NH투자증권

전략 인사이드 컬래버/글로벌 전략

브라질에서 찾는 기회: 온라인 유통, 핀테크

브라질 주식시장은 연중 최고가 경신 중. 지수보다는 금융 핀테크, 온라인 유통 등 구조적 성장 산업 중심의 선별적 투자 제안. 대표적 기업은 메르카도리브레(MELI), Nu Holdings(NU), 엑스피(XP) 등

Ph.D. 백찬규(글로벌)
02)768-7610 peter.ck@nhqv.com

임지용 (해외기업/글로벌IT)
02)768-7350, jiyong.im@nhqv.com

브라질 주식시장에서 기회를 찾을 수 있을까?

2025년 브라질 증시는 금리 인하 및 물가 안정화 기대, 환율 방향성 전환, 저평가 메리트를 바탕으로 상승 흐름을 이어가는 중. 경상수지 및 원자재 가격의 불확실성을 고려할 때, 지수 전체보다는 유망 업종 중심의 선별적 투자 권고. 특히 양호한 내수 기반과 디지털 전환의 수혜가 가능한 산업에 주목. 브라질 시장은 매크로 변화와 산업 트렌드를 고려한 접근이 요구되는 시점. 브라질의 인구 구조 및 매크로 환경과 금융 환경 개선세로 볼 때 핀테크 산업과 온라인 유통 산업의 구조적 성장 가능성 유효

약달러에 올라탄 브라질 핀테크 ADR 3인방: MELI, NU, XP

2025년 하반기 Non-US 지역 중 브라질은 물가 안정, 달러 약세에 힘입어 소비 회복과 자산 시장 반등을 기대. 이러한 매크로 환경은 메르카도리브레, Nu Holdings, 엑스피 등 디지털 기반 금융 커머스 플랫폼 기업의 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 견인할 수 있을 것으로 판단

메르카도리브레는 결제, 물류, 광고 인프라 등을 통합한 Super App 전략을 통해 핀테크 수익화와 광고 고성장 국면에 진입했으며, 현지 통화 기준 매출 성장률은 70% 이상으로 여전히 견조. Nu Holdings는 자체 신용평가 모델과 초저비용 디지털 운영체계를 기반으로 신용카드, 대출, 예금 상품을 빠르게 수익화하며 ARPAC(고객당 평균 수익)을 지속적으로 확대 중. 엑스피는 IFA(재무설계사), RIA(등록 투자자문사), PB를 결합한 하이브리드 세일즈 구조를 기반으로 고정비 부담 없이 리테일 금융자산 유입을 확대하고 있으며, 금리 하락 사이클 진입 시 수익성 레버리지가 더욱 부각될 수 있음

세 기업 모두 디지털 전환 초입 단계의 라틴아메리카 시장에서 높은 점유율을 확보하고 있으며, 경쟁사 대비 구조적 강점을 바탕으로 TAM 확장과 ARPU 상승을 동시에 실현. 특히 고비용 구조를 탈피한 디지털 기반 운영모델은 경기 민감도를 낮추고 불확실한 외부 환경에서도 안정적 이익 성장을 가능케 함. 성장성, 수익성, 안정성 측면에서 균형을 갖춘 복합 플랫폼 구조는 중장기 밸류에이션의 리레이팅 여지를 제공

I. 반등이 이어진 브라질 시장, 주목할 곳은?

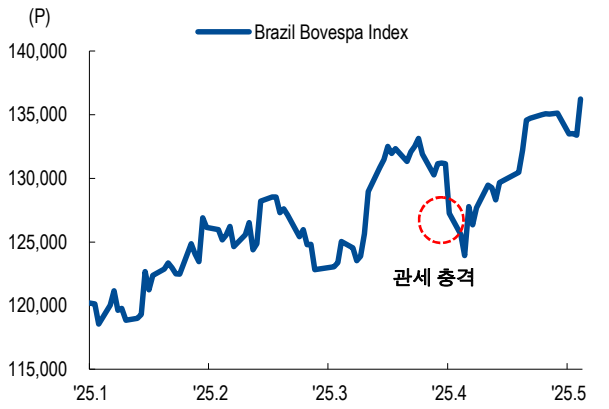
관세 충격도 덜했던 브라질, 시장 반등은 진행 중

연중 신고가 경신 중인 브라질 주식시장

2025년 들어 브라질 주식시장은 견조한 흐름을 이어가며 연중 신고가를 경신하고 있다. 지난 4월 초, 글로벌 증시가 트럼프 대통령의 관세 충격으로 급락했던 시기에 Bovespa 지수는 전저점을 하회하지 않았으며, 빠른 반등에 성공하며 회복력을 입증했다. 다만 실적 측면에서는 아직 본격적인 반등 신호가 나타나지 않고 있다. 12개월 선행 EPS 전망치는 연초 이후 하향 조정된 상태로, 기업 이익의 실질 개선은 더 지켜볼 필요가 있다.

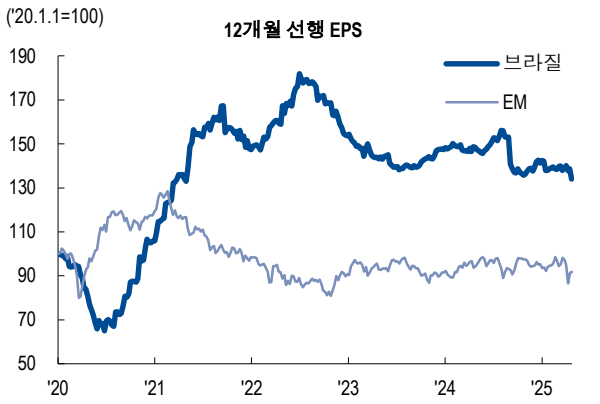
그럼에도 불구하고 시장은 금리 인하 기대와 환율 안정, 그리고 구조적 저평가 메리트를 반영하며 상승세를 이어가고 있다. 현재 브라질 Bovespa 지수의 12개월 선행 주가수익비율(PER)은 약 7.7배, 주가순자산비율(PBR)은 1.4배 수준으로, MSCI 신흥국 지수 대비 여전히 저평가 영역에 위치해 있다. 매크로 측면에서 추가 상승이 가능한지, 주도 업종은 무엇인지 파악해 보고자 한다.

그림1. 연초 이후 이어진 시장 상승세, 관세 충격도 덜했음



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림2. EPS 추정치 개선은 아직 난망

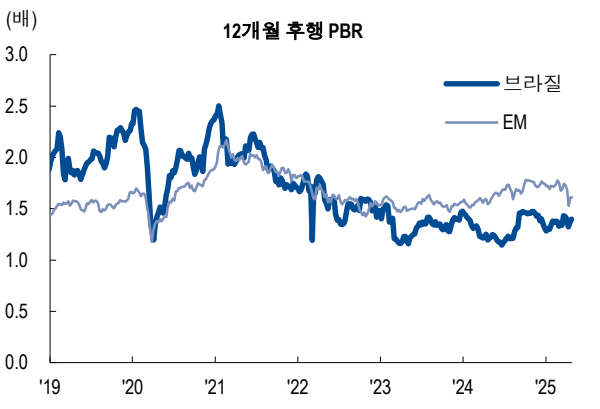


자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림3. 밸류에이션 저평가 메리트

자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림4. PBR 기준으로도 EM 대비 저평가



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

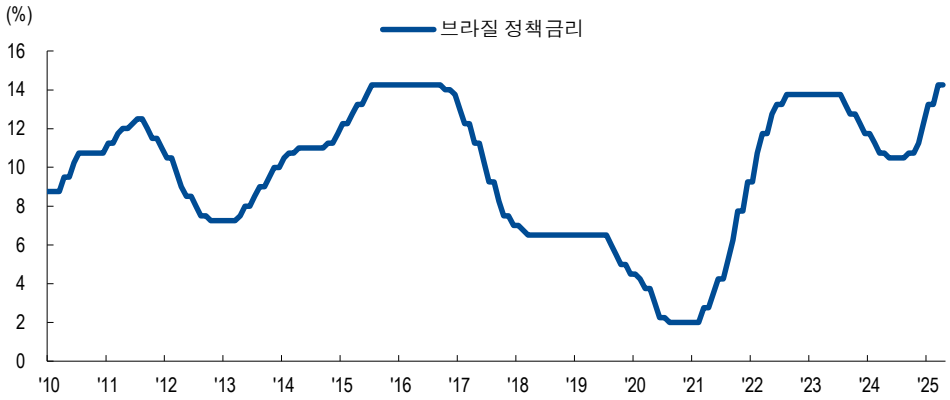
금리 인하와 환율 방향성 전환에 대한 기대감 반영 중

브라질 물가 안정화 및 기준금리 인하 기대감 점증

현재 브라질 주식시장에서 투자자들이 가장 주목하고 있는 변수는 기준금리의 향방이다. 특히 기준금리 인상 사이클의 종료와 이후 인하 전환 여부는 시장 기대 심리의 핵심 축으로 작용하고 있다. 브라질 중앙은행은 2024년 중반 이후 물가 상승 압력에 대응하기 위해 연속적인 기준금리 인상을 단행해 왔다. 실제로 2024년 한 해 동안 브라질의 소비자물가지수(CPI)와 생산자물가지수(PPI)는 모두 강한 상승세를 보였다. 이는 헤알화 약세에 따른 수입물가 상승이 가세하며 인플레이션 압력을 심화시킨 결과다.

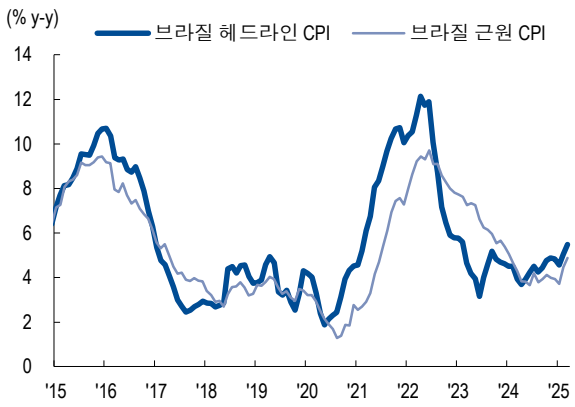
그러나 2025년 들어 상황 변화 조짐이 나타나고 있다. 글로벌 금융환경의 변화와 함께 브라질 내 금리 고점 도달 가능성, 물가 안정화 기대감이 점차 확대되고 있는 것이다. 브라질 중앙은행의 기준금리 인상 중단 가능성이 시장에서 본격적으로 논의되고 있다. 시장은 2010년대 중반 기준금리 14.25% 도달이 금리 방향 전환 신호로 작용했음을 감안해 유사한 상황이 반복될 수 있다는 기대를 갖고 있다. 향후 발표될 물가 지표와 중앙은행의 스탠스 변화가 금리 인하 기대를 현실화시킬 수 있을지 여부가 핵심 관전 포인트로 떠오르고 있다.

그림5. 역대 최고 수준인 기준금리, 정책 전환 기대감



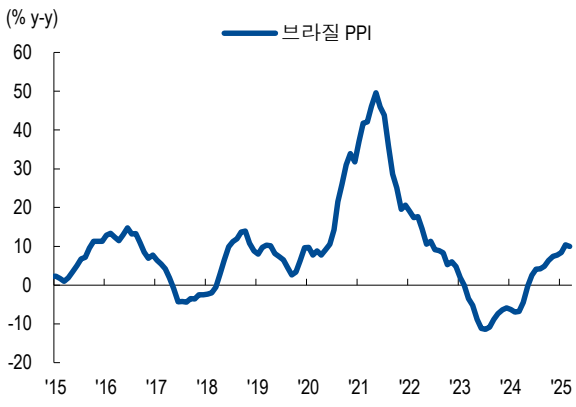
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림6. 물가 임계점 통과 가능성



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림7. 원자재 가격 낮아지며 생산자 물가 부담도 완화될 전망



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

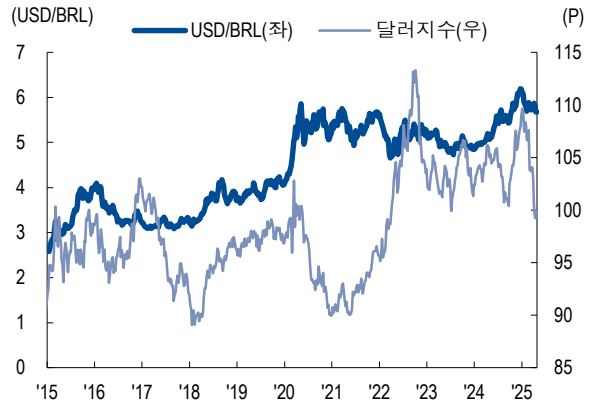
환율에 대한 기대도 시장에 반영 중

달러 인덱스는 고점 대비 약 10% 수준의 조정을 보이며 약세 흐름으로 전환되었지만, 브라질 헤알화는 아직 이러한 글로벌 달러 약세를 충분히 반영하지 못하고 있다. 향후 신흥국 통화 전반에 걸쳐 점진적인 강세 흐름이 나타날 가능성이 높다.

실제로 최근 한국 원화는 글로벌 달러 약세 흐름에 선제적으로 반응하며 빠른 강세를 시현하고 있다. 이러한 사례는 헤알화를 포함한 여타 신흥국 통화 역시 유사한 방향성을 보일 수 있음을 시사한다. 브라질의 금리 고점 신호와 물가 안정 기대감이 더해질 경우, 헤알화 역시 추가적인 강세 전환이 가능하다.

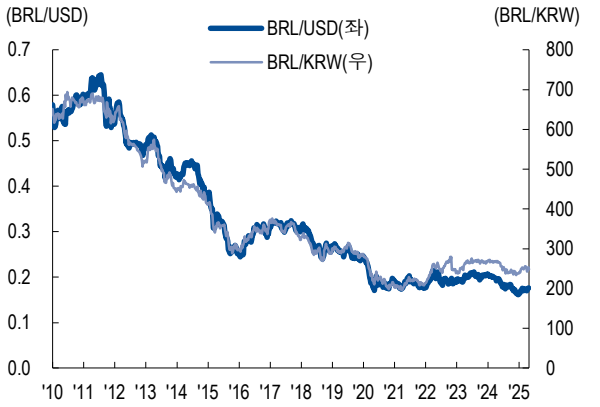
또한, 신흥국 통화 강세는 외국인 투자자금의 재유입을 촉진하는 요인으로 작용할 수 있다. 통화가치 상승은 환차손 리스크를 줄이는 한편, 현지 자산의 매력을 높이기 때문이다. 이는 브라질 증시에 대한 긍정적 자금 흐름과 맞물릴 가능성이 있다.

그림8. 헤알화는 달러 하락분을 미반영한 상태



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림9. 원헤알 환율도 부담되지 않는 레벨



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

인구 구조와 내수 기반이 뒷받침, 유통과 금융 산업의 구조적 성장 잠재력

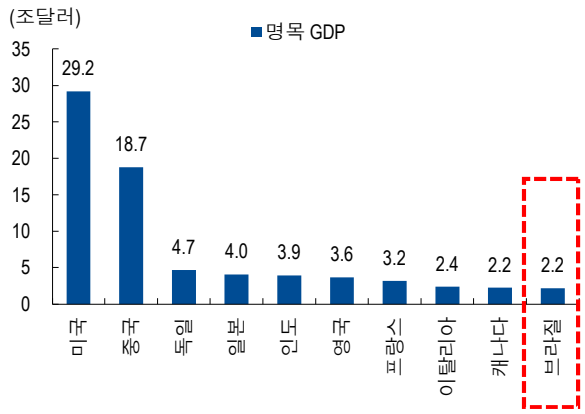
글로벌 경제규모 10위, 인구수 7위 수준으로 유통과 금융 산업 발전에 유리

브라질은 글로벌 10위의 명목 GDP(2024년 기준 2조1,784억 달러)를 기록한 경제 대국이자, 총인구 2억2,136만 명의 세계 7위 인구 대국이다. 특히 평균 연령은 35세로 젊고, 전체 인구 중 생산가능인구(15~64세) 비중은 69.4%에 달해 중장기적 내수 성장 기반이 견고하다.

코로나19 이후 브라질 경제는 연 3~5% 수준의 안정적인 성장세를 이어가고 있으며, 고점(2021년 14.9%)을 기록했던 실업률은 지속적으로 하락해 최근 6%대에 진입했다.

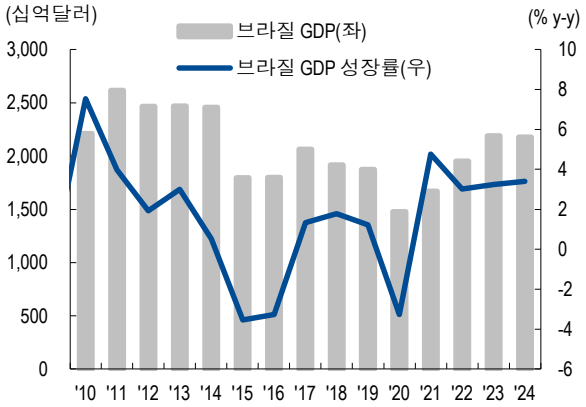
생산가능인구 확대, 고용시장 회복, 금리 인하 사이클, 그리고 환율 안정이 맞물려 선순환 구조가 강화된다면, 브라질은 소비 및 내수 회복을 기반으로 온라인 유통, 핀테크, 금융시장 등에서 구조적인 성장세를 시현할 수 있다.

그림10. 브라질 경제 규모는 글로벌 10위 수준



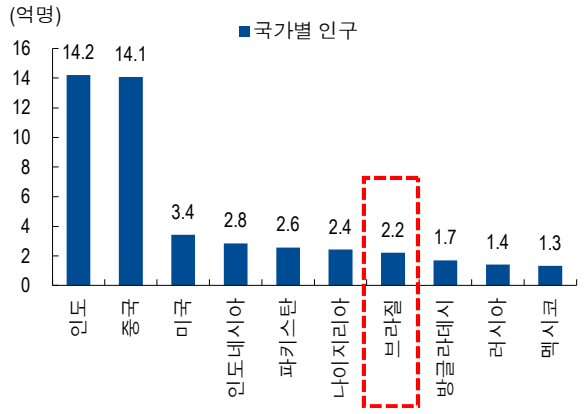
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림11. 2020년 이후 양호한 성장률 지속



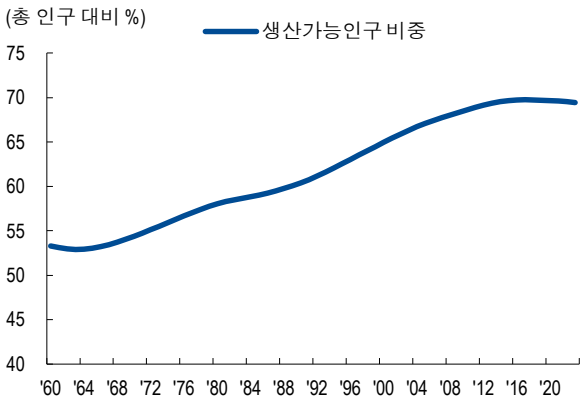
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림12. 글로벌 7위의 인구 대국



자료: 미국인구조사국, NH투자증권 리서치본부

그림13. 생산가능 인구 비중 높아 향후 소비, 내수 긍정적



자료: 세계은행, NH투자증권 리서치본부

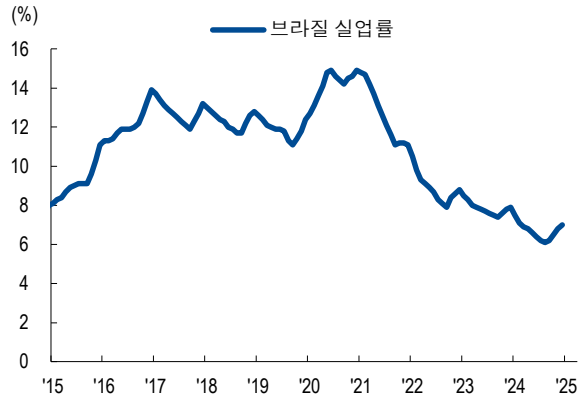
브라질 포함한 중남미 온라인 시장 성장 진행 중

브라질을 포함한 중남미 온라인 시장은 양호한 성장세를 이어가고 있으며, 2025년과 2026년에도 각각 20% 이상 성장이 전망되고 있다. 젊은 인구 구조, 낮아진 실업률, 물가 안정화가 병행된다면, 온라인 유통 시장의 확대 흐름은 지속될 가능성이 높다. 특히 메르카도리브레(MELI)와 같이 높은 점유율과 선점효과를 보유한 브라질 기반 플랫폼 기업은 구조적 성장 수혜를 기대할 수 있는 핵심 종목으로 주목받고 있다. 중남미 전역에서 인터넷 보급률이 빠르게 상승하고 있으며, 모바일 커머스 확산과 핀테크 기술 발전은 해당 시장의 핵심 성장 동력으로 작용하고 있다.

금융 업종 비중 증가 및 핀테크 두각

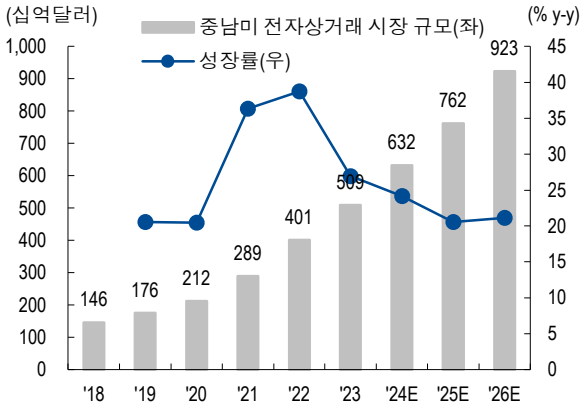
브라질 주식시장 내에서 금융 업종은 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 최근에는 그 비중이 지속적으로 확대되는 추세다. 앞서 언급한 브라질의 금융환경 개선이 가시화될 경우, 금융 업종 전반의 실적도 회복될 가능성이 높다. 현재 핀테크 산업의 부상이 두드러진다. 조사기관 IMARC에 따르면 브라질 핀테크 시장은 2024년 기준 약 47.3억달러 규모이며, 2033년까지 175.8억달러로 성장할 것으로 예상된다. 연평균 성장률(CAGR)은 15.7%에 달한다. 브라질 핀테크 시장은 이미 글로벌 5위 수준이며, 대표 기업인 누뱅크(NU)는 2021년 상장 당시 브라질 최대 은행인 이타우은행(Itau)의 시가총액을 일시적으로 초과하기도 했다. 이는 전통 금융과의 경쟁을 넘어, 구조적 전환의 가능성을 보여주는 상징적인 사례다.

그림14. 양호한 실업률 추이 및 레벨



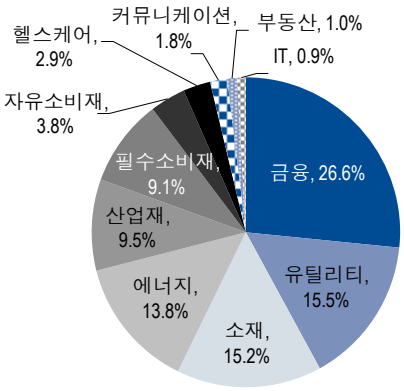
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림15. 브라질을 포함한 중남미 온라인 시장 고성장



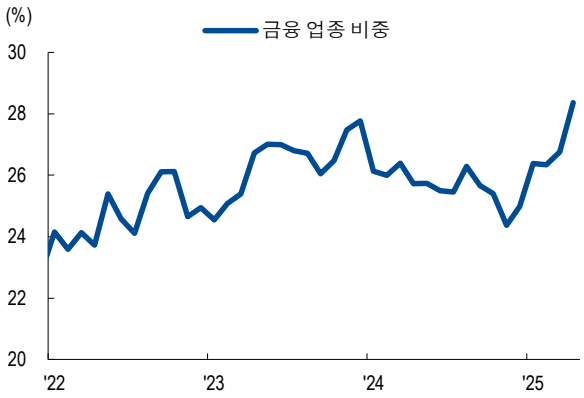
자료: PCMI, NH투자증권 리서치본부

그림16. 브라질 지수 내 비중이 가장 높은 금융 업종



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림17. 지수 내 금융 업종 비중 상승 추세



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

브라질 시장 전체는 아직 점검 필요

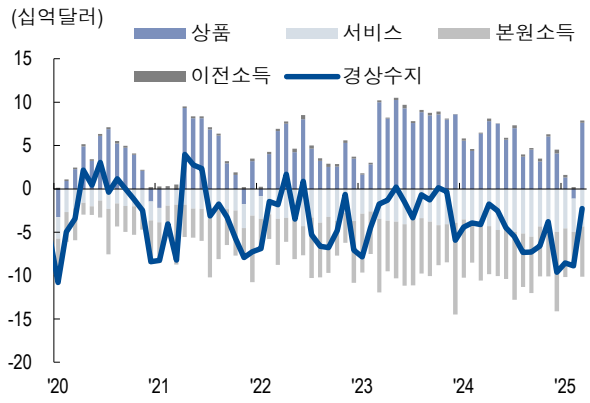
유망산업에 대한 선별적 투자 권고

브라질 주식시장에 대한 접근은 지수 전체에 대한 인덱스 투자보다는 유망 산업에 대한 선별적 투자가 바람직하다. 이는 대부분의 신흥국 투자에서 공통적으로 적용되는 전략이지만, 브라질의 경우 경상수지 흐름이 시장에 미치는 영향이 크다는 점을 고려하면 특히 그렇다.

최근 브라질 경상수지는 일시적으로 반등을 보였으나, 아직 개선세가 확고한 단계는 아니다. 이는 브라질 핵심 원자재인 유가와 철광석 가격이 글로벌 경기 둔화 우려 및 트럼프발 관세 충격 등으로 인해 조정을 받은 데 기인한다. 단기간 내 원자재 가격의 반등 가능성은 제한적인 상황이다.

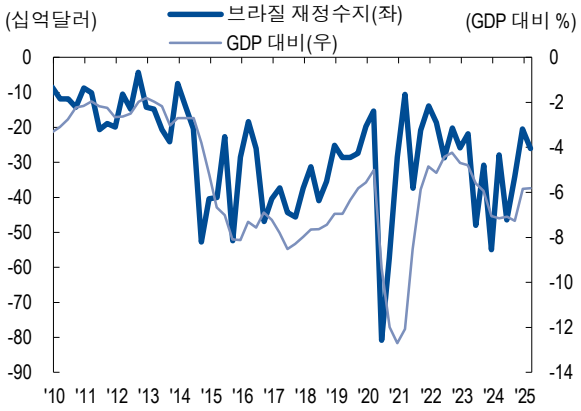
재정수지 또한 반등 흐름을 보이고 있으나, 지속 가능한 개선 추세로의 전환 여부는 좀 더 면밀한 확인이 필요하다. 매크로 변수들을 고려할 때, 업종별·종목별로 차별화된 접근 전략이 보다 효과적일 것으로 판단한다.

그림18. 경상수지 개선 추이에 대한 기대 유효



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림19. 재정수지 역시 반등은 했으나 추가 확인 필요

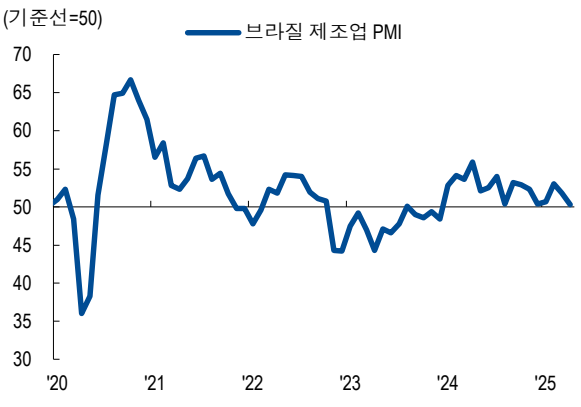


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림20. 브라질 주요 원자재 가격은 레벨 다운

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림21. PMI 역시 아직은 박스권 횡보 중



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

메르카도리브레 (MELI.US)

약달러에 올라탄 라틴의 Super App

동사 주가는 우호적인 매크로 환경과 수익성을 동반한 고성장세에 힘입어 추세적인 우상향 가능할 것으로 판단. 글로벌 Peer 대비 성장성, 수익성, 안정성 측면에서 가장 균형 잡힌 복합 플랫폼 기업

Analyst 임지용
02)768-7350, jiyong.im@nhqv.com
RA 최무준
02)2229-6912, mujun.choi @nhqv.com

Top down: 약달러 수혜 + 디지털 전환 초입

2025년 하반기 달러 약세는 라틴아메리카 통화(브라질 헤알화, 멕시코 페소 등)의 상대적 강세로 이어지며 동사의 실적과 주가에 유리하게 작용할 가능성 높음. 실제로 동사 1분기 핀테크 매출 성장률은 현지통화 기준 +72% y-y 기록했지만, 달러 기준 성장률은 +43% y-y에 그침. 달러 약세는 이러한 FX 역풍 해소로 이어져 실적 모멘텀을 강화할 것

라틴아메리카 이커머스 침투율은 여전히 12% 미만이며, 디지털 결제 보급률도 50% 이하로 미국과 중국 대비 2배 이상 성장 여력 존재. 동사 시가총액은 라틴아메리카 GDP의 1.9%에 불과, Amazon은 7.6%, Sea는 2.1% 수준. 동사는 브라질, 아르헨티나, 멕시코 등 주요국에서 시장 점유율 60% 확보. 지역 TAM 대비 점유율은 높지만 시장 전체가 빠르게 성장 중. 플랫폼 인프라(결제, 물류, 광고)를 통합해 구조적 우위를 확보하며 해당 지역 내 디지털 전환 대장주로 자리매김

Bottom up: 수익성 동반 고성장, 사업구조 대비 저평가

동사는 단순 고성장주가 아니라, 수익성까지 확보한 복합 플랫폼 기업. 2025년 1분기 전체 매출 증가율 +37% y-y, 영업이익률 12.9%(+170bp y-y), 핀테크 매출 증가율은 +72% y-y(환효과 제거 기준), 광고 매출 증가율은 +50% y-y. 물류 풀필먼트 확대에 따른 단위당 비용 절감도 수익성 개선에 기여 중. 플랫폼 확장성과 수익 레버리지가 동시에 작용 중

글로벌 주요 비교 플랫폼인 Sea는 성장률은 높지만 수익성이 불확실하고, 아마존은 안정적이지만 성장률이 높지 않음. PDD는 성장률은 높지만 수익성은 최근에서야 확보됨. 동사는 성장성, 수익성, 안정성 측면에서 가장 균형 잡힌 기업이라고 판단. FY2025 EV/EBITDA(30배), PSR(4.7배)는 성장성과 수익성 감안 시 정당화 가능. 시가총액은 GDP 대비 2~2.5%까지 상승 가정 시 1,600억~2,000억달러에도 도달 가능하다고 판단

목표주가(컨센서스): 2,676.6달러
※국내 비교기업: --

현재가 ('25/05/12)	2,504.6달러
업종	경기소비재
시장	Nasdaq
Nasdaq Composite	18,708.3
시가총액(보통주)	127.0십억달러 (178.1조원)
발행주식수(보통주)	51백만주
52주 최고가(25/05/12)	2,504.6달러
최저가(24/06/17)	1,559.2달러
배당수익률(25/12E)	0.0%
주요주주	
Baillie Gifford & Co.	7.5%
Galperin Trust	7.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	24.2	26.7	47.9
상대수익률 (%p)	29.0	29.6	33.4

	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
매출액	20,777	26,356	32,804	39,377
증감률	*43.6*	*26.8*	*24.5*	*20.0*
영업이익	2,631	3,529	4,787	6,370
증감률	*44.3*	*34.1*	*35.6*	*33.1*
영업이익률	*12.7*	*13.4*	*14.6*	*16.2*
(지배지분)순이익	1,911	2,426	3,339	4,418
EPS	37.7	49.1	67.5	89.3
증감률	*93.6*	*30.3*	*37.5*	*32.2*
PER	45.1	51.0	37.1	28.0
PBR	19.8	19.0	11.7	8.1
ROE	51.5	36.6	31.6	29.3
순차입금	-370	-2,256	-4,705	-8,176

단위: 백만달러, %, 달러, 배
주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
주2: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Summary

1999년에 우루과이에 설립. 라틴아메리카 18개국에서 전자상거래 및 핀테크 플랫폼 운영. Mercado Libre(마켓플레이스), Pago(디지털 결제), Credito(대출), Envios(물류), Ads(광고), Play(스트리밍) 사업 영위. 2025년 1분기 기준 총거래액은 133억달러, 총결제액 583억달러, 활성 구매자수 6,700만명, 핀테크 플랫폼 MAU 6,400만명, AUM 112억달러 수준. 주요 수익원은 전자상거래 마켓플레이스 판매 수수료, 광고 수익, 물류 서비스, 핀테크 결제 수수료 및 대출 이자 등으로 구성. 전자상거래는 전체 매출의 58%, 핀테크는 42% 차지. 지역별 매출은 브라질이 전체의 55%, 아르헨티나 23%, 멕시코 17%, 기타 5%. 1Q25 아르헨티나의 소비가 인플레이션 완화 및 금리 인하로 회복되면서 매출이 급증. 주요 경쟁사는 커머스 부문은 아마존, 핀테크 부문은 Nubank, PagSeguro, 물류 부문은 로컬 유통사 등이 존재. 이커머스, 물류, 결제, 광고, 대출 풀스택 생태계를 갖춘 플랫폼 전략이 가장 큰 차별점으로 판단

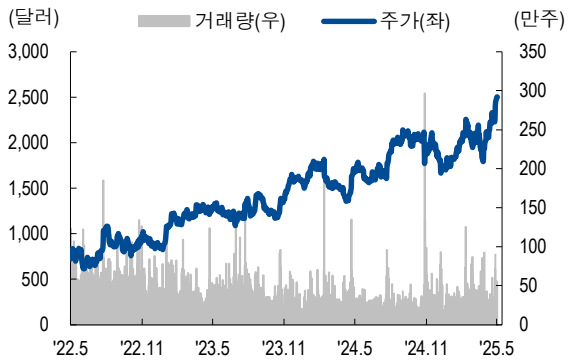
Share price drivers/Earnings Momentum

- 핀테크 부문 고성장 및 수익화 전략
- 아르헨티나 거시경제 회복
- 광고 물류 부가서비스 수익화

Downside Risk

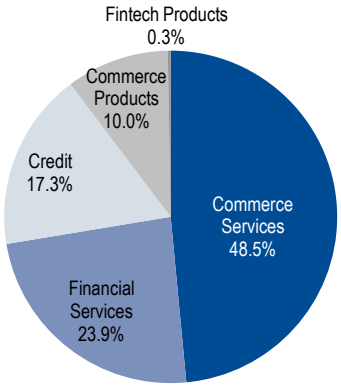
- 브라질 경기 둔화(전체 매출 55%)
- 실업률 및 NPL 리스크 확대
- 알고리즘 공개, 광고 분리 규제 리스크

주가 및 거래량 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

사업 부문별 매출 비중(2024/12)



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
메르카도리브레	51.0	37.1	19.0	11.7	36.6	31.6
Sea Limited	51.7	33.3	8.1	6.3	18.4	21.2
PDD	10.1	8.3	2.7	2.0	28.2	25.6
아마존 닷컴	33.7	28.6	6.1	5.0	18.2	17.4

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	23/12	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
PER	81.2	45.1	51.0	37.1	28.0
PBR	25.9	19.8	19.0	11.7	8.1
PSR	5.3	4.1	4.8	3.9	3.2
ROE	40.3	51.5	36.6	31.6	29.3
ROA	6.3	8.9	7.5	8.4	9.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

단순 고성장주가 아닌, 지역 기반 인프라 독점 기업으로서의 프리미엄 타당

TAM 침투율 관점에서 여전히 성장여력 2~3배

동사는 TAM과 침투율 측면에서 여전히 성장여력이 크다. 먼저, 라틴아메리카 이커머스 침투율은 아직 10~12% 수준으로 미국 23%, 중국 30% 대비 성장 여력이 여전히 높다. 핀테크 보급률도 낮은데, 동사와 MecadoPago는 아직도 현금 비중이 높은 지역에서 빠르게 디지털 전환을 진행 중이다.

시장 점유율은 높지만, TAM 자체가 빠르게 성장 중

GDP 대비 라틴아메리카 시가총액 비율은 1.9%에 불과하며, 아마존의 미국 GDP 대비 시가총액 비율 7.6%, 동남아 GDP 대비 Sea 시가총액 2.1% 대비 낮다. 지역 내 TAM(총 시장 규모) 대비 점유율은 높지만, 시장 자체가 빠르게 성장 중임을 감안해야 한다.

글로벌 Peer 대비 성장성 수익성 측면에서 프리미엄 정당화 가능

성장률은 아마존의 4배 수준이며, 수익성은 비슷하거나 더 높다. PSR 기준으로도 Sea 대비 성장성, 수익성 감안 시 업사이드가 존재한다. Pinduoduo는 성장률은 높지만 수익성은 최근 들어서야 확보됐고, Sea는 성장률은 높지만 흑자 전환 초입으로 수익성이 불확실하다. Amazon은 안정적이지만 성장률 둔화가 아쉽다. 동사는 성장, 수익, 안정 세 가지 측면에서 가장 균형 잡힌 플랫폼 업체로 판단한다. 결론적으로는 현재 12M Trailing PER 기준 60배도 정당화 가능하다.

결론적으로 동사는 라틴아메리카 내 독점적 커머스 및 핀테크 인프라 업체이다. 성장률 30~40%, 수익성 13%, 여전히 성장 여력이 큰 TAM을 감안하면 향후 GDP 대비 2~2.5% 수준까지 시가총액 확대가 가능하다고 판단한다.

표1. 메르카도리브레 글로벌 Peer 비교

기업명	Ticker	시가총액 (십억달러)	주요 영업 지역	지역 GDP (십억달러)	시총/GDP	시장 점유율	성장률 (% y-y)	수익성 (OPM)	경쟁 환경
아마존 닷컴	AMZN.US	2,215.0	미국	29,185	7.6%	약 40%	11.0	10.8	높음
쿠팡	CPNG.US	47.5	대한민국	1,870	2.5%	약 38%	24.1	1.4	중간
알리바바	BABA.US	321.3	중국	18,748	1.7%	약 32%	14.5	15.3	높음
JD.com	JD.US	52.1	중국	18,748	0.3%	약 21%	6.2	3.3	높음
PDD Hldg	PDD.US	162.0	중국	18,748	0.9%	약 17%	58.2	27.5	높음
메르카도리브레	**MELI.US**	**127.0**	**라틴아메리카**	**6,761**	**1.9%**	**약 60%**	**43.6**	**12.7**	**중간**
Sea Limited	SE.US	83.9	동남아시아	3,953	2.1%	약 40%	28.8	3.9	높음

주1: 시가총액은 2025년 5월 12일 기준, GDP는 2024년 기준(2025년 4월 IMF)
주2: 알리바바는 3월 결산 기업, 성장률은 FY2024 확정치와 FY2025 컨센서스 기준
자료: FactSet, IMF, NH투자증권 리서치본부

1Q25 실적 Review

핵심 지표 증가 지속

2025년 1분기 매출 59억달러(+37% y-y), 순이익 4.9억달러(+44% y-y), MAU 6,400만명(+30% y-y), GMV 133억(+17% y-y), TPV 583억달러(+43% y-y)를 기록했다. 아르헨티나 실적 개선이 가장 두드러졌다. GMV +126% y-y, 상품 판매량 +52% y-y를 기록했는데, 시장에서도 아르헨티나 실적 증가의 지속가능성에 대한 질문이 많았다. 기저효과도 있지만, 그 외에도 물류 효율화, 점유율 상승, 물가 안정 등 구조적 요인이 크게 작용한 것으로 파악된다.

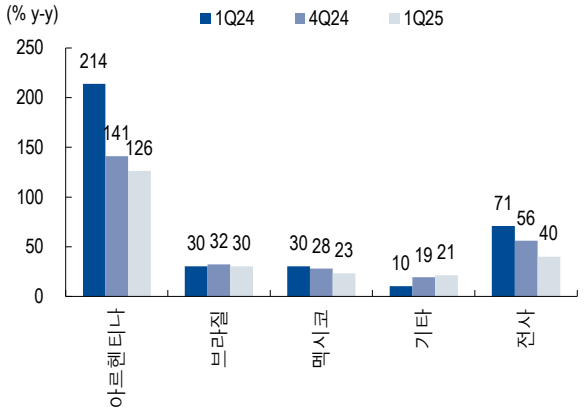
커머스 사업 내 1P 사업과 광고 매출 증가는 전사 수익성에 긍정적

커머스 사업 내에서는 1P GMV +102% y-y로 전 카테고리에서 고른 성장을 보였고, 슈퍼마켓(식품) 사업이 +65% y-y를 기록하며 가장 빠른 성장을 보이고 있다. 1P 슈퍼마켓은 3P 사업 대비 단위 경제성이 우수한데, 물류, 광고, 제조사와 직계약을 하기 때문이다. 향후에도 1P 중심으로 육성하면서 광고, 물류, 반복 구매효과까지 극대화할 계획이다. 광고 수익화도 시장의 주요 관심사인데, 광고 매출은 연간 10억달러 규모를 돌파했고, 디스플레이 광고는 100% 성장, 자동 생성 크리에이티브 및 애널리틱스를 도입해 브랜드 광고까지 저변을 확대중이다.

핀테크는 단순 고성장이 아닌 리스크 관리를 동반한 질적 성장을 추구

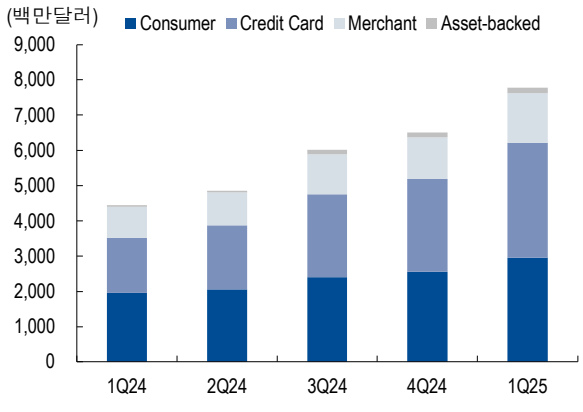
마지막으로 핀테크 신용 포트폴리오는 78억달러(+75% y-y)를 기록하는 등 성장세가 가파르다. Q&A에서도 부실 위험이나 리스크 관리에 대한 질의가 많았다. 브라질, 멕시코 중심의 신용카드 포트폴리오 증가가 주효했고, 아르헨티나가 가장 빠르게 성장했다. 전체 연체율은 8.2%로 전분기 대비 소폭 증가했는데, 신용카드 비중 상승 때문이다. 카드 비중과 고신용 유저 중심 확대 전략을 펴 리스크와 연체를 낮추고 있다. 순이자마진은 하락 압력이 있지만 건전성과 지속성은 향상되고 있다. 브라질의 경우 발급 기준을 높여, 신규 카드 연체율은 최저를 기록했고 멕시코도 코호트 성과는 브라질 대비 안정적인 수준이 유지되고 있다.

그림1. 지역별 전년 대비 GMV 증가율(환효과 제외)



자료: 메르카도리브레, NH투자증권 리서치본부

그림2. 포트폴리오 내 신용카드 비중 확대 추이



자료: 메르카도리브레, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(백만달러, 달러)	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
매출액	20,777	26,356	32,804	39,377
매출총이익	9,577	12,346	15,473	21,968
영업이익	2,631	3,529	4,787	6,370
EBITDA	3,248	4,199	5,486	7,159
이자비용	153	181	167	130
세전이익	2,432	3,427	4,723	6,330
(지배지분)순이익	1,911	2,426	3,339	4,418
주당순이익	37.7	49.1	67.5	89.3

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
EBITDA/매출	15.6	15.9	16.7	18.2
영업이익률	12.7	13.4	14.6	16.2
순이익률	9.2	9.2	10.2	11.2
총자산이익률	8.9	7.5	8.4	9.3
자기자본이익률	51.5	36.6	31.6	29.3
투하자본이익률	27.0	19.8	20.5	20.7
부채비율	202.6	--	--	--
유동비율	1.2	--	--	--

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

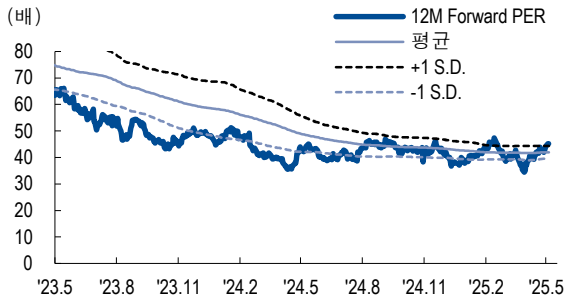
(백만달러)	21/12	22/12	23/12	24/12
현금 및 현금성자산	4,457	5,702	7,328	9,184
매출채권	1,938	3,076	3,788	5,543
유동자산	8,175	10,953	14,294	20,142
유형자산	1,269	1,649	2,149	2,478
비유동자산	193	178	198	210
자산총계	10,101	13,736	17,646	25,196
단기성차입금	1,715	2,756	3,530	4,992
유동부채	5,837	8,562	11,297	16,603
장기성차입금	2,605	3,141	2,895	3,822
비유동부채	45	94	76	81
부채총계	8,569	11,909	14,575	20,845
자본총계	1,532	1,827	3,071	4,351

CASH FLOW STATEMENT

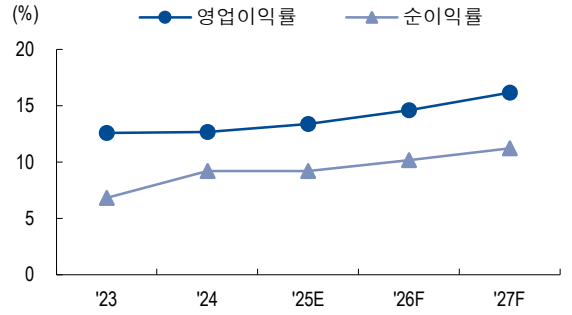
(백만달러)	21/12	22/12	23/12	24/12
영업활동으로 인한 현금흐름	965	2,940	4,447	6,705
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,597	-3,871	-3,450	-8,287
- 자본적 지출(CAPEX)	-609	-455	-509	-860
재무활동으로 인한 현금흐름	1,925	916	426	3,172
- 배당금 지급	0	0	0	0
현금자산 순증	1,140	-285	485	851
FCF	392	2,486	3,938	5,845

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

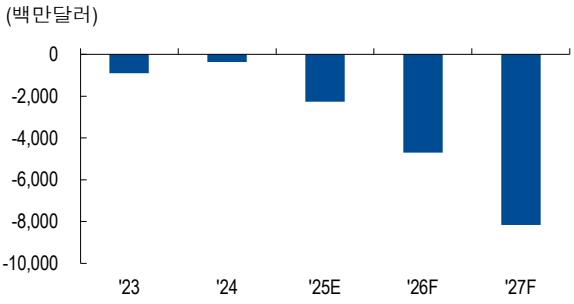
12개월 Fwd PER 변화 추이



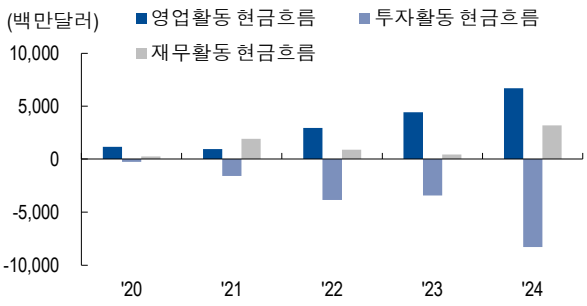
영업이익률, 순이익률 추이



순차입금 추이



현금흐름 추이



Nu Holdings (NU.US)

기대해도 좋다

효율적인 저비용 운영체계와 교차 판매 기반의 고속 수익화 구조를 갖췄고, 물가 안정과 약달러 흐름이 소비 회복과 환산 실적에 긍정적. 이 두 축이 맞물려 동사의 중장기 주가와 실적 모멘텀을 지지할 것

Analyst 임지용
02)768-7350, jiyong.im@nhqv.com
RA 최무준
02)2229-6912, mujun.choi@nhqv.com

Top down: 물가 안정과 달러 약세는 우호적인 수요 환경을 조성

2025년 하반기 매크로 환경은 물가 안정과 약달러라는 두 가지 측면에서 동사에 긍정적. 브라질 소비자 물가 상승률은 상반기 5.5%에서 하반기 4.8~5%까지 완만하게 하락할 것으로 전망되며, 이는 실질 구매력 회복과 소비 여력 개선에 기여 가능. 동사의 핵심 수익원인 신용카드 및 개인 대출 부문은 소비 회복과 연계되며 ARPAC(고객당 평균 수익) 상승을 견인할 수 있는 구조

동시에 글로벌 달러 약세 기조가 지속되면, 두 가지 측면에서 긍정적. 먼저, 브라질 헤알화 환산 실적이 개선되며, 달러 기준 실적 발표 시 외형 성장에 기여. 두 번째는 달러 약세 → 원자재 가격 상승 → 브라질(원자재 수출국) 무역수지 개선 → 수출 기업 실적 개선 → 투자 확대 → 고용/임금 회복 → 소비 여력 증가로 이어지는 흐름. Nu 입장에서는 개인금융 상품 수요 증가, 특히 카드 사용, 대출 수요, 예금 증가 등으로 연결

Bottom up: 효율적 운영체계와 고속 수익화

동사는 디지털 중심 초저비용 구조를 기반으로 빠른 수익성 확보에 성공한 몇 안 되는 인터넷 뱅크 중 하나. 오프라인 지점이 없고, 자체 개발된 앱과 챗봇 중심의 자동화된 고객 응대 시스템을 통해 고객 1인당 운영비용을 0.8달러 수준으로 억제하며 고정비 부담을 최소화. 이러한 구조적 강점은 가격 경쟁력 확보뿐만 아니라 고객 충성도 확보로 이어지며 낮은 이탈률을 유지하는 기반으로 작용

Nubank는 카드, 대출, 예금, 보험, 투자 다양한 금융 상품을 단일 플랫폼 내에서 제공. 이를 기반으로 고객당 평균 수익을 빠르게 올림. 신용카드 결제 수수료, 보증 기반 대출, 투자 수수료 교차 판매로 성숙 고객군의 ARPAC는 25달러 상회. 극단적으로 효율적인 운영 체계와 제품 다각화의 결합은 경쟁사 대비 가장 큰 차별화 포인트이자 동사의 수익화를 가능케 한 핵심 기반

마지막으로 FICO(전통 신용평가) 대신 자체 알고리즘 기반 신용평가 모델로 비은행 저신용 고객 또한 흡수하면서 낮은 수준의 연체율 유지 중

목표주가(컨센서스): 13.1달러
※국내 비교기업: --

현재가 ('25/05/12)	13.0달러
업종	금융
시장	NYSE
NYSE Composite	19,711.6
시가총액(보통주)	62.8십억달러 (88.1조원)
발행주식수(보통주)	4,851백만주
52주 최고가(24/11/11)	15.9달러
최저가(25/04/04)	9.6달러
배당수익률(25/12E)	0.0%
주요주주	
Baillie Gifford & Co.	7.2%
Capital Research & Mgmt	6.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-5.1	-18.2	10.1
상대수익률 (%p)	-3.3	-17.5	1.6

	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
매출액	11,517	12,447	15,788	18,631
증감률	*43.4*	*8.1*	*26.8*	*18.0*
영업이익	2,444	3,723	4,938	9,507
증감률	*89.7*	*52.3*	*32.6*	*92.5*
영업이익률	*21.2*	*29.9*	*31.3*	*51.0*
(지배지분)순이익	1,972	2,493	3,425	4,551
EPS	0.4	0.5	0.7	0.9
증감률	*91.0*	*27.3*	*37.4*	*28.4*
PER	25.2	25.1	18.3	14.2
PBR	6.5	5.9	4.4	3.2
ROE	28.1	25.0	26.2	25.9
순차입금	-9,194	--	--	--

단위: 백만달러, %, 달러, 배
주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
주2: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Summary

라틴아메리카 최대 디지털 은행 Nubank의 모회사로 2013년 설립. 브라질, 멕시코, 콜롬비아에 1억명 이상의 고객을 보유한 핀테크 기업. 본사는 케이맨 제도에 있지만 브라질에서 운영되고, 2021년 미국 주식시장에 상장. 주요 수익원은 신용카드 및 대출 이자 수익, 결제 수수료 및 금융 서비스 수수료, 보험 및 투자 상품 판매 수수료. 지점 없는 인터넷 뱅크로, 저비용 구조와 사용자 친화적 UX를 통해 기존 은행 대비 경쟁 우위 확보. 주요 경쟁사로는 브라질 디지털 은행 Banco Inter, C6 Bank, Picpay 등이 존재. 수익성을 갖춘 몇 안되는 인터넷 은행 중 하나인데, 기술 기반의 효율성, 정교한 리스크 관리가 핵심 배경. 지점이 없어 월평균 고객당 서비스 비용이 전통 은행 대비 85% 낮은 0.8달러에 불과. 고객당 수익은 10.7달러. 고객 서비스 이용 확대 및 교차 판매 전략의 결과. 브라질이 핵심 시장으로 고객 수 약 1억명. 멕시코는 1,000만명 수준, 고객당 수익은 낮은 편이며 수익성 확보에는 시간이 필요

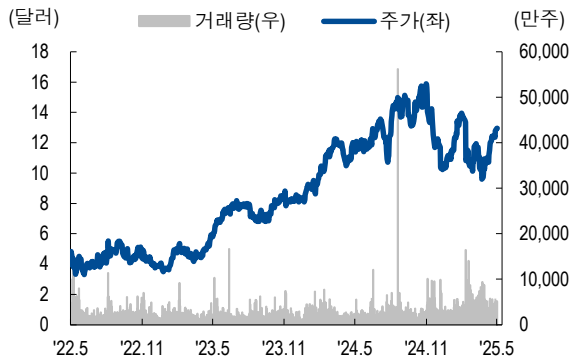
Share price drivers/Earnings Momentum

- 고객당 평균 수익 상승
- 멕시코 시장 고성장
- 비은행 금융소외계층 대상 침투율 제고

Downside Risk

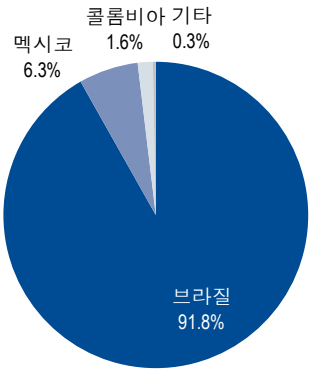
- 환율 리스크 달러 강세
- 경기 둔화 시 NPL 악화
- 브라질 내 경쟁 심화 마진 압박

주가 및 거래량 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

지역별 매출 비중(2024/12)



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
Nu Holdings	25.1	18.3	5.9	4.4	25.0	26.2
인터 앤 코	11.8	9.0	1.7	1.5	14.1	15.5
Itau Unibanco	8.5	7.9	1.8	1.8	22.1	22.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	23/12	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
PER	38.3	25.2	25.1	18.3	14.2
PBR	6.2	6.5	5.9	4.4	3.2
PSR	5.8	4.9	5.0	4.0	3.4
ROE	18.2	28.1	25.0	26.2	25.9
ROA	2.8	4.2	4.1	4.7	5.6

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

꾸준히 성장하는 P(ARPAC)와 Q(고객 수)

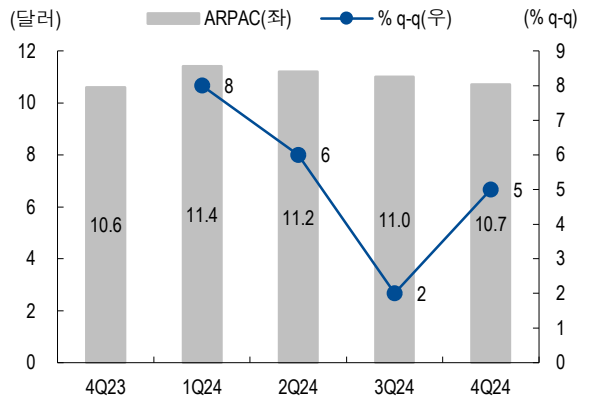
P와 Q가 동시에 상승
C는 줄고
영업레버리지 극대화

총 고객 수는 2024년 말 기준 1.14억명(+22% y-y), 활성 고객 수는 9,500만명 수준이다. 브라질은 매월 약 100만명씩 증가하고 있고, 멕시코 고객 수는 전년 대비 91% 성장했다. 주로 비은행 고객 대상 금융 포용성을 강화하면서 고객 수를 늘리고 있다. 멕시코 신규 카드 고객 50%는 생애 첫 신용카드 사용자다. ARPAC는 평균 10.7달러(+23% y-y)이며 성숙 고객군의 경우 25달러 이상이다. 교차 판매 전략이 성공을 거둬 고객당 평균 보유 상품이 4.1개(결제, 예금, 대출, 투자, 보험)에 달한다. Ultravioleta(고소득층 카드), 급여담보대출, NuTravel 등 고수익 상품 확장도 ARPAC 상승 요인이다.

신규 시장(멕시코, 콜롬비아) 확장과 금융 접근성 확대를 통해 계속해서 Q(고객 수)를 늘리고 있고, P(ARPAC)는 상품 다변화와 충성도 높은 고객 덕분에 빠르게 상승 중이다. 고객당 비용은 0.8달러로 글로벌 금융사 최저 수준이고, 효율성 지표(Efficiency ratio)는 29.9%로 전년 대비 610bp 개선됐다. P와 Q는 늘어나고 고정비는 줄어들면서 영업레버리지가 극대화되고 있다.

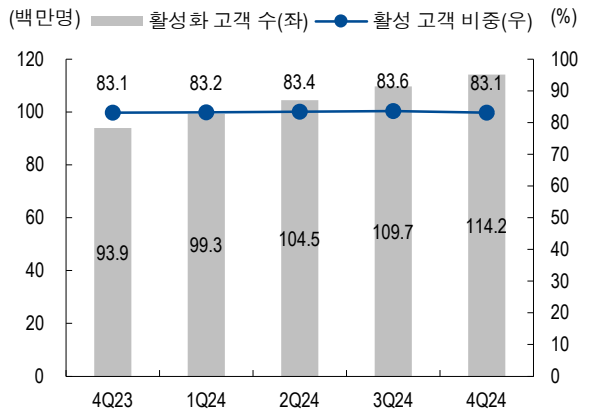
브라질 내 주요 경쟁사인 Banco Inter, C6 Bank와 비교해봐도 활성화 고객 수, 고객당 수익, 운영 효율성, 고객당 평균 상품 수 전반적인 측면에서 압도적 우위를 보이고 있다.

그림1. 지속적으로 상승하는 ARPAC(ASP)



주: 전분기 대비 성장률은 FX Neutral 기준
자료: Nu Holdings, NH투자증권 리서치본부

그림2. 활성화 고객 수 증가 추이



자료: Nu Holdings, NH투자증권 리서치본부

표1. Nu Hodlings vs 경쟁사 비용 구조 및 ARPAC 비교

구분	Nu Holdings	Banco Inter	C6 Bank
활성화 고객 수	9,500만	2,160만	2,000만
ARPAC	10.7달러(성숙 고객 25달러)	5.6달러	3~4달러
고객당 비용	0.8달러	2.4달러	비공개(2달러 추정)
상품 수/고객	4.1개	2~3개	2개 이하
효율성 비율	29.9%	50%	비공개
비용구조	모바일 Only, 자체 앱 자동화	디지털 중심, 콜센터 외부파트너 활용	CRM, 외주 콜센터 비중 높음
주요 성장 전략	FGTS 담보대출 확장, 교차판매	카드 중심, 보험 투자 강화	브랜드 마케팅 중심 성장

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

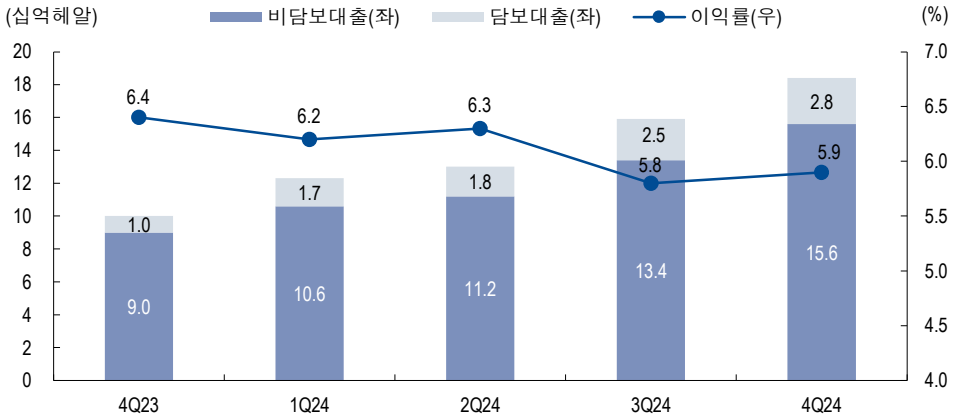
퇴직금, 급여 담보 대출 시장으로 확장

2025년 퇴직금 담보, 급여 담보대출로 TAM 확장

2025년 브라질 내 점유율 확대 전략 중 하나로 FGTS(브라질 근로자 보장기금, 일종의 퇴직금 계좌)와 공공기관 급여담보대출을 목표로 하고 있다. 퇴직금 담보로 저금리 대출을 해주는데, 이 부분에서 고성장세를 보이고 있다. 2024년 4분기 FGTS가 전체 담보대출의 60%를 차지했으며, 시장점유율은 30% 이상으로 확대됐다.

공공기관 급여담보대출도 빠르게 확장 중이다. 2024년 말까지 동사는 9개 공공기관과 협약을 체결했고 브라질 전역 공무원의 70%까지 커버하는 TAM을 확보하려고 한다. 담보대출 포트폴리오가 2023년 대비 615% 증가했으며 14억달러까지 급성장하며 전체 대출 내 비중이 23%까지 올라왔다. 해당 대출 시장은 진입장벽이 높지만 충성도가 높고, 수익성보다는 연체율이 낮고 리스크가 낮다는 장점이 있다. 담보 기반이기 때문에 리스크 조정 수익률이 높고, 고객당 평균상품수를 제고할 수 있다. 2025년부터는 신규 기관이나 상품 다양화를 통한 공격적인 확대가 예상된다.

그림3. 담보대출과 비담보대출의 지속적인 성장세, 4Q24 +84% y-y



자료: Nu Holdings, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(백만달러, 달러)	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
매출액	11,517	12,447	15,788	18,631
매출총이익	5,253	--	--	--
영업이익	2,444	3,723	4,938	9,507
EBITDA	2,522	--	--	--
이자비용	2,835	3,740	4,747	--
세전이익	2,795	3,487	4,591	6,007
(지배지분)순이익	1,972	2,493	3,425	4,551
주당순이익	0.4	0.5	0.7	0.9

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
EBITDA/매출	21.9	--	--	--
영업이익률	21.2	29.9	31.3	51.0
순이익률	17.1	20.0	21.7	24.4
총자산이익률	4.2	4.1	4.7	5.6
자기자본이익률	28.1	25.0	26.2	25.9
투하자본이익률	24.0	21.0	22.8	25.5
부채비율	27.0	27.0	--	--
유동비율	--	--	--	--

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

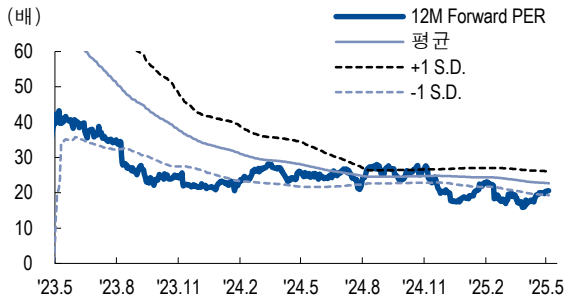
(백만달러)	21/12	22/12	23/12	24/12
현금 및 현금성자산	7,006	7,379	6,867	11,259
매출채권	--	--	--	--
유동자산	--	--	--	--
유형자산	21	46	70	46
비유동자산	474	580	693	762
자산총계	19,859	29,917	43,345	49,931
단기성차입금	24	38	324	723
유동부채	--	--	--	--
장기성차입금	141	568	1,060	1,342
비유동부채	5,537	8,552	11,856	11,341
부채총계	15,416	25,026	36,939	42,284
자본총계	4,443	4,891	6,406	7,647

CASH FLOW STATEMENT

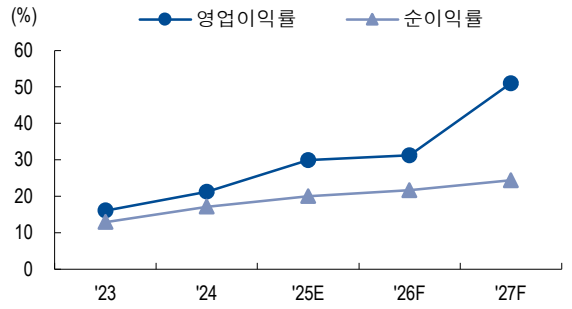
(백만달러)	21/12	22/12	23/12	24/12
영업활동으로 인한 현금흐름	4,190	5,628	8,685	11,169
투자활동으로 인한 현금흐름	-7,268	-5,000	-7,596	-9,101
- 자본적 지출(CAPEX)	-28	-114	-177	-175
재무활동으로 인한 현금흐름	3,336	654	425	728
- 배당금 지급	0	0	0	0
현금자산 순증	362	1,467	1,751	3,262
FCF	4,184	5,608	8,665	11,164

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

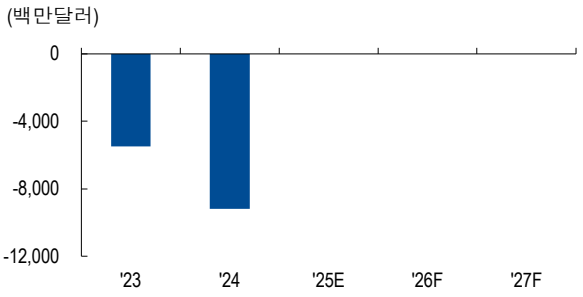
12개월 Fwd PER 변화 추이



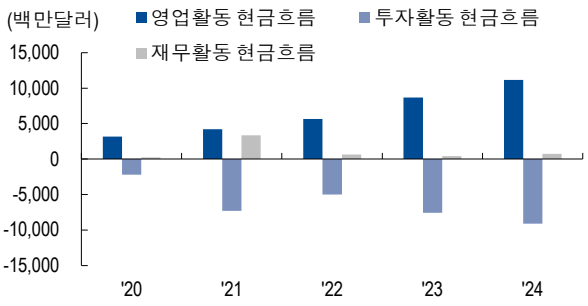
영업이익률, 순이익률 추이



순차입금 추이



현금흐름 추이



엑스피 (XP.US)

브라질 리테일 자산관리 혁신을 선도

브라질 리테일 자산관리 구조 재편의 핵심 수혜 기업, 고정비 부담 낮은 IFA 네트워크와 멀티채널 전략으로 확장성과 수익성을 동시에 확보

Analyst 임지용
02)768-7350, jiyong.im@nhqv.com
RA 최무준
02)2229-6912, mujun.choi @nhqv.com

Top down: 브라질 리테일 자산관리 구조 재편의 핵심 수혜 기업

브라질은 고금리 시대 정점을 지나, 2026년부터 금리 하향 국면에 진입할 가능성이 높음. 리테일 자산의 Fixed Income 금융상품 유입이 지속 중. 이 과정에서 전통 은행 중심의 폐쇄형 자산관리 비즈니스가 오픈 플랫폼 기반으로 재편되고 있는 상황. 2024년 기준 리테일 브로커리지 시장 점유율 50% 확보. 디지털 내재화와 멀티채널 전략을 통해 고정비 부담 없이 빠른 확장 가능하다는 장점 보유

브라질 전체 금융 자산 내 디지털 플랫폼 점유율이 아직 20%에 불과한 점을 감안하면 TAM 확대 여지가 크며, 적극적인 크로스셀(보험, 연금, 카드)전략과 IFA 네트워크 강화는 ARPU 증대에 기여할 것. 2025년 연간 매출 가이던스 10% 이상은 보수적이라 판단하며, 추가 실적 가이던스 상향 가능성이 높음

Bottom up: 구조적 차별화에 주목

동사는 경쟁사 BTG Pactual이나 Nubank 대비 리테일 중심 플랫폼으로 구조적 차별성을 보유. BTG는 자산운용/IB 중심의 고수익 모델, Nubank는 대규모 고객 확보와 디지털 뱅킹 확장을 기반으로 하고 있으나, 동사는 IFA(위탁계약을 맺고 활동하는 독립 재무설계사, XP소속 직원 아님), RIA(동사와 제휴를 맺은 등록된 독립 자문사), 내부 PB를 결합한 하이브리드 세일즈 채널과 강력한 자체 운용 상품 라인업을 통해 세일즈 중심의 자산관리 구조를 완성

내부 PB 생산성이 IFA보다 10배 높은데, 프로세스 표준화 역량이 차별화 요소로 작용. 경쟁사 대비 ROE는 다소 낮지만, 이는 상대적으로 보수적인 자본관리 때문이며, Cost to Income ratio는 업계 최저 34.7% 수준으로 구조적 이익 레버리지가 높음

목표주가(컨센서스): 18.4달러

※국내 비교기업: --

현재가 ('25/05/12)	17.9달러
업종	경기소비재
시장	Nasdaq
Nasdaq Composite	18,708.3
시가총액(보통주)	9.6십억달러 (13.5조원)
발행주식수(보통주)	537백만주
52주 최고가(24/05/15)	22.0달러
최저가(25/01/08)	11.1달러
배당수익률(25/12E)	5.2%
주요주주	
Dodge & Cox	9.9%
Itau Unibanco Holding SA	7.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	25.0	6.4	-17.1
상대수익률 (%p)	29.8	9.4	-31.5

	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
매출액	2,998	3,331	3,755	4,209
증감률	*0.0*	*11.1*	*12.7*	*12.1*
영업이익	1,002	1,210	1,393	1,585
증감률	*10.8*	*20.8*	*15.1*	*13.8*
영업이익률	*33.4*	*36.3*	*37.1*	*37.7*
(지배지분)순이익	793	884	1,007	1,105
EPS	1.4	1.6	1.9	2.1
증감률	*0.0*	*14.1*	*13.2*	*11.3*
PER	7.7	10.9	9.6	8.6
PBR	2.0	2.4	2.2	2.0
ROE	23.1	21.7	22.6	22.5
순차입금	14,595	-268	-491	-1,153

단위: 백만달러, %, 달러, 배
주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
주2: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Summary

2001년에 브라질 상파울루에 설립. 금융 서비스 플랫폼으로 주로 리테일 투자자 대상 브로커리지, 자산관리, 자문 서비스를 제공. 브라질판 찰스슈왑+모건스탠리 리테일과 유사. 2019년에 나스닥에 IPO. 비즈니스 모델은 전통 은행 중심의 브라질 금융시스템을 탈중앙화하고, 투자자에게 더 나은 상품 수수료 상담을 제공하는 것을 목표로 함. 주요 수익원은 금융상품 유통(비중 40%), 브로커리지 수수료(25%), 자산운용 수수료(20%), 뱅킹 및 대출 이자수익(10%), 기타(플랫폼, 교육 5%). Fee-based와 Spread-based 혼합, 반복 매출 늘어나는 구조. 경쟁사로는 BTG Pactual(투자은행+디지털 투자플랫폼), Nubank(네오뱅크), Banco Inter(디지털 은행+투자플랫폼), Itau Unibanco, Bradesco(기존 전통은행) 등. 동사는 리테일 브로커리지 시장 점유율 약 50%를 보유한 사업자이자, 리테일 자산관리 시장 구조를 바꾸는 핵심 플레이어로 투자자 교육 및 독립 자문 생태계를 키우는 방식으로 고객을 락인하고 있는 것이 강점

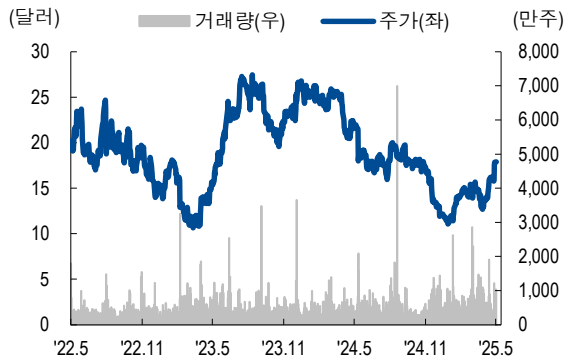
Share price drivers/Earnings Momentum

- 리테일 투자 확대 및 자산 유입 증가
- 브라질 금리 인하 사이클 - 이자 마진 회복
- 운용 보수 중심, 반복 수익 모델 강화

Downside Risk

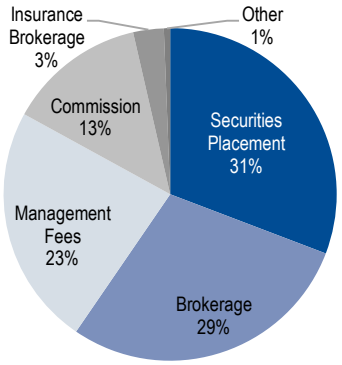
- 인플레이션 반등과 금리 재상승
- 강달러, 외화차입 비용 상승과 투자자 자금유출
- 경쟁 심화 및 규제 리스크

주가 및 거래량 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

사업 부문별 매출 비중(2024/12)



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
엑스피	10.9	9.6	2.4	2.2	21.7	22.6
BTG Pactual	10.9	9.4	2.2	2.0	21.3	21.4
Nu Holdings	25.1	18.3	5.9	4.4	25.0	26.2
인터 앤 코	11.8	9.0	1.7	1.5	14.1	15.5
Itau Unibanco	8.5	7.9	1.8	1.8	22.1	22.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	23/12	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
PER	18.0	7.7	10.9	9.6	8.6
PBR	3.6	2.0	2.4	2.2	2.0
PSR	4.7	2.0	2.9	2.6	2.3
ROE	21.6	23.1	21.7	22.6	22.5
ROA	1.8	1.6	1.3	1.3	1.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

주요 경쟁사와의 비교로 확인하는 차별화 포인트

하이브리드 멀티 채널로 시장 커버리지, 생산성, 효율성 동시에 확보

XP는 브라질 리테일 자산관리 시장의 디지털화 흐름을 선도 중이며, 구조적 성장의 중심에 있는 투자 플랫폼 기업이다. IFA, RIA, 내부 어드바이저로 구성된 하이브리드 세일즈 모델은 고객군에 따라 차별화된 접근이 가능하도록 설계되었으며, 이에 브라질 금융 환경에서 경쟁사 대비 확장성과 유연성 측면에서 강점을 보이고 있다. 2024년 기준 고객 수는 약 470만 명으로 디지털 기반 리테일 투자자 유입이 지속되고 있으며, AUM 또한 전년 대비 9% 증가한 1.22조헤알을 기록했다. 특히 고정비 부담이 낮고, 고속 성장 중인 내부 어드바이저 채널은 IFA 대비 약 10배에 달하는 생산성을 기록하며 수익성 제고에 기여하고 있다.

BTG는 투자은행 모델, 수익성과 안정성은 우수, 다만 고객 기반 확장성과 성장성은 열위

반면 BTG Pactual은 전통적인 투자은행 모델과 프라이빗 뱅킹에 기반한 고마진 구조를 유지하고 있으며, 높은 ROE(FY2025E 21.3%)와 낮은 PER(FY2025E 10.9배)을 통해 견조한 수익성을 입증하고 있다. AUM 규모는 XP를 상회하는 약 3,300억달러 수준이며, 고액자산가와 기관 중심의 포트폴리오를 통해 안정적인 운용수익을 창출 중이다. 다만, 고객 기반의 확장성은 제한적이며, 영업활동이 대규모 딜이나 마켓 사이클에 따라 영향을 받을 수 있어 구조적 리스크가 존재한다. 비용 효율성 측면에서도 Cost-to-income ratio는 37.5%로, XP 대비 다소 높은 수준이다.

디지털 시대에 성장성과 영업레버리지 측면에서 XP가 보다 매력적

전반적으로 XP는 브라질 금융산업의 구조적 전환기에 적합한 플랫폼 기업으로, 다양한 세일즈 채널과 디지털 확장성을 무기로 향후에도 높은 성장성과 영업 레버리지를 시현할 수 있을 것으로 기대된다. 실제로 2026년까지 연평균 20% 이상의 매출 성장과 30% 이상의 세전이익률 달성을 목표로 하고 있으며, 크로스셀 신사업(보험, 카드, 연금) 역시 빠른 속도로 안착 중이다. 상대적으로 BTG가 성숙한 고수익 모델을 보유하고 있다면, XP는 디지털 전환 시대에 맞는 자산관리 플랫폼으로서 장기 성장성을 내포한 종목이라 판단된다.

표1. XP vs BTG Pactual 핵심 비교

지표	XP(나스닥 상장)	BTG Pactual(브라질 상장)
시가총액	96억달러	338억달러
PER	10.9배	10.9배
ROE	약 21%	약 23%
Cost to income ratio	34.7%	37.5%
AUM(운용자산)	2,045억달러	3,300억달러
고객 수	약 470만명	약 100만명
비즈니스 모델	디지털 기반 리테일 투자 플랫폼	IB + 자산운용 + PB 종합 금융
핵심 고객 및 수익 비중	리테일 75%, 기업/기관 25%	고액자산가 및 기업, 기관 분산
성장 드라이버	리테일 자금 유입, 채널 확장, 상품 다양화	수수료 기반 자산운용, IB Deal 증가

자료: 각 사, FactSet, NH투자증권 리서치본부

성장 동력의 핵심은 Fixed Income 상품

고금리 환경 속 세제혜택 있는 Fixed Income 상품 중심 플랫폼 전략으로 구조적 성장 가속화

XP는 브라질 고금리 환경 속에서 고정소득(Fixed Income) 상품을 중심으로 한 플랫폼 전략을 통해 구조적 성장을 가속화하고 있다. SELIC 기준금리가 10%대에 머무는 상황에서 리테일 투자자들은 위험자산보다는 세제혜택이 있는 고정수익 상품(CDB, LCI/LCA, CRI/CRA 등)에 집중하고 있으며, XP는 이를 적극적으로 유통·회전시키는 채권 유통 플랫폼으로 진화하고 있다. 2024년 4분기 기준, 고정소득 부문은 리테일 매출의 핵심 성장축으로 자리잡았고, 일일 거래량은 4만 건에 달하며 플랫폼 내 수수료 기반 수익을 견인하고 있다.

채권 중심 고빈도 유통, 멀티채널 기반 리테일 세일즈를 결합

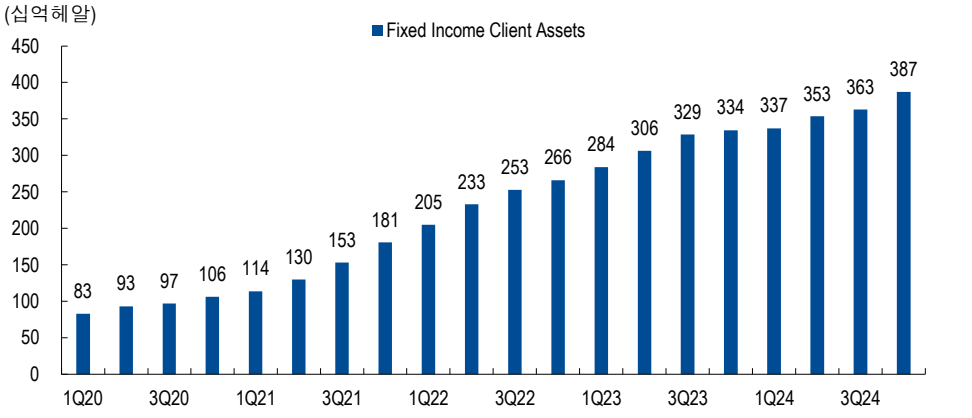
특히 XP는 IB 부문에서 직접 구조화한 채권을 리테일에 배분하는 창출-유통-재판매 순환 구조를 통해 고정소득 비즈니스의 수익성과 확장성을 극대화하고 있다. 전통 증권사가 주식 거래대금이나 브로커리지 중심이라면, XP는 채권 중심의 고빈도 유통과 멀티채널 기반 리테일 세일즈(IFA, RIA, 내부 PB)를 결합하여 브라질 시장 내 차별화된 경쟁우위를 확보하고 있다. IBOV 지수 부진, 주식형 펀드 이탈 흐름, 고금리 기조를 감안할 때, XP의 채권 중심 포지셔닝은 당분간 실적 모멘텀의 핵심으로 작용할 전망이다.

표2. XP 고정소득 상품 예시

상품 종류	설명	특징
CDB	은행 예금	예금자보호
LCI/LCA(Letras de Credito)	주택금융/농업금융 지원 채권	이자 소득 비과세/대형은행 발행
CRI/CRA (Recebiveis Imobiliarios)	부동산/농업 관련 유동화 채권	고수익, 일정 리스크 존재
Debentures	회사채	세재 혜택 부여 시 인기
Tesouro Direto	국채	Selic 연동, 인플레이션 연동
Notas Isentas	금융 공기업 발행	비과세 채권, 동사 주력 상품

자료: 엑스피, NH투자증권

그림1. XP 리테일 채권 투자 플랫폼 확대 추세



자료: 엑스피, NH투자증권 리서치본부

4Q24 Review 및 시사점

수익성 전 부문 개선

XP는 2024년 4분기 기준 12.1억헤알의 조정 순이익을 기록하며, IPO 이후 분기 기준 최대치를 경신했다(+17% y-y). 총 매출은 18조헤알로 전년 대비 15% 증가했으며, EBT는 49.1억헤알로 +26% y-y 성장했다. ROE는 23%, ROTE는 28.7%로 모두 전년 대비 160~370bps 확대되며 자본 효율성 개선을 입증했다. 수익성 개선의 주요 요인은 고정소득 상품의 거래 확대와 DCM·Derivatives(기업금융) 부문의 강한 실적이며, 동시에 SG&A 성장률은 +10% y-y로 억제되며 효율성 관리도 병행되었다. Cost-to-income ratio는 34.7%로 업계 최저 수준을 유지했다.

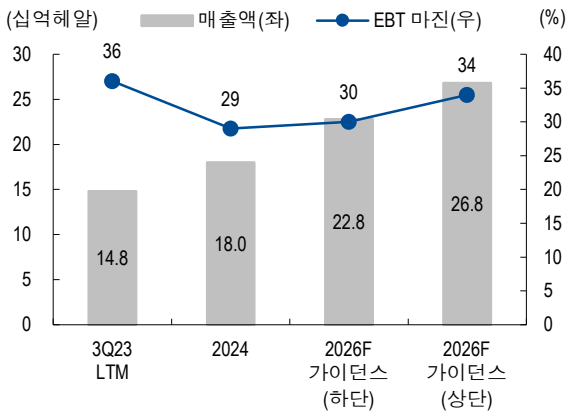
고정소득, 기업금융, 신사업 모두 성장, 내부 채널 생산성 부각

사업 부문별로는 리테일 투자 부문이 전체 매출의 75%를 차지하며 핵심 축으로 자리잡았고, 고정소득 상품은 2024년 연간 기준 +49% 성장을 기록하며 수익 레버리지에 기여했다. 기업금융·발행서비스 부문(Corporate & Issuer Services)은 22.9억헤알(+45% y-y)로 급성장하며 전체 포트폴리오 내 비중을 확대 중이다. 특히 회사는 내부 어드바이저 채널이 NNM(전체 순유입)의 60%를 차지한다고 언급하며, 내부화된 세일즈 모델의 생산성 우위를 강조했다. 동시에 신사업군(보험, 카드, 연금 등)은 30~100%의 고성장을 이어가고 있으며, 크로스셀 침투율 증가가 본격화되고 있다. 구조화된 자산운용 플랫폼과 세분화된 고객 세그먼트 전략도 빠르게 정착 중이다.

시장 관심사는 자본효율, 채널 전략 수수료 유지 가능성

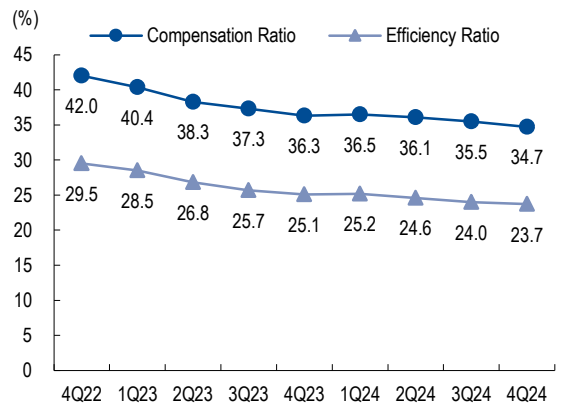
Q&A에서는 자본효율성, RWA(위험가중자산) 증가, 내부 vs. IFA 생산성 격차, 수수료율(테이크 레이트) 유지 가능성에 집중됐다. 경영진은 RWA 증가가 규제 회계 변경(Central Bank Rule 4966)과 창출 자산군 확장(Warehouse 전략)에 따른 일시적 요인이라고 언급하며 안정적인 BIS 레벨(17.7%)과 CET1 비율 16% 유지 의지를 재확인했다. 또한 내부 어드바이저 생산성이 IFA 대비 10배 이상임을 언급하며 2025년에는 이 툴과 세일즈 기술을 IFA 채널에도 확대 적용할 계획이라 밝혔다. 수수료율은 과거 3년간 1.28~1.29% 수준에서 안정적이었으며, 믹스 변화가 마무리 국면에 진입했기 때문에 2025년에도 유사한 수준으로 유지 가능할 것으로 전망했다.

그림2. 2026 CAGR 가이던스 26%, EBT 마진 30~34%



자료: 엑스피, NH투자증권 리서치본부

그림3. 고객 경험 향상과 더불어 효율성 개선세 지속



주: LTM 기준
자료: 엑스피, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(백만달러, 달러)	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
매출액	**2,998**	**3,331**	**3,755**	**4,209**
매출총이익	**2,056**	**2,307**	**2,678**	**3,054**
영업이익	**1,002**	**1,210**	**1,393**	**1,585**
EBITDA	**1,048**	**1,259**	**1,443**	**1,643**
이자비용	145	187	181	192
세전이익	**865**	**999**	**1,199**	**1,400**
(지배지분)순이익	**793**	**884**	**1,007**	**1,105**
주당순이익	1.4	1.6	1.9	2.1

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	24/12	25/12E	26/12F	27/12F
EBITDA/매출	35.0	37.8	38.4	39.0
영업이익률	33.4	36.3	37.1	37.7
순이익률	26.4	26.5	26.8	26.3
총자산이익률	1.6	1.3	1.3	1.3
자기자본이익률	23.1	21.7	22.6	22.5
투하자본이익률	18.2	16.4	17.3	17.7
부채비율	477.8	--	--	--
유동비율	--	--	--	--

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

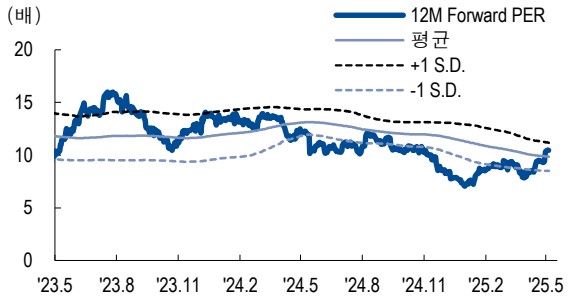
(백만달러)	21/12	22/12	23/12	24/12
현금 및 현금성자산	446	673	812	908
매출채권	--	--	--	--
유동자산	**--**	**--**	**--**	**--**
유형자산	107	108	135	124
비유동자산	147	160	515	426
자산총계	**25,016**	**36,372**	**51,268**	**56,242**
단기성차입금	5,445	8,904	11,701	14,557
유동부채	**--**	**--**	**--**	**--**
장기성차입금	928	1,146	1,022	947
비유동부채	**10,312**	**14,403**	**22,891**	**26,708**
부채총계	**22,427**	**33,144**	**47,264**	**52,997**
자본총계	**2,589**	**3,228**	**4,004**	**3,245**

CASH FLOW STATEMENT

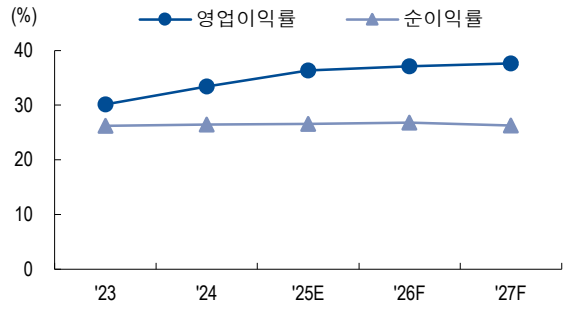
(백만달러)	21/12	22/12	23/12	24/12
영업활동으로 인한 현금흐름	**5,582**	**4,965**	**4,354**	**8,464**
투자활동으로 인한 현금흐름	**-6,541**	**-4,687**	**-2,619**	**-6,699**
- 자본적 지출(CAPEX)	-65	-25	-39	-61
재무활동으로 인한 현금흐름	**1,230**	**-39**	**-879**	**-1,073**
- 배당금 지급	0	0	-709	-378
현금자산 순증	**202**	**235**	**849**	**686**
FCF	**5,557**	**4,956**	**4,340**	**8,437**

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

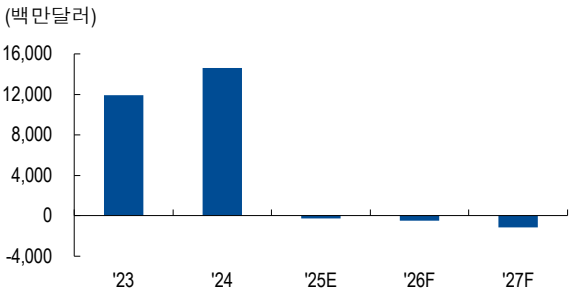
12개월 Fwd PER 변화 추이



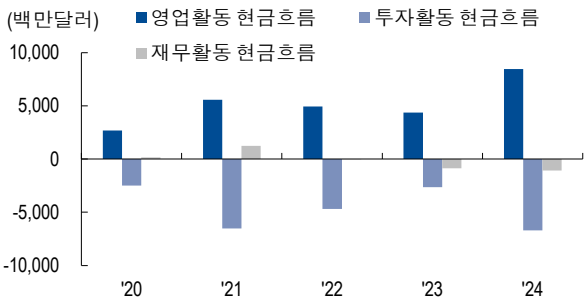
영업이익률, 순이익률 추이



순차입금 추이



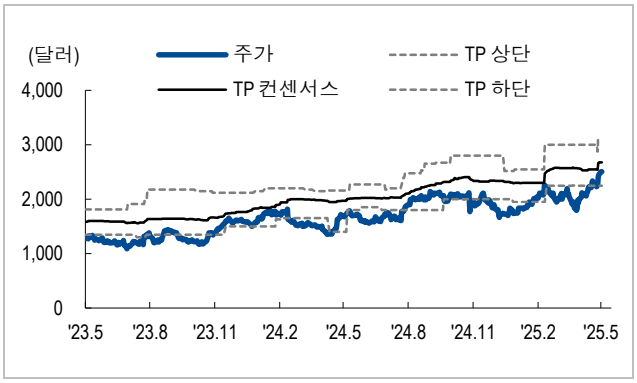
현금흐름 추이



투자의견 및 목표주가 컨센서스

메르카도리브레 (MELI.US)

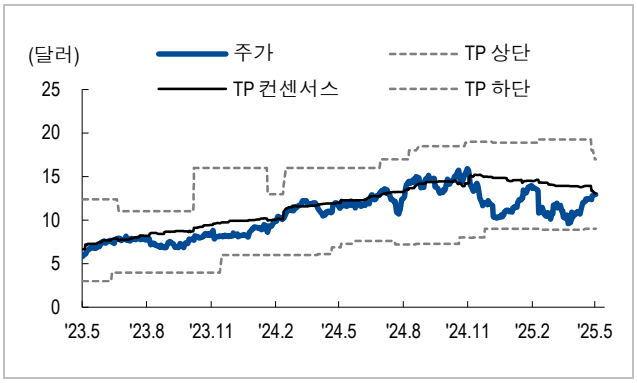
투자의견			목표주가	괴리율
Buy	21	현재가	2,504.6달러	-
Hold	3	High	3,112.0달러	+24.3%
Sell	1	Average	2,676.6달러	+6.9%
		Low	2,250.0달러	-10.2%



주: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Nu Holdings (NU.US)

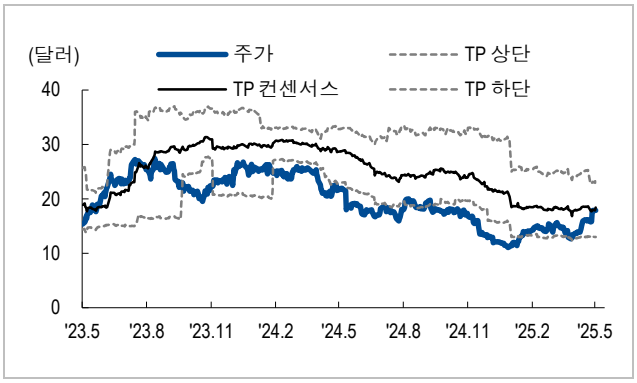
투자의견			목표주가	괴리율
Buy	6	현재가	13.0달러	-
Hold	6	High	17.0달러	+31.3%
Sell	3	Average	13.1달러	+0.9%
		Low	9.0달러	-30.5%



주: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

엑스피 (XP.US)

투자의견			목표주가	괴리율
Buy	7	현재가	17.9달러	-
Hold	4	High	24.0달러	+34.1%
Sell	0	Average	18.4달러	+2.6%
		Low	13.0달러	-27.5%



주: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.