

2021. 7. 19



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Overweight

은행

카카오뱅크 기업가치에 대한 판단

- ✓ 카카오뱅크 상장(8월 5일) 임박에도 적정 기업가치에 대한 고민은 여전
- ✓ 실적 추정의 핵심 변수는 대출 성장. 향후 부동산대출 중심의 포트폴리오 재편 예상
- ✓ FY25E 대출자산과 ROE를 각각 57조원, 9.3%로 추정
- ✓ KOSPI 밸류에이션 할인을 적용시 적정 시가총액은 15.5조원 내외로 평가
- ✓ 상장 후 MSCI EM, KOSPI200 편입 기대. 예상 유입 자금은 약 3,800억원

카카오뱅크 상장을 앞두고

카카오뱅크의 증시 상장이 임박했음에도 적정 기업가치에 대한 고민은 여전하다. 은행이나 플랫폼이냐는 소모적인 논란은 차치하더라도 국내 상장은행 대비 약 10 배 수준의 멀티플 부여는 분명 불편하게 다가온다. 이에 우리는 향후 예상 ROE 및 성장률(g)을 고려한 COE 적용을 통해 적정 기업가치를 제시한다.

P-Q-C 전망

은행 실적은 P(NIM), Q(Loan growth), C(Credit cost)의 조합이다. 시중은행과 달리 카카오뱅크의 경우 보유 자본 대비 규모의 경제 효과가 나타나고 있지 않은 만큼 향후 성장률에 대한 가정이 실적 추정의 핵심변수다. 현재 가계 신용대출 중심의 대출 포트폴리오가 향후 부동산 대출 중심으로 재편될 가능성에 주목한다.

FY25E ROE 9.3%

은행은 기본적으로 자기자본 대비 약 10 배의 레버리지를 사용한다. 이번 기업공개 과정에서 유입되는 자본(2.2~2.6조원)을 고려하면 약 50조원 이상의 대출자산을 확보하는 시점의 ROE가 중요하다. 연 평균 24.3%의 대출성장률을 가정해 FY25E 대출자산과 ROE를 각각 57조원, 9.3%로 추정한다.

적정 기업가치 15.5조원으로 평가

기존 상장은행들과의 수익성 격차가 크지 않은 만큼 밸류에이션 간극은 ROE가 아닌 COE의 문제로 귀결된다. 1) 플랫폼 및 금리 경쟁력, 2) 부동산 중심 성장 가능성 등을 감안해 은행이 아닌 KOSPI 기준 자본비용 적용이 필요하다. 이를 반영한 카카오뱅크의 적정 기업가치는 공모가 하단에 해당되는 15.5조원이다.

카카오뱅크 수급 분석

주식의 선행적인 특성을 감안해도 현재의 기업가치가 정당화되기 위해선 많은 시간이 필요하다. 같은 이유로 단기 주가는 펀더멘탈 보단 증시 스타일, 수급 등의 영향에 좀 더 민감하게 반응할 가능성이 높다. MSCI, KOSPI200 지수 조기편입을 기대하며, 예상 유입 자금은 각각 1,800억원, 2,000억원 내외로 추정한다.

카카오뱅크 상장을 앞두고

8월 5일 카카오뱅크 상장 예정

오는 8월 5일 카카오뱅크가 KOSPI에 입성한다. 공모가 기준 예상 시가총액은 약 15.7~18.5조원(PBR 3.1~3.7배)으로 상장과 동시에 은행업종 대장주 반열에 합류하게 된다. 공모가 산출에는 기존 은행 기업가치 평가 방식인 P/B Valuation이 적용되었으며, 멀티플 산정을 위한 비교기업으로는 미국의 로켓컴퍼니, 브라질의 페그세구로 디지털, 러시아의 TCS홀딩스, 스웨덴의 노르드넷 4개사가 선정됐다.

표1 공모 개요		
	내용	비고
공모형태	일반공모	일반공모 80.0%, 우리사주조합 20.0%
공모주식수	65,450,000주	기존 발행주식수 409,650,237주 (신주 100%, 발행주식총수의 13.8%)
공모희망가격	33,000~39,000원	현재 장외가격 약 83,000원
모집총액	2.16~2.55조원	2021년 1분기말 기준 자기자본 2.85조원
시가총액	15.68~18.53조원	
상장예정주식수	475,100,237주(희석가능 주식수 미포함)	
주요일정	청약기일(7월 26일~27일), 납입기일(7월 29일), 상장예정일(8월 5일)	

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

표2 멀티플 산정을 위한 해외 Peer Group 내역

구분	산식	Rocket Companies, Inc.	Pageseguro Digital Ltd	TCS Group Holding PLC	Nordnet AB publ
기준시가총액 (백만원)	(A)	43,184,655	18,918,666	16,522,978	4,923,031
자본총계 (백만원)	(B)	9,404,053	2,152,996	2,057,841	644,004
PBR (배)	(A)/(B)	4.6	8.8	8.0	7.6
적용 PBR 거래배수 (배)		7.3			

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

표3 희망 공모가액 산출 내역

구분	내용 (억원)	비고
PBR 거래배수 (배)	7.3	
자본총계	28,495	자본총계는 2021년 1분기말 기준
공모자금 유입액	21,599	공모자금유입액은 공모가 하단 기준
평가 시가총액	229,610	
공모전 발행주식수	412,323,037	보통주 409,650,237주와 미행사 주식매수선택권 2,672,800주 합계
공모주식수	65,450,000	
공모후 발행주식수	477,773,037	
주당 평가가액	48,058	
평가액 대비 할인율	18.8 ~ 31.3%	최근 5개년 유가증권시장에 상장을 완료한 기업들의 평가액 대비 할인율 평균
희망 공모가액 밴드	33,000 ~ 39,000원	
희망 시가총액 밴드	156,783 ~ 185,289억원	

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

표4 IPO 후 Implied Multiple

구분	내용 (억원)
자본총계	28,495
공모자금유입액	21,599
상장 후 자본총계	50,094
평가 시가총액	229,610
평가 시가총액 기준 Implied PBR (배)	4.6
희망 시가총액 밴드	156,783 ~ 185,289
희망 시가총액 밴드 기준 Implied PBR (배)	3.1 ~ 3.7

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션 고평가 논란 여전

증시 상장까지 한 달의 시간도 채 남지 않았으나 카카오뱅크 적정 기업가치에 대한 고민은 여전하다. 은행이나 플랫폼이냐는 소모적인 논란은 차치하더라도 투자자들에게 익숙지 않은 해외 비교기업 선정, 국내 상장은행 대비 약 10배 수준의 밸류에이션 멀티플 부여 등은 분명 불편하게 다가온다.

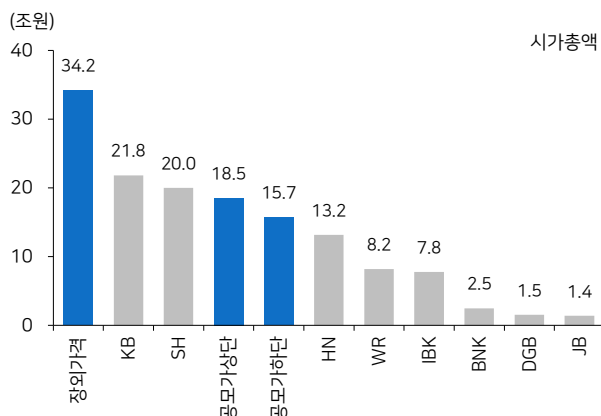
해외 비교기업 선정 근거 부족

우리 역시 해외 비교기업 선정 과정에 대해선 의문을 가지고 있다. 사측은 산업, 규모, 재무, 사업 유사성을 고려해 선정했다고 밝혔으나 금융업이 가지는 국가별 또는 지역별 특징, 금융당국의 규제 강도 등은 배제한 채 해외 디지털 금융 사업자를 동일선상에 놓고 비교하는 것은 지나친 아전인수식 해석에 가깝다.

장외가격은 여전히 공모가 2배

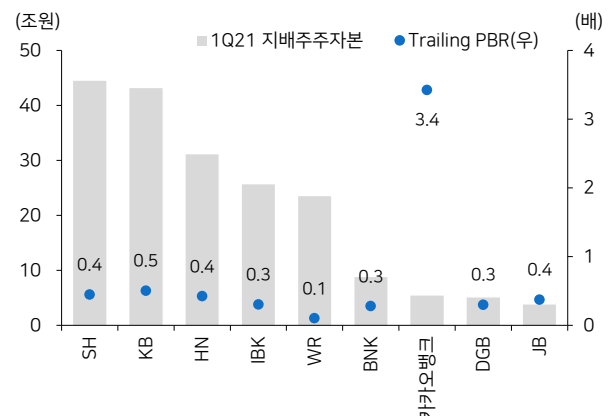
그럼에도 장외에선 공모가 대비 약 2배 이상의 가격에서 거래되고 있으며, 기관/외국인 투자자들 역시 높은 시가총액과 낮은 유통주식 물량 등을 감안해 수요예측 과정에서 공모가 상단을 적어낼 가능성이 높다. 여기에 향후 주요 인덱스 편입에 따른 패시브 자금 유입까지 고려하면 상장 직후 비이성적인 주가 흐름도 충분히 연출될 수 있다. 이에 우리는 향후 예상 ROE 추정 및 성장률(g)을 고려한 할인율(COE) 적용을 통해 카카오뱅크의 적정 기업가치를 살펴보고자 한다.

그림1 상장은행 및 카카오뱅크 시가총액



주: 장외가격의 경우 현재 주식수(409,650,237주) 기준
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 상장은행 및 카카오뱅크의 자기자본과 PBR



주: 카카오뱅크는 유상증자 반영 및 공모가 상단 기준
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

카카오뱅크 P-Q-C 전망

2019년 기준 PER 약 163배

증시 상장 전까진 증권신고서에 기재된 해외 비교기업 선정 및 멀티플 적용에 대한 논란이 지속되었으나 이는 상장 이후엔 모두 없어질 노이즈다. 차라리 투자자 입장에서선 기업공개 과정에서 높은 가격에 많은 자본을 투자 받기 위한 노력 정도로 해석하는 것이 맘 편하다. 그렇다고 카카오뱅크를 둘러싼 고평가 논란이 사라지는 것은 아니다. 단적으로 2020년 당기순이익 1,136억원과 공모가 상단 시가총액을 적용한 PER은 약 163배로 설명 가능한 수준을 넘어선다.

P/B Valuation 정당화 작업 필요

결국 카카오뱅크의 높은 기업가치를 인정하기 위해선 이론적인 P/B Valuation을 통한 정당화 작업이 필요하다. P/B Valuation(Fair PBR = (ROE-g)/(COE-g))은 1) 이익 추정에 기반한 ROE, 2) 투자심리를 대변하는 COE, 3) 영구성장률 g로 구성되며, 기존 상장은행의 경우 ROE와 COE는 12개월 선행기준으로 영구성장률은 0을 적용해 Target PBR Multiple을 산출하는 것이 일반적이다.

은행은 자본 기반 레버리지 산업

카카오뱅크 역시 기본적인 산식은 위와 동일하나 적용 변수에 대한 가정이 달라지게 된다. 우선 ROE다. 은행업은 기본적으로 자본력에 기반한 레버리지 산업으로 통상 자기자본 대비 약 10배 내외의 레버리지를 사용한다. 실제 1분기말 기준 4대 시중은행의 평균 레버리지비율은 약 9.7배로 추정되며, 카카오뱅크는 기업대출 취급의 한계 탓에 이보다 낮은 약 8배 수준을 보이고 있다.

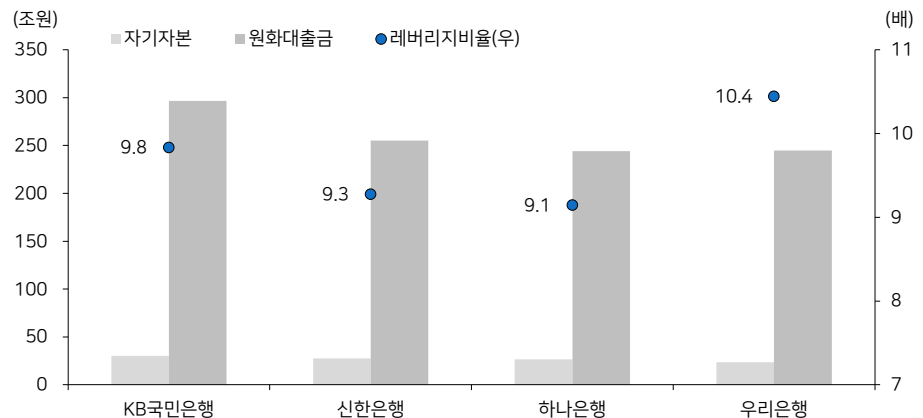
그림3 인터넷전문은행 특례법 제6조

제6조(인터넷전문은행의 업무범위)

인터넷전문은행은 은행법 제27조 및 제27조의제1항에도 불구하고 법인에 대한 신용공여를 할 수 없다. 다만, 중소기업기본법 제2조1항에 따른 중소기업에 대한 신용공여는 그러하지 아니하다.

자료: 국가법령정보센터, 메리츠증권 리서치센터

그림4 4대 시중은행 평균 레버리지비율 9.7배(1Q21 기준)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

예상 ROE 적용의 근거

같은 이유로 카카오뱅크의 적정 밸류에이션 산정을 위한 ROE는 현재가 아닌 이번 기업공개 과정에서 유입되는 자본(2.2~2.6조원)을 고려해 약 50조원 이상의 대출자산을 확보하는 시점의 전망치를 적용하는 것이 보다 합리적 접근이다.

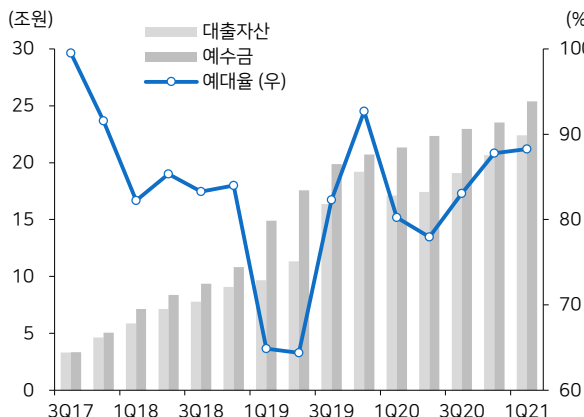
실적 추정의 핵심은 대출성장률

은행 실적은 P(NIM), Q(대출), C(충당금)의 조합이다. 원화대출 규모가 250조원을 넘어가는 시중은행의 경우 Q 보단 P와 C의 실적 민감도가 높게 나타나나 카카오뱅크는 그 반대다. 아직 보유 자본 대비 규모의 경제 효과가 나타나고 있지 않은 만큼 대출성장률에 대한 가정이 실적 추정의 핵심 변수로 작용한다.

가계대출 시장 침투율 6.0%

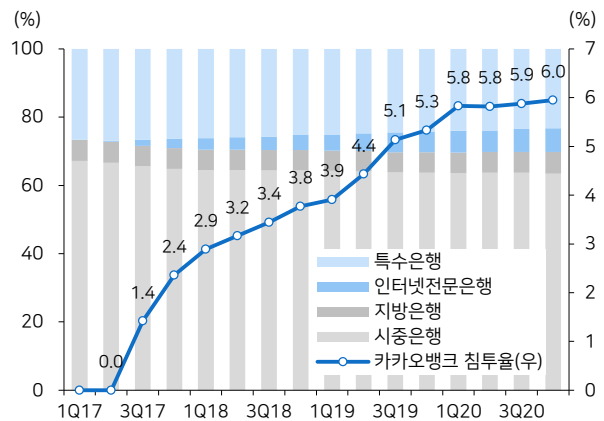
1분기말 기준 카카오뱅크의 여·수신 잔액은 각각 21.6조원, 25.4조원이다. 출범(2017년 7월)과 동시에 고 신용자 대출 중심의 공격적인 금리 및 한도 제공, 발 빠른 자본확충 등으로 2020년말 기준 가계 신용대출 시장의 6.0% 수준까지 침투했으며, 2017년 3분기 이후 은행권 가계 신용대출 증가분 78.7조원 중 20.1%인 15.8조원을 카카오뱅크가 담당했다.

그림5 여·수신 잔액 추이



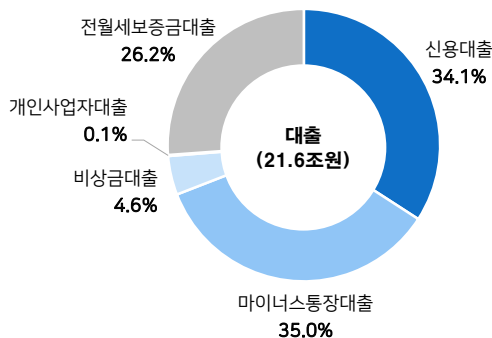
자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림6 가계 신용대출 시장 침투율 추이



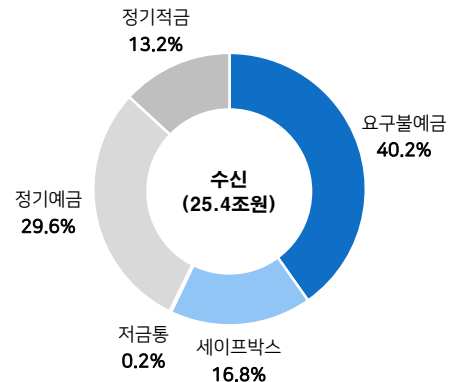
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대출(21.6조원) 포트폴리오



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림8 수신(25.4조원) 포트폴리오

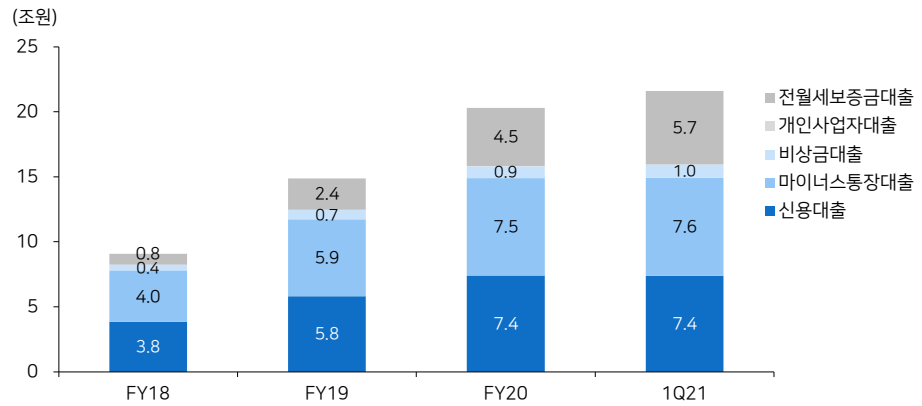


자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

최근 가계대출 성장률 둔화

현재까지의 성과는 고무적이거나 가계대출 시장에서의 성장률 또는 침투율이 둔화되고 있다는 점은 부담이다. 실제 1분기 카카오뱅크의 가계대출(신용대출 + 마이너스통장 대출) 잔액은 전년말대비 0.1% 증가에 그쳤다. 되려 현재 카카오뱅크의 자산 성장은 가계대출 보단 전월세보증금 대출이 주도하고 있다. 시중은행 대비 부족한 한도(최대한도 2.22억원) 제공에도 낮은 금리와 App 경쟁력을 바탕으로 전체 대출 포트폴리오의 26% 수준까지 성장했다.

그림9 카카오뱅크 원화대출금 잔액 및 구성 추이

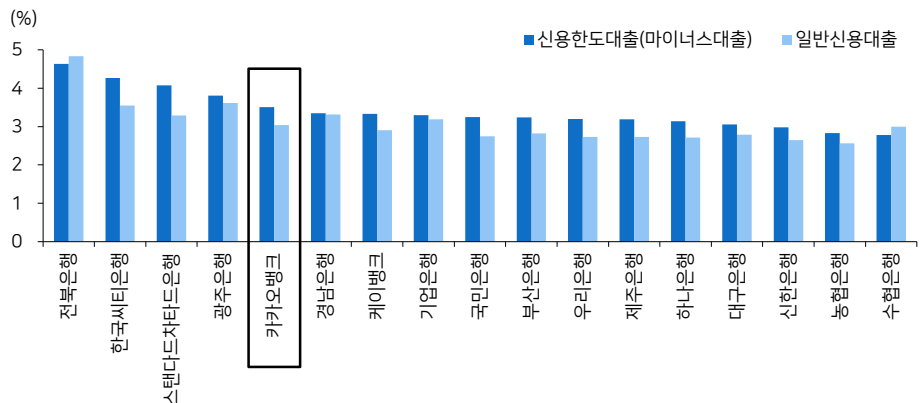


자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

플랫폼 경쟁력의 한계 노출

카카오뱅크 가계대출 성장률 둔화의 시사점은 대출시장에서 플랫폼 경쟁력만으로는 추가적인 성장률 확보에 한계가 있음을 보였다. 자본력 부족, 대출 규제 강화, 자체 리스크 관리 등의 현실적 이유 보단 금리와 한도를 제외하고 상품 차별화가 쉽지 않은 대출시장의 특성이 반영된 결과물로 판단하기 때문이다. 실제 과거 1.5억원의 한도를 제공했던 마이너스 통장대출 한도는 현재 5천만원으로 축소됐으며, 금리 역시 시중은행 대비 높은 수준으로 제공되고 있다.

그림10 시중은행 대비 카카오뱅크 금리 경쟁력 약화









주: 신용등급 1~2등급 기준
 자료: 은행연합회, 메리츠증권 리서치센터

중신용 및 주담대 진출 선언

이제 관건은 기업공개로 모집한 자금을 바탕으로 어디서 추가적인 대출 성장을 가져올 것이냐는 것이다. 이에 대해 사측은 단기 목표로는 중신용과 주택담보대출을, 중기 목표로는 개인사업자 대출과 오토론을 제시했다. 단기 목표만 놓고 보면 전자는 정교한 CSS(Credit Scoring System) 구축이 필요하며, 후자는 오프라인 채널이 없다는 약점을 극복해야 하는 숙제가 남는다.

그림11 카카오뱅크 대출 상품 Pipeline

대출상품	출시 시점	실적 (대출 잔액)	Implication
 고신용	✓ (2017.07)	2017 4.1조원 2020 13.9조원 (+3.4배)	신규 대출 시장점유율 13% ^(*) 우량 고객 확보 및 안정적 기반 형성
 전월세	✓ (2018.01)	2018 0.8조원 2020 4.5조원 (+5.3배)	신규 대출 시장점유율 4% ^(*) 은행권 최초 100% 디지털화 → “모바일 완결성”
 중신용	단기 목표	시중은행 수준의 시장 점유율 달성 목표 기존 상품의 성공 재현	포용적 금융의 실천 금융 소외계층 대상 대출 공급 확대
 주택담보대출			Game-changer 100% 디지털화 달성, 장기적 고객 관계 형성 및 인당 Ticket Size 확대
 개인사업자	중기 목표		고객 특화 금융 상품 신규 고객군 유입 / 인당 Ticket Size 확대 / 교차판매 시너지 창출
 오토론			

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

중신용 대출 비중 30% 확대 주문

2020년말 기준 카카오뱅크의 중·저신용자 대상 신용대출 비중은 10.2%다. 이는 인터넷전문은행 인가 신청시 사업계획 30.8%는 물론 은행 평균 24.2%를 큰 폭으로 하회하는 수치다. 또한 지난 4년간 공급한 약 2.5조원 중금리대출의 대부분은 정부 보증부 정책 상품인 사잇돌대출로 파악된다. 이에 금융당국은 카카오뱅크의 고 신용자 중심의 영업형태를 지적하며 2023년말까지 중·저신용자 대상 신용대출 비중을 30%까지 확대해줄 것을 주문했다.

그림12 중·저신용자 대상 신용대출 비중 계산식

$$\text{중저신용자 대상 신용대출 비중(\%)} = \frac{\text{중·저신용자 대상 신용대출*}}{\text{가계 신용대출}} \times 100$$

* 신용등급 4등급 이하(신용평점 하위 50%(KCB 820점 이하) 차주에 대한 대출

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

표5 카카오뱅크 중·저신용자 대상 신용대출 확대 계획

구분 (억원)	사업계획 (2020년말)	2020	2021	2022	2023
가계신용대출 (A)	10,575	140,376	153,761		
저신용자신용대출 (B)	3,255	14,380	31,982		
비중 (B/A)	30.8%	10.2%	20.8%	25%	30%

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

중신용 대출 전략 수정 불가피

금융당국의 권고안을 수용시 2020년말 신용대출 기준으로 약 2.7조원의 중금리 대출 취급이 강제된다. 상대적으로 높은 마진은 향유할 수 있겠으나 반대급부로 건전성 악화 위험에 노출된다. 현재는 중금리대출의 상한선(비상금대출 최대한도 300만원)을 낮게 정해 Credit risk를 최소화하며 Track record를 쌓아가고 있으나 전략 방향 수정이 불가피해졌다.

표6 카카오뱅크 대출 상품 Line Up

상품명	최대한도	최저금리	평균소요시간
비상금대출	300만원	연 3.41%	60초
마이너스 통장대출	5천만원	연 3.18%	5분
신용대출	1억원	연 2.68%	5분
개인사업자 대출	2천만원	연 3.34%	N/A
전월세보증금 대출	2.22억원	연 1.86%	N/A

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

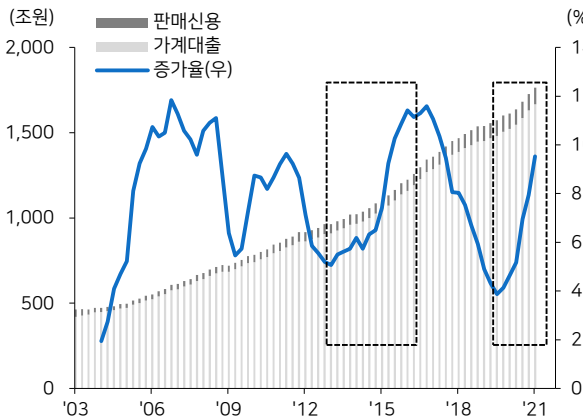
인터넷전문은행 출범 목적

여기서 우리가 다시 한번 생각해봐야 할 부분은 인터넷전문은행의 출범 목적이다. 국내에 인터넷전문은행 도입이 처음 논의됐던 시점은 2015년으로 당시 정부 경제 정책 기조인 창조경제에 발 맞춰 디지털 혁신과 은행간 경쟁을 촉진해 보다 나은 금융 서비스를 제공하기 위함이었다. 이는 어디까지나 대의적인 목적에 불과한 것으로 현실적으로 당시 가파르게 증가하던 가계부채 문제 해결 방안 중 하나였다.

중신용 대출 취급은 태생적 한계

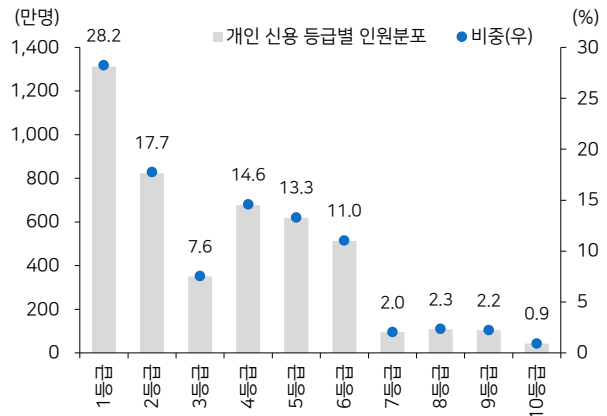
소위 금리 절벽 구간에 위치한 4~6등급 차주에게 비재무 정보를 활용한 신용평가를 진행, 1금융권의 서비스를 제공하는 것이 주 목적이었으며, 인터넷전문은행 인가 심사 과정에서 카카오, KT, 인터파크는 플랫폼, 통신, 커머스 등의 장점을 내세우며 중금리대출 시장 진출 관련 경쟁력을 피력했다. 그러나 출범 이후 4년의 시간이 지났음에도 중금리대출 관련 뚜렷한 성과를 내지 못하자 금융당국의 제재가 들어온 것으로 생각된다. 공교롭게 2015년과 같이 현재도 코로나19 재확산, 기준금리 인상 등의 이유로 가계부채 이슈가 재조명되고 있다.

그림13 가계부채 잔액 및 증가율 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림14 신용등급별 인원분포 현황



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

중신용 취급 자신감 피력

중금리대출 취급과 관련해 카카오뱅크는 지난 7월 14일 진행된 애널리스트 대상 기업 설명회에서 기존 은행과는 차별화 된 신용평가 기법 적용 및 건전성 관리에 대한 자신감을 재차 내비쳤다. 또한 출범 이후 중금리 대출에 소홀했던 이유로 제한된 자원을 효율적으로 배분하는 과정에서의 한계였다고 자기변명을 했다.

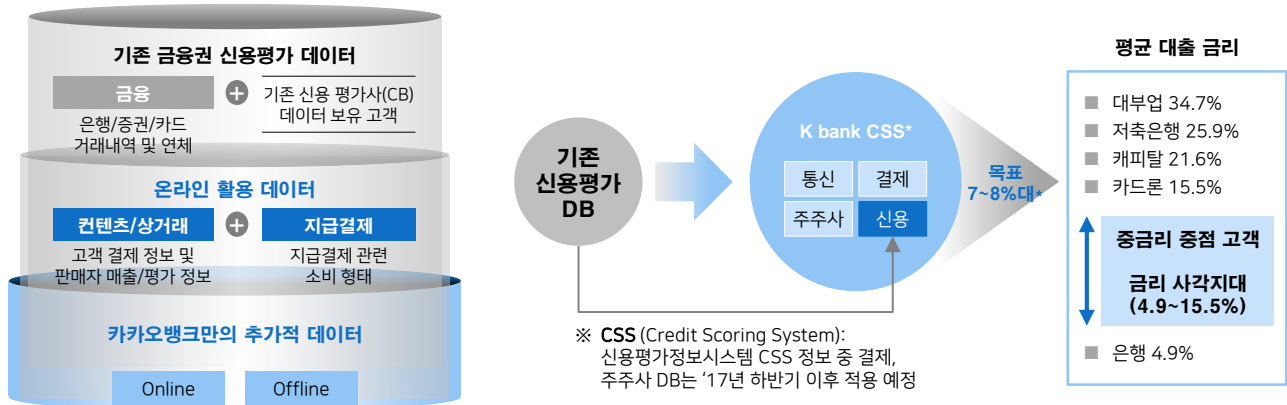
사측의 설명은 설득력 부족

다만 우리가 보기엔 출범 초 시중은행 대비 높았던 고 신용자에 대출 한도 제공만 보더라도 어폐가 있다는 생각이다. 은행은 금리와 한도 조정을 통해 충분히 수익을 관리할 수 있다. 이보단 영업 초기 상업은행으로서의 고객 신뢰성을 확보하기 위한 전략적 선택으로 해석하는 것이 좀 더 설득력이 높다.

가계대출 관련 헤게모니 상실

사측의 자신감과 달리 아직까진 Big data 기반의 새로운 신용평가 기법이 안정화 되기 전이라는 점을 감안하면 가계 신용대출 관련 영업력은 지속 위축될 수 밖에 없어 보인다. 단적으로 1조원의 가계 신용대출을 증가시키려면 3천억원의 중금리 대출도 같이 늘려야 하기 때문이다. 최근 카카오뱅크의 가계대출 한도와 금리 경쟁력이 뒤쳐진 것도 결코 이와 무관하지 않다고 본다.

그림15 출범 전 카카오뱅크와 케이뱅크가 목표했던 CSS(Credit Scoring System)

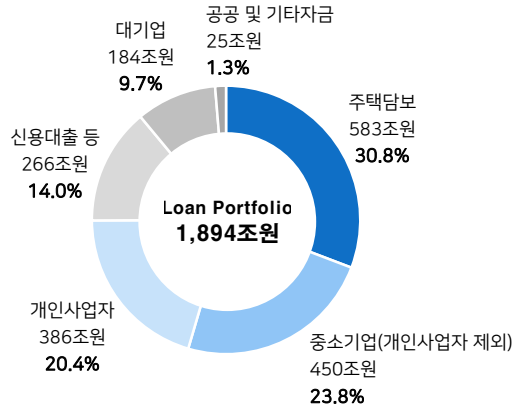


자료: 카카오뱅크, 케이뱅크, 메리츠증권 리서치센터

부동산대출 중심의 성장 전망

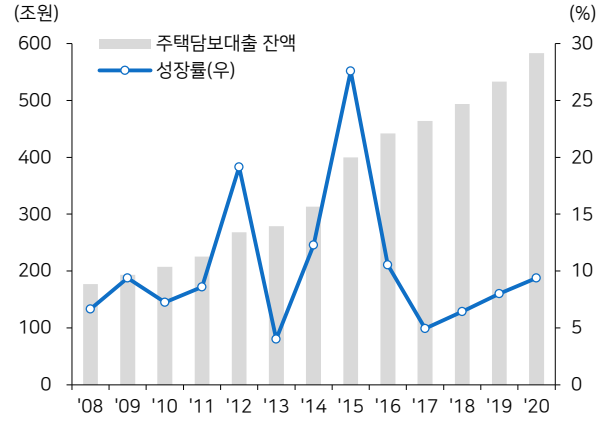
가계대출 시장에서의 헤게모니 상실, 중금리대출 확대의 현실적 한계 등을 고려할 때 향후 카카오뱅크의 대출 포트폴리오는 전월세자금, 주택담보대출 등 부동산 대출 중심으로 재편될 것으로 예상된다. 주택담보대출 시장 진출과 관련해 오프라인 점포가 없다는 약점이 지적될 순 있겠으나, 전월세보증금 대출의 성공 사례를 참고할 때 금리 경쟁력만 가질 수 있다면 성장을 확보엔 큰 무리가 없어 보인다.

그림16 2020년말 기준 국내은행 Loan Portfolio



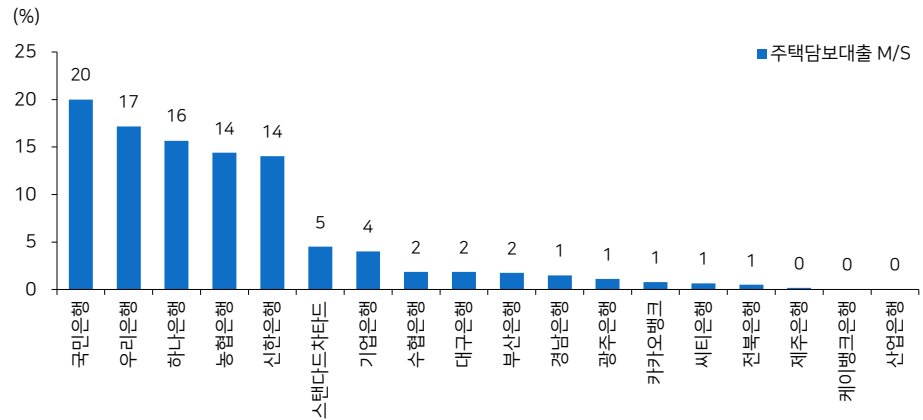
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림17 은행권 주택담보대출 시장규모 및 성장률 추이



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2020년말 기준 국내은행 Loan Portfolio



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

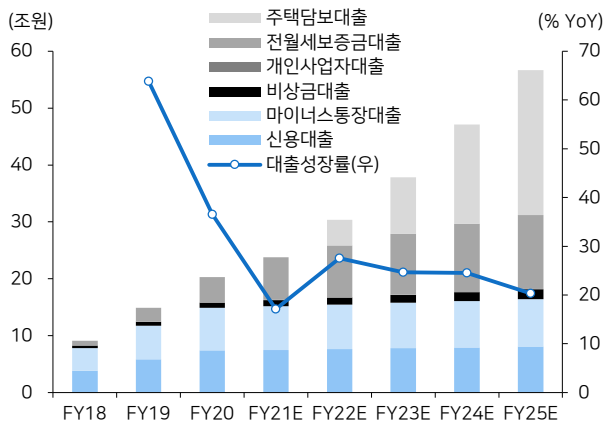
FY25E 대출자산 약 57조원

전술한 내용을 근거로 우리는 1) 카카오뱅크 2022년 1분기 주택담보대출 상품 출시, 2) 2025년까지 주택담보대출 연평균 성장률 28.0%, 3) 전체 대출성장률 24.3%를 가정해 2025년말 기준 카카오뱅크의 대출잔액을 약 57조원으로 전망한다. 그 과정에서 대출 포트폴리오 내 신용대출 비중은 지속 축소되는 반면 부동산 관련 대출은 전체 여신의 70% 수준까지 상승할 것으로 예상된다.

NIM 훼손 및 대손율 하락 예상

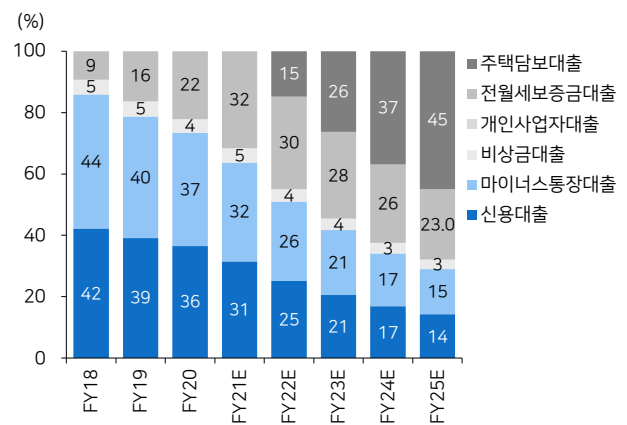
언론 등을 통해 카카오뱅크의 중금리 대출 확대 전략이 주목 받는 탓에 향후 NIM 개선 및 대손비용률 상승이 실적 추정의 기본 가정처럼 깔려 있으나 이에 대해선 회의적인 입장이다. 우리 추정치에 따르면 2025년 기준 중금리대출 잔액은 약 3조원으로 전체 여신의 5% 내외에 그칠 것으로 예상되기 때문이다. 오히려 주담대 대출 자산 확대에 따른 NIM 훼손 및 대손비용률 하락이 좀 더 합리적 접근이다.

그림19 카카오뱅크 원화대출금 추이 및 전망



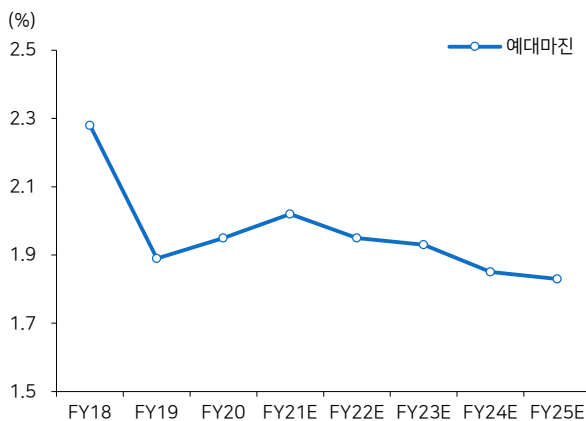
자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림20 카카오뱅크 Loan Portfolio 추이 및 전망



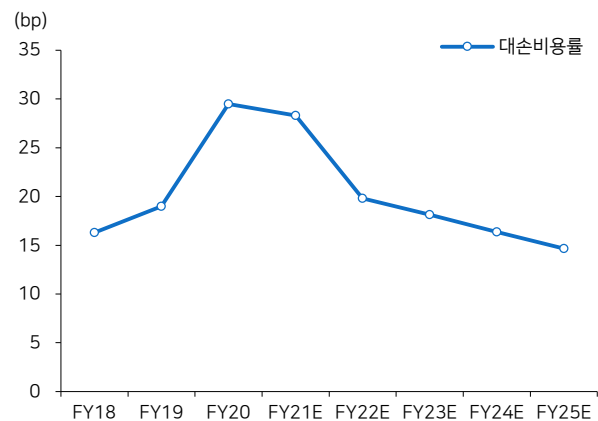
자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림21 카카오뱅크 예대마진 추이 및 전망



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림22 카카오뱅크 Credit cost 추이 및 전망



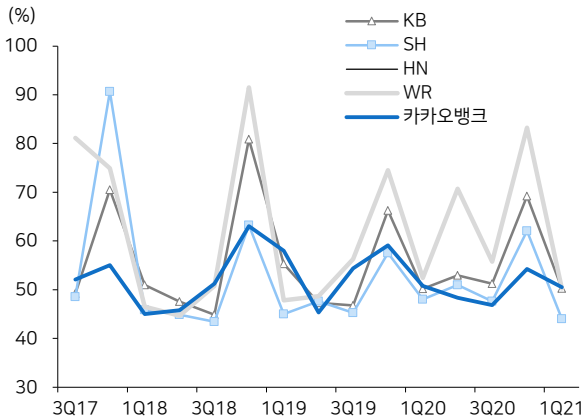
자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

카카오뱅크 FY25E ROE 9.3%

C/I Ratio 구조적 하락 기대

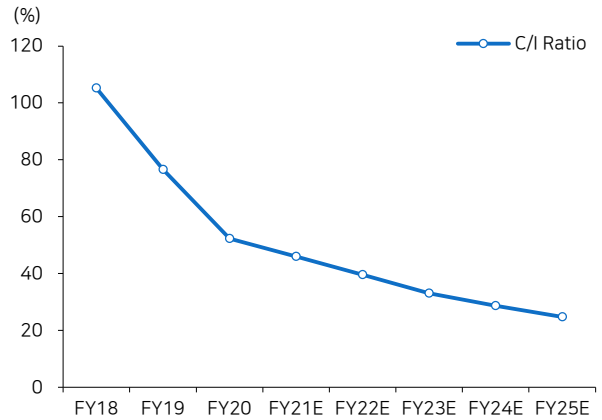
이제 ROE 전망을 위해 남은 작업은 수수료이익과 판관비 추정에 관한 부분이다. 우선 판관비 경쟁력은 명확하다. 현재는 IT 및 인프라 구축 비용, 인력 충원 등의 이유로 시중은행 대비 판관비율 경쟁력이 돋보이지 않고 있으나 오프라인 점포가 없는 만큼 높은 자산 성장에 따른 규모의 경제 효과가 나타나며, C/I Ratio는 증장 기적으로 30%를 하회하는 수준까지 하락할 것으로 예상된다.

그림23 판관비율(판관비/(영업이익+판관비)) 추이



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림24 카카오뱅크 C/I Ratio 추이 및 전망

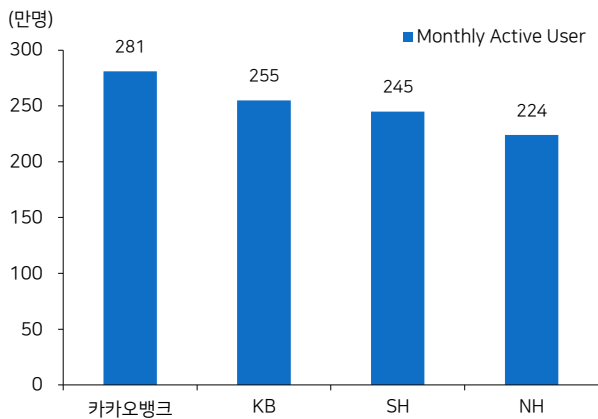


자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

수수료이익 흑자전환 성공

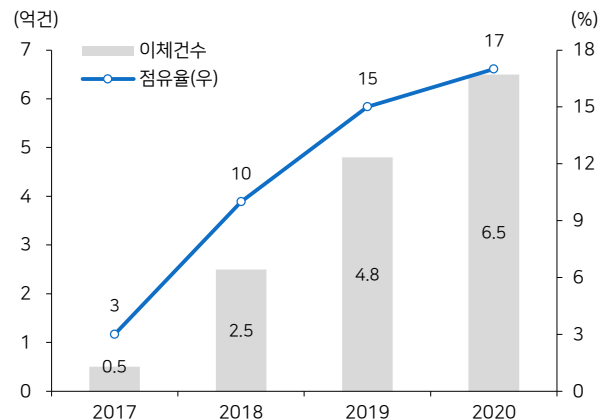
고민은 수수료이익 부분이다. 출범 이후 지속 적자를 기록하던 수수료이익은 주식 계좌 개설, 해외송금, 신용카드 모집 대행, 제2금융권 연계대출 서비스 등의 다양한 수수료 비즈니스를 출시하며 2020년 3분기 흑자로 돌아섰다. 또한 카카오뱅크 App의 높은 활동성과 성장 잠재력 등을 감안하면 추가 개선 여지도 다분하다.

그림25 카카오뱅크 App의 높은 활동성 (1)



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림26 카카오뱅크 App의 높은 활동성 (2)



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

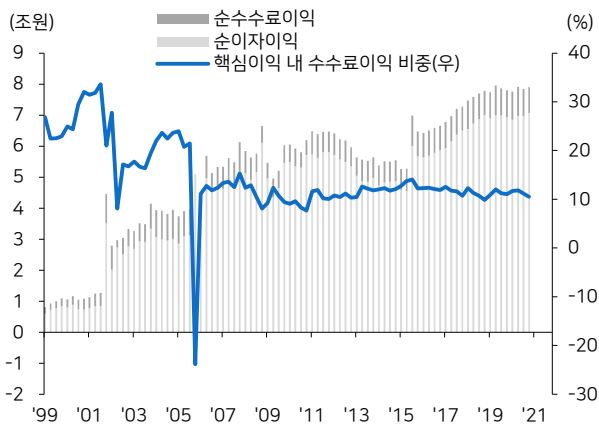
수수료이익 개선의 현실적 한계

다만 걱정스러운 부분은 국내 소비자의 인식이다. 금융 서비스를 공공재로 간주하는 인식 전환이 선행되지 않는 이상 B2C 수수료 비즈니스가 과연 장기 성장 동력으로 작용할 수 있을지 의문이다. 각종 규제의 영향도 있겠지만 시중은행들이 지난 십 수년간 다방면의 수수료이익 기반 창출 노력을 기울였음에도 핵심이익의 10% 수준에서 벗어나지 못하고 있는 것도 같은 이유이다.

추가 성장 동력 확보 여부가 관건

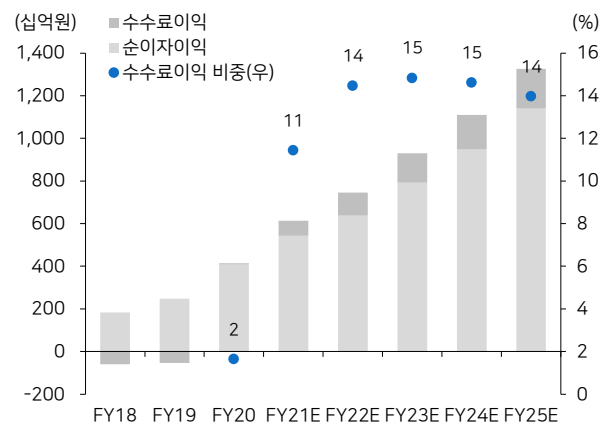
시중은행의 경우 이를 타개하기 위한 방안으로 비은행 M&A 전략을 구사했으나 카카오뱅크는 자본력의 한계가 분명하다. 또한 동일 기업집단 내 다른 금융사 존재로 결제, 증권, 보험 등 금융권 내 비교적 높은 ROE 비즈니스 진출에도 제약이 뒤따른다. 사측 역시 이와 같은 한계를 인지하고 향후 비이자 부문 성장 동력으로 1) 마이데이터 서비스, 2) 해외시장 진출, 3) B2B 솔루션 등에서 성장 기회를 모색하겠다고 밝혔으나 성공 여부는 좀 더 지켜볼 필요가 있어 보인다.

그림27 일반은행 수수료이익 핵심이익 내 10% 수준 정체



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림28 카카오뱅크 수수료이익 추이 및 전망



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

FY25E ROE 9.3%

전술한 내용들을 반영해 카카오뱅크의 2025년 예상 당기순이익과 ROE를 각각 6,696억원, 9.3%로 추정한다. 비교적 위험가중치가 낮은 주택담보대출 중심의 성장을 예상하고 있는 만큼 자본비율 관리에는 문제가 없어 보이며, 관련해 추가적인 유상증자 가능성은 배제했다. 동시에 약 25% 내외의 배당성향을 보이고 있는 시중은행들과 달리 2025년까지 배당 지급은 없다고 가정했다. 참고로 2025년 실적 기준 PBR은 현재의 3.7배에서 2.5배 수준으로 떨어진다.

밸류에이션 간극의 원인은 COE

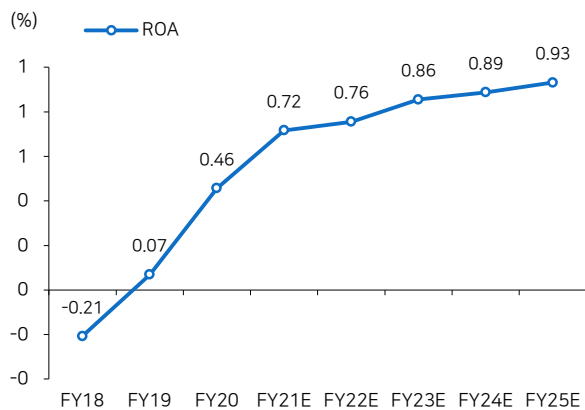
실적 추정 과정에 1) 기준금리 및 시중금리 상승에 따른 NIM 상승, 2) 수수료이익 창출 기반 확대 등 공격적인 가정을 추가해도 예상 ROE는 10% 수준으로 기존 상장은행들과 큰 차이를 보이기 어렵다. 즉, 현재의 밸류에이션 간극은 ROE가 아닌 할인율(COE) 차이에 기인하고 있다.

표7 카카오뱅크 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
순이자이익	183	248	408	543	637	792	948	1,140
% of YoY	488.2%	35.0%	64.8%	33.1%	17.4%	24.2%	19.7%	20.3%
이자수익	294	495	599	681	792	979	1,176	1,407
이자비용	111	247	191	138	155	187	228	266
순수수료이익	-60	-54	7	70	108	138	162	185
% of YoY	58.1%	-9.2%	-112.6%	925.2%	53.8%	27.8%	17.7%	14.1%
수수료수익	68	118	185	256	312	356	391	423
수수료비용	128	173	178	186	204	218	229	238
기타비이자이익	-0	19	-31	-39	-42	-52	-61	-71
총영업이익	123	212	384	575	703	878	1,049	1,255
판관비	130	162	201	264	278	290	300	310
% of YoY	129.1%	25.1%	23.5%	31.7%	5.3%	4.2%	3.5%	3.3%
총전영업이익	-6	50	183	310	425	588	749	945
총당금전입액	15	36	61	69	62	71	79	86
% of YoY	-19.2%	146.2%	67.1%	13.8%	-10.6%	14.2%	12.2%	8.0%
영업이익	-21	13	123	241	363	517	670	859
영업외손익	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
세전이익	-21	13	122	241	362	517	670	859
법인세비용	0	1	-9	7	80	114	147	189
당기순이익	-21	14	114	219	283	403	522	670
% of YoY	-75.6%	-165.5%	727.5%	93.0%	28.9%	42.5%	29.6%	28.2%
지배주주	-21	14	114	219	283	403	522	670
비지배지분	0	0	0	0	0	0	0	0

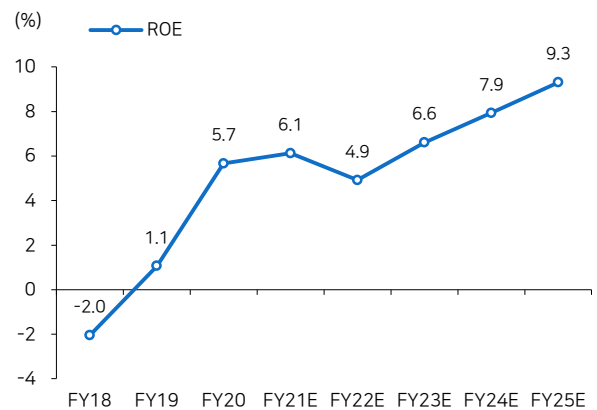
자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림29 2025년 예상 ROA 0.93%



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림30 2025년 예상 ROE 9.3%



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

카카오뱅크 기업가치 15.5조원으로 평가

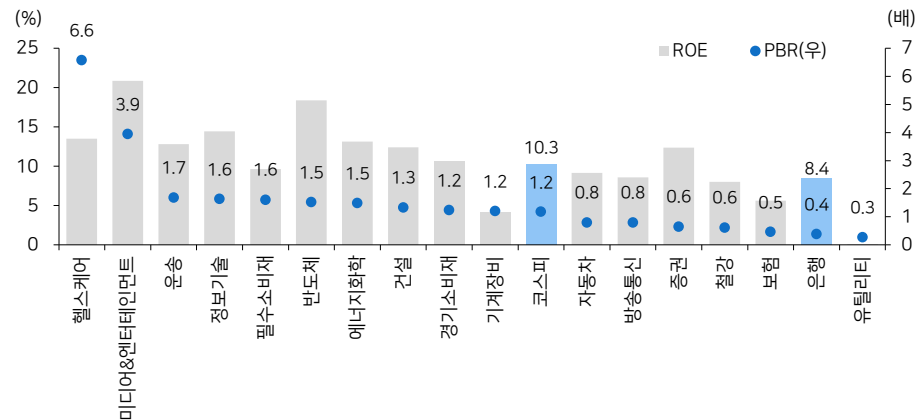
과도한 할인율 적용이 문제

컨센서스 기준 2021년 예상 은행업종 ROE는 8.4%로 코스피 10.3% 대비 크게 낮지 않으나 PBR은 0.4배로 업종 최하위권에 머물고 있다. 이는 타 업종대비 과도한 밸류에이션 할인율을 적용 받기 때문이며, 그 원인으로는 주로 성장성 부재, 각종 규제의 불편함 등이 지목된다. 그나마 높은 배당수익률이 주가 하방을 지켜 주고 있으나 실적 개선 대비 낮은 배당성향 상향으로 PBR은 지속 하락 중이다.

COE는 일종의 투자 심리지표

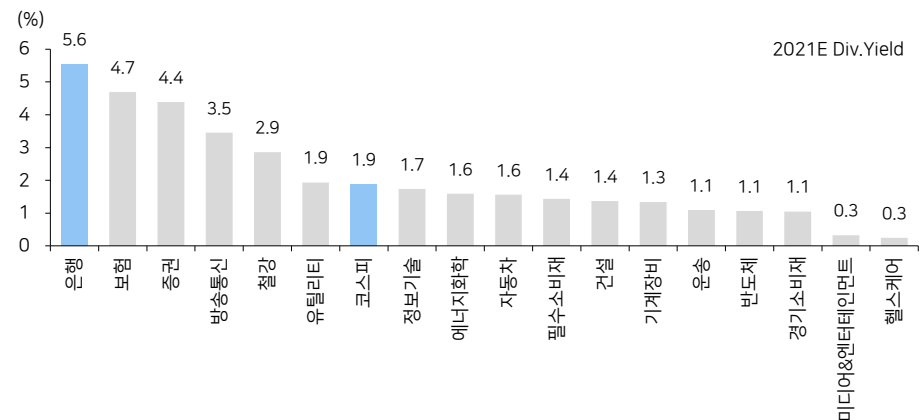
이론적으로 밸류에이션 할인율(COE) 산출은 CAPM 모형에 근거하고 있으나 현실적으로는 일종의 투자 심리지표에 가깝다. COE의 사전적 의미가 안전자산 대신 선택한 위험자산에 기대하는 요구수익률이기 때문이다. 즉, 추가 위험에 대한 보상 정도를 나타내는 것으로 투자자의 심리가 일정 부분 반영되어 있다고 볼 수 있다.

그림31 업종별 PBR-ROE(컨센서스 기준)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림32 업종별 FY21E 배당수익률(컨센서스 기준)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

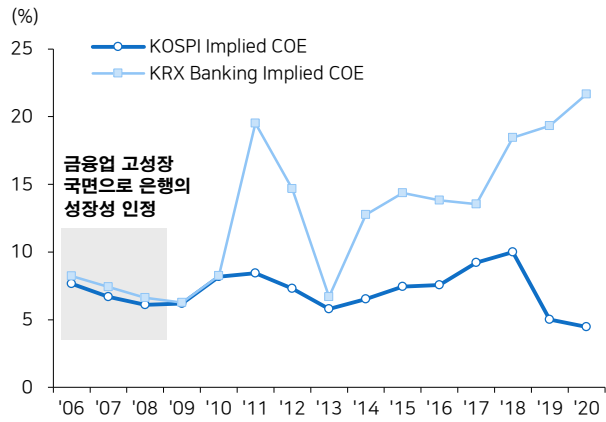
고성장 국면에선 할인율 정상화

과거 실제치를 적용하여 산출된 내재 자본비용(Implied COE = (ROE-g)/PBR)을 살펴보면 저금리 환경이 본격화 된 2011년 이후 은행주는 KOSPI 대비 약 8.3%의 추가 자본비용을 요구 받고 있음을 알 수 있다. 반면 금융업이 고성장했던 2006~2008년 은행업의 자본비용은 KOSPI와 동일한 수준으로 적용됐다. 실제 동기간 은행의 대출성장률은 명목GDP 성장률을 크게 상회하며 고성장했다.

카카오뱅크 기업가치 15.5조원

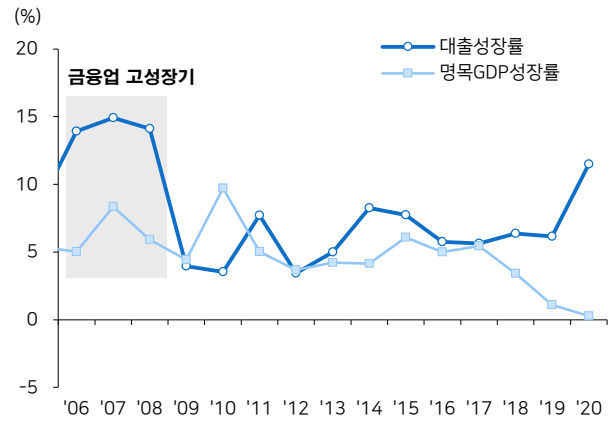
같은 논리로 우리는 카카오뱅크 밸류에이션 과정에 적용되는 COE를 은행이 아닌 KOSPI 기준을 적용했다. 과거대비 GDP성장률은 낮아졌으나 1) 플랫폼 및 금리 경쟁력, 2) 부동산 중심 성장 등을 감안하면 적용에 무리가 없기 때문이다. 이를 반영한 카카오뱅크의 적정 기업가치는 공모가 하단수준인 15.5조원으로 평가되며, 공모가 상단의 시가총액이 정당화되기 위한 ROE는 11.3%로 추정된다.

그림33 KOSPI 및 KRX은행주 내재 자본비용 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림34 은행 대출 성장률과 명목GDP 성장률 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

표8 카카오뱅크 기업가치 시나리오 분석

(조원)		FY25E ROE (%)								
		7.3	7.8	8.3	8.8	9.3	9.8	10.3	10.8	11.3
Target PBR (배)	1.7	12.4	12.5	12.5	12.6	12.7	12.7	12.4	12.9	12.9
	1.8	13.2	13.2	13.3	13.4	13.4	13.5	13.2	13.6	13.7
	1.9	13.6	13.7	13.7	13.8	13.9	13.9	13.6	14.1	14.1
	2.0	14.4	14.5	14.6	14.6	14.7	14.8	14.4	14.9	15.0
	2.1	15.2	15.3	15.4	15.5	15.5	15.6	15.2	15.8	15.8
	2.2	16.1	16.1	16.2	16.3	16.4	16.5	16.1	16.6	16.7
	2.3	16.9	17.0	17.0	17.1	17.2	17.3	16.9	17.5	17.5
	2.4	17.7	17.8	17.9	18.0	18.0	18.1	17.7	18.3	18.4
	2.5	18.5	18.6	18.7	18.8	18.9	19.0	18.5	19.2	19.2

주: Implied COE는 2020년 KOSPI 기준 4.5% 적용

자료: 메리츠증권 리서치센터

카카오뱅크 수급 분석

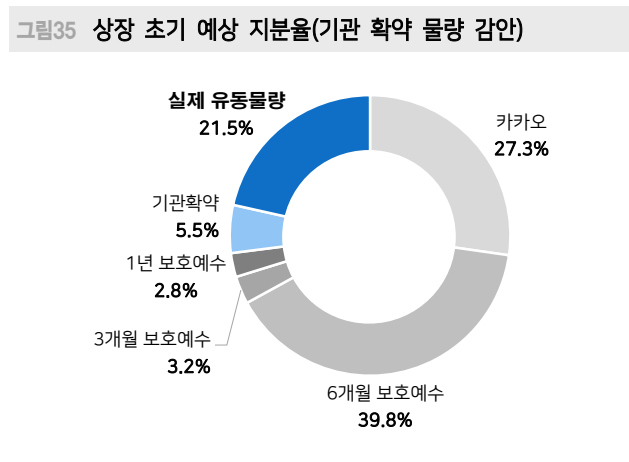
단기 주가는 수급 등이 좌우	주식의 선행적인 속성을 감안하더라도 현재의 기업가치가 정당화되기 위해선 많은 시간이 필요한 것이 사실이다. 또한 매크로 변수에 자유롭지 못한 은행주 특성상 실적 전망 역시 추정에 한계가 있을 수 밖에 없다. 그렇기에 단기 주가는 펀더멘탈 보다는 증시 스타일, 수급 등에 좀 더 민감하게 반응할 것으로 판단된다.
KOSPI200 9월 9일 조기편입 예상	수급 측면에서 투자자들이 고려해야 할 사항은 MSCI EM과 KOSPI200 편입 여부다. 우선 KOSPI200의 경우 신규 상장 종목이 코스피 상장종목 중 상위 50위 이내일 경우 조기편입된다. 여기서 시가총액은 신규 상장일로부터 15거래일 동안의 일평균 시가총액 기준으로 계산되며, 현재 코스피 상위 50위 시가총액이 약 8조원 내외라는 점을 감안하면 KOSPI200 조기편입은 거의 확정적이다. 조기편입 요건을 충족시 다가오는 선물·옵션 만기일에 지수에 편입된다. 8월 상장 이후 가장 빠른 선물·옵션 만기일인 9월 9일 카카오뱅크의 KOSPI200 편입을 예상한다.
MSCI EM 조기편입 요건	두 번째로 전 세계에서 추종자금 규모가 가장 큰 MSCI 지수는 1년에 4차례 정기 변경을 실시하며, 대형 IPO 종목에 대한 조기편입 규정이 따로 존재한다. 조기 편입을 위한 조건은 1) 상장 첫째 날 또는 둘째 날의 시가총액이 최소 시가총액 (Interim Cutoff, 최근 기준 약 3조원으로 추정) 1.8배 이상 상회, 2) 유동 시가총액이 최소 시가총액의 절반을 1.8배 이상 상회로 두 가지 모두를 충족해야 한다.
MSCI EM 조기편입 기대 가능	다시 말해 1) 상장 직후 시가총액이 5.4조원(3조원*1.8배)을 상회하고, 2) 유동 시가총액이 2.7조원(3조원*50%*1.8배)을 상회해야 편입이 가능하다. 참고로 증권신고서 기준 유통가능주식수 비중은 27.0%(공모가 상단 기준 유동시가총액 5조원)이나, 공모주 내 기관 확약 물량을 감안시 상장 초기 유동비율은 21.5%(4조원) 수준으로 예상된다. 공모가 상단 기준 시가총액(18.5조원)과 유동시가총액(4조원) 모두 기준치를 충족하는 만큼 MSCI 지수 조기편입 가능성도 높아 보인다.
편입 예상일자는 8월 31일	KOSPI200과 달리 MSCI의 경우 상장 이후 T+1 거래일에 조기편입 여부가 발표되며 편입 일정은 상장 이후 T+10 거래일이다. 다만 조기편입 확정에도 정기 변경을 앞두고 있을 경우 정기 변경일에 지수에 편입되는 것이 일반적이며, 이 경우 카카오뱅크는 조기편입일(8월 19일)이 아닌 정기변경일인 8월 31일에 MSCI EM 지수에 편입될 것으로 예상된다.
약 3,800억원의 자금 유입 추정	결론적으로 두 지수 모두의 조기편입을 가정할 경우 실질적인 수급 영향은 MSCI EM, KOSPI200 각각 1,800억원, 2,000억원 내외로 추정된다. 상장 후 비교적 빠른 시점에 지수 편입에 따른 패시브 자금 유입 예상되는 만큼 당분간 주가는 우호적인 수급 여건의 수혜가 기대된다. 다만 이는 어디까지나 수급적인 분석에 불과한 것으로 반대로 리밸런싱 시점을 전후로 차익실현 매물 출회 가능성 등을 유의할 필요가 있어 보인다.

구분	날짜	내용	수급 영향
MSCI EM	8월 6일	MSCI 조기편입 여부 발표	<ul style="list-style-type: none"> MSCI EM관련 추종자금은 2조달러 규모(2019년 MSCI 발표 기준). 이중 패시브 비중 20% 감안시 실질적인 수급 영향 규모는 4,000억달러 카카오뱅크가 MSCI 지수에 편입될 경우, 공모가 상단 유동시가총액과 현재 MSCI 유동시가총액을 감안할 때, MSCI EM 내 비중은 0.04% 예상 실질적인 수급 영향 규모는 1,800억원(4000억달러 * 0.04%) 패시브자금 유입 예상
	8월 19일	조기편입 확정시 MSCI 조기편입	
	8월 31일	조기편입 확정 + 19일 편입(X) MSCI 정기편입	
KOSPI 200	9월 초	KOSPI200 조기편입 여부 발표	<ul style="list-style-type: none"> KOSPI200 관련 추종자금은 50조원 규모로 추정 카카오뱅크가 KOSPI200 지수에 편입될 경우, 현재 KOSPI200 유동시가총액 감안시 KOSPI200 내 비중은 0.4% 예상 수급 영향 규모는 2,000억원(50조원 * 0.4%) 예상
	9월 9일	KOSPI200 조기편입	

자료: 메리츠증권 리서치센터

가능여부	구분	공모후 지분율 (%)
유통제한물량	카카오	27.3
	6개월 보호예수	39.8
	3개월 보호예수	3.2
	1년 보호예수(우리사주)	2.8
	소계	73
유통가능물량	기존주주	16
	공모주주	11
	소계	27

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

(주)	총주식수	보호예수주식수	보호예수비중	보호예수기간
카카오	129,533,725	129,533,725	100%	6개월
한국투자밸류자산운용	110,484,081	110,484,081	100%	6개월
한국투자금융지주	19,049,643	19,049,643	100%	6개월
KB국민은행	38,097,959	38,097,959	100%	6개월
넷마블	15,239,183	7,619,592	50%	3개월
텐센트	15,239,183	7,619,592	50%	3개월
TPG	10,640,000	10,640,000	100%	6개월
Anchor	10,640,000	10,640,000	100%	6개월

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율