

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sks.co.kr

02-3773-8812

## Company Data

자본금	663 억원
발행주식수	13,268 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	45,643 억원
주요주주	
카카오(외3)	81.73%
국민연금공단	5.02%
외국인지분률	42.60%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/10/13)	34,400 원
KOSPI	2162.87 pt
52주 Beta	1.58
52주 최고가	238,500 원
52주 최저가	34,400 원
60일 평균 거래대금	304 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-45.8%	-38.7%
6개월	-74.3%	-67.8%
12개월	%	%

## 카카오페이 (377300/KS | 중립(하향) | T.P 38,000 원(하향))

### 본격적인 주가 반등을 위한 수익성 증명이 필요

카카오페이 3Q22 실적은 결제, 금융 서비스 등의 성장세가 이어지겠으나, 주요 자회사의 실적부진으로 영업적자가 지속될 것으로 예상. 다만 제한적인 비용 집행으로 적자규모는 전기 대비 축소 예상. 상장 이후 매분기 영업적자 기록하고 있어 단기 주가상승 여력 제한적. 카카오페이의 주가는 분기 영업이익 턱어라운드 시기에 반등할 전망이다, 과거 간 편결제업체 투자 시 멀티플 고려한다면 반등 시 주가 상승여력 높을 것으로 전망

### 3Q22: 영업이익 적자지속 전망

카카오페이 3Q22 실적은 영업수입 1,398 억원(21.7%, yoy), 영업이익 -72 억원(적자지속 yoy, qoq)으로 예상된다. 결제서비스, 금융서비스 부문이 모두 전년동기 대비 20% 이상 성장하며 탑라인 성장세는 유지되겠으나, 높아진 인건비와 자회사 실적부진이 지속되며 영업이익은 적자가 지속될 전망이다. 다만 인건비, 마케팅비용 등이 전기 수준으로 유지되면서 영업적자 규모는 전기(-125 억원) 대비 감소할 것으로 예상된다.

### 주가 턱어라운드의 전제조건은 수익성 개선

2021년 4분기 상향한 카카오페이는 상장 전 포함 5개 분기 연속 영업적자를 기록했다. 간편결제 시장의 성장률이 둔화된 가운데 카카오페이 주가 반등 시점은 수익성이 확인되는 시점이 될 것이다. 카카오페이 실적부진은 자회사 실적부진에 기인하는데, 카카오페이증권과 카카오페이손해보험이 2022년 신규 서비스를 시작한 만큼 2023년 턱어라운드가 예상된다.

### 투자의견 중립(하향), 목표주가 38,000 원(하향)

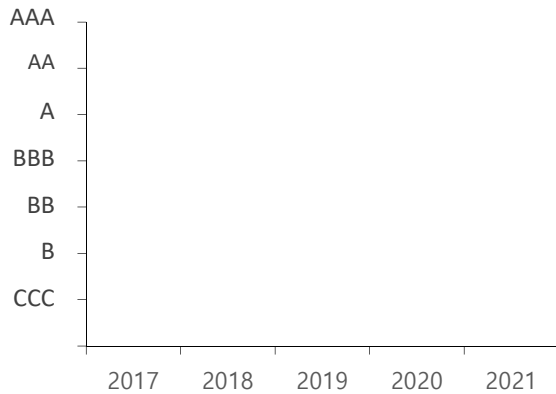
카카오페이에 대한 투자의견을 중립으로 하향하며, 목표주가도 Target PSR 9.1 배 적용한 38,000 원으로 하향한다. 별도기준 실적은 비교적 양호하나, 카카오페이증권, 카카오페이손해보험 등 주요 자회사의 턱어라운드 시기가 지연되며 분기 영업이익 흑자전환 시기는 2023년 2분기로 전망한다. 다만 현 주가는 2019년 네이버파이낸셜 투자 유치 당시 적용 멀티플이 PSR 30.7 배, TPV 대비 0.17 배였음을 고려한다면 수익성 개선이 확인되는 시점에 주가 상승여력은 높을 것으로 전망한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	1,411	2,844	4,586	5,507	7,420	9,247
yoy	%	103.0	101.5	61.3	20.1	34.7	24.6
영업이익	억원	-653	-179	-272	-232	57	130
yoy	%	적지	적지	적지	적지	흑전	127.7
EBITDA	억원	-609	-55	-76	-44	389	447
세전이익	억원	-650	-258	-260	-33	191	264
순이익(지배주주)	억원	-650	-206	-229	141	306	361
영업이익률%	%	-46.3	-6.3	-5.9	-4.2	0.8	1.4
EBITDA%	%	-43.2	-2.0	-1.7	-0.8	5.2	4.8
순이익률	%	-46.1	-8.8	-7.4	-0.6	2.4	2.5
EPS(계속사업)	원	-684	-202	-198	107	231	272
PER	배	N/A	N/A	N/A	322.8	148.8	126.4
PBR	배	0.0	0.0	13.6	2.7	2.6	2.6
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	-2,664.2	-687.5	77.6	66.6
ROE	%	-82.5	-18.0	-2.5	0.8	1.8	2.1
순차입금	억원	-3,938	-9,566	-28,791	-16,446	-16,325	-16,630
부채비율	%	1,025.5	491.8	91.2	9.0	9.6	9.6

## ESG 하이라이트

### 카카오페이의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>카카오페이 종합 등급</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>
환경(Environment)	NA	NA	NA
사회(Social)	NA	NA	NA
지배구조(Governance)	NA	NA	NA
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
NAVER	A	B+	27.7
카카오	A	B	28.1

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 카카오페이 ESG 평가

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

최근 경영진의 스톡옵션 매각 과정에서 사회적 리스크가 부각된 점은 부정적 요인

자료: SK 증권

### 카카오페이의 ESG 채권 발행 내역

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

자료: KRX, SK 증권

### 카카오페이의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.01.15	사회 (Social)	"카카오페이 먹튀 사태, 김범수식 자율 경영과 몸집 키우기의 엇박자 결과"
2021.01.10	사회 (Social)	먹튀 논란 류영준 카카오 대표내정자 사퇴...페이 대표는 유지
2021.01.07	사회 (Social)	카카오페이 경영진 주식 매각 논란에...노조 "류영준 차기 대표가 사태 핵심"
2021.11.03	사회 (Social)	카카오페이 수수료 말바꾸기...플랫폼 갑질 논란 재연
2021.10.19	사회 (Social)	"카카오페이는 안되고 토스는 되고"...애매한 금소법에 엇갈린 사업 중단
2021.10.18	사회 (Social)	금융위 "빅테크 결제수수료 원가분석 중"

자료: 주요 언론사, SK 증권

카카오페이 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
영업수익	1,071	1,092	1,149	1,274	1,233	1,341	1,398	1,534	4,586	5,507	7,420
결제서비스	665	691	799	884	943	938	962	1,034	3,039	3,877	4,781
금융서비스	353	338	293	330	238	334	371	424	1,313	1,367	2,306
기타서비스	54	63	57	60	53	69	65	76	234	263	333
영업비용	964	1,173	1,159	1,562	1,244	1,466	1,470	1,558	4,859	5,739	7,363
영업이익	108	-82	-10	-288	-11	-125	-72	-24	-272	-232	57
영업이익률	10.1%	-7.5%	-0.9%	-22.6%	-0.9%	-9.3%	-5.2%	-1.6%	-5.9%	-4.2%	0.8%

자료: 카카오페이, SK 증권

카카오페이 목표주가 산정

(단위: 억원 주, 원)

구분	내용	비고
2022년 예상 매출액	5,507	SK증권 추정
Target PSR	9.1	카카오페이 상장 이후 평균 12MF PSR 대비 50% 할인
적정 시가총액	50,276	
발행주식 수	132,438,691	
적정주가	37,962	
목표주가	38,000	

자료: SK 증권

네이버파이낸셜 투자유치 당시 거래금액 멀티플 적용한 카카오페이 가치

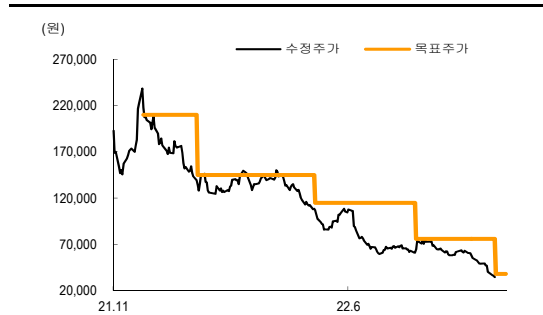
(단위: 조원 배, 주, 배)

구분	내용	비고
카카오페이 2022년 예상 GMV(조원)	120	
Revenue TPV(조원)	34	
송금 등 기타 TPV(조원)	86	
Revenue TPV 멀티플	0.17	네이버파이낸셜 멀티플
송금 등 기타 TPV 멀티플	-	송가치 0으로 가정
카카오페이 예상 기업가치	5.77	①
순차입금	-0.69	2Q22 기준 ②
카카오페이 적정가치	6.46	①-②
발행 주식수	132,438,691	
적정주가	48,768	

자료: SK 증권

주: Revenue TPV 의 가치만 인정한 가정. 네이버파이낸셜 멀티플은 2019년 투자유치 당시 기준

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.10.14	중립	38,000원	6개월		
2022.08.03	매수	76,000원	6개월	-21.35%	-1.32%
2022.05.04	중립	115,000원	6개월	-31.84%	-5.65%
2022.02.09	중립	145,000원	6개월	-7.88%	3.45%
2022.01.18	중립	145,000원	6개월	-8.01%	1.03%
2021.11.30	중립	210,000원	6개월	-16.00%	3.81%



**Compliance Notice**

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

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 10월 14일 기준)**

매수	95.12%	중립	4.88%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	11,025	32,020	17,981	17,946	18,251
현금및현금성자산	4,048	13,882	3,386	3,351	3,656
매출채권및기타채권	1,079	1,374	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	1,054	2,307	1,590	1,913	1,865
장기금융자산	34	42	151	151	151
유형자산	153	291	460	610	393
무형자산	462	507	869	911	949
<b>자산총계</b>	12,080	34,327	19,571	19,859	20,116
<b>유동부채</b>	9,792	15,176	601	653	653
단기금융부채	91	223	600	653	653
매입채무 및 기타채무	2,484	4,292	0	0	0
단기충당부채	66	127	0	0	0
<b>비유동부채</b>	247	1,195	1,016	1,081	1,112
장기금융부채	165	1,066	935	969	969
장기매입채무 및 기타채무	0	1	0	0	0
장기충당부채	48	98	22	22	22
<b>부채총계</b>	10,038	16,371	1,616	1,734	1,765
<b>지배주주지분</b>	1,822	16,932	17,103	17,405	17,762
자본금	111	659	663	663	663
자본잉여금	3,751	18,444	18,490	18,490	18,490
기타자본구성요소	32	134	119	119	119
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-2,046	-2,281	-2,139	-1,833	-1,472
비지배주주지분	219	1,024	852	720	588
<b>자본총계</b>	2,041	17,956	17,955	18,126	18,350
<b>부채외자본총계</b>	12,080	34,327	19,571	19,859	20,116

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	616	1,717	-11,905	403	442
당기순이익(손실)	-258	-260	-33	174	229
비현금성항목등	311	495	7	214	218
유형자산감가상각비	76	134	127	237	217
무형자산감가상각비	48	63	61	95	100
기타	132	372	-40	-130	-130
운전자본감소(증가)	574	1,497	-11,891	31	31
매출채권및기타채권의 감소(증가)	55	6	56	0	0
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	754	1,829	-4,783	0	0
기타	-236	-338	-7,164	31	31
법인세납부	-11	-15	12	-17	-36
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,188	-10,182	2,494	-524	-137
금융자산감소(증가)	-1,950	-9,734	2,704	0	0
유형자산감소(증가)	-49	-181	-196	-387	0
무형자산감소(증가)	-124	-331	-137	-137	-137
기타	-65	64	124	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	1,635	16,019	-32	86	0
단기금융부채증가(감소)	191	1	-32	52	0
장기금융부채증가(감소)	-16	-22	-12	34	0
자본의증가(감소)	1,579	15,400	32	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	88	579	-21	0	0
현금의 증가(감소)	63	7,555	-9,442	-35	305
기초현금	3,787	3,850	11,404	1,962	1,927
기말현금	3,850	11,404	1,962	1,927	2,232
FCF	4,218	2,789	-12,025	-141	292

자료 : 카카오페이, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	2,844	4,586	5,507	7,420	9,247
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	2,844	4,586	5,507	7,420	9,247
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	3,023	4,859	5,739	7,363	9,117
<b>영업이익</b>	-179	-272	-232	57	130
영업이익률 (%)	-6.3	-5.9	-4.2	0.8	1.4
<b>비영업손익</b>	-79	13	199	134	134
순금융비용	-16	-51	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-55	-4	4	4	4
<b>세전계속사업이익</b>	-258	-260	-33	191	264
세전계속사업이익률 (%)	-9.1	-5.7	-0.6	2.6	2.9
<b>계속사업법인세</b>	-7	79	0	17	36
<b>계속사업이익</b>	-251	-339	-32	174	229
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-251	-339	-32	174	229
순이익률 (%)	-8.8	-7.4	-0.6	2.4	2.5
지배주주	-206	-229	141	306	361
지배주주귀속 순이익률(%)	-7.23	-5	2.56	4.13	3.9
비지배주주	-45	-109	-174	-132	-132
총포괄이익	-276	-336	-36	171	225
지배주주	-230	-227	137	302	357
비지배주주	-45	-109	-174	-132	-132
<b>EBITDA</b>	-55	-76	-44	389	447

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	101.5	61.3	20.1	34.7	24.6
영업이익	적지	적지	적지	흑전	127.7
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	38.1
EBITDA	적지	적지	적지	흑전	14.9
EPS(계속사업)	적지	적지	흑전	117.0	17.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-18.0	-2.5	0.8	1.8	2.1
ROA	-2.9	-1.5	-0.1	0.9	1.1
EBITDA마진	-2.0	-1.7	-0.8	5.2	4.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	112.6	211.0	2,993.2	2,748.7	2,795.4
부채비율	491.8	91.2	9.0	9.6	9.6
순차입금/자기자본	-468.6	-160.3	-91.6	-90.1	-90.6
EBITDA/이자비용(배)	-7.5	-4.2	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-202	-198	107	231	272
BPS	1,640	12,839	12,890	13,118	13,387
CFPS	-80	-29	249	482	511
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	1,656.3	763.2	648.3
PER(최저)	N/A	N/A	322.8	148.8	126.4
PBR(최고)	0.0	18.6	13.7	13.5	13.2
PBR(최저)	0.0	11.3	2.7	2.6	2.6
PCR	0.0	-6,118.5	138.4	71.4	67.3
EV/EBITDA(최고)	0.0	-3,727.6	-2,351.6	265.1	229.9
EV/EBITDA(최저)	0.0	-2,131.8	354.0	-39.9	-35.6