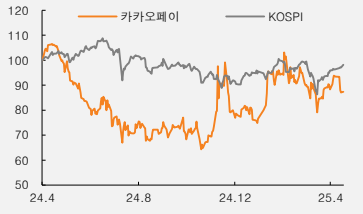
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.5.13

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	38,500원
현재주가(25/5/12)	29,500원
상승여력	30.5%

영업이익(25F,십억원)	19
Consensus 영업이익(25F,십억원)	57
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.2
P/E(25F,x)	559.2
MKT P/E(25F,x)	9.4
KOSPI	2,607.33
시가총액(십억원)	3,973
발행주식수(백만주)	135
유동주식비율(%)	21.0
외국인 보유비중(%)	37.6
베타(12M) 일간수익률	0.94
52주 최저가(원)	21,700
52주 최고가(원)	35,850

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.3	32.3	-17.7
상대주가	-3.6	26.0	-13.9



[기타금융]

박주연
park.zuyeon@miraeasset.com

377300 · 기타금융

카카오페이

NDR 후기: 뜯어볼수록 좋다

1Q25 Review: 영업이익 흑자전환

카카오페이는 1Q25 연결기준 영업수익(매출) 및 영업이익 각각 2,119억원(+20% YoY)과 44억원(흑전)을 기록했다. 금번 동사의 영업이익 흑자전환은 상장 이래 첫 연결 영업흑자 달성이라는 점에서 유의미하다. 세부적으로 결제서비스 성장률은 제한적이었으나 금융서비스의 강력한 매출 증가가 탑라인 성장을 이끌었다. 결제와 금융수익 각각 1,222억원(+1.9% YoY) 및 802억원(+61% YoY) 기록했다. 영업비용의 경우 전분기대비 대부분의 항목에서 규모 축소하며 안정적인 성과를 이루었다.

결제 부문의 성장세는 다소 아쉬우나 1분기 계절적 요인이 존재함을 확인한다. 금융서비스의 확대는 특히 해외주식거래가 전반적으로 위축되는 상황에서 이루어낸 결과라는 점에서 더욱 고무적이다. 결제 부문에서 페이머니 사용을 더욱 진작시키는 굿딜서비스 제공, 대출 부문에서 자동차 금융 사업 확대, 보험 부문에서 국내여행단체보험 및 선물하는 자녀보험 출시 등 다양한 시도들을 지속중이다.

NDR 후기: 증권과 보험의 향방

동사는 5월 8일~9일 국내 NDR을 진행했다. 결제 부문에서는 온라인 시장 둔화 우려와 별개로 1) 오프라인 및 크로스보더 결제의 성장 가능성과 2) 페이머니를 기반으로 하는 질적 성장(고수익BM)이 강조되었다. 탄핵으로 위축되었던 외국인 유입이 재활성화됨에 따라 2분기에는 크로스보더 부문에서 보다 개선된 실적이 기대된다. 증권의 경우 주식거래액 및 예탁금 지속적으로 성장중이다. 동사는 해외주식거래액 기준 하이싱글 m/s을 기록했으며 연말 10% 점유율 달성까지도 기대해볼 수 있다. 보험은 아직 적자 지속 중이나 적극적으로 사업 확대중이다. 자체 손해율을 적용할 수 있기까지 기간 잔존하는 가운데 1) 신규 상품 출시 및 2) 보험DB 판매 등으로 대응하고 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 38,500원 유지

투자의견 매수 및 목표주가 38,500원을 유지한다. 향후 해외주식 거래액 증가에 따른 증권 성장이 벨류에이션 리레이팅에 주요하게 작용할 것으로 전망한다. 중장기적으로는 마이데이터의 구체적인 향방 및 AI 수익화가 추가적으로 주목받을 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	521	615	766	867	1,003
영업이익 (십억원)	-45	-57	-57	19	61
영업이익률 (%)	-8.6	-9.3	-7.4	2	6
순이익 (십억원)	54	3	-14	40	58
EPS (원)	407	19	-102	299	433
ROE (%)	3	0	-1	2	3
P/E (배)	133	2,625	N/A	559	289
P/B (배)	4	4	2	2	2
배당수익률 (%)	0	0	0	0	0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카카오페이, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 밸류에이션

구분	수치	비고
12MF Fwd SPS(원)	6,857	금융서비스 성장세 강화
Target P/S(x)	5.6	글로벌 peer에 Fiserv, Paypal, FIS Global, Adyen, Global Payments, Robinhood, Sofi, Upstart
목표주가(원)	38,500	
현재주가(원)	29,500	
Upside	30.5%	

주: 아디엔 및 로빈후드는 각각 50%와 20% 디스카운트 적용
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 peer 밸류에이션 테이블

기업명		코드	시가총액 (백만달러)	P/E(x)		P/B(x)		P/S(x)		ROE(%)	
				FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
결제 네트워크	비자	V US	708,111	31.5	27.9	18.0	16.9	17.9	16.2	55.4	61.4
(4당사자구조)	마스터카드	MA US	525,097	36.3	31.0	68.5	51.6	16.5	14.7	201.2	234.4
카드사	아메리칸익스프레스	AXP US	209,420	19.7	17.3	6.6	5.8	2.9	2.7	33.6	34.0
(3당사자구조)	디스커버파이낸셜서비스	DFS US	50,952	14.3	12.9	2.6	2.3	2.9	2.8	19.3	18.7
결제	파이저브	FI US	70,324	14.2	12.8	3.3	2.8	2.2	2.0	24.2	24.2
	페이팔 홀딩스	PYPL US	103,579	18.3	15.7	3.8	3.6	5.0	4.6	19.5	21.4
	피델리티 내셔널 인포	FIS US	41,443	13.7	12.6	2.7	2.6	4.0	3.8	20.3	19.7
	아디엔	ADYEN NA	57,911	46.3	36.9	9.7	7.7	21.3	17.0	23.2	23.4
	블록	XYZ US	33,838	19.6	14.6	1.5	1.4	1.4	1.2	7.5	9.2
	글로벌 페이먼츠	GPN US	20,276	6.9	6.1	0.9	0.9	2.2	2.0	13.2	14.4
소비자금융	로빈후드	HOOD US	50,696	43.4	36.1	5.9	5.3	13.9	12.2	13.4	14.4
	소파이 테크놀로지스	SOFI US	15,519	51.1	28.5	2.3	2.1	4.8	4.0	5.0	8.0
	업스타트	UPST US	5,039	36.3	23.4	6.3	5.3	5.0	4.0	16.1	22.6

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 실적 전망 변경 내역

(십억원, %)	변경후		변경전		차이	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
영업수익	867	1,003	872	959	-0.6	4.7
영업비용	847	943	863	937	-1.8	0.6
영업이익	19	61	9	22	117.0	181.9
세전이익	48	117	77	95	-37.5	23.8
지배주주순이익	24	56	50	63	-52.3	-11.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 카카오페이 4Q24 review

(십억원)	1Q25	4Q24	전분기 대비 (QoQ%)	1Q24	전년동기 대비 (YoY%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	212	218	-3	176	20	212	-0
영업이익	4	-33	흑전	-10	흑전	4	19
지배주주순이익	11	4	177	4	187	12	-8

자료: 카카오페이, Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 카카오페이 연결 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F
매출액	176	186	186	218	212	215	219	221	766	867	1,003
결제서비스	120	121	123	126	122	123	126	125	490	495	521
금융서비스	50	55	55	84	80	82	82	85	244	328	425
기타서비스	7	9	8	9	10	10	11	12	32	43	57
판매비와 관리비	186	193	194	251	207	212	217	211	824	847	943
영업이익	-10	-7	-8	-33	4	2	2	10	-58	19	61
영업외손익	13	15	-20	44	16	5	4	4	52	29	57
세전이익	4	8	-28	11	20	7	6	15	-5	48	117
당기순이익	0	1	-28	5	14	4	4	9	-22	31	74
지배주주순이익	4	4	-25	4	13	3	3	7	-14	26	56

자료: 카카오페이, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q & A

결제 관련

Q. 결제 QoQ 마이너스 성장

- 계절성 존재: 1분기는 통상 비수기

Q. 산업 전반적인 성장 둔화 가능성

- 오프라인 및 크로스보더 부문에서 추가 성장 가능성을 보유
- 또한 머니 기반의 질적 성장(수익성 강화) 강조

Q. 크로스보더 인 현황

- 24년 12월 탄핵 이후 감소한 외국인 유입은 결제 크로스보더 거래에 영향
- 3월 중반 이후 외국인 유입은 다시 증가세

Q. 굿딜 사업 구조

- 할인 비용은 각 가맹점에서 자체적으로 부담. 카카오페이는 수수료를 전부 매출로 기록

대출 관련

Q. 대출 성장

- 신용대출 개선 + 자동차론 확대

증권 관련

Q. 1분기 주식 거래액 체크

- 전체 시장 사이즈 다소 줄어든 것과 달리 페이증권은 성장세 지속
- 단기 매수매도 확대 흐름 발생
- 또한 기존 해외주식 금액 일부는 국내주식으로 이동. 한번 락인된 금액은 시스템 안에서 움직이는 패턴이 확인되는 점 긍정적
- 참고로 거래액보다 거래 건수 기준 성장률은 더욱 높게 나옴. 이는 주식 모으기와 같은 소액 투자 서비스를 제공하기 때문

Q. 증권 거래 수수료 인하 가능성

- 수수료 경쟁은 끝난다고 판단. 서비스 고도화에 집중 중

Q. 증권 M/S 현황

- 국내 m/s에는 크게 주의하지 않음. 해외 m/s 하이 싱글 기록

Q. 대체 거래소는

- 일부만 적용 중

Q. 증권 수익 세부 구성

- 리테일 및 홀세일로 구성, 리테일 안에 다시 주식 수수료/예수금 기반 이자 및 신용거래 수익/환전 수수료/외환평가이익 및 기타 등
- 현재 홀세일은 대부분 부동산PF. 보유 계정 투자는 진행하지 않음

Q. 증권 상품 다각화

- 파생상품 및 ISA 출시 예정

보험 관련

Q. 신규 출시한 선물하는 자녀 보험의 출시 목적

- 중장기 보험 구축 및 보험 상품 다양화

Q. 카카오페이가 제공하는 보험은 중개 or 자체상품

- 두 가지 모두 취급. GA 라이선스 기반 보험 중개 판매(대표적으로 팻보험) + 디지털 손보사로 상품 직접 만들어 판매

Q. 보험 적자 관련

- 카카오페이손해보험은 사업 초기 단계로, 손해율 계산에 산업 평균 수치 사용 중. 사업 시작 3년 이후부터 자체 통계 사용 가능. 해당 시기는 여행자보험(유의미한 성공사례)을 기준으로 계산 시 약 26년 6월경으로 추정 가능
- 동시에 (1) 신규 상품을 통한 보험의 절대적인 규모 확장 및 (2) 보험DB 판매를 통한 신규 수익 창출 중

Q. 보험DB 판매 현황

- 수요 매우 높음. 속도 조절 중

비용 관련

Q. 마케팅비 계획

- 매출의 10% 수준 유지

Q. 지급 수수료 감소

- 머니 믹스 개선 효과

Q. 인건비 상승

- 마이데이터 활용을 위한 데이터 엔지니어들 다소 영입
- 주식 보상 비용은 이제 중요도 미미

기타 사항

Q. IPO 당시 유입된 현금 지속 보유중. 향후 사용 계획

- M&A 가능성에 대해서는 늘 개방적

Q. 마이데이터 관련

- 당사는 카카오 계열사 중 마이데이터 라이선스를 보유한 유일한 회사
- 향후 카카오 AI 계획에 주요 역할을 할 것으로 기대
- 마이데이터 헤드카운트: 약 2천만명까지 올라옴
- 참고로 외부 다수의 중소기업들은 분담금 부담으로 라이선스 반납 중

Q. 사업지표 개편

- MAU 약 2,400만명. 인구통계학적으로 추가 성장에는 제한이 있을 수밖에 없음
- 개별 앱의 MAU의 경우 전체의 약 1/3 이상 (약 7-800만명 이상)
- DAU의 일시적 감소에는 계절성 영향 존재

카카오페이 (377300)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	**459**	**521**	**615**	**766**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**459**	**521**	**615**	**766**
판매비와관리비	**486**	**567**	**672**	**824**
조정영업이익	**-27**	**-45**	**-57**	**-57**
영업이익	**-27**	**-45**	**-57**	**-57**
비영업손익	**1**	**37**	**51**	**52**
금융손익	5	31	58	57
관계기업등 투자손익	-2	1	2	5
세전계속사업손익	-26	-8	-6	-5
계속사업법인세비용	8	-34	17	16
계속사업이익	-34	27	-23	-22
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-34**	**27**	**-23**	**-22**
지배주주	-23	54	3	-14
비지배주주	-11	-27	-25	-8
총포괄이익	**-34**	**29**	**-27**	**-24**
지배주주	-23	57	-2	-16
비지배주주	-11	-27	-26	-8
EBITDA	-8	-6	-10	-5
FCF	138	-87	242	118
EBITDA 마진율 (%)	-1.7	-1.2	-1.6	-0.7
영업이익률 (%)	-5.9	-8.6	-9.3	-7.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.0	10.4	0.5	-1.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	**2,292**	**2,260**	**3,430**	**3,908**
현금 및 현금성자산	1,046	1,408	1,257	1,564
매출채권 및 기타채권	111	158	274	325
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1,135	694	1,899	2,019
비유동자산	**174**	**303**	**536**	**507**
관계기업투자등	2	6	29	45
유형자산	17	33	45	39
무형자산	17	27	144	127
자산총계	**3,433**	**3,331**	**3,966**	**4,415**
유동부채	**844**	**874**	**1,194**	**1,340**
매입채무 및 기타채무	400	367	574	624
단기금융부채	12	13	19	25
기타유동부채	432	494	601	691
비유동부채	**118**	**99**	**123**	**123**
장기금융부채	107	87	108	97
기타비유동부채	11	12	15	26
부채총계	**1,637**	**1,423**	**2,032**	**2,504**
지배주주지분	**1,694**	**1,806**	**1,877**	**1,861**
자본금	66	67	67	67
자본잉여금	1,844	1,826	1,815	1,818
이익잉여금	-228	-173	-170	-184
비지배주주지분	**102**	**102**	**58**	**50**
자본총계	**1,796**	**1,908**	**1,935**	**1,911**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	**157**	**-57**	**253**	**127**
당기순이익	-34	27	-23	-22
비현금수익비용가감	49	1	9	39
유형자산감가상각비	13	25	28	30
무형자산상각비	6	14	19	23
기타	30	-38	-38	-14
영업활동으로인한자산및부채의변동	131	-85	206	37
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	0	-5	-6
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	183	-34	191	52
법인세납부	-1	-2	-4	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	**-997**	**383**	**-417**	**191**
유형자산처분(취득)	-18	-29	-11	-8
무형자산감소(증가)	-33	-18	-15	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-942	452	-449	134
기타투자활동	-4	-22	58	68
재무활동으로 인한 현금흐름	**1,596**	**-3**	**-42**	**-12**
장단기금융부채의 증가(감소)	96	-19	27	-5
자본의 증가(감소)	1,524	-18	-10	3
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-24	34	-59	-10
현금의 증가	**755**	**323**	**-206**	**307**
기초현금	385	1,140	1,464	1,257
기말현금	1,140	1,464	1,257	1,564

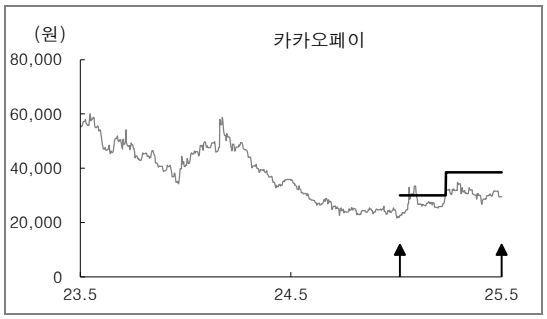
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	N/A	133.0	2,624.7	N/A
P/CF (x)	1,297.4	257.7	-465.7	198.4
P/B (x)	13.6	4.0	3.5	1.9
EV/EBITDA (x)	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS (원)	-198	407	19	-102
CFPS (원)	135	210	-106	132
BPS (원)	12,839	13,583	13,981	13,824
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	61.3	13.7	18.0	24.5
EBITDA증가율 (%)	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
조정영업이익증가율 (%)	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
EPS증가율 (%)	적자지속	흑자전환	-95.4	적자전환
매출채권 회전율 (회)	78.0	91.8	75.5	56.5
재고자산 회전율 (회)	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무 회전율 (회)	N/A	N/A	N/A	N/A
ROA (%)	-1.5	0.8	-0.6	-0.5
ROE (%)	-2.4	3.1	0.1	-0.7
ROIC (%)	7.4	-30.2	45.9	43.2
부채비율 (%)	91.2	74.6	105.0	131.0
유동비율 (%)	271.4	258.6	287.3	291.7
순차입금/자기자본 (%)	-114.3	-103.9	-116.4	-127.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-15.0	-7.2	-9.5	-10.9

자료: 카카오페이, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오페이 (377300)				
2025.02.06	매수	38,500	-	-
2024.11.18	매수	30,000	-9.68	11.50



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오페이 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.