르게 개선될 것. 경쟁사와 밸류에이션 격차를 유지하기 위해서는 '고객 데이터를 활용한 신용평가 능력' 에서 차별화 포인트를 보여 줘야 함. 주택담보대출 및 플랫폼 비즈니스 (주로 금융상품 중개)의 성장 여부도 중요

금융업종 시가총액 1 위의 새로운 강자이지만, 문제는 밸류에이션

장기적으로 고성장이 예상되고, 국내 은행업계에 새로운 강자로 떠오르는 기업이다. 글로벌 언택트 은행의 모범사례, 은행업에 개혁을 불러올 기업, 국내 은행주 사상 최고의 기업가치, 성공적인 디지털 금융플랫폼 등 카카오뱅크를 설명하는 문장은 칭찬 일색이다. 문제는 Valuation 이다. 기존에 평가한 기업가치 (목표주가 64,000 원)를 조정할 만한 변화 요인이 없어, 아쉽지만 '중립' 의견을 유지한다.

2026 년 순이익은 1 조원에 근접할 정도로 실적이 빠르게 개선될 것

장기적으로 이익 증가세는 매우 빠를 전망이다. 카카오뱅크의 순이익은 2021 년 2,590 억원에서 5 년 후인 2026 년 9,790 억원으로 4 배 가까이 성장할 전망이다. 같은 기간 동안 ROE 는 6.1%에서 11.4%로 상승할 것으로 예상된다.

기존에 없던 새로운 존재, 적정 기업가치에 대한 더 많은 논의가 필요함

기존 금융주와 동일 선상에서 비교할 수 없어, 현재로서는 기업가치를 객관적으로 평가할 방법이 존재하지 않는다. 카카오뱅크의 적정 가치에 대해서는 더 많은 논의가 필요하다. 장기적으로도 경쟁사와 밸류에이션 격차를 유지하기 위해서는 핵심적인 차별화 포인트가 필요하다. 이 차별화 포인트는 '고객 데이터와 A.I 를 활용한 신용평가 능력' 을 입증해야 한다는 점이다. 주택담보대출 및 플랫폼 비즈니스 (주로 금융상품 중개)의 성장에 대해서도 시장은 많은 관심을 갖고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
총영업이익	십억원	123	214	384	625	920	1,210
YoY	%	흑전	73.1	79.8	62.7	47.2	31.5
영업이익	십억원	-21	13	123	322	554	773
YoY	%	적지	흑전	824.6	162.9	71.8	39.6
당기순이익	십억원	-21	14	114	259	420	586
YoY	%	적지	흑전	727.5	127.8	62.1	39.6
영업이익/총영업이익	%	-17.2	6.2	31.9	51.6	60.2	63.9
총영업이익/자산	%	1.4	1.2	1.6	2.0	2.2	2.3
ROE	%	-2.3	1.0	5.1	6.1	7.2	9.2
ROA	%	-0.23	0.08	0.46	0.82	1.00	1.11
배당성향	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정 EPS	원	-81	38	279	542	878	1,226
BPS	원	4,386	4,598	6,861	11,793	12,672	13,898
주당배당금	원	0	0	0	0	0	0
수정 PER	배	NA	NA	NA	110.8	68.3	48.9
PBR	배	NA	NA	NA	5.09	4.73	4.32
배당수익률	%	NA	NA	NA	0.0	0.0	0.0

기존 목표주가 64,000 원
유지

카카오뱅크의 적정 시가총액은 약 30.7 조원, 즉 2021 년말 예상 PBR 5.45 배다. 이를 바탕으로 64,000 원의 목표주가를 유지한다.

기본적으로 카카오뱅크는 1) 성장률 프리미엄, 2) 언택트 금융의 프리미엄, 3) 국내 최대 플랫폼기업과의 가치 공유 프리미엄 등이 있다. 이를 감안하면 국내 은행주 역사상 가장 높은 밸류에이션을 받는 것이 적절하다. 국내 은행주 역사상 가장 높은 밸류에이션을 받은 것은 PBR 기준으로 1999 년 6 월 주택은행 (KB 금융)이 받은 2.36 배다. 카카오뱅크의 적정 PBR 5.45 배는 2.36 배 (은행주 역사상 최고 PBR)에 2.31 배 (1999 년과 현재의 금리 변화 감안한 Multiple 상승)를 곱해서 계산했다.

카카오뱅크 주당 가치 계산 방법

- 목표주가 = Target PBR X BPS
- Target PBR = 국내은행 역사상 최고치 (정상적 상황 시)에 금리차 반영
- 1999 년 6 월 KB 금융 (전신인 주택은행)이 월평균 2.36 배를 기록한 것이 정상적인 상황 하에서의 은행 최고 PBR
- 당시 금리 (국고채 3 년물)는 6.76% (1999 년 상반기 평균) → 최근 금리를 1.5%로 가정하면 같은 기간 동안 채권 가격은 2.31 배로 상승
- PBR 2.36 배 X 2.31 배 (할인을 하락으로 인한 밸류에이션 상승) = 5.45 배
- 5.45 배 X 5.64 조원 (IPO 후 2021 년말 예상 자기자본) = 30.7 조원

⇒ 30.7 조원 / 4 억 7,777 만주 ≈ 64,000 원

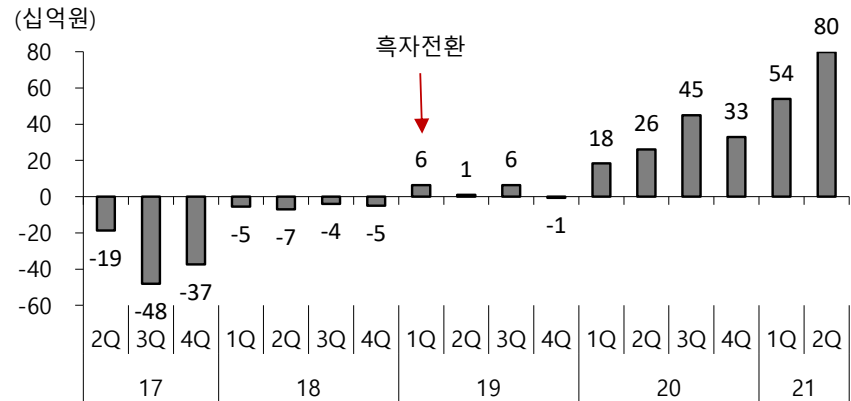
자료 SK 증권

주. 국내 은행업종 PBR 역사는 1985 년 이후 기준

2026 년 총자산 90 조원
돌파 예상

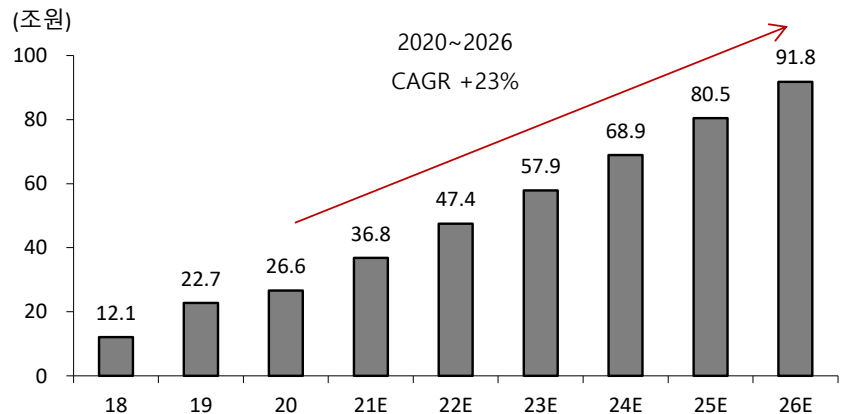
카카오뱅크는 시장 예상보다 매우 빠른 2019 년 상반기에 이미 흑자로 돌아섰다. 설립 후 3 년 만에 흑자를 기록한 것이다. 뿐만 아니라 그 이후의 이익 증가세도 매우 빠르다. 2021 년 1Q 에는 540 억원, 2Q 에는 800 억원의 세전이익이 발생했다. 카카오뱅크는 이번 상장으로 자기자본이 확대됨에 따라 대출 확대를 통한 수익 증가를 지속할 수 있을 전망이다. 2019 년 레버리지 배율 (자산/자기자본)이 13.5 배까지 상승하기도 했으나, IPO 에 힘입어 금년 말에는 6.5 배로 줄어들 전망이다. 그 만큼 대출을 늘릴 여유가 발생한 것이다. 향후 2026 년까지 카카오뱅크의 자산 증가율은 연평균 23% (CAGR)로 예상한다.

카카오뱅크의 분기별 세전이익 추이



자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

카카오뱅크의 자산 규모

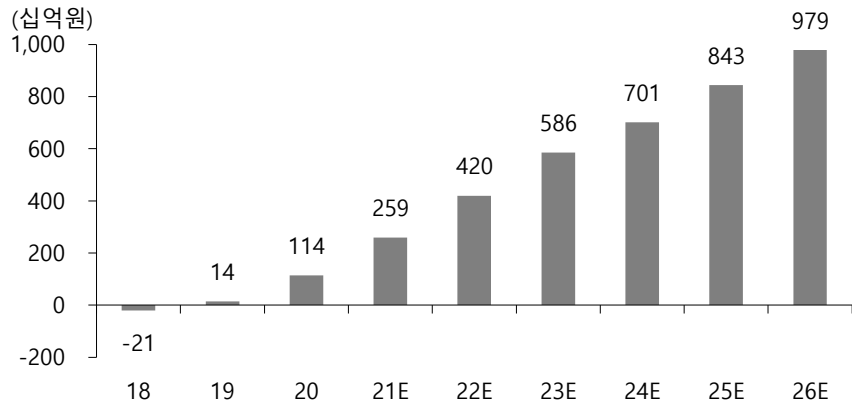


자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

2026년 순이익 1 조원에
근접할 전망

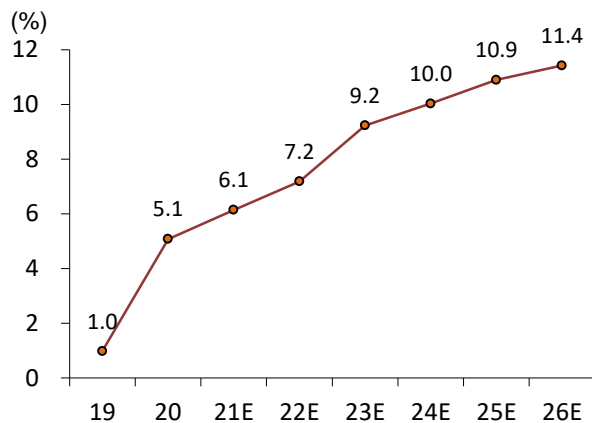
종합적인 측면을 고려할 때 카카오뱅크의 순이익은 2021년 2,590 억원에서 5년 후인 2026년 9,790 억원으로 4 배 가까이 성장할 전망이다. 같은 기간 동안 ROE는 6.1%에서 11.4%로 상승할 것으로 예상된다. ROA는 0.82%에서 1.14%로 상승한다고 가정했다. 참고로 2021년 주식시장 은행업종 평균 ROA는 0.51%로 예상되는데, 카카오뱅크처럼 상승세를 보이지는 못할 전망이다.

카카오뱅크의 순이익 추정치



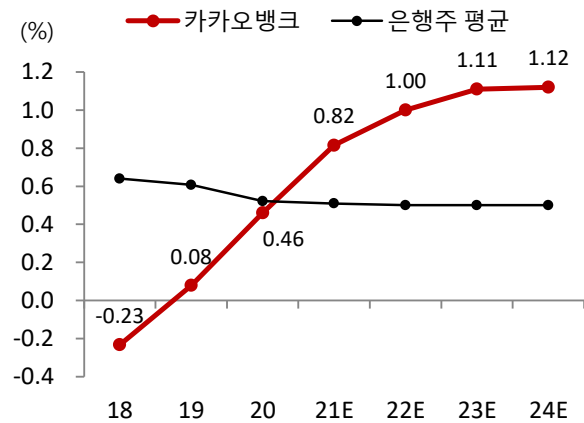
자료: 카카오뱅크 SK 증권 추정

카카오뱅크 ROE 추정



자료: 카카오뱅크 SK 증권 추정

카카오뱅크 ROA 추정 (은행주 평균과의 비교)



자료: 카카오뱅크 SK 증권 추정

카카오 플랫폼, 언택트 금융의
메리트, 빠른 증자와 적극적인
투자 등이 성공 요인

카카오뱅크의 빠른 성장과 흑자 전환에는 네 가지 이유가 있다. 첫째, 압도적인 경쟁력을 보유한 카카오의 플랫폼을 이용한 비즈니스 모델이 성공적으로 자리잡은 결과다. 둘째, 언택트 금융회사로서의 메리트가 존재했다. 셋째, 설립 초기에 빠른 증자와 적극적인 인프라 투자를 통한 외형 확장 정책을 펼친 것이 주효했다. 넷째, 핵심 사업부문을 적절히 선택하고 집중했다.

카카오뱅크의 초기 성공 요인

1. 압도적인 경쟁력을 보유한 카카오와 플랫폼을 공유
2. 언택트 금융회사로서의 메리트
3. 설립 초기에 빠른 증자와 적극적인 인프라 투자를 통한 외형 확대
4. 핵심사업 (고신용자 대출)에 대한 적절한 선택과 집중

자료: SK 증권

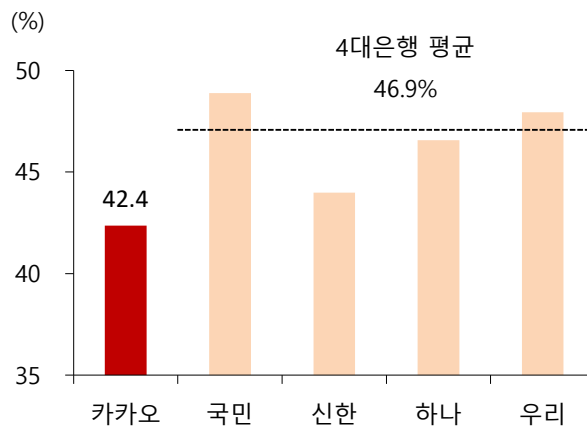
언택트 금융 모델 자체가
수익성 측면에서 큰 메리트

손익 측면에서 카카오뱅크가 가장 유리한 것은 점포망이 없는 언택트 금융 모델을 갖고 있다는 점이다. 1990년대에는 점포망이 약한 은행들이 밸류에이션 상 감점을 받은 적도 있으나, 비대면 채널이 활성화된 지금은 오히려 점포가 없는 것이 강점이다. 점포망이 없어서 가장 유리한 점은 판관비가 적게 들어간다는 것이다. 카카오뱅크는 향후 인원이 증가하더라도 자산 증가 속도보다는 느리게 증가할 전망이다. 언택트 금융회사의 약점은 고객에게 입출금 서비스를 제공하기 위해서는 각종 수수료 비용이 많이 든다는 점이나, 일반 금융회사들의 점포/인력 유지비용에 비해서는 부담이 작다.

이미 대형은행들에 비해
비용/수익 효율성이 더 좋음

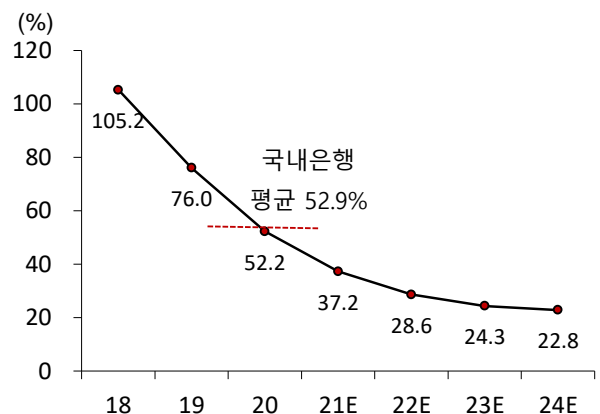
카카오뱅크의 Cost-Income Ratio(순영업수익 대비 판관비의 비율)은 2020년 52.2%를 기록했다. 이는 국내 은행 평균치인 52.9%를 하회하는 것으로, 영업 개시 3년 만에 업계 평균치보다 양호한 비용 효율성을 기록한 것은 매우 성공적이다. 게다가 2021년 상반기에는 이 비율이 42.4%로 더 내려갔다. 더 긍정적인 것은 카카오뱅크가 아직 '규모의 경제'에 올라서지 못했다는 것이다. 빠르면 2022년부터 카카오뱅크의 Cost-Income Ratio는 30%를 하회할 것으로 예상된다.

2021년 상반기 대형은행들과의 Cost-Income Ratio 비교



자료: 카카오뱅크, 금감원 (FISIS), SK 증권

카카오뱅크의 Cost-Income Ratio 추정치



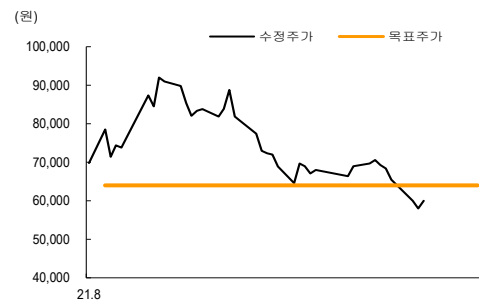
자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

장기적으로 높은 밸류에이션을
유지하려면 차별화 포인트가
필요

당분간은 카카오뱅크에 대한 시장의 높은 관심을 감안할 때, 기존 은행들과의 밸류에이션 격차가 크게 유지될 전망이다. 하지만 장기적으로도 밸류에이션 격차를 유지하기 위해서는 핵심적인 차별화 포인트가 필요하다. 이 차별화 포인트는 ‘고객 데이터와 A.I를 활용한 신용평가 능력’을 입증해야 한다는 점이다. 이 부분에서 차별화된다면 향후 사업을 확대할 예정인 중금리 대출 분야에서 대손을 최소화할 수 있고, SOHO 대출까지도 확대할 수 있는 결과를 가져올 수 있다.

반면 디지털 플랫폼 계열사라는 장점을 살리지 못하고 고객 신용위험 측정에 실패한다면, 중금리 대출 부문에서 저조한 성과를 거둘 것이다. 이는 기존 은행과 차별화되어 있다고 보는 투자자들의 실망감을 가져오면서, 증시에서 밸류에이션 하락 효과로 이어질 수도 있다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.08	중립	64,000원	6개월		
2021.08.09	중립	64,000원	6개월	18.02%	43.75%



Compliance Notice

- 작성자(구경화)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 10 월 7 일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
현금및예치금	226	1,196	1,304	1,330	1,356
유가증권	2,877	4,261	5,625	5,850	6,084
대출채권	19,194	20,663	29,341	39,611	49,513
유형자산	47	46	48	50	52
무형자산	56	45	43	43	45
기타자산	324	439	472	563	842
자산총계	22,724	26,650	36,832	47,446	57,893
예수부채	20,712	23,539	30,836	41,012	50,855
차입성부채	0	0	0	0	0
기타금융부채	0	0	0	0	0
비이자부채	333	314	361	379	398
부채총계	21,045	23,853	31,197	41,391	51,253
자본금	1,825	2,038	2,389	2,389	2,389
자본잉여금	-22	760	2,988	2,988	2,988
이익잉여금	-127	-14	245	665	1,250
기타자본	3	13	13	13	13
자본총계	1,679	2,797	5,635	6,054	6,640

손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
총영업이익	214	384	625	920	1,210
이자이익	248	408	618	884	1,154
이자수익	495	599	881	1,194	1,546
이자비용	247	191	262	311	393
비이자이익	-34	-24	7	36	56
금융상품관련손익	49	14	10	8	9
수수료이익	-54	7	53	73	92
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-28	-45	-56	-45	-45
대손비용	36	61	70	103	143
일반관리비	162	201	233	263	294
영업이익	13	123	322	554	773
영업외이익	0	-0	0	0	0
세전이익	13	122	322	554	773
법인세비용	-1	9	63	134	187
법인세율 (%)	-	-	(20.0)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	14	114	259	420	586

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성 지표					
수정ROE	1.0	5.1	6.1	7.2	9.2
ROA	0.1	0.46	0.82	1.00	1.11
NIM (순이자마진)	1.67	1.68	1.90	1.95	1.94
대손비용률	0.29	0.32	0.28	0.30	0.32
Cost-Income Ratio	76.0	52.2	37.2	28.6	24.3
ROA Breakdown					
총영업이익	1.23	1.56	1.97	2.18	2.30
이자이익	1.42	1.65	1.95	2.10	2.19
비이자이익	-0.19	-0.10	0.02	0.09	0.11
대손비용	-0.21	-0.25	-0.22	-0.25	-0.27
일반관리비	-0.93	-0.81	-0.73	-0.62	-0.56
총영업이익 구성비					
이자이익	115.9	106.3	98.9	96.1	95.4
비이자이익	-15.9	-6.3	1.1	3.9	4.6
수수료이익	-25.4	1.8	8.5	8.0	7.6
기타	9.5	-8.0	-7.4	-4.0	-3.0
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	13.1	19.6	22.8	19.4	18.8
Total BIS비율	13.5	20.0	23.2	19.8	19.1
NPL비율	0.22	0.25	0.26	0.28	0.30
총당금/NPL 비율	173.0	180.2	181.8	190.3	195.1

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	87.4	17.3	38.2	28.8	22.0
대출증가율	111.3	7.7	42.0	35.0	25.0
부채증가율	91.6	13.3	30.8	32.7	23.8
BPS증가율	4.8	49.2	71.9	7.4	9.7
총영업이익증가율	흑전	79.8	62.7	47.2	31.5
이자이익증가율	35.0	64.8	51.5	42.9	30.5
비이자이익증가율	적지	적지	흑전	449.2	55.0
일반관리비증가율	25.1	23.5	16.0	13.0	12.0
순이익증가율	흑전	727.5	127.8	62.1	39.6
수정EPS증가율	흑전	641.1	94.3	62.1	39.6
배당금증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	-
주당 지표 (원)					
EPS	38	279	542	878	1,226
수정EPS	38	279	542	878	1,226
BPS	4,598	6,861	11,793	12,672	13,898
주당배당금	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표					
수정PER(배)	NA	NA	110.8	68.3	48.9
PBR(배)	NA	NA	5.09	4.73	4.32
배당수익률 (%)	NA	NA	0.0	0.0	0.0

자료: 카카오펙크, KRX, SK 증권 추정

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순

ks1.choi@sksec.co.kr
02-3773-8812

카카오페이 (비상장 | Not Rated)

플랫폼 기업으로 확장성과 카카오 시너지에 주목하자

올해 11월 3일 상장을 앞두고 있는 카카오페이는 카카오시너지, 기존사업의 고성장, 신규 비즈니스 기회 측면에서 향후 높은 성장세가 이어질 전망이다. 희망 공모가 밴드는 60,000 원~90,000 원으로 전통적인 밸류에이션 지표로는 부담스럽지만 카카오뱅크 사례와 같이 사업의 확장성과 카카오 시너지에 주목할 필요 있음

국내 최초로 간편결제 시작한 핀테크 기업

카카오페이는 2014년 국내 최초로 간편결제 사업을 시작하였으며, 2017년 카카오로부터 핀테크 사업 관련 현물출자를 통해 설립되었다. 카카오페이증권과 케이피보험서비스를 종속회사로 보유하고 있다. 카카오가 최대주주로 55.0%를 보유하고 있으며, 2021년 예상 거래대금은 100조원까지 증가할 것으로 예상되는 국내 대표적인 핀테크 기업이다. 카카오페이는 두 차례 상장이 연기되며, 10월 20일, 21일 양일간 수요예측을 거쳐 11월 3일 상장 예정이다.

투자포인트: 카카오시너지, 기존사업의 고성장, 신규 비즈니스 기회

카카오페이는 카카오의 많은 자회사와 마찬가지로 카카오 플랫폼과의 시너지를 통해 성장해 왔다. 카카오자회사 협업을 통해 이용자 확보가 용이하고, 소비자 효용을 극대화 할 수 있는 초개인화 금융상품 개발이 가능하다.

기존 간편결제 사업은 오프라인 결제인프라 확대, 후불결제 도입 등으로 고성장세가 지속될 전망이다. 간편송금도 1회 송금한도 상향, 증권사 계좌로 송금, 예약송금 기능 등으로 가입자 Retention에 기여하고 있다.

내년 론칭이 예상되는 디지털보험사는 계열사와의 연계 상품출시로 디지털보험업계 선도가 기대되며, 마이데이터 사업도 카카오계열사의 데이터 통해 타사업자와의 차별성이 부각될 것으로 기대한다.

전통적인 밸류에이션 지표보다는 성장성과 카카오 시너지에 주목

카카오페이의 희망 공모가 밴드는 60,000 원~90,000 원으로 예상 시가총액은 7.8조원~11.7조원 수준이다. 올해 상반기 기준 영업수익은 2,163억원, 지배주주순이익 66억원임을 고려하면 밸류에이션은 매우 높은 편이다. 하지만 최근 3년 연평균 매출액 성장률이 102.2%이고 카카오 계열사와의 시너지 발생 가능성, 비즈니스 확장성 등을 고려한다면 카카오뱅크와 같이 전통적인 밸류에이션 지표보다는 향후 성장 잠재력에 주목해야 할 것으로 판단한다.

리스크요인 있으나 그 영향이 크지 않을 것

카카오페이는 온라인연계투자상품 관련 서비스가 중단되었으나 매출비중이 1.2%에 불과하고, 간편결제 수수료를 논란이 있으나 카드사 수수료 포함되어 실제로 과도하지 않고 인위적인 수수료를 인하 가능성도 낮으며, 온라인플랫폼 규제의 법제화 시 불확실성 해소 및 사업확장 전력이 명확해진다는 긍정적 요인도 있다.

1. 기업개요

카카오가 최대주주인 핀테크 기업

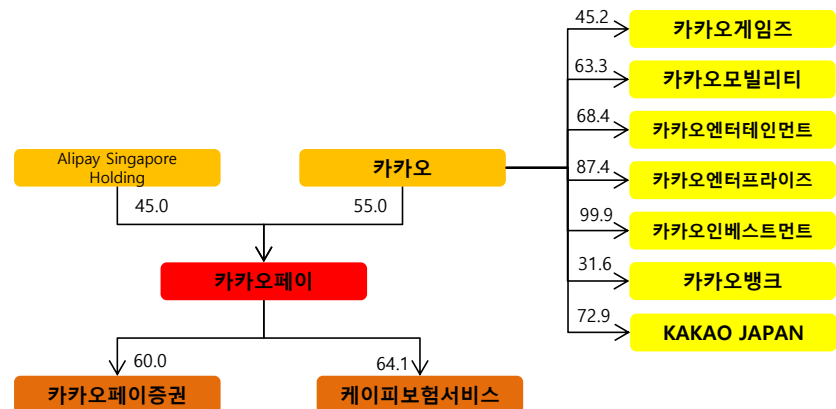
카카오페이는 2014 년 9 월 국내 최초로 간편결제 서비스를 시작한 핀테크 기업이다. 카카오가 최대주주로 지분 55.0%를 보유하고 있으며, Alipay Singapore Holding 이 45.0%를 보유하고 있다. 주요 자회사로는 증권업을 영위하고 있는 카카오페이증권 지분 60.0%를 보유하고 있으며 보험대리 및 중개업을 영위하는 케이피보험서비스 지분 64.1%를 보유하고 있다.

결제서비스와 금융서비스 사업 영위

카카오페이 플랫폼을 통해 영위하는 사업은 결제서비스와 금융서비스로 구분할 수 있다. 결제서비스는 온라인 결제는 물론 2018 년 5 월부터 QR, 바코드를 이용해 오프라인으로 확대되었다. 2020 년 기준 결제 거래금액은 12.5 조원으로 시장점유율은 16.6%를 차지하고 있다. 금융서비스는 대출비교 서비스(신용조회, 대출광고, 대출한도)와 투자(카카오페이증권을 통한 펀드 가입), 보험(카카오페이 플랫폼을 통해 케이피보험서비스로 진입하여 보험상품 가입) 등이 있다.

카카오페이 주요 주주 및 자회사

(단위: %)



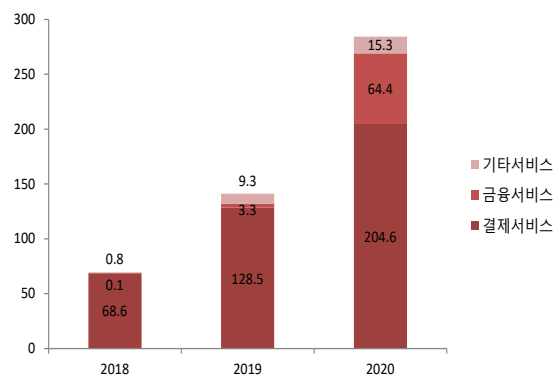
자료 카카오

21년 상반기 영업이익 26억원 기록

2021년 상반기 기준 카카오페이의 영업수익은 2,163억원, 영업이익은 26억원, 당기 순이익은 27억원으로, 영업수익은 전년 동기 대비 89.9% 증가했다. 전체 영업수익 중 결제서비스 매출 비중은 62.7%이며, 금융서비스 매출비중은 32.1%로 금융서비스 부문 매출액 비중이 확대되고 있는 추세이다.

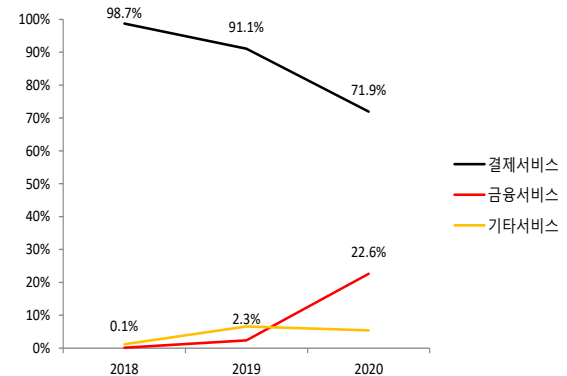
카카오페이 부문별 연간 매출액 추이

(단위: 십억원)



자료: 카카오페이

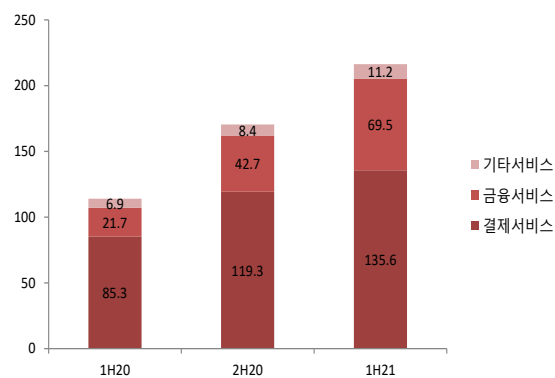
카카오페이 부문별 연간 매출액 비중 추이



자료: 카카오페이

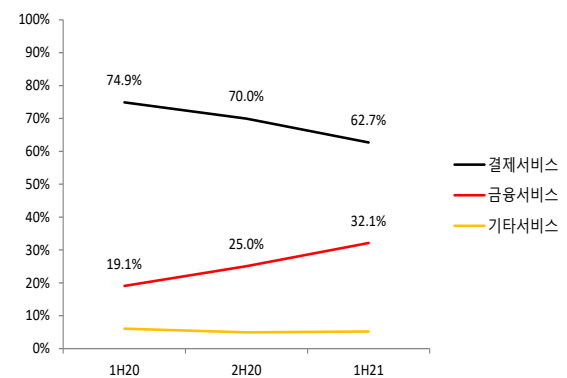
카카오페이 부문별 반기 매출액 추이

(단위: 십억원)



자료: 카카오페이

카카오페이 부문별 반기 매출액 비중 추이



자료: 카카오페이

두 차례 증권신고서 수정을 거쳐 11 월초 상장 예정

카카오페이는 두 차례 증권신고서 수정을 거쳐 11 월 3 일 상장이 예정되어 있다. 총 17,000,000 주를 신규로 발행하게 되며 공모가 밴드는 60,000 원 ~ 90,000 원으로 결정되었다. 시가총액 기준으로 7 조 8,220 억원 ~ 11 조 7,330 억원에 해당한다. 당초 공모가 밴드는 63,000 원 ~ 96,000 원이었으나 한차례 수정을 거쳐 4.8% ~ 6.3% 하향조정 되었다.

카카오페이 공모일정

구분	일자
수요예측 공고일	2021.10.20 (수)
수요예측일	2021.10.20 (수) ~ 2021.10.21 (목)
청약공고일	2021.10.25 (월)
청약기일	2021.10.25 (월) ~ 2021.10.26 (화)
배정공고일	2021.10.28 (목)
납입기일	2021.10.28 (목)

자료: 카카오페이

2. 투자포인트

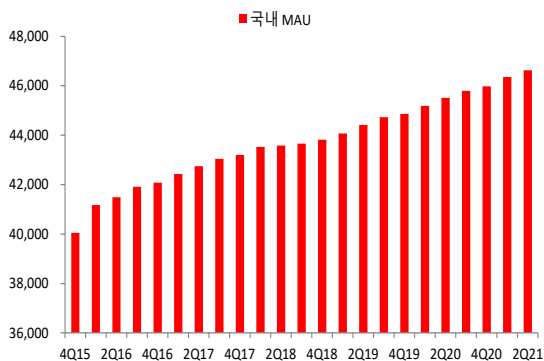
1. 카카오플랫폼과의 시너지

카카오플랫폼과 시너지 기대

카카오톡은 2Q21 기준 국내 MAU 4,662 만명을 보유하고 있는 국내 최대 메신저 서비스로 한국인이 가장 자주 사용하는 앱이기도 하다. 카카오는 카카오톡을 중심으로 서비스를 확대해 나가는 전략을 통해 광고, 커머스, 모빌리티, 게임, 콘텐츠 등으로 영역을 확대해 나가고 있다. 이미 카카오 플랫폼 공유를 통한 시너지는 카카오커머스, 카카오토큐, 카카오킴즈, 카카오펀터테이먼트 등을 통해 검증된 바 있다.

카카오톡 분기별 MAU

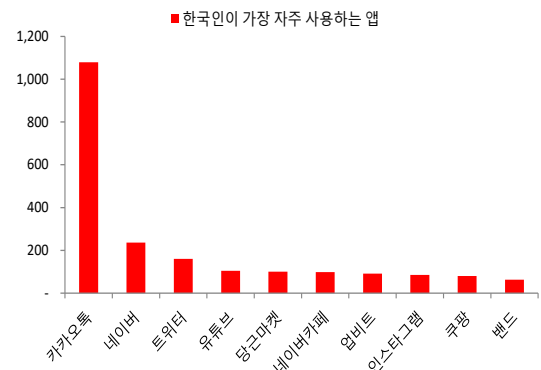
(단위: 천명)



자료: 카카오

한국인이 가장 자주 사용하는 앱

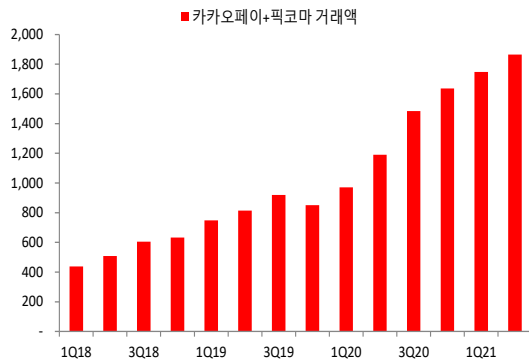
(단위: 억회)



자료: 와이즈앱 언론보도(2021년 4월 기준)

카카오페이와 픽코마 거래액 추이

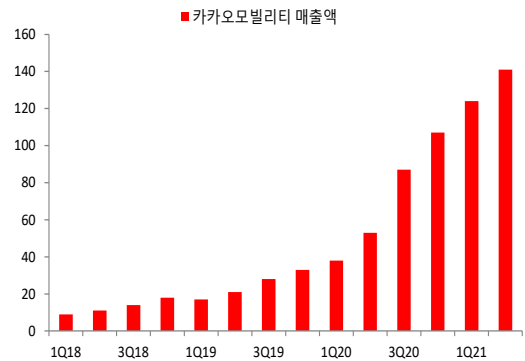
(단위: 억원)



자료: 카카오

카카오모빌리티 매출액 추이

(단위: 억화)



자료: 카카오

카카오뱅크의 주요 성공요인은 카카오플랫폼과의 시너지

카카오의 금융서비스인 카카오뱅크도 카카오 플랫폼과의 시너지를 통해 빠르게 성장하고 있다. 카카오의 친숙한 캐릭터를 활용한 프렌즈 체크카드 출시, 카카오톡 친구에게 송금하기 기능, 카카오톡 친구와의 모임통장 출시 등 금융상품 및 마케팅에 카카오플랫폼과의 시너지를 통해 2021년 1,670만명 고객과 1,400만명 MAU를 보유한 국내 최대 인터넷뱅킹이자 시가총액 기준 국내 최고 금융주로 성장하였다. 카카오뱅크의 밸류에이션은 타 금융주 대비 매우 높은 수준이나, 카카오플랫폼과의 시너지를 기반으로 한 높은 성장 잠재력을 인정받아 상장 이후에도 높은 밸류에이션이 유지되고 있다.

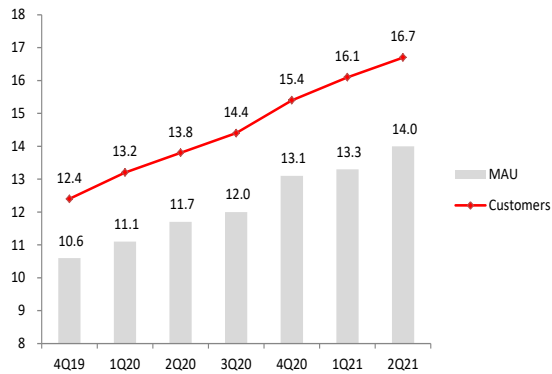
카카오 플랫폼과 카카오뱅크 시너지



자료: 카카오뱅크

카카오뱅크 MAU 및 고객수 추이

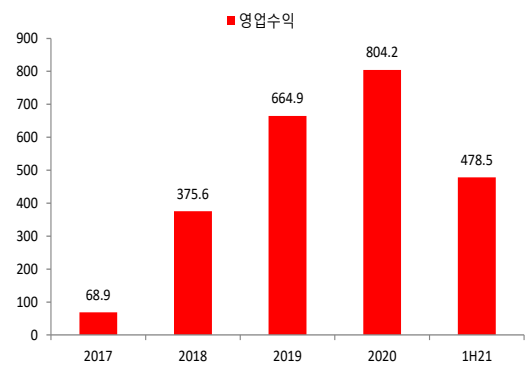
(단위: 백만명)



자료: 카카오뱅크

카카오뱅크 영업수익 추이

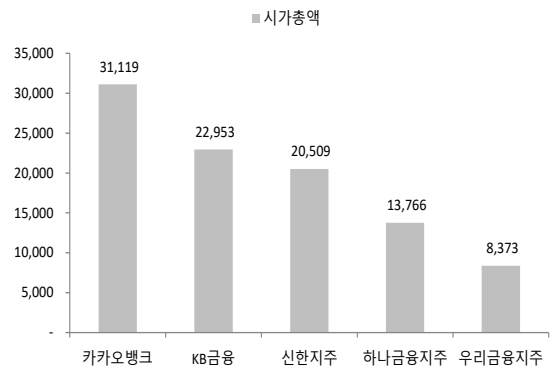
(단위: 십억원)



자료: 카카오뱅크

국내 주요 금융주 시가총액

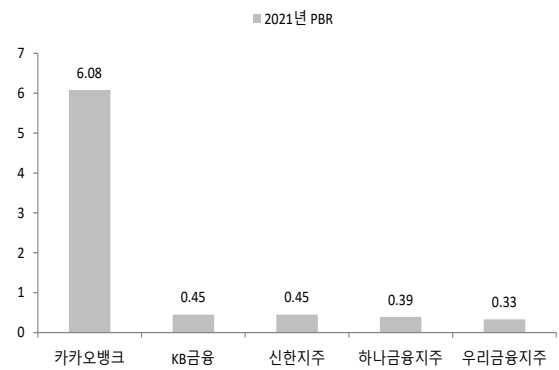
(단위: 십억원)



자료: Quantwise

국내 주요 금융주 2021년 PBR

(단위: 배)



자료: Quantwise

카카오플랫폼 시너지를 통해 성장하고 있는 카카오페이

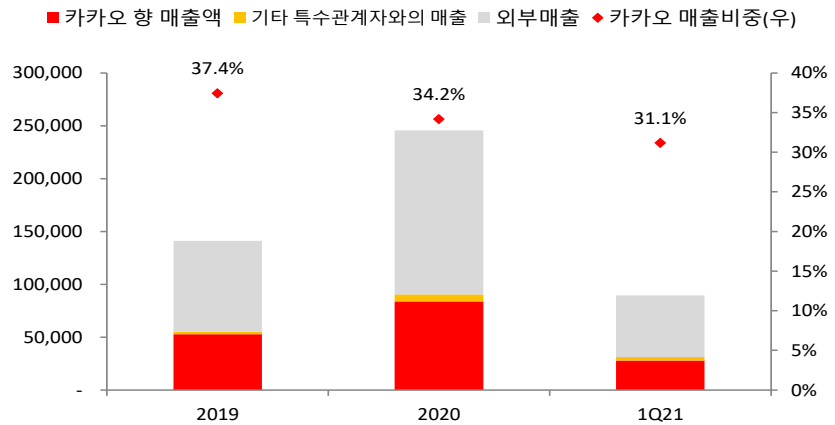
카카오페이의 성장 배경에도 카카오플랫폼 시너지가 존재한다. 카카오프렌즈 캐릭터 활용 마케팅, 카카오톡 친구에 송금, 카카오키머스의 데이터 확보, 카카오뱅크와의 신용평가모형 개발 및 고도화를 위한 데이터 협력 등 다양한 카카오 계열회사와 시너지를 발생시켰다. 이는 자회사인 카카오페이증권도 마찬가지이다. 카카오 계열사와의 전략적 협업은 카카오 계열사의 산업 내 위상이 높은 만큼 카카오페이 이용자 확보에 필요한 비용절감이 가능하고, 데이터 공유를 통해 소비자 효용을 극대화할 수 있는 신규 금융상품 개발에도 용이하다.

외부매출 비중 확대는 카카오페이 본원적 경쟁력 강화를 의미

카카오플랫폼 공유로 카카오페이의 매출 중 카카오 비중은 높은 수준이나 그 비중은 점차 축소되고 있다. 카카오페이 매출 중 카카오 매출비중은 2019년 37.4%에서 2020년 34.2%으로 하락했으며, 2021년 1분기에는 31.1%까지 축소되었다. 이는 카카오플랫폼 공유에도 불구하고 카카오페이의 자체 경쟁력도 강화되고 있음을 의미한다.

카카오페이의 카카오향 매출액 추이

(단위: 백만원)

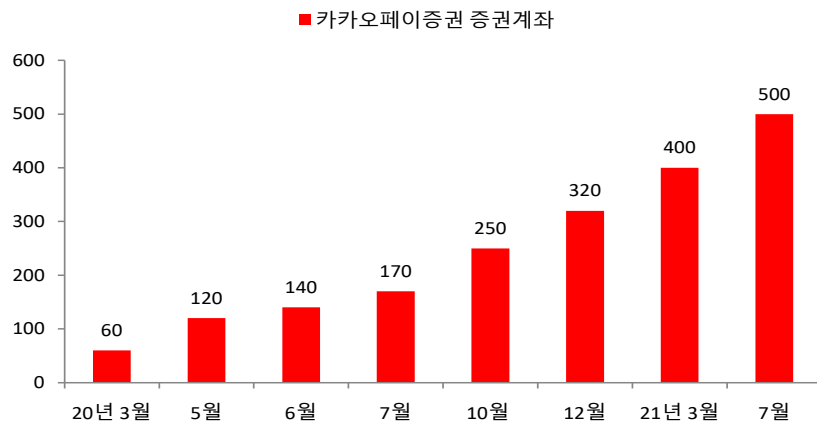


자료: 카카오페이

주: 카카오페이 별도기준

카카오페이증권 증권계좌 수

(단위: 만개)



자료: 카카오

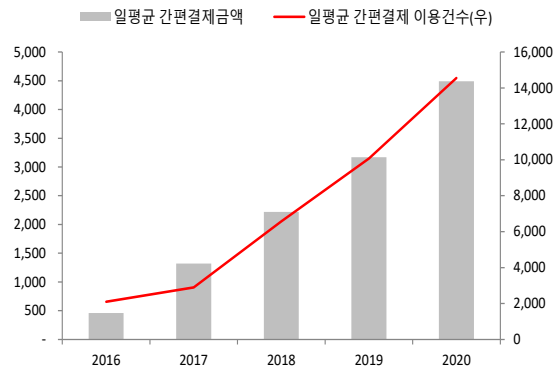
2. 간편결제 등 기존사업의 고성장

고성장세 이어지고 있는 간편결제 시장

간편결제는 지급카드의 중요 정보를 모바일기기에 미리 저장해두고 거래 시에는 비밀번호 입력, 지문 인증, 단말기 접촉 등으로 간편하게 지급할 수 있는 서비스로 카카오페이는 2014년부터 서비스를 시작했다. 코로나 19 이후 비대면 소비가 증가함에 따라 간편결제 시장은 빠르게 성장했다. 간편결제금액은 2020년 일평균 기준 4,490 억원으로 전년 대비 41.6% 증가하였으며, 일평균 간편결제 이용건수는 1,455 만건으로 전년 대비 44.4% 증가하였다. 전체 결제 중 간편결제의 비중은 2020년 말 기준 18.0%까지 증가했으며, PC, 모바일 거래 중 간편결제 비중은 41.5%에 달했다.

일평균 간편결제 금액 및 이용건수 추이

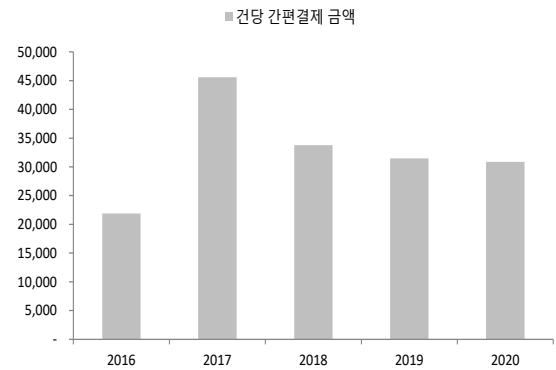
(단위: 억원, 천건)



자료: 한국은행

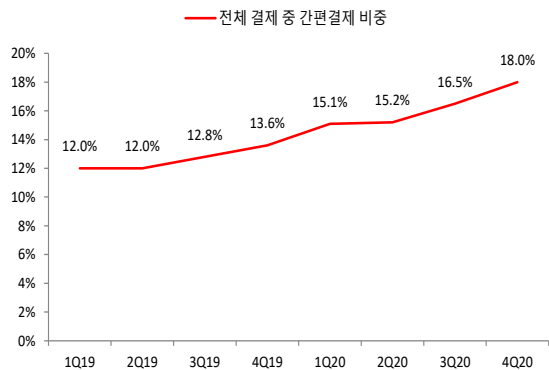
건당 평균 간편결제 금액

(단위: 원)



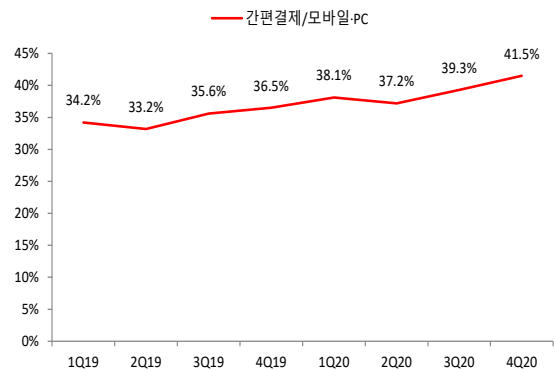
자료: 한국은행

전체 결제 중 간편결제 비중 추이



자료: 한국은행

모바일·PC 등을 이용한 결제 중 간편결제 서비스를 이용하는 비중



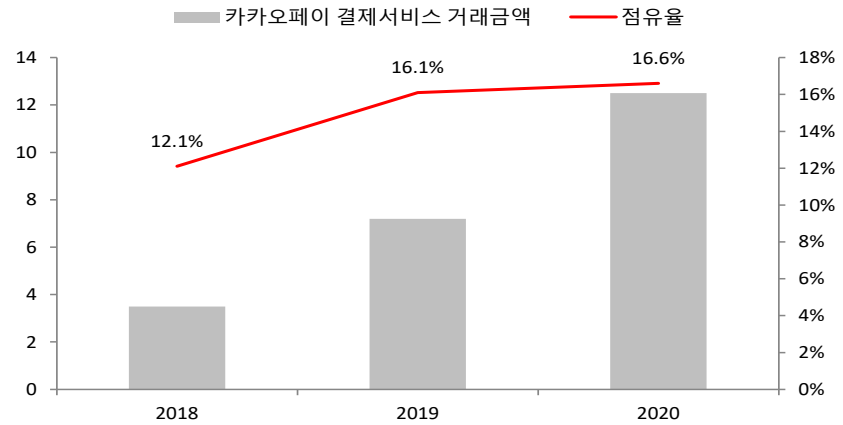
자료: 한국은행

오프라인 결제 인프라 확대, 후불결제 시스템 도입 등으로 결제서비스 지속적인 성장 전망

카카오페이의 결제서비스 거래금액은 2018년 3.5조원에서 2019년 7.2조원, 2020년에는 12.5조원까지 증가했다. 시장점유율은 16.6%까지 상승했다. 2021년 상반기 기준 카카오페이 영업수익 중 결제서비스 비중은 62.7%로 가장 높은 비중을 차지한다. 코로나 19 이후 비대면 소비 증가에 따라 간편결제 시장 고성장이 지속되는 가운데 카카오페이는 오프라인 결제처 확대, 후불결제 등 신규서비스 출시를 통해 지속적인 성장이 예상된다. 또한 상장 이후 확보된 공모자금 중 2023년까지 1,484억원을 오프라인 결제인프라 확충을 위해 투자해 지속적인 카카오페이 거래 증가가 예상된다.

거래금액 기준 카카오페이 결제서비스

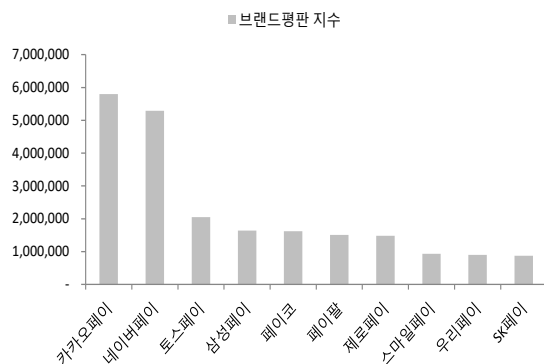
(단위: 조원)



자료: 카카오페이

간편결제 브랜드평판 지수 1 위인 카카오페이

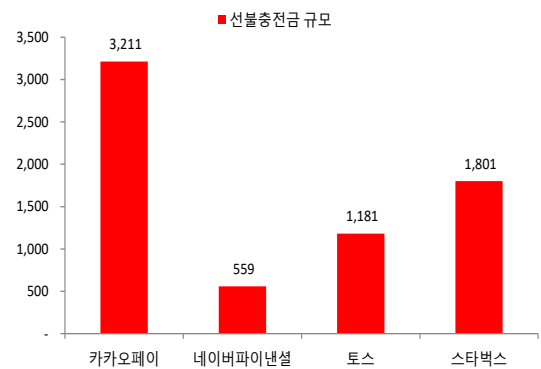
(단위: 점)



자료: 한국기업평판연구소(2021년 9월 기준)

국내에서 가장 많은 선불충전금 보유

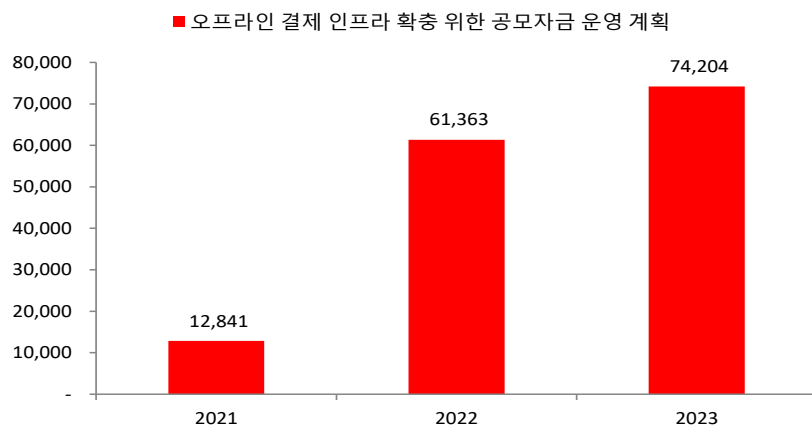
(단위: 억원)



자료: 금융위원회(21년 3월 말 기준)

오프라인 결제 인프라 확충을 위한 공모자금 투자 계획

(단위: 백만원)



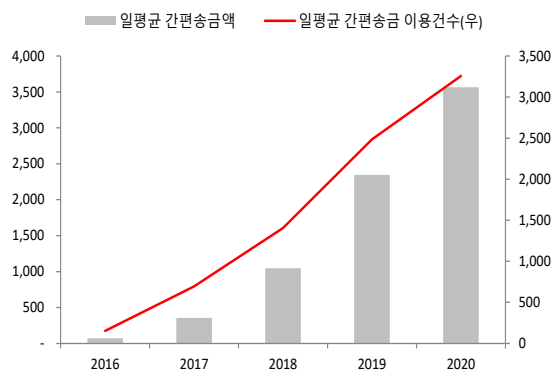
자료: 카카오페이

간편송금 수익화 및 Retention 효과 기대

우리나라의 간편송금액은 2020 년 기준 일 평균 금액은 3,566 억원, 일 평균 건수 326 만건이다. 건당 송금액도 10 만원을 상회하였다. 카카오페이의 경우 총 거래금액 중 간편송금 비중이 높는데 간편송금은 수익창출에 어려움이 있었다. 하지만 2019 년부터 타인계좌 송금 시 무료 혜택이 월 10 회 축소되며 수익창출이 시작되었다. 비록 간편송금 자체가 매출에 기여하는 바가 크지 않지만, 1 회 송금한도 상향, 증권사 계좌로 송금, 예약송금 기능 등이 추가되었으며, 카카오톡 친구간 송금은 여전히 무료이기 때문에 간편송금을 통해 카카오페이 이용자의 Retention 효과를 기대할 수 있다.

일평균 간편송금 금액 및 이용건수 추이

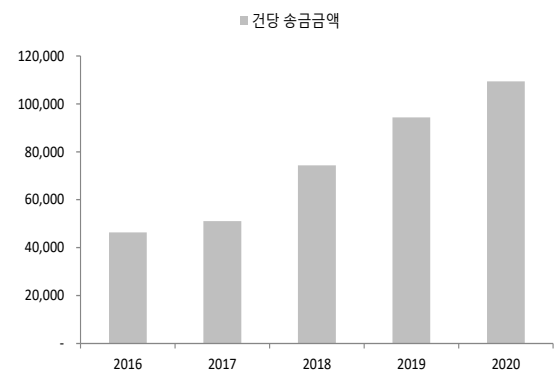
(단위: 억원, 천건)



자료: 한국은행

건당 평균 간편송금 금액

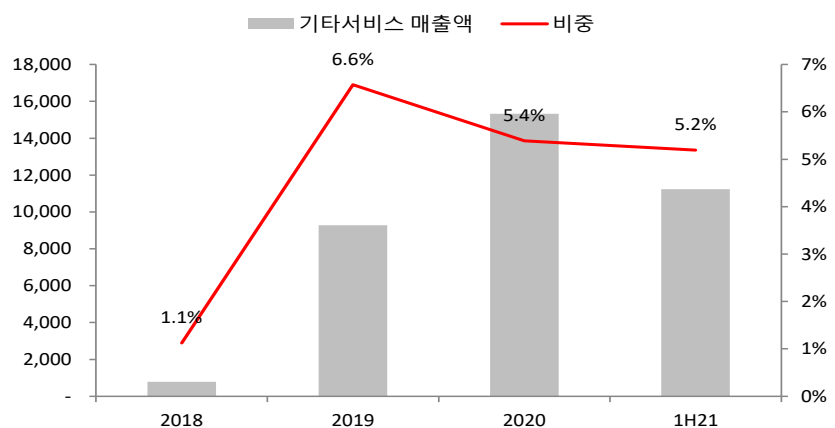
(단위: 원)



자료: 한국은행

카카오페이 기타서비스 매출액 추이

(단위: 백만원)



자료: 카카오페이

주: 기타서비스에는 송금 및 전자문서 등이 매출 포함

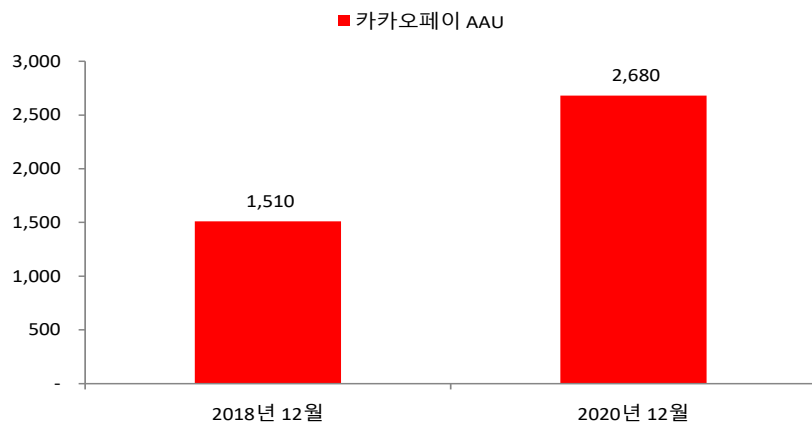
3. 신규 비즈니스 기회

카카오페이 올해 거래액 100 조원 전망

카카오페이는 2020 년말 기준 거래액(결제, 금융상품, 송금서비스 포함) 67 조원을 기록하였으며, 올해에는 100 조원까지 증가할 전망(상반기: 47.3 조원)이다. 올해 7 월 기준 가입자는 3,660 만명, MAU 는 1,990 만명이며 연간활성이용자수(AAU, Annual Active Users)는 2020 년말 기준 2,680 만명까지 증가하며 핀테크 기업으로의 입지를 확고히 했다. 이를 기반으로 증권, 보험 등으로 비즈니스 영역을 확대해 나갈 예정이다.

카카오페이 AAU

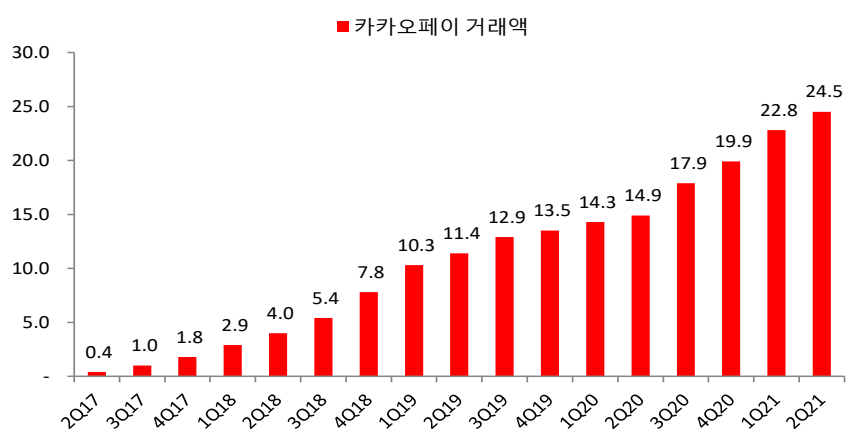
(단위: 만명)



자료 카카오페이

카카오페이 분기별 거래액 추이

(단위: 조원)



자료 카카오페이

카카오페이의 디지털보험업계 선도 기대

카카오페이는 올해 하반기 디지털손해보험 자회사를 설립할 예정이다. 지난 6 월 디지털 손해보험사 설립 관련 예비허가를 받았으며, 내년 공식으로 론칭할 예정이다. 카카오 계열사 플랫폼과 연계된 생활밀착형 일반보험, 건강보험, 자동차 보험 등으로 사업 영역이 확대될 예정이다. 카카오페이와 카카오톡을 통한 간편가입, 카카오톡을 통한 보험금 청구, 보험상담을 비롯하여 모빌리티(자동차보험), 키즈(어린이보험) 등 다양한 관계사와 연계 보험상품 판매가 가능할 전망이다. 이는 빅테크 기업의 첫 보험업 진출로 카카오뱅크의 26 주 적금, 모임통장 등과 같이 기존의 보험업에서 커버되지 않았던 일상 속 위험을 보호하는 다양한 보험상품으로 디지털보험업계를 선도할 것으로 기대된다.

(가칭) 카카손해보험 개요

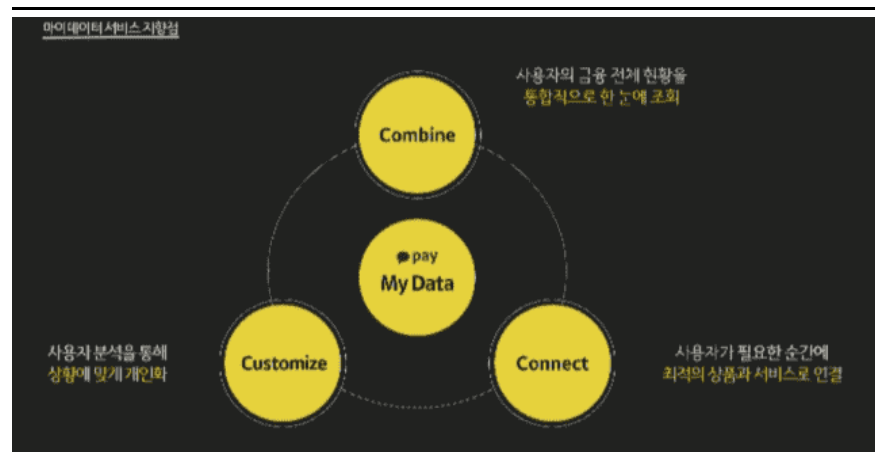
구분	내용
보험종목	손해보험업의 보험종목 전부(보증보험, 재보험 제외) * 손해보험업의 보험종목 전부를 허가받을 경우 제3보험업 (상해, 질병, 간병보험) 허가를 의제(보험업법 제4조제3항 통신판매전문보험회사(디지털 보험사)로 운영
영위방법	* 총보험계약건수 및 수입보험료의 100분의 90 이상을 전화, 우편, 컴퓨터통신 등 통신수단을 이용하여 모집
자본금	1,000억원
주주	카카오페이(60%), 카카오(40%)

자료: 금융감독위원회

내년부터 마이데이터 사업 본격화

카카오페이는 지난 7 월 마이데이터 본허가를 획득했다. 마이데이터란 개인이 자신의 정보를 적극적으로 관리, 통제하며 이러한 정보를 신용이나 자산관리 등에 능동적으로 활용하는 것을 의미한다. 카카오페이는 자체 및 외부 데이터를 활용하여 고객 분석을 통해 최적의 상품을 제시하는 초개인화 마케팅을 지향하는데, 이 과정에서 카카오 계열사의 데이터 확보를 통해 기존 마이데이터 사업자와의 차별성을 앞세울 수 있다.

카카오페이 마이데이터 지향점



자료: ZDNetKorea

3. 전통적인 밸류에이션 지표로 설명할 수 없는 기업가치

성장률조정 EV/Sales 로
산출한 희망 공모가밴드는
60,000 원~90,000 원

카카오뱅크의 공모가격 밴드는 60,000 원 ~ 90,000 원이다. 이는 성장률 조정 EV/Sales 비교법으로 산출되었다. 카카오페이가 본격적인 수익창출의 초입이며, 높은 매출액 성장률(최근 3 년간 연평균 매출액 성장률: 102.2%)을 반영하기 위해서이다. Pagseguro(브라질 핀테크 플랫폼 업체), StoneCo(브라질 핀테크 기업), Upstart Holdings(미국의 AI 핀테크 기업)을 비교 기업으로 선정해 산출한 카카오페이의 적정 시가총액은 17 조 7,968 억원이다. 희석을 고려한 주당 평가액은 130,976 원으로 할인율 54.19% ~ 31.28%를 적용하여 희망 공모가액 밴드는 60,000 원 ~ 90,000 원으로 결정되었다.

비교기업 성장률 조정 배수 산정

(단위: 배, 백만달러)

구분	Pagseguro Digital Ltd.	StoneCo Ltd.	Upstart Holdings, Inc.
기업가치(EV)	18,190	15,329	11,450
매출액	1,544	635	467
EV/Sales 배수	11.8	24.1	24.5
매출액 성장률	29.7%	36.2%	85.8%
성장률 조정계수	39.7	66.7	28.6
평균		45.0	

자료: 카카오페이

카카오페이 적정 시가총액 산출

(단위: 배, 백만원)

구분	내용
매출액 성장률	98.7%
상장률 조정계수	45.0
성장률 조정 EV/Sales 배수	44.4
매출액	386,756
기업가치(EV)	17,162,949
순차입금	-633,859
적정 시가총액	17,796,808

자료: 카카오페이

카카오페이 주당 공모가액 산출

(단위: 백만원, 주, 원)

구분	내용
적정 시가총액	17,796,808
공모전 발행주식수	113,367,125
공모주식수	17,000,000
공모 후 발행주식수	130,367,125
희석가능주식수	5,511,670
공모 후 희석주식수	135,878,795
주당 평가가액	130,976

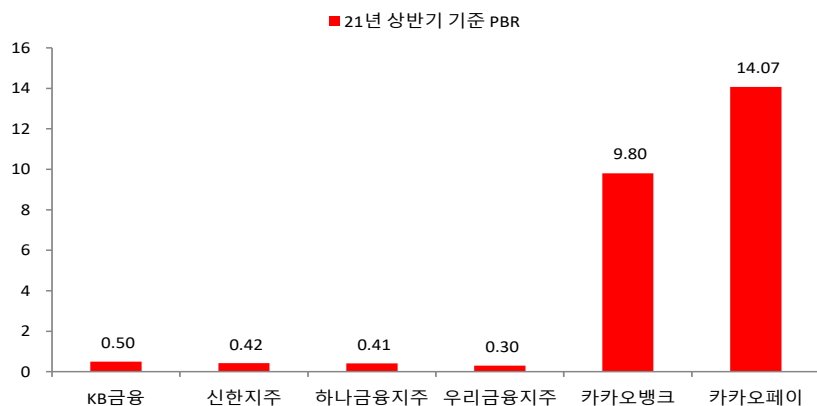
자료: 카카오페이

**전통적인 밸류에이션 지표보다는
플랫폼 사업자로 카카오페이를 볼
필요있음**

카카오페이의 희망 공모가 밴드는 시가총액으로 환산 시 7.8 조원 ~ 11.7 조원 수준이다. 21 년 상반기 영업수익 2,163 억원, 지배주주순이익 66 억원임을 고려하면 높은 밸류에이션을 적용받고 있다. 상반기 기준 자기자본으로 산정한 PBR 도 14 배가 넘어 기존 금융주 대비 월등히 높은 수준이다. 하지만 카카오페이는 금융업이 아닌 성장률 높은 플랫폼 사업자로 이해할 필요가 있다. 실제로 카카오페이의 2018 년부터 2021 년 상반기까지 연평균 매출액 성장률은 98.7%로 기존의 금융업으로는 설명할 수 없이 초기 플랫폼 기업의 성장률에 가깝다. 또한 카드사와 달리 간편결제 가맹수수료 규제가 없는 등 기존 금융업과는 규제 측면에서도 차별화된다. 카카오페이의 높은 성장성과 확장성 등을 고려한다면 전통적인 밸류에이션 지표보다는 확장성과 카카오 시너지에 주목할 필요가 있다.

국내 주요 금융주 2021 년 상반기 기준 PBR

(단위: 배)



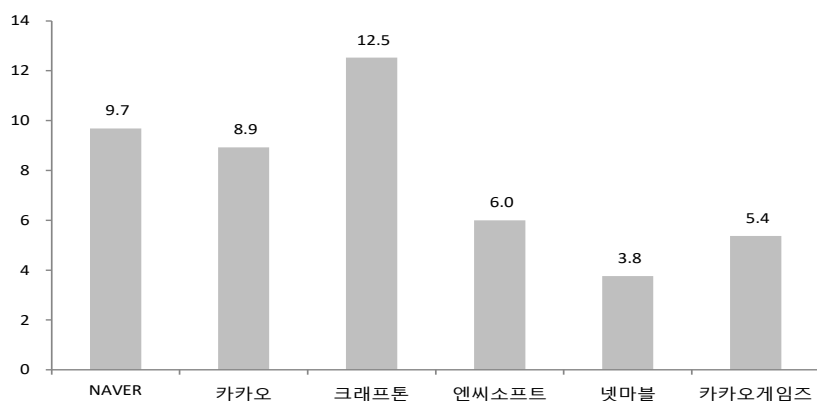
자료: SK 증권

주 1: PBR 은 상반기 자본합계를 현재 시가총액으로 나누어 계산

주 2: 카카오페이는 상반기 자본합계에 공모를 통해 1 조 200 억원 조달 가정

국내 주요 인터넷 게임업체 21 년 EV/Sales

(단위: 배)



자료: SK 증권

주: 성장률을 고려하지 않은 EV/Sales

4. 리스크요인

온라인연계투자상품 관련 서비스 중단

금융위원회가 핀테크 업체의 온라인연계투자상품 관련 서비스를 광고대행이 아닌 중개 행위로 판단하면서 카카오페이는 금융투자 상품의 비교·추천 서비스를 중단하였다. 정부의 핀테크 업체 규제는 1)금융상품에 대한 중개 시 관련 라이선스 획득이 필요하고, 2)금융플랫폼이 금융상품의 계약주체로 오인할 소지가 있다는 점이다. 카카오페이는 자회사인 카카오페이증권, 케이피보험서비스 등을 통해 펀드와 보험 관련 라이선스를 보유하고 있고, 대출의 경우 대출중개업을 위한 정식 라이선스 취득을 신청해 허가를 받았다. 따라서 UI/UX 변경, 제휴사가 판매하는 금융 상품에 관한 광고나 정보 제공이 금융 상품의 판매를 목적으로 하지 않는다는 점을 소비자들에게 명확히 알리는 방식을 통해 온라인연계투자상품 관련 서비스 재개 가능성이 높다. 또한 중단된 부문의 매출이 2021 년 상반기 기준 전체 매출 중 1.2%에 불과해 전체 매출에 미치는 영향은 제한적인 상황이다.

금융상품 유형별 영업행위 준수사항

금융상품판매 6대 원칙	법조항	내용
적합성 원칙	17조	소비자의 재산상황, 금융경험 등에 비취볼 때 부적합한 상품의 권유 금지
적정성 원칙	18조	대통령령으로 정하는 보장성, 투자성, 대출성 상품에 대해 계약체결 권유를 금지하고, 소비자가 자발적으로 찾는 상품일 경우에도 해당 고객에게 부적정할 경우 고지하고 확인할 의무 부과
설명 의무	19조	계약체결을 권유하거나 소비자가 요청할 경우 상품의 중요사항을 설명할 의무 부과
불공정영업행위의 금지	20조	대출성 상품의 체결과 관련해 금융소비자의 의사에 반해 다른 금융상품의 계약을 체결할 것을 강요하거나 부당하게 담보나 보증을 요구하는 행위 등 금융사의 우월적 지위를 이용한 소비자 권익 침해행위 금지
부당권유행위 금지	21조	소비자가 오인할 우려가 있는 사실을 알리거나 허위사실을 알리는 행위 및 금융상품의 가치에 중대한 영향을 미치는 사항을 미리 알고 있으면서 이를 알리지 않는 행위 등의 금지
광고규제	22조	금융상품의 광고에 특정 내용을 반드시 포함하고, 특정 내용은 표시하는 것을 금지

자료: 국가법령정보센터, 중부일보

주: 법조항은 금융소비자 보호에 관한 법률

간편결제 수수료를 논란

간편결제의 수수료에 대한 논란도 이어지고 있다. 김한정 의원실에 따르면 카카오페이의 수수료율은 2.0~3.2%로 신용카드 수수료보다 높다는 지적이 나오고 있다. 카드사의 경우 여신전문금융업법 개정으로 3 년마다 적격비용을 재산정해 가맹점 수수료를 새롭게 산정하는데 올해 11 월 가맹점 수수료 개편방안을 발표할 예정이다. 이 과정에서 빅테크 기업의 수수료율이 논란이 된 것이다. 다만 빅테크 기업의 경우 다양한 주문 관리 서비스가 포함되어 있고, 카드사 수수료도 수수료에 포함되어 있다. 또한 가맹점 수수료를 재산정 대상이 아니기 때문에 인위적인 수수료율 인하 가능성은 낮다고 판단한다.

신용카드 및 빅테크 결제수수료 비교

	3억원 이하	3~5억원	5~10억원	10~30억원	30억원 ~
신용카드	0.8%	1.3%	1.4%	1.6%	2.3%
네이버페이 (주문관리)	2.2%	2.75%	2.86%	3.08%	3.63%
카카오페이 (온라인)	2.0%	2.5%	2.6%	2.8%	3.2%

자료: 여신협회 각 사 뉴스

온라인플랫폼 규제 논의 본격화

온라인플랫폼에 대한 규제가 본격화되면서 관련 법안도 준비되고 있다. 현재 8 개의 온라인플랫폼 중개서비스 이용거래의 공정화에 관한 법률안이 국회에 계류 중이다. 온라인 플랫폼 규제에 대한 핵심내용은 공정한 거래를 위한 법적 근거 마련에 있다. 이는 플랫폼 사업에게 일방적으로 불리하다고 할 수 없다. 또한 플랫폼 기업의 등장으로 인한 소비자 효용 증가도 고려해야 하는 상황이다. 만약 온라인 플랫폼 중개서비스에 관한 명확한 가이드라인이 마련된다면 온라인플랫폼에 대한 불확실성은 해소되고, 업체의 확장전략도 명확해지는 효과를 기대할 수 있다.

온라인플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안(정부안)

구분	내용
법안명	온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안
제안자	정부
제안일자	2021-01-28
제안이유	최근 온라인 플랫폼 거래시장의 급격한 성장으로 온라인 플랫폼 제공사업자의 경제적 지위가 강화되면서 영세 소상공인이 대부분인 온라인 플랫폼 이용사업자에 대한 불공정거래행위 등이 지속적으로 발생하고 있으나, 현행의 공정거래제도로는 이러한 불공정거래행위 등에 대한 효과적인 대응이 어려움에 따라 온라인 플랫폼 중개거래계약서 교부의무, 온라인 플랫폼 중개사업자의 불공정거래행위 기준, 사업자 간 분쟁해결제도, 위반행위에 대한 공정거래위원회의 조사·처리 및 온라인 플랫폼 중개사업자의 손해배상책임 등에 관한 사항을 정하여 공정한 온라인 플랫폼 중개거래 질서를 위한 제도적 기반을 마련하려는 것임.
주요내용	가. 온라인 플랫폼 중개거래계약서 교부의무 등(안 제6조) 나. 온라인 플랫폼 중개사업자의 사전통지 의무(안 제7조) 다. 온라인 플랫폼 중개사업자의 불공정거래행위 기준 마련(안 제9조) 라. 사업자 사이의 분쟁조정(안 제12조 및 제16조부터 제18조까지) 마. 공정거래위원회의 위반행위조사 및 처리(안 제20조, 제22조, 제24조 및 제26조) 바. 공정거래위원회의 서면실태조사(안 제29조) 사. 온라인 플랫폼 중개사업자의 손해배상책임(안 제30조)

자료: 의안정보시스템

계류중인 온라인 플랫폼 중개서비스 이용거래의 공정화에 관한 법률안

제안자	제안일자
민병덕 의원 등 10인	2021-04-20
성일중 의원 등 11인	2021-03-15
배진교 의원 등 10인	2021-03-08
정부	2021-01-28
민형배 의원 등 10인	2021-01-27
김병욱 의원 등 12인	2021-01-25
전혜숙 의원 등 12인	2020-12-11
송갑석 의원 등 10인	2020-07-13

자료: 의안정보시스템

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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 10 월 7 일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



비바리퍼블리카 (토스) (비상장 | Not Rated)

송금 앱에서 종합 디지털 금융 플랫폼으로

송금 앱으로 출발하여 지금은 증권, 은행, 지급결제 등을 망라한 종합 금융 플랫폼으로 성장한 기업. 최근 장외 시장에서는 시가총액 14 조원 내외로 거래되는 중. 투자자들은 각종 금융상품 판매뿐 아니라 토스증권과 토스뱅크의 장기적인 성장성을 기대하는 것. 향후 토스뱅크의 성공에는 자기자본 확충 및 건전성 문제없이 중금리 신용대출을 잘 늘릴지 여부가 중요

송금 앱으로 출발하여 지금은 종합 금융 플랫폼으로 성장

토스 (기업명 '비바리퍼블리카')는 2015 년 송금 앱으로 출발하여 지금은 증권, 은행, 지급결제, 보험판매 등을 영위하는 종합 금융 플랫폼으로 성장한 기업이다. 가입자 수는 2,000 만명을 돌파했으며, MAU 1,386 만명으로, 금융 연관 앱 중에서 카카오뱅크와 함께 최상위권이다.

금융상품 중개에서 증권, 은행의 직접 운영으로 비즈니스를 확대

송금 서비스로 모은 고객들에게 금융 상품을 팔거나, 증권/은행 등 자회사의 금융 고객으로 이끄는 기본 비즈니스 구조를 갖고 있다. 부가적으로 부동산, 생활서비스도 제공하여, 고객들이 토스 앱 만으로도 충분히 금융 생활을 할 수 있도록 만들고 있다. 토스는 증권, 보험판매, 은행 등 모든 서비스를 토스 앱 하나로 제공하는 "One-App" 시스템을 가져가고 있다.



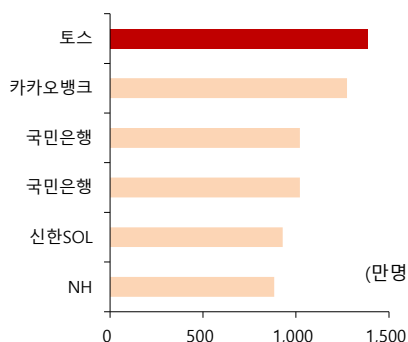
Analyst

구경회

kh.koo@sk.com

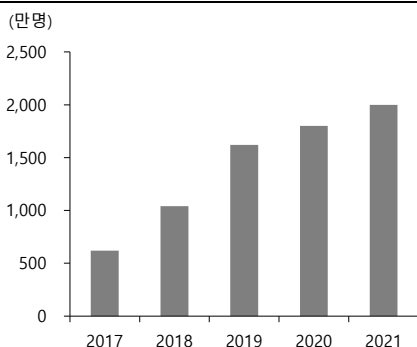
02-3773-9083

2021 년 6 월 금융 연관 App 들의 MAU 비교



자료: 모바일인덱스 (전자신문 발체), SK 증권

토스의 가입자 추이



자료: 토스, SK 증권

금융 기반의 플랫폼이 실물 금융업을 영위하는 대표적인 사례가 될 것

토스증권과 토스뱅크는 금융 서비스 기반의 플랫폼 기업 (토스)이 실물 금융업을 영위하는 사례로서, 카카오, 네이버 등 커뮤니케이션과 포털/E-커머스를 기반으로 하는 세대 종합 플랫폼이 금융업에 진출하는 것과는 또 다른 차이점이 있다.

토스뱅크는 중금리 대출, SOHO 금융을 핵심 비즈니스로 가져갈 계획

토스뱅크는 중신용자 중 금융 이력 부족자와 소상공인을 위한 대출을 핵심 비즈니스로 가져갈 계획이다. 토스뱅크는 2023 년말 신용대출 중 중금리대출 비중을 44%로 가져갈 계획인데, 이는 비교기업인 카카오뱅크, 케이뱅크에 비해서 높은 수치다. 장기적으로 토스뱅크의 성공 여부는 1) 외형 성장에 따라 자기자본을 얼마나 잘 확충하는지, 그리고 2) 건전성 문제없이 중금리 신용대출을 잘 늘릴지 여부에 달려있다.

기업 가치에 은행, 증권 등 자회사들의 성과가 중요하게 작용할 전망

금융 시장에서는 토스의 미래에 대해 은행, 증권 등 실물 금융업에서의 성과를 중시할 것으로 보인다. 최근 장외시장에서 시가총액 14 조원 내외의 비싼 가격에 거래되고 있는 이유는 각종 금융상품 판매뿐 아니라 토스증권과 토스뱅크의 장기적인 성장성을 기대하는 것이다.

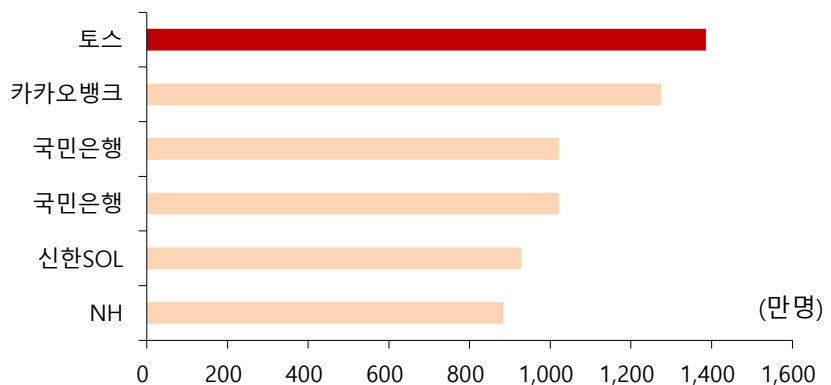
자료:

1. 송금 앱에서 종합 디지털 금융 플랫폼으로

금융 플랫폼 토스를 운영하는 핀테크 기업

우리가 흔히 사용하는 모바일 앱 ‘토스’는 엄밀히 말하면 기업 이름이 아니며, ‘(주)비바리퍼블리카’가 2015 년 출시한 금융 앱의 이름이다. 사업 초기 공인인증서, 보안카드, OTP 없이 간편하게 지문, 비밀번호만으로 송금할 수 있는 앱으로 인기를 끌며 빠르게 고객을 늘린 바 있다. 지금은 대부분 은행들이 토스처럼 간편송금 기능을 탑재했지만, 금융업계의 변화를 선도했다는 측면에서 높은 평가를 받을 수 있는 기업이다. 가입자 수는 2,000 만명 (2021.5)이며, MAU 1,386 만명 (2021.6)으로, 금융 연관 앱 중에서 카카오뱅크와 함께 최상위권이다.

2021 년 6 월 금융 연관 App 들의 MAU 비교



자료: 모바일인덱스 (전자신문 발행), SK 증권

주. 1. MAU 는 월간 실질사용자를 의미

2. 회사측의 발표 수치와는 다를 수 있음

실질적인 금융지주회사의 구조를 갖춰 나가는 중

토스는 송금 앱에서 종합 디지털 금융 플랫폼으로 진화했다. 2017 년 신용등급 조회 서비스 개시, 2018 년 보험판매사 설립, 2020 년페이먼츠 인수 등을 통해 금융 연관사업에 진출했다. 그러다가 2020 년 토스은행과 토스증권을 설립하면서, 실질 금융업을 영위하고 있다.

기업 지배구조를 살펴보면, 지배기업인 비바리퍼블리카 밑에 토스증권, 토스인슈어런스, 베트남법인, 토스페이먼츠 등을 연결 대상으로 갖고 있다. 법적으로는 아니지만 일종의 금융지주회사와 같은 구조를 갖춰 나가는 셈이다. 제 3 의 인터넷 전문은행인 토스뱅크가 곧 영업을 시작할 계획인데, 비바리퍼블리카는 지분 34%의 대주주다.

실질적인 금융지주회사의 구조를 갖춰 나가는 중

토스는 연결 기준으로 2020년까지 적자(연결순이익 -725 억원)를 지속했으나, 적자 폭은 감소하는 추세에 있다. 비바리퍼블리카는 지속적인 자회사 투자를 위해 적극적으로 자본을 유치하고 있다. 언론에 따르면 지난 2분기 중 4,600 억원 규모의 신규 투자 유치를 마무리한 것으로 알려졌다. KDB 산업은행과 미국 투자사인 알키온, 기존 투자자인 알토스벤처스와 그레이하운드 등도 참여했다.

2020년말 기준 비바리퍼블리카의 종속회사 현황

기업명	업종	지분율	자기자본(십억원)
토스인슈어런스	보험중개업	100%	-17.7
토스증권	투자중개업	100%	75.0
비바리퍼블리카 베트남	IT	100%	-0.8
토스페이먼츠&Co.	PG 업	100%	176.6
토스뱅크	은행	34%	250.0

자료: 금감원(Dart), 각 언론, SK 증권

- 주: 1. 토스증권은 2021년 3월말 자기자본에 2분기 유상증자 규모를 반영한 수치
 2. 토스뱅크는 아직 종속회사에 포함되지 않았으나, 투자자의 이해를 위해서 포함
 3. 토스페이먼츠는 2020년 LG 유플러스의 PG 사업부를 인수한 것

비바리퍼블리카의 연결손익계산서

(십억원)	2019년	2020년
영업수익	118.7	389.8
비금융부문	118.7	389.8
금융부문	0.0	0.0
영업비용	234.2	462.3
비금융부문	234.2	448.7
금융부문	0.0	13.6
영업이익	-115.4	-72.5
세전이익	-124.4	-89.6
당기순이익	-124.4	-91.0

자료: 금감원 (Dart), SK 증권

비바리퍼블리카의 연결대차대조표

(십억원)	2019년	2020년
자산	297.2	1,055.1
금융/투자자산	209.9	572.7
기타자산	87.3	482.3
부채	161.2	651.8
금융부채	138.4	560.2
기타부채	22.8	91.6
자기자본	136.0	403.2
자본금	13.8	30.4
잉여금 등	122.3	372.8

자료: 금감원 (Dart), SK 증권

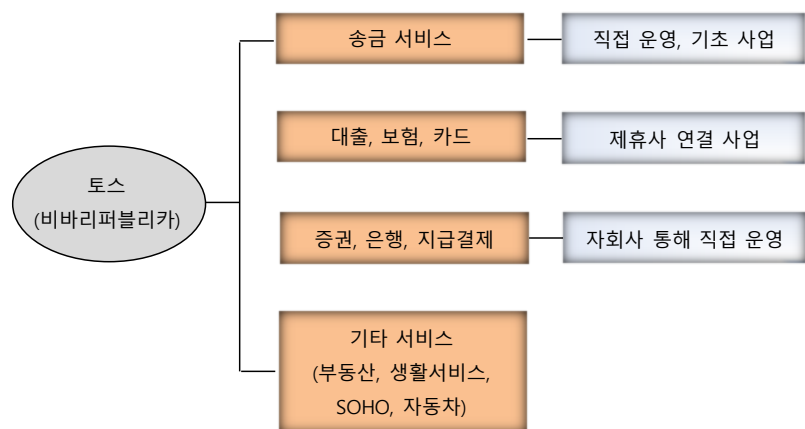
2. 비즈니스 분석

토스 앱만으로 금융생활을
영위하도록 다각화된
서비스를 제공 중

토스 (비바리퍼블리카)의 비즈니스는 크게 1) 송금 서비스, 2) 대출, 보험, 카드 등 제휴 금융회사와의 연결 서비스, 3) 증권업, 은행업, PG 등 자회사, 종속회사를 통해 운영하는 금융업, 4) 기타 서비스 등으로 나눌 수 있다.

간략하게 말하면 송금 서비스로 모은 고객들에게 금융 상품을 팔거나, 증권/은행 등 자회사의 금융 고객으로 이끄는 비즈니스 구조라 할 수 있다. 부가적으로 부동산, 생활서비스도 제공하여, 고객들이 토스 앱 만으로도 충분히 금융 생활을 할 수 있도록 만들고 있다.

토스 (비바리퍼블리카)의 비즈니스 구분

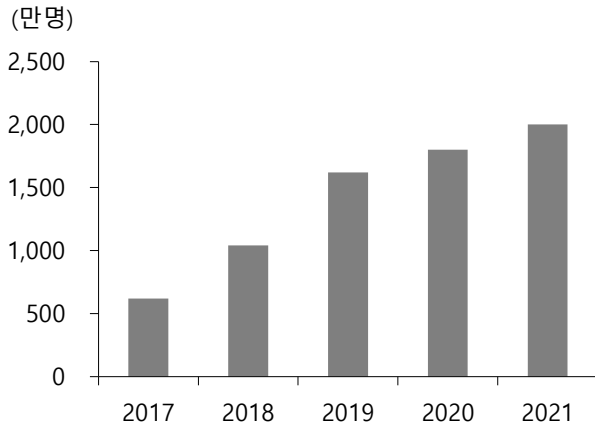


자료: 각 회사, SK 증권

송금 서비스로 고객을 모으고,
그들에게 금융상품을 파는
것이 현재의 수익 구조

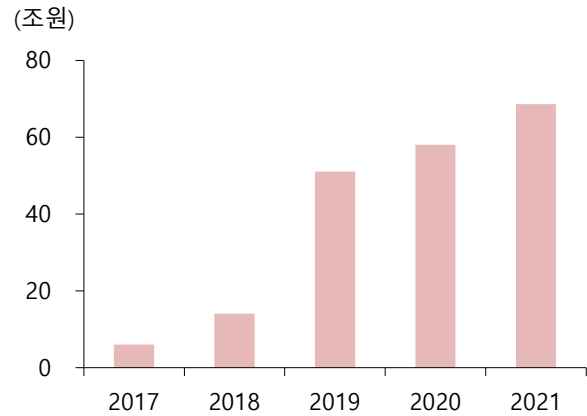
송금 서비스는 손익으로 보면 거액의 적자가 발생하고 있지만, 지금의 토스가 있도록 고객들을 모아준 핵심 사업이다. 2020 년 기준으로 토스의 지급수수료는 871 억원으로, 영업비용의 44%를 차지한다. 송금 수수료가 무료 (2021 년 8 월 평생 무료 도입)인 것을 감안하면 막대한 적자를 보고 있는 상황이다. 하지만 국내 간편송금 시장에서 토스의 시장점유율은 50%에 근접하는 1 위다. 토스의 송금 서비스는 카카오뱅크와 1 위 금융앱을 경쟁할만큼 성장할 수 있게 해 준 기초 서비스이기 때문에, 이를 손익으로 따질 필요는 없다. 참고로 토스의 고객 수는 2021 년 7 월 중에 2,000 만명을 돌파했으며, 금년 연간 송금액은 70 조원 (1~7 월 데이터를 연환산한 추정치)에 달할 것으로 예상된다.

토스의 가입자 추이



자료: 토스 (여러 언론들 자료를 취합), SK 증권
 주: 2021 년 데이터는 7 월 기준

토스의 연간 송금액 추이



자료: 토스 (여러 언론들 자료를 취합), SK 증권
 주: 2021 년 데이터는 7 월까지의 데이터를 연간으로 환산한 금액

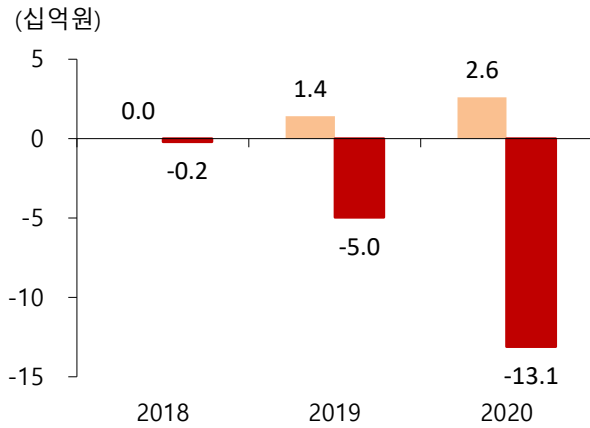
토스 앱에서 각종 금융상품을 고객에게 연결

대출, 보험, 카드 등 3 개 부문은 업종과 사업형태가 다르지만, 모두 외부의 제휴 금융 회사들과 고객을 연결해주고 수수료를 받는 사업 형태다. 외형 자체는 크지 않지만 장기적으로 성장 잠재력이 높아, 토스의 사업부문 내에서 중요도는 더 높아질 전망이다. 금융상품 중개 서비스는 1) 플랫폼의 특성 상 강점이 있고, 2) 금융업 본업에서 발생하는 리스크를 줄여서 리스크 조정 수익률 (RAROC)이 높다는 특징이 있다. 참고로 토스는 직접 영위하는 사업뿐 아니라 자회사 (은행, 증권, 보험중개 등) 모두 토스 앱에서 실행되는 'One-App 시스템'을 구현하고 있다. 이는 자회사별 입지 등을 고려해야 하는 기존 금융회사와 달리, 고객 편의성을 위해 과감한 형태를 운영할 수 있는 금융 플랫폼만의 장점이다.

보험 중개는 기존과는 다른 방식을 도입

토스는 2019 년 8 월 대출중개 서비스를 실시한 후 2021 년 6 월까지 누적 실적은 3.4 조원을 기록했다. 제휴 금융회사는 11 개 은행 포함 총 30 개다. 과거에 시행하던 P2P 업체와의 제휴는 리스크가 높아 지난 4 월에 종료되었다. 보험 중개는 자회사인 토스인슈어런스를 통해 영위하고 있다. 토스인슈어런스는 GA (법인보험대리점)로서, 토스 앱에서 온라인 전용상품을 판매 중이다. 금년부터는 보험설계사를 모집하여 영업 중인데, 토스의 보험설계사들은 기존의 푸시 (Push) 형 마케팅이 아니라 토스 앱을 통해 들어온 고객들에 대한 '보험분석 매니저'로서의 역할을 한다. 토스인슈어런스도 2020 년까지는 적자를 기록 중이지만, 현재의 영업 단계상 불가피한 측면이 있다.

토스인슈어런스의 영업수익과 손익



자료: 토스 (감사보고서), SK 증권

토스 App의 홈화면 중 대출, 보험 부문



자료: 토스 (캡처 화면), SK 증권

토스증권, 토스뱅크로 실물 금융업을 영위

토스증권과 토스뱅크는 금융 기반의 플랫폼 기업이 실물 금융업을 영위하는 사례로서, 카카오, 네이버 등 커뮤니케이션, 포털, E-커머스 등을 기반으로 한 거대 종합 플랫폼이 금융업에 진출하는 것과는 또 다른 차이점이 있다. 현재 장외시장에서 비바리퍼블리카가 추가 증자 가능성에도 불구하고 시가총액 14 조원 내외의 비싼 가격에 거래되고 있는 이유는, 각종 금융상품 판매뿐 아니라 토스증권과 토스뱅크의 장기적인 성장성을 기대하는 것이다.

3. 토스증권

아직은 영업 초기여서 성공
여부를 코멘트하기에는 이릅니다

2020년 11월 설립된 토스증권은 지난 3월 15일 MTS (모바일 트레이딩 시스템)를 공식 오픈하면서 주식위탁 사업을 시작했다. 토스증권 MTS는 별도 앱 설치 없이 기존 토스 앱으로 거래할 수 있다는 점, 다른 증권사에 비해 시각적으로 단순하고 거래가 편하다는 것, 그리고 토스와의 연계성 등이 장점이다. 반면 타사가 일반적으로 제공하는 다양한 차트나 수급 데이터는 제공되지 않는다는 점, ETF, 리츠, 해외주식 등을 아직 거래할 수 없다는 단점 (곧 오픈할 계획)도 있다. 토스증권의 가입자 수는 2021년 8월에 800만명을 넘어선 것으로 알려졌다. 아직은 영업 초기여서 실적 측면에서 양호한지 부진한지 여부를 코멘트하기에는 다소 이르다.

일반 소액 투자자들에게는
쉽게 다가갈 수 있는 장점
보유

총평을 하자면, 전문투자자 또는 단기 매매를 통해 수익을 추구하는 투자자들은 혹평하겠지만, '생활 속의 주식 투자'를 추구하는 일반 투자자들은 토스증권의 MTS에 대해서 높게 평가할 것으로 예상된다. 토스증권은 모바일 주식거래 수수료율로 0.015%를 적용한다. 이는 온라인 브로커리지 1위인 키움증권과 같은 가격이다.

토스 MTS의 장단점 평가

<장점>

1. 별도의 앱 설치 없이 토스 앱에서 MTS로 직접 연결
2. 시각적으로 단순하고 편한 거래 과정
3. 기존 토스의 다른 기능과의 연계성
4. 리서치 자료도 시각적으로 편하고 쉽게 설명

<단점>

1. 단순한 선 그래프 외에 다양한 차트, 수급 데이터 제공 안됨
2. 아직 리츠 (REITs), ETF, SPAC 등은 거래할 수 없음
3. 해외주식 거래 불가능
4. 심도 있는 리서치 자료가 부족함

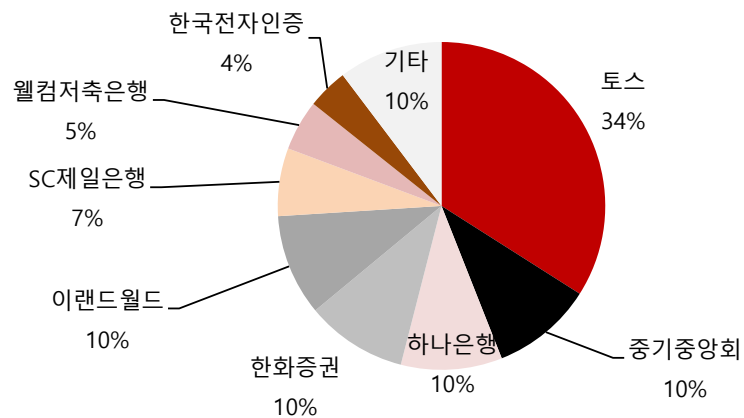
자료 SK증권 (주관적 평가)

4. 토스뱅크

10월부터 영업 개시

카카오뱅크가 증시에 상장되자마자 기대 이상의 성과를 내면서, 토스뱅크에 대한 관심도 높아지고 있다. 2019년 12월 설립 허가를 받은 토스뱅크는 금년 10월부터 영업을 시작했으며, 9월부터 연 2%의 금리를 주는 ‘토스뱅크 통장’에 대한 사전 신청을 접수 받은 바 있다. 카카오뱅크가 실제로 실적 측면에서도 영업개시 3년 만에 흑자를 달성하는 등 양호한 실적을 거뒀기 때문에, 토스뱅크도 성공적인 시장 안착이 가능하다는 투자자들이 점차 늘고 있다. 대주주(지분 34%)인 토스 외에도 하나은행, 중소기업중앙회, SC제일은행, 한국전자인증 등이 주주에 포함되어 있다.

토스뱅크의 주주 현황



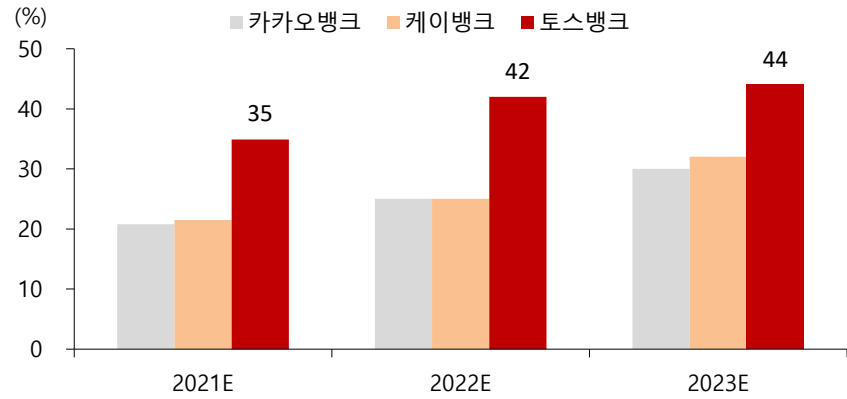
자료: 기획재정부, SK증권

타 인터넷은행들 보다 중금리 대출을 더 많이 가져갈 계획

토스뱅크는 슬로건으로 ‘금융 소외층에 최적의 금융서비스’를 제시하고 있다. 토스뱅크는 신용등급 4~6 등급의 중신용자 중 금융 이력 부족자와 소상공인을 위한 대출을 핵심 비즈니스로 가져갈 계획이다. 토스뱅크는 2023년말 신용대출 중 중금리대출 비중을 44%로 가져갈 계획인데, 이는 비교기업인 카카오뱅크, 케이뱅크에 비해서 높은 수치다. 다만 1기 인터넷전문은행 설립 당시에도 ‘중금리대출’을 주 영업으로 한다는 언론 기사들이 많이 나왔지만, 실제 결과는 그렇지 않았다는 측면도 고려할 필요가 있다. 사실 중금리대출이라는 부분은 은행, 특히 신규로 사업을 개시하는 인터넷전문은행 입장에서 접근하기 어려운 부분이다. 신용평가 데이터가 내부에 구축되지 않은 상황에서 쉽게 운영하면 나중에 큰 비용(대손충당금)으로 돌아올 수 있기 때문이다.

장기적으로 토스뱅크의 성공 여부는 1) 외형 성장에 따라 자기자본을 얼마나 잘 확충 하는지, 그리고 2) 건전성 문제없이 중금리 신용대출을 잘 늘릴지 여부에 따라 달려있다.

인터넷전문은행들의 신용대출 중 중금리대출 비중 계획



자료: 금융위원회 (언론 보도 인용), SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(구경희)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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 7일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
구경회
kh.koo@sk.com
02-3773-9083

네이버파이낸셜 (비상장 | Not Rated)

모회사의 E-커머스 확대에 힘입어 고성장 중

간편결제 서비스인 네이버페이를 운영하는 지급결제회사로, 2019년 11월 네이버에서 분할해 설립된지 1년 만에 흑자 전환. 2021년 상반기 결재액은 전년동기대비 51% 증가할 정도로 고성장 중. 네이버와 미래에셋의 전략적 제휴로, 금융 관련 고객 층을 확대 중. 최근 후불결제, 그리고 스마트스토어 대출을 통한 SOHO 금융으로 사업을 확장

네이버페이 운영 지급결제회사, 1H21 결재액은 YoY +51%나 증가

네이버파이낸셜은 간편결제 서비스인 네이버페이를 운영하는 지급결제회사로, 2019년 11월 네이버에서 분할해 설립되었다. 모회사인 네이버의 커머스 부문이 고성장을 지속하면서, 네이버페이는 2020년 연간 결재액이 26조원에 달할 정도로 빠르게 성장했다. 2021년 상반기 결재액은 17.5조원으로 전년동기대비 51% 증가했다.

E-커머스의 고성장에 힘입어 분사 1년 만에 흑자 전환

네이버파이낸셜은 모회사인 네이버로부터 분사한지 1년 만인 2020년 549억원의 연결 순이익을 기록하면서, 관련 업계를 놀라게 했다. 네이버파이낸셜의 성장 배경은 당연히 E-커머스 확장으로 인한 온라인 (인터넷+모바일) 지급결제의 고성장이다. 모회사인 네이버의 연결실적 기준으로, 핀테크 (페이 및 디지털금융) 부문의 성장률은 2021년 상반기 기준으로 +46.2% (YoY)에 달한다. 핀테크의 전방산업이라 할 수 있는 커머스 부문의 성장률이 41.5%로 여전히 고성장 중이다.

네이버와 미래에셋의 전략적 제휴로, 금융 관련 고객 층을 확대 중

네이버파이낸셜은 네이버와 미래에셋의 전략적 제휴로도 많이 알려져 있다. 미래에셋증권은 현재 네이버파이낸셜 지분의 9.5% (보통주 기준)와 우선주를 보유하고 있다. 미래에셋증권은 네이버파이낸셜과 ▶네이버페이 연동 CMA 통장 (포인트 부여), ▶증권계좌 연동 및 개설 등에서의 편의성을 제공하면서 고객 저변을 확대하고 있다.

네이버는 금융업 직접 진출보다는 '언번들링+제휴'를 통한 간접 진출 방식

카카오는 카카오뱅크, 카카오페이증권 등 자회사 설립을 통해 기존 금융업에 적극적으로 직접 진출하고 있다. 반면 네이버는 금융 자회사를 설립하지 않고 주로 '언번들링+제휴'를 통한 간접 진출 방식을 택하고 있다. 동시에 네이버파이낸셜을 통해 '실질적인 금융업'을 영위하는데 주력하고 있다. 이는 1) 후불결제를 이용한 실질적인 카드업 (할부 서비스), 그리고 2) 스마트스토어 대출을 통한 SOHO 금융이다.

네이버페이 운영회사로, 분사 1 년 만에 흑자 전환

네이버파이낸셜은 간편결제 서비스인 네이버페이를 운영하는 지급결제회사로, 2019 년 11 월 네이버에서 분할해 설립되었다. 모회사인 네이버의 커머스 부문이 고성장을 지속 하면서, 네이버페이는 2020 년 연간 결제액이 26 조원에 달할 정도로 빠르게 성장했다. 네이버파이낸셜은 모회사인 네이버로부터 분사한지 1 년 만인 2020 년 549 억원의 연결순이익을 기록하면서, 관련 업계를 놀라게 했다.

네이버파이낸셜의 연결손익계산서

(십억원)	2019 년	2020 년
영업수익	86.8	704.4
영업비용	91.4	668.1
영업이익	-4.6	36.3
기타수익	0.1	1.0
기타비용	0.0	-0.6
이자/금융수익	0.2	22.5
금융비용	0.2	4.9
세전이익	-4.7	54.3
연결당기순이익	-4.6	54.9

자료: 금감원 (Dart), SK 증권

네이버파이낸셜의 연결대차대조표

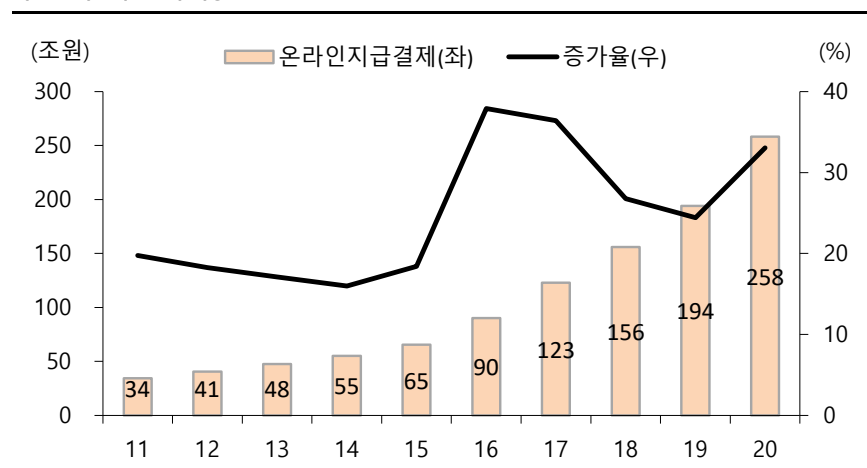
(십억원)	2019 년	2020 년
자산	851.8	2,293.2
금융/투자자산	491.9	1,570.3
기타자산	360.0	723.0
부채	828.8	1,414.6
금융부채	695.0	1,173.6
기타부채	133.7	241.0
자기자본	23.1	878.6
자본금	5.0	7.1
잉여금 등	18.1	871.4

자료: 금감원 (Dart), SK 증권

국내 E-커머스의 고성장에 힘입어 실적 호조세

네이버파이낸셜의 고성장 배경은 당연히 E-커머스 확장으로 인한 온라인 (인터넷+모바일) 지급결제의 고성장이다. 2020 년 국내 온라인 지급결제 총액은 258 조원으로, 전년대비 33% 증가했다. 증가율이 2016 년을 고점으로 하락하다가 2020 년 팬데믹으로 인해 다시 급증했다.

국내 온라인지급결제 시장 추이



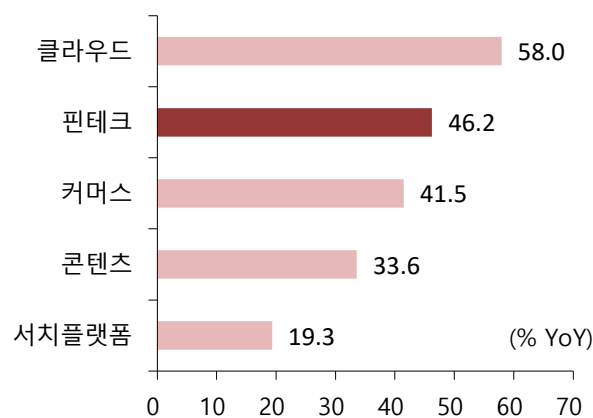
자료: 한국은행 SK 증권

주: 온라인 지급결제 기준이며, 2020 년 온라인 쇼핑 금액은 160 조원

네이버페이 결제액은 1H21 +51%의 고성장

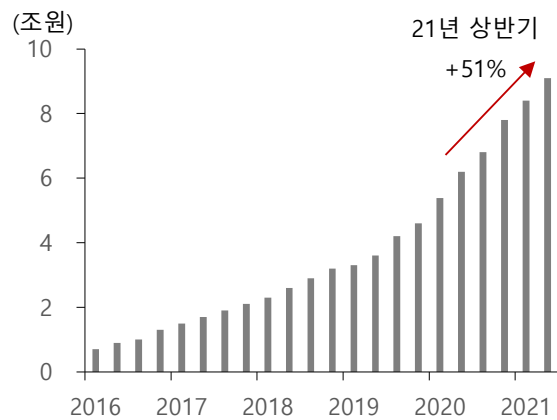
모회사인 네이버의 연결실적 기준으로, 핀테크 (페이 및 디지털금융) 부문의 성장률은 2021 년 상반기 기준으로 +46.2% (YoY)에 달한다. 핀테크의 전방산업이라 할 수 있는 커머스 부문의 성장률이 41.5%로 여전히 고성장 중이기 때문이다. 이러다 보니 네이버 페이가 고성장할 수 밖에 없다. 네이버페이의 2021 년 상반기 결제액은 17.5 조원으로 전년동기대비 51% 증가했다.

네이버의 부문별 매출 증가율 비교 (2021 년 상반기)



자료: 금감원 (Dart), SK 증권

네이버페이 결제액 추이



자료: 네이버 SK 증권

네이버는 아마존처럼 간접 방식을 통해 금융업을 영위

카카오는 카카오뱅크, 카카오페이증권 등 자회사 설립을 통해 기존 금융업에 적극적으로 직접 진출하고 있다. 반면 네이버는 금융 자회사를 설립하지 않고 주로 ‘언번들링+ 제휴’를 통한 간접 진출 방식을 택하고 있다. 동시에 네이버파이낸셜을 통해 ‘실질적인 금융업’을 영위하는데 주력하고 있다. 실질적인 금융업 영위의 첫번째 섹터는 후불결제를 이용한 실질적인 카드업 (할부서비스) 영위다.

네이버페이 후불결제를 시범 운영 중

네이버파이낸셜은 2021 년 4 월부터 ‘네이버페이 후불결제’를 시범운영 중이다. 후불결제는 상품/서비스를 먼저 구입한 후 결제일이 되면 등록된 계좌에서 자동으로 출금되는 시스템이다. 마치 신용카드와 비슷한 기능이어서, 사용자 입장에서는 신용카드와 차별성이 없다. 만약 연체 시 대손비용이 발생하기 때문에 서비스 신청시 기존 금융정보 및 네이버의 데이터를 결합한 대안신용평가시스템 (ACSS)을 통과한 고객에게 발행한다. 현재 30 만원을 한도로 발행되지만, 사업이 자리를 잡게 되면 점차 규모가 확대될 수 있을 전망이다.

스마트스토어 대출을 통해 SOHO 금융에도 참여

스마트스토어 대출을 통해 SOHO 금융에도 참여하고 있다. 아직은 네이버 계열 캐피탈회사가 없기 때문에, 우리은행 등과의 제휴 비즈니스 수준이다. 언론에 따르면 네이버페이의 스마트스토어 대출은 출시 6개월만에 약정대출 500억원을 상회했다고 한다. 중소기업자들은 대출자금을 활용해 매출 증대에 나서기 때문에, 자체 신용평가시스템을 통해 잘 활용한다면 페이먼트의 사업자 대출은 선순환 효과를 가져올 수 있다.

미래에셋과의 전략적 제휴를 통해 다양한 금융사업을 간접적으로 영위

네이버파이낸셜은 네이버와 미래에셋의 전략적 제휴로도 많이 알려져 있다. 미래에셋증권은 현재 네이버파이낸셜 지분의 9.5% (보통주 기준)와 우선주를 보유하고 있다. 미래에셋증권은 네이버파이낸셜과 ▶네이버페이 연동 CMA 통장 (포인트 부여), ▶증권계좌 연동 및 개설 등에서의 편의성을 제공하면서 고객 저변을 확대하고 있다. 네이버는 미래에셋과의 전략적 제휴를 통해 많은 사업을 영위 중이다.

Compliance Notice

- 작성자(구경희)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 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 7일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

memo
