

# SK COMPANY Analysis



Analyst

구경호

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

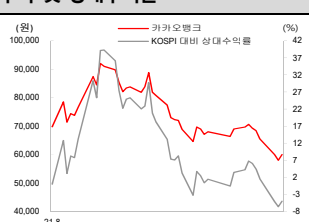
## Company Data

자본금	23,755 억원
발행주식수	47,510 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	285,060 억원
주요주주	
카카오	27.3%
한국금융지주 등	27.3%
외국인지분률	5.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/10/07)	60,000 원
KOSPI	2959.46 pt
52주 Beta	0.27
52주 최고가	92,000 원
52주 최저가	58,000 원
60일 평균 거래대금	7,225 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.8%	-11.5%
6개월	-	-
12개월	-	-

## 카카오뱅크 (323410/KS | 중립(유지) | T.P 64,000 원(유지))

### 밝은 미래가 기다리지만 문제는 밸류에이션

금융업종 시가총액 1 위를 유지할만한 자격이 있는 새로운 강자. 문제는 밸류에이션을 감안할 때 추가 상승 여력이 크지 않다는 점. 2026년 순이익은 1 조원에 근접할 정도로 실적이 빠르게 개선될 것. 경쟁사와 밸류에이션 격차를 유지하기 위해서는 '고객 데이터를 활용한 신용평가 능력'에서 차별화 포인트를 보여 줘야 함. 주택담보대출 및 플랫폼 비즈니스 (주로 금융상품 중개)의 성장 여부도 중요

### 금융업종 시가총액 1 위의 새로운 강자이지만, 문제는 밸류에이션

장기적으로 고성장이 예상되고, 국내 은행업계에 새로운 강자로 떠오르는 기업이다. 글로벌 언택트 은행의 모범사례, 은행업에 개혁을 불러올 기업, 국내 은행주 사상 최고 기업가치, 성공적인 디지털 금융플랫폼 등 카카오뱅크를 설명하는 문장은 칭찬 일색이다. 문제는 Valuation이다. 기존에 평가한 기업가치 (목표주가 64,000 원)를 조정할만한 변화 요인이 없어, 아쉽게도 '중립' 의견을 유지한다.

### 2026년 순이익은 1 조원에 근접할 정도로 실적이 빠르게 개선될 것

장기적으로 이익 증가세는 매우 빠를 전망이다. 카카오뱅크의 순이익은 2021년 2,590 억원에서 5년 후인 2026년 9,790 억원으로 4 배 가까이 성장할 전망이다. 같은 기간 동안 ROE는 6.1%에서 11.4%로 상승할 것으로 예상된다.

### 기존에 없던 새로운 존재, 적정 기업가치에 대한 더 많은 논의가 필요함

기존 금융주와 동일 선상에서 비교할 수 없어, 현재로서는 기업가치를 객관적으로 평가할 방법이 존재하지 않는다. 카카오뱅크의 적정 가치에 대해서는 더 많은 논의가 필요하다. 장기적으로도 경쟁사와 밸류에이션 격차를 유지하기 위해서는 핵심적인 차별화 포인트가 필요하다. 이 차별화 포인트는 '고객 데이터와 AI를 활용한 신용평가 능력'을 입증해야 한다는 점이다. 주택담보대출 및 플랫폼 비즈니스 (주로 금융상품 중개)의 성장에 대해서도 시장은 많은 관심을 갖고 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
총영업이익	십억원	123	214	384	625	920	1,210
YoY	%	후전	73.1	79.8	62.7	47.2	31.5
영업이익	십억원	-21	13	123	322	554	773
YoY	%	적지	후전	824.6	162.9	71.8	39.6
당기순이익	십억원	-21	14	114	259	420	586
YoY	%	적지	후전	727.5	127.8	62.1	39.6
영업이익/총영업이익	%	-17.2	6.2	31.9	51.6	60.2	63.9
총영업이익/자산	%	1.4	1.2	1.6	2.0	2.2	2.3
ROE	%	-2.3	1.0	5.1	6.1	7.2	9.2
ROA	%	-0.23	0.08	0.46	0.82	1.00	1.11
배당성향	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정 EPS	원	-81	38	279	542	878	1,226
BPS	원	4,386	4,598	6,861	11,793	12,672	13,898
주당배당금	원	0	0	0	0	0	0
수정 PER	배	NA	NA	NA	110.8	68.3	48.9
PBR	배	NA	NA	NA	5.09	4.73	4.32
배당수익률	%	NA	NA	NA	0.0	0.0	0.0

기존 목표주가 64,000 원  
유지

카카오뱅크의 적정 시가총액은 약 30.7 조원, 즉 2021 년말 예상 PBR 5.45 배다. 이를 바탕으로 64,000 원의 목표주가를 유지한다.

기본적으로 카카오뱅크는 1) 성장률 프리미엄, 2) 언택트 금융의 프리미엄, 3) 국내 최대 플랫폼기업과의 가치 공유 프리미엄 등이 있다. 이를 감안하면 국내 은행주 역사상 가장 높은 밸류에이션을 받는 것이 적절하다. 국내 은행주 역사상 가장 높은 밸류에이션을 받은 것은 PBR 기준으로 1999 년 6 월 주택은행 (KB 금융)이 받은 2.36 배다. 카카오뱅크의 적정 PBR 5.45 배는 2.36 배 (은행주 역사상 최고 PBR)에 2.31 배 (1999 년과 현재의 금리 변화 감안한 Multiple 상승)를 곱해서 계산했다.

#### 카카오뱅크 주당 가치 계산 방법

- 목표주가 = Target PBR X BPS
- Target PBR = 국내은행 역사상 최고치 (정상적 상황 시)에 금리차 반영
- 1999 년 6 월 KB 금융 (전신인 주택은행)이 월평균 2.36 배를 기록한 것이 정상적인 상황 하에서의 은행 최고 PBR
- 당시 금리 (국고채 3 년물)는 6.76% (1999 년 상반기 평균) → 최근 금리를 1.5%로 가정하면 같은 기간 동안 채권 가격은 2.31 배로 상승
- PBR 2.36 배 X 2.31 배 (할인을 하락으로 인한 밸류에이션 상승) = 5.45 배
- 5.45 배 X 5.64 조원 (IPO 후 2021 년말 예상 자기자본) = 30.7 조원

⇒ 30.7 조원 / 4 억 7,777 만주 ≈ 64,000 원

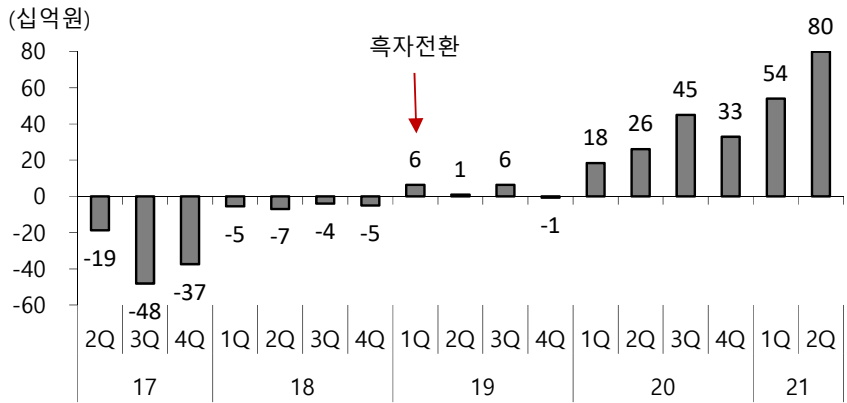
자료 SK 증권

주. 국내 은행업종 PBR 역사는 1985 년 이후 기준

2026 년 총자산 90 조원  
돌파 예상

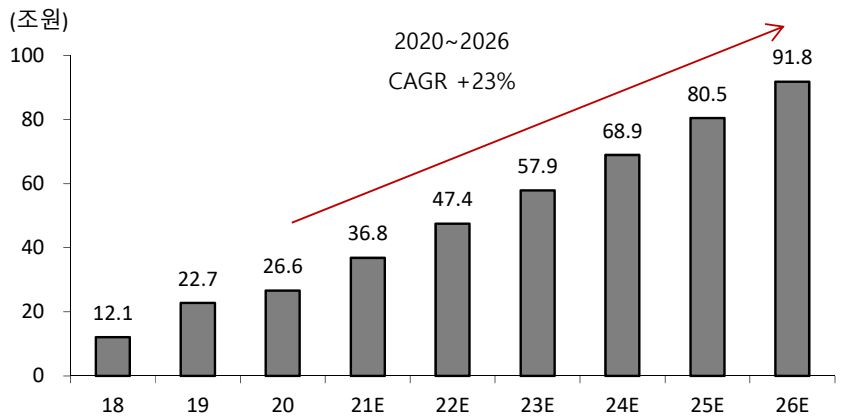
카카오뱅크는 시장 예상보다 매우 빠른 2019 년 상반기에 이미 흑자로 돌아섰다. 설립 후 3 년 만에 흑자를 기록한 것이다. 뿐만 아니라 그 이후의 이익 증가세도 매우 빠르다. 2021 년 1Q 에는 540 억원, 2Q 에는 800 억원의 세전이익이 발생했다. 카카오뱅크는 이번 성장으로 자기자본이 확대됨에 따라 대출 확대를 통한 수익 증가를 지속할 수 있을 전망이다. 2019 년 레버리지 배율 (자산/자기자본)이 13.5 배까지 상승하기도 했으나, IPO 에 힘입어 금년 말에는 6.5 배로 줄어들 전망이다. 그 만큼 대출을 늘릴 여유가 발생한 것이다. 향후 2026 년까지 카카오뱅크의 자산 증가율은 연평균 23% (CAGR)로 예상된다.

카카오뱅크의 분기별 세전이익 추이



자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

카카오뱅크의 자산 규모

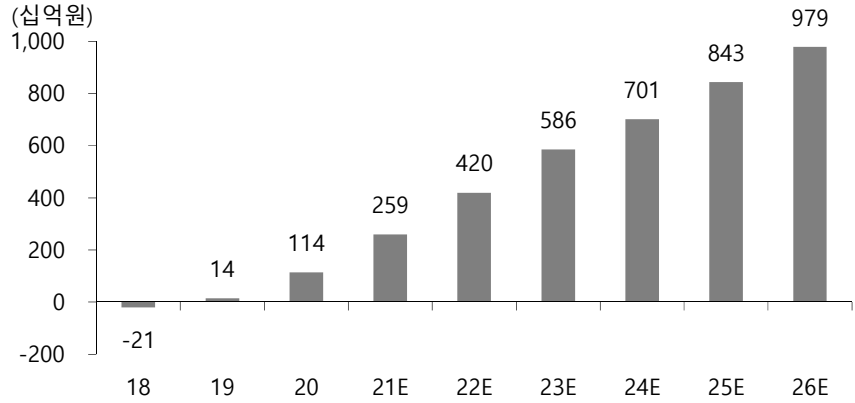


자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

2026년 순이익 1 조원에  
근접할 전망

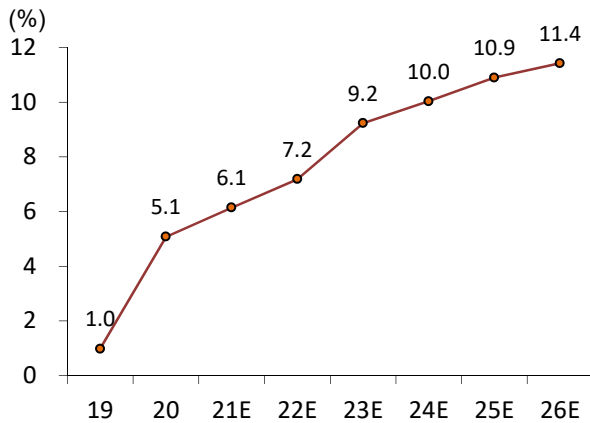
종합적인 측면을 고려할 때 카카오뱅크의 순이익은 2021년 2,590 억원에서 5년 후인 2026년 9,790 억원으로 4 배 가까이 성장할 전망이다. 같은 기간 동안 ROE는 6.1%에서 11.4%로 상승할 것으로 예상된다. ROA는 0.82%에서 1.14%로 상승한다고 가정했다. 참고로 2021년 주식시장 은행업종 평균 ROA는 0.51%로 예상되는데, 카카오뱅크처럼 상승세를 보이지는 못할 전망이다.

카카오뱅크의 순이익 추정치



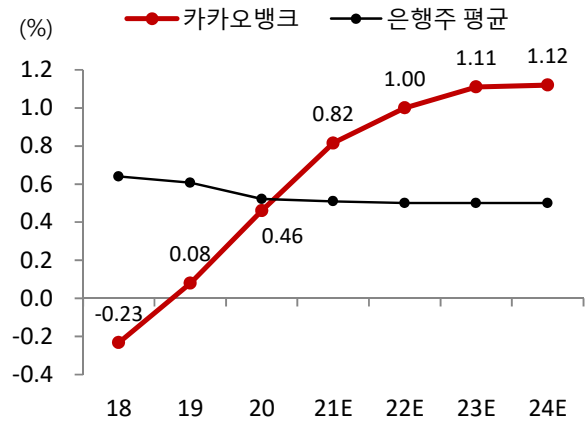
자료: 카카오뱅크 SK 증권 추정

카카오뱅크 ROE 추정



자료: 카카오뱅크 SK 증권 추정

카카오뱅크 ROA 추정 (은행주 평균과의 비교)



자료: 카카오뱅크 SK 증권 추정

카카오 플랫폼, 언택트 금융의  
메리트, 빠른 증자와 적극적인  
투자 등이 성공 요인

카카오뱅크의 빠른 성장과 흑자 전환에는 네 가지 이유가 있다. 첫째, 압도적인 경쟁력을 보유한 카카오의 플랫폼을 이용한 비즈니스 모델이 성공적으로 자리잡은 결과다. 둘째, 언택트 금융회사로서의 메리트가 존재했다. 셋째, 설립 초기에 빠른 증자와 적극적인 인프라 투자를 통한 외형 확장 정책을 펼친 것이 주요했다. 넷째, 핵심 사업부문을 적절히 선택하고 집중했다.

카카오뱅크의 초기 성공 요인

1. 압도적인 경쟁력을 보유한 카카오와 플랫폼을 공유
2. 언택트 금융회사로서의 메리트
3. 설립 초기에 빠른 증자와 적극적인 인프라 투자를 통한 외형 확대
4. 핵심사업 (고신용자 대출)에 대한 적절한 선택과 집중

자료: SK 증권

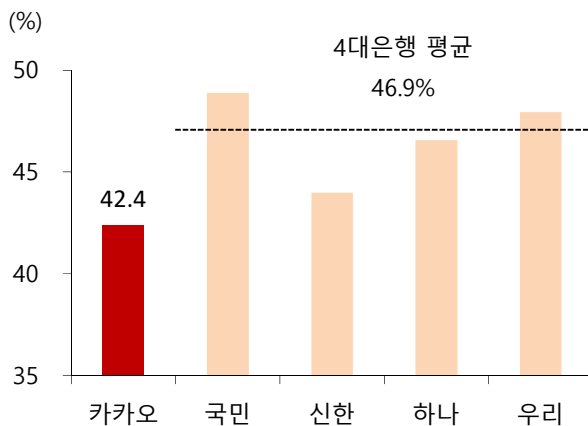
언택트 금융 모델 자체가 수익성 측면에서 큰 메리트

손익 측면에서 카카오뱅크가 가장 유리한 것은 점포망이 없는 언택트 금융 모델을 갖고 있다는 점이다. 1990년대에는 점포망이 약한 은행들이 밸류에이션 상 감점을 받은 적도 있으나, 비대면 채널이 활성화된 지금은 오히려 점포가 없는 것이 강점이다. 점포망이 없어서 가장 유리한 점은 판관비가 적게 들어간다는 것이다. 카카오뱅크는 향후 인원이 증가하더라도 자산 증가 속도보다는 느리게 증가할 전망이다. 언택트 금융회사의 약점은 고객에게 입출금 서비스를 제공하기 위해서는 각종 수수료 비용이 많이 든다는 점이나, 일반 금융회사들의 점포/인력 유지비용에 비해서는 부담이 작다.

이미 대형은행들에 비해 비용/수익 효율성이 더 좋음

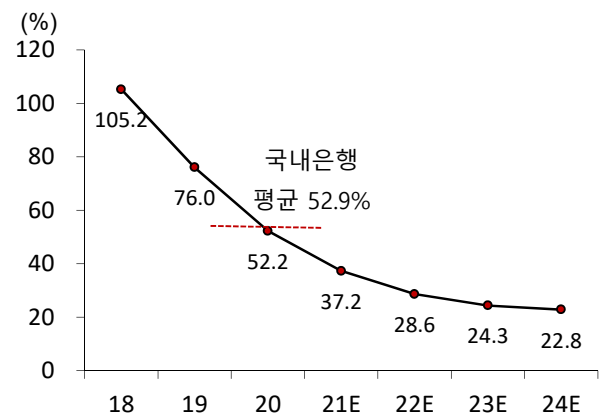
카카오뱅크의 Cost-Income Ratio(순영업수익 대비 판관비의 비율)은 2020년 52.2%를 기록했다. 이는 국내 은행 평균치인 52.9%를 하회하는 것으로, 영업 개시 3년 만에 업계 평균치보다 양호한 비용 효율성을 기록한 것은 매우 성공적이다. 게다가 2021년 상반기에는 이 비율이 42.4%로 더 내려갔다. 더 긍정적인 것은 카카오뱅크가 아직 '규모의 경제'에 올라서지 못했다는 것이다. 빠르면 2022년부터 카카오뱅크의 Cost-Income Ratio는 30%를 하회할 것으로 예상된다.

2021년 상반기 대형은행들과의 Cost-Income Ratio 비교



자료: 카카오뱅크, 금감원 (FISIS), SK 증권

카카오뱅크의 Cost-Income Ratio 추정치



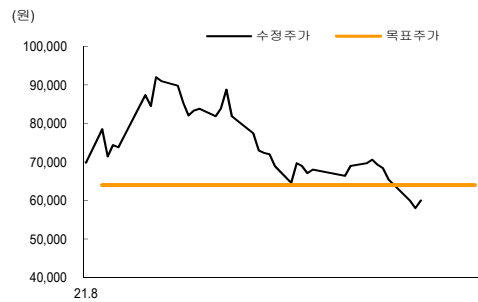
자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

장기적으로 높은 밸류에이션을  
유지하려면 차별화 포인트가  
필요

당분간은 카카오뱅크에 대한 시장의 높은 관심을 감안할 때, 기존 은행들과의 밸류에이션 격차가 크게 유지될 전망이다. 하지만 장기적으로도 밸류에이션 격차를 유지하기 위해서는 핵심적인 차별화 포인트가 필요하다. 이 차별화 포인트는 ‘고객 데이터와 AI를 활용한 신용평가 능력’을 입증해야 한다는 점이다. 이 부분에서 차별화된다면 향후 사업을 확대할 예정인 중금리 대출 분야에서 대손을 최소화할 수 있고, SOHO 대출까지도 확대할 수 있는 결과를 가져올 수 있다.

반면 디지털 플랫폼 계열사라는 장점을 살리지 못하고 고객 신용위험 측정에 실패한다면, 중금리 대출 부문에서 저조한 성과를 거둘 것이다. 이는 기존 은행과 차별화되어 있다고 보는 투자자들의 실망감을 가져오면서, 증시에서 밸류에이션 하락 효과로 이어질 수도 있다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.08	중립	64,000원	6개월		
2021.08.09	중립	64,000원	6개월	17.40%	43.75%



### Compliance Notice

- 작성자(구경화)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 3 자에게 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 (2021년 10월 8일 기준)

매수	87.8%	중립	12.2%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
현금및예치금	226	1,196	1,304	1,330	1,356
유가증권	2,877	4,261	5,625	5,850	6,084
대출채권	19,194	20,663	29,341	39,611	49,513
유형자산	47	46	48	50	52
무형자산	56	45	43	43	45
기타자산	324	439	472	563	842
<b>자산총계</b>	<b>22,724</b>	<b>26,650</b>	<b>36,832</b>	<b>47,446</b>	<b>57,893</b>
예수부채	20,712	23,539	30,836	41,012	50,855
차입성부채	0	0	0	0	0
기타금융부채	0	0	0	0	0
비이자부채	333	314	361	379	398
<b>부채총계</b>	<b>21,045</b>	<b>23,853</b>	<b>31,197</b>	<b>41,391</b>	<b>51,253</b>
자본금	1,825	2,038	2,389	2,389	2,389
자본잉여금	-22	760	2,988	2,988	2,988
이익잉여금	-127	-14	245	665	1,250
기타자본	3	13	13	13	13
<b>자본총계</b>	<b>1,679</b>	<b>2,797</b>	<b>5,635</b>	<b>6,054</b>	<b>6,640</b>

**손익계산서**

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>총영업이익</b>	<b>214</b>	<b>384</b>	<b>625</b>	<b>920</b>	<b>1,210</b>
<b>이자이익</b>	<b>248</b>	<b>408</b>	<b>618</b>	<b>884</b>	<b>1,154</b>
이자수익	495	599	881	1,194	1,546
이자비용	247	191	262	311	393
비이자이익	-34	-24	7	36	56
금융상품관련손익	49	14	10	8	9
수수료이익	-54	7	53	73	92
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-28	-45	-56	-45	-45
대손비용	36	61	70	103	143
일반관리비	162	201	233	263	294
<b>영업이익</b>	<b>13</b>	<b>123</b>	<b>322</b>	<b>554</b>	<b>773</b>
영업외이익	0	-0	0	0	0
<b>세전이익</b>	<b>13</b>	<b>122</b>	<b>322</b>	<b>554</b>	<b>773</b>
법인세비용	-1	9	63	134	187
법인세율 (%)	-	-	(20.0)	(24.2)	(24.2)
<b>당기순이익</b>	<b>14</b>	<b>114</b>	<b>259</b>	<b>420</b>	<b>586</b>

**주요투자지표 I**

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성 지표</b>					
수정ROE	1.0	5.1	6.1	7.2	9.2
ROA	0.1	0.46	0.82	1.00	1.11
NIM (순이자마진)	1.67	1.68	1.90	1.95	1.94
대손비용률	0.29	0.32	0.28	0.30	0.32
Cost-Income Ratio	76.0	52.2	37.2	28.6	24.3
<b>ROA Breakdown</b>					
총영업이익	1.23	1.56	1.97	2.18	2.30
이자이익	1.42	1.65	1.95	2.10	2.19
비이자이익	-0.19	-0.10	0.02	0.09	0.11
대손비용	-0.21	-0.25	-0.22	-0.25	-0.27
일반관리비	-0.93	-0.81	-0.73	-0.62	-0.56
<b>총영업이익 구성비</b>					
이자이익	115.9	106.3	98.9	96.1	95.4
비이자이익	-15.9	-6.3	1.1	3.9	4.6
수수료이익	-25.4	1.8	8.5	8.0	7.6
기타	9.5	-8.0	-7.4	-4.0	-3.0
<b>자본적정성과 자산건전성</b>					
보통주자본비율	13.1	19.6	22.8	19.4	18.8
Total BIS비율	13.5	20.0	23.2	19.8	19.1
NPL비율	0.22	0.25	0.26	0.28	0.30
총당금/NPL 비율	173.0	180.2	181.8	190.3	195.1

**주요투자지표 II**

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 지표 (%)</b>					
자산증가율	87.4	17.3	38.2	28.8	22.0
대출증가율	111.3	7.7	42.0	35.0	25.0
부채증가율	91.6	13.3	30.8	32.7	23.8
BPS증가율	4.8	49.2	71.9	7.4	9.7
총영업이익증가율	흑전	79.8	62.7	47.2	31.5
이자이익증가율	35.0	64.8	51.5	42.9	30.5
비이자이익증가율	적지	적지	흑전	449.2	55.0
일반관리비증가율	25.1	23.5	16.0	13.0	12.0
순이익증가율	흑전	727.5	127.8	62.1	39.6
수정EPS증가율	흑전	641.1	94.3	62.1	39.6
배당금증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	-
<b>주당 지표 (원)</b>					
EPS	38	279	542	878	1,226
수정EPS	38	279	542	878	1,226
BPS	4,598	6,861	11,793	12,672	13,898
주당배당금	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation 지표</b>					
수정PER(배)	N.A	N.A	110.8	68.3	48.9
PBR(배)	N.A	N.A	5.09	4.73	4.32
배당수익률 (%)	N.A	N.A	0.0	0.0	0.0

자료: 카카오펙크, KRX, SK 증권 추정