

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순

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

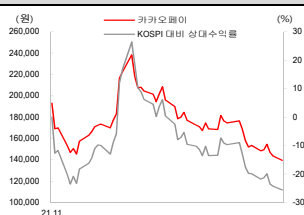
Company Data

자본금	567 억원
발행주식수	13,037 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	183,977 억원
주요주주	
카카오	47.8%
Alipay Singapore Holding Pte. Ltd.	39.1%
외국인지분률	42.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/01/17)	139,500 원
KOSPI	2890.1 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	238,500 원
52주 최저가	139,500 원
60일 평균 거래대금	1,778 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-21.2%	-17.7%
6개월	%	%
12개월	%	%

카카오페이 (377300/KS | 중립(유지) | T.P 145,000 원(하향))

4Q21 Preview: 수익성 개선 지연

카카오페이 4Q21 실적은 탑라인 성장세가 지속됨에도 불구하고 주식보상비용이 발생해 전기 대비 영업적자 폭이 확대될 전망이다. 상장 이후 고점 대비 42%가량 하락한 주가는 4Q21 실적부진과 더불어 경영진 스톡옵션 행사 과정에서의 논란에 기인. 이를 반영해 Target 멀티플 30% 할인하여 목표주가도 145,000 원으로 하향. 결국 수익성 회복을 통한 시장의 신뢰회복이 주가 반등의 핵심과제가 될 전망이다

4Q21 Preview: 주식보상비용 반영으로 영업적자 전망

카카오페이 4Q21 실적은 영업수익 1,228 억원(32.3% yoy), 영업적자 89 억원(적자지속 yoy)으로 예상된다. 간편결제 확대로 영업수익은 고성장이 지속될 전망이다. 상장 이후 주가 상승으로 주식보상비용이 발생해 전기 대비 영업적자가 확대될 전망이다. 하지만 2021년 영업적자 규모는 55 억원으로 2020년 대비 대폭 축소될 예정이며, 2022년은 기존 간편결제 시장 성장과 더불어 카카오페이증권 MTS 출시, 디지털보험사 출범 등 탑라인 성장세가 이어지면 본격적인 수익성 개선이 가능할 전망이다.

카카오페이의 주가는 상장 이후 238,500 원을 고점으로 전일 기준 42%가량 하락하였다. 최근 주가 하락의 이유는 4Q21의 영업적자 확대와 더불어 경영진의 스톡옵션 행사 과정에서의 논란 때문이다. 비록 경영진의 스톡옵션 행사가 위법적인 사항은 아니지만 시장의 신뢰에 부정적 영향을 미친 탓이다. 다만 최근 카카오는 그룹 CEO의 스톡옵션 주식매도를 상장 후 2년으로 제한하면서 추가적인 리스크는 제한적이다.

투자의견 중립, 목표주가 145,000 원(하향)

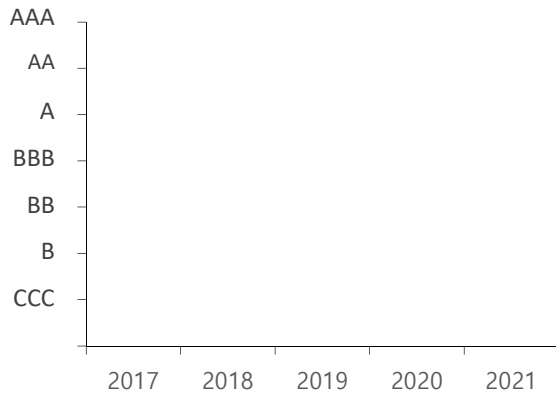
카카오페이에 대한 투자의견 중립으로 유지한다. 4Q21 영업적자가 예상됨에 따라 주가 반등시기가 지연될 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 기존 210,000 원에서 145,000 원으로 하향한다. 목표주가 산정은 2022년 예상 영업수익에 Target PSR 30.0 배(기존 목표가 산정 당시 멀티플 대비 30% 할인)를 적용하였다. 수익성 개선 지연과 시장의 신뢰하락을 고려한 것인데, 결국 수익성 회복을 통한 시장의 신뢰를 회복하는 것이 주가 반등의 핵심과제가 될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	695	1,411	2,844	4,554	6,395	8,515
yoy	%	556.3	103.0	101.5	60.1	40.4	33.2
영업이익	억원	-965	-653	-179	-55	377	701
yoy	%	적지	적지	적지	적지	흑전	86.2
EBITDA	억원	-955	-609	-55	134	602	987
세전이익	억원	-935	-650	-258	-71	380	704
순이익(지배주주)	억원	-935	-650	-206	40	393	644
영업이익률%	%	-138.8	-46.3	-6.3	-1.2	5.9	8.2
EBITDA%	%	-137.4	-43.2	-2.0	2.9	9.4	11.6
순이익률	%	-134.5	-46.1	-8.8	-1.1	4.7	6.5
EPS(계속사업)	원	-985	-684	-202	35	339	557
PER	배	N/A	N/A	N/A	4,997.1	411.3	250.5
PBR	배	0.0	0.0	0.0	103.1	69.8	55.8
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	1,607.7	269.7	157.7
ROE	%	-59.3	-82.5	-18.0	2.0	16.3	22.0
순차입금	억원	-3,230	-3,938	-9,566	-15,155	-21,931	-28,442
부채비율	%	249.4	1,025.5	491.8	677.8	884.7	950.7

ESG 하이라이트

카카오페이의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

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

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 카카오페이 ESG 평가

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

최근 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	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020A	2021F	2022F	2023F
영업수익	1,071	1,092	1,149	1,228	1,309	1,490	1,734	1,828	2,844	4,540	6,361	8,473
결제서비스	665	691	799	867	901	1,001	1,176	1,186	2,046	3,022	4,264	5,266
금융서비스	353	338	293	296	338	410	470	539	645	1,279	1,755	2,743
기타서비스	54	63	57	65	70	80	88	103	153	239	342	464
영업비용	964	1,173	1,159	1,317	1,276	1,405	1,601	1,716	3,023	4,613	5,998	7,788
지급수수료	455	505	558	582	628	711	830	900	1,590	2,101	3,069	4,190
광고선전비	90	130	159	185	123	162	220	236	280	565	741	1,106
인건비	311	450	342	443	413	426	440	465	887	1,545	1,744	2,013
상각비	39	43	46	48	50	50	52	51	124	176	203	223
지급임차료	5	6	8	9	9	9	9	9	18	28	37	50
기타	63	39	46	49	53	47	50	54	125	198	204	205
영업이익	108	-82	-10	-89	33	85	133	113	-179	-73	363	686
영업이익률	10.1%	-7.5%	-0.9%	-7.3%	2.5%	5.7%	7.6%	6.2%	-6.3%	-1.6%	5.7%	8.1%

자료: 카카오페이, SK 증권

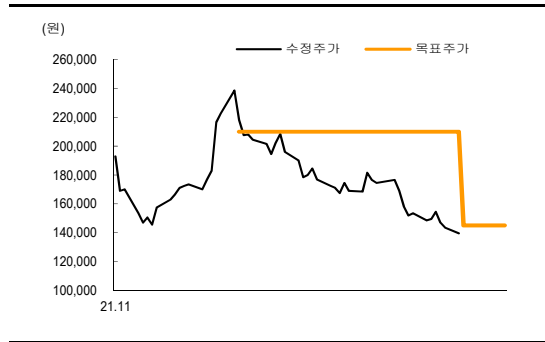
카카오페이 목표주가 산정

(단위: 억원 배 주, 원)

구분	내용	비고
2022년 예상 매출액	6,361	SK증권 추정
Target PSR	30.0	다음 상장 후 1년 평균 PSR 30% 할인
적정 시가총액	190,569	
발행주식 수	130,367,125	
적정주가	146,179	
목표주가	145,000	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.01.18	중립	145,000원	6개월		
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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 1월 18일 기준)

매수	91.41%	중립	8.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

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

현금흐름표

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

자료 : 카카오페이, SK증권 추정

포괄손익계산서

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

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	103.0	101.5	60.1	40.4	33.2
영업이익	적지	적지	적지	흑전	86.2
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	85.4
EBITDA	적지	적지	흑전	349.4	64.1
EPS(계속사업)	적지	적지	흑전	871.4	64.2
수익성 (%)					
ROE	-82.5	-18.0	2.0	16.3	22.0
ROA	-14.3	-2.9	-0.3	1.4	1.8
EBITDA마진	-43.2	-2.0	2.9	9.4	11.6
안정성 (%)					
유동비율	104.0	112.6	112.1	109.2	108.6
부채비율	1,025.5	491.8	677.8	884.7	950.7
순차입금/자기자본	-844.8	-468.6	-638.1	-816.2	-874.9
EBITDA/이자비용(배)	-115.3	-7.5	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-684	-202	35	339	557
BPS	491	1,640	1,692	2,000	2,501
CFPS	-638	-80	198	534	804
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	6,829.9	520.3	316.9
PER(최저)	N/A	N/A	4,166.7	411.3	250.5
PBR(최고)	0.0	0.0	141.0	88.3	70.6
PBR(최저)	0.0	0.0	86.0	69.8	55.8
PCR	0.0	0.0	881.4	261.4	173.5
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	2,211.2	350.8	207.2
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	1,305.5	269.7	157.7