

[금융]

# 카카오 금융 Universe 뱅크 vs. 페이

Research Center

박혜진 [hyejin.park@daishin.com](mailto:hyejin.park@daishin.com)



## Contents

[산업분석] 카카오 금융 Universe: 뱅크 vs. 페이	5
I.     같지만 다른 은행, 능력을 보여줘	6
II.    가치증명을 위한 조건	13
III.   뱅크 vs. 페이, 누가 더 유리할까	17
IV.    시작된 제도의 그늘	25
V.    출범초기이기 때문에 양 사 경쟁할 수 밖에 없는 구조 그러나 협업이 중요	27
<b>[기업분석]</b>	<b>33</b>
카카오뱅크(323410)	34
카카오페이(상장예정기업)	42

# Summary

## 같지만 다른 은행, 카카오뱅크

국내에서 독보적인 MAU를 보유한 카카오톡 어깨 위에서 카카오뱅크는 2017년 4월 첫 영업을 시작했다. 출범 5년만인 지난 8월 6일 종가 기준 시가총액 33.1조원, 국내 금융주 사상 가장 높은 규모를 경신하며 증시에 성공적으로 상장했다. 동사가 차별화 포인트로 제시하는 것은 많지만 실제로 강력한 차별화 포인트는 따로 있다: 1) IT기술과 2) 모바일 완결성이다. 그러나 카카오뱅크의 가치가 정당화되기 위해서 충족 돼야하는 조건 중 가장 우선순위는 중금리 대출 확대다. 산재한 데이터 중 전자상거래 내역이나 통신비 지출내역 등 신용평가사들이 확보하지 못하는 부분을 캐치하여 금융 이력이 부족한 씬파일러(Thin Filer)들에게 여신을 제공해주는 것이 앞으로 동사의 가치를 증명할 수 있는 영역이기 때문이다. 뿐만 아니라 플랫폼은 동사의 기업가치를 끌어올리는 가장 중요한 부분이다. 고객 경험도 중요하지만 명성에 부합하는 수익성을 가시화시키는 것이 관건이라고 판단된다.

## 플랫폼 가치의 핵심, 카카오페이지

카카오페이지는 2014년 카카오 펀테크사업부를 통해 국내 최초 간편결제서비스를 주력으로 내세우며 시작하였다. 카카오페이지의 주요 서비스는 크게 결제서비스, 금융서비스, 기타서비스로 나뉜다. 온라인 거래는 늘어날 수 밖에 없고 펀테크 기업들이 제공하는 편리성 때문에 간편결제시장은 성장성을 의심할 수 없다. 따라서 카카오뱅크와 마찬가지로 본업 외에 확장성을 키워 나가야하는 영역이 바로 이 '금융서비스' 분야다. 최근 동사는 금융소비자보호법 계도기간이 9월 24일 종료되어 자동차보험 비교서비스 및 보험상품 일부서비스 판매를 중단키로 결정하였다. 하지만 이미 증권과 보험 라이선스를 보유하고 있기 때문에 펀드 등 투자상품이나 보험상품에 대해서는 판매는 가능할 것으로 보이나 다만 카카오페이지 플랫폼에서 가능할지는 미지수다. 그러나 어찌됐든 동사는 라이선스를 보유했기 때문에 판매가 불가능한 것은 아니다. 부침은 있을 것이나 향후 플랫폼 내 자사의 투자 및 보험상품의 판매는 가능해질 것으로 전망된다.

## 카카오 금융유니버스의 두 주축, KCSS의 완성으로 대안 신용평가 모델의 완성이 가장 중요

카카오 금융플랫폼의 가장 중요한 가치는 대안 신용평가 모델이다. 카카오페이지의 지금/결제 및 고객 행동 데이터와 카카오뱅크의 여/수신 데이터를 기반으로 카카오만의 KCSS(kakao credit scoring system)을 구축하겠다는 것이 목표다. 카카오뱅크와 카카오페이지가 출범초기에는 독자적인 사업모델을 구축하는 데 집중할 수 밖에 없기 때문에 서로 경쟁하는 구도로 보여질 수 있으나 비즈니스모델이 어느 정도 안정기에 들어선다면 양 사 협업은 피할 수 없을 것으로 보여진다. 이렇게 구축된 카카오 금융유니버스 대안 신용평가 시스템이 성공적으로 완성된다면 그야 말로 기존 금융권이 하지 않았던 새로운 영역을 개척하는 것이다. 카카오뱅크와 카카오페이지가 납득할 수 없을 정도의 높은 시가총액을 형성하는 것은 바로 이런 영역에 대한 기대감이 크게 반영되었기 때문이다. 따라서 카카오뱅크와 카카오페이지를 대결구도로 볼 것이 아니라 카카오 금융유니버스를 구축중인 두 주축으로 보는 것이 옳은 방향일 것이다.

## 기업분석

**카카오뱅크(KS, 323410):** 투자의견 Buy, 목표주가 73,000원 신규 제시

**투자 포인트:** IT기술과 모바일 완결성으로 구축될 대안신용평가시스템

**리스크 요인:** 1) 결국은 은행, 시작된 규제의 서막, 2) 앞으로 쏟아질 보호예수률량

**카카오페이지(상장예정기업):** 11월 3일 상장 예정. 공모가는 6만원~9만원, 공모밴드 기준 예상 시가총액은 7.8조원~11.7조원. 2021년 상반기 기준 순이익이 27억원으로 연율화해도 공모가는 상당히 높은 수준이나 1) 카카오페이지의 최근 3년 매출액 성장률이 100%를 상회한다는 점, 2) 최근 제도적 우려 등을 고려하여 평균 공모 할인율을 최근 5년 유가증권시장 평균 대비 보수적으로 산정한 점과 더불어 시장의 시선은 향후 성장성에 주목할 것이기 때문에 상장 이후 본격적인 성장성을 증명하는 것이 관건이 될 것



# 카카오 금융 Universe: 뱅크 vs. 페이

## I. 같지만 다른 은행, 능력을 보여줘

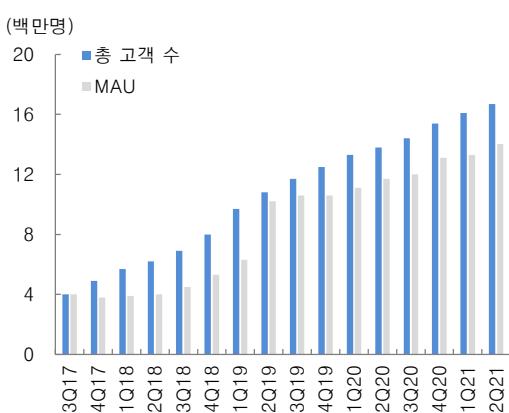
### 국내 최초 테크 기반 금융사

국내에서 독보적인 MAU를 보유한 카카오톡 어깨위에서 카카오뱅크는 2017년 4월 첫 영업을 시작했다. 출범 5년만인 지난 8월 6일 종가 기준 시가총액 33.1조원, 국내 금융주 사상 가장 높은 규모를 경신하며 증시에 성공적으로 상장했다. 테크 기반 은행으로서는 국내 최초이며 은행주로서는 1994년 기업은행 상장 이후 27년만이다. 출범 초기부터 100% 비대면으로 신용대출상품을 판매했고 주말·공휴일에도 대출 서비스를 제공하여 은행이 주가 됐던 공급자 주도 시장에 신선한 혁명을 불러일으켰다.

편리성이 극대화된 UI/UX를 통해 여신은 폭발적으로 성장했다. 2017년부터 2020년까지 연평균 64%씩 성장하였는데, 신용대출이 대부분이었고, 따라서 신용등급 1~3등급인 고신용자들을 대상으로 할 수 밖에 없었기 때문에 대손비용율과 고정이하여신비율은 1%미만으로 안정적으로 유지되었다. 2021년 3월말 동사의 여신과 수신 잔액은 각각 21.6조원, 25.4조원이고 대손비용율 및 고정이하여신비율은 각각 0.26%, 0.23%다. 더불어 무점포 정책으로 가장 강력한 이익경비율(CIR)은 48.3%로 우리의 커버리지 시중은행 4사 평균 52%를 하회한다.

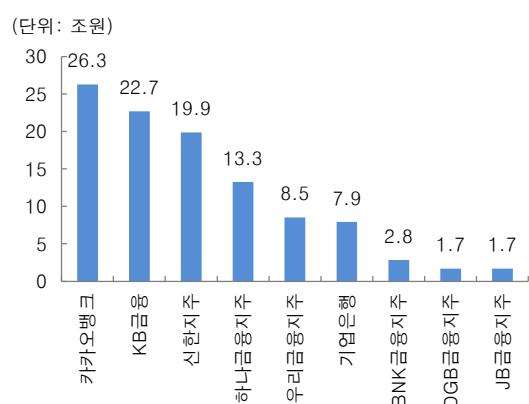
동사가 차별화 포인트로 제시하는 것은 많다. 그 중 하나가 상품의 차별성으로 26주 적금, 모임통장, 카카오뱅크 mini, 저금통 등이 있다. 전술한 상품들 모두 흥미를 유도하여 고객을 모집하겠다는 취지인데 26주 적금을 제외하고는 수익성과 크게 연관이 없다. 저런 상품들이 어떤 부가가치를 창출하겠나 싶지만 동사의 목적은 애초부터 수익성이 아닌 고객 경험이 우선이다. 고객과 데이터는 쌓이기 마련이기 때문이다. 그리고 실제로 동사의 강력한 차별화 포인트는 따로 있다: 1) IT기술과 2) 모바일 완결성이다.

그림 1. 카카오뱅크 고객 수 및 MAU 추이



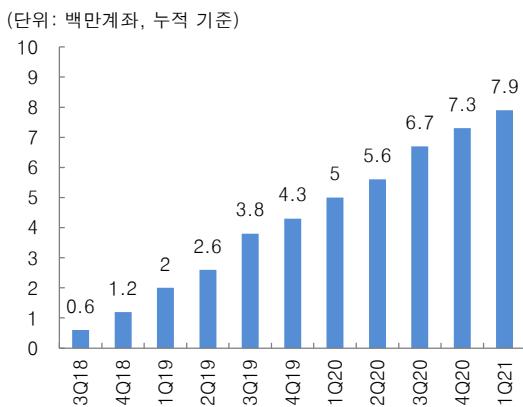
자료: 카카오뱅크, 금융감독원, 대신증권 Research Center

그림 2. 카카오뱅크 및 금융지주 시가총액 비교



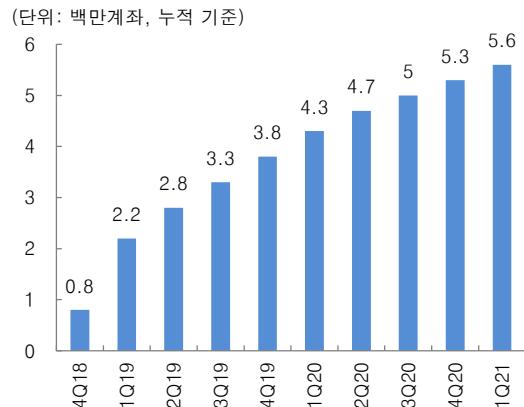
자료: 데이터기이드, 대신증권 Research Center  
시가총액: 2021년 10월 12일 종가 기준

그림 3. 카카오뱅크 차별적 상품구성\_26주 적금



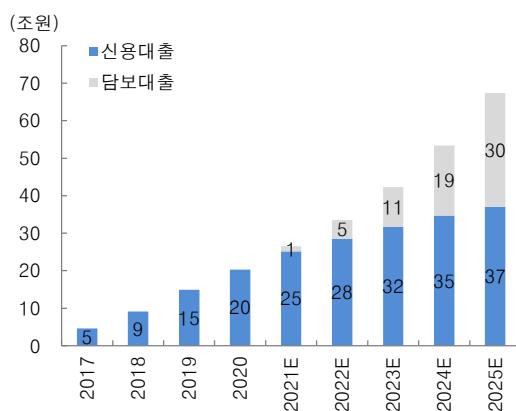
자료: 카카오뱅크, 금융감독원, 대신증권 Research Center

그림 4. 카카오뱅크 차별적 상품구성\_모임통장



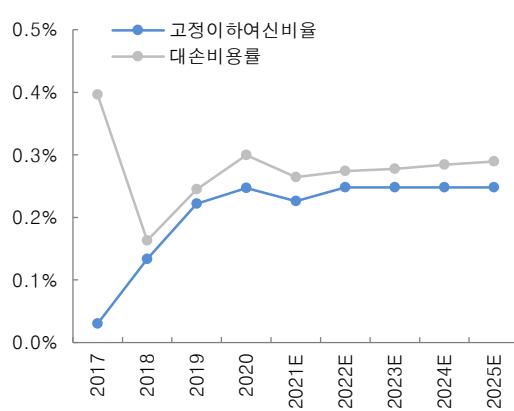
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 5. 카카오뱅크 여신별 구성 추이



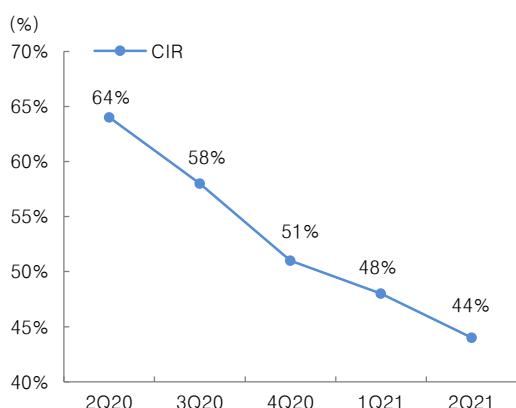
자료: 카카오뱅크, 금융감독원, 대신증권 Research Center

그림 6. 카카오뱅크 고정이하여신비율 및 대손비용률



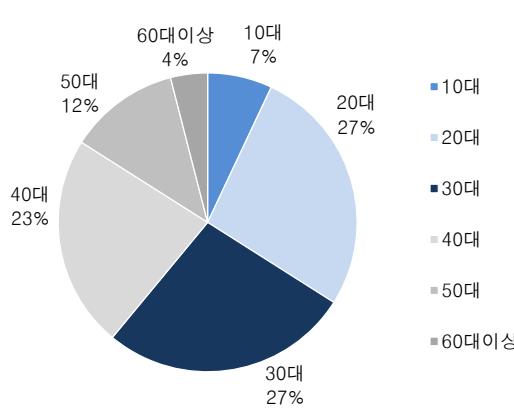
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 7. 카카오뱅크 이익경비율(CIR)



자료: 카카오뱅크, 금융감독원, 대신증권 Research Center

그림 8. 카카오뱅크 연령별 고객 비중



자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

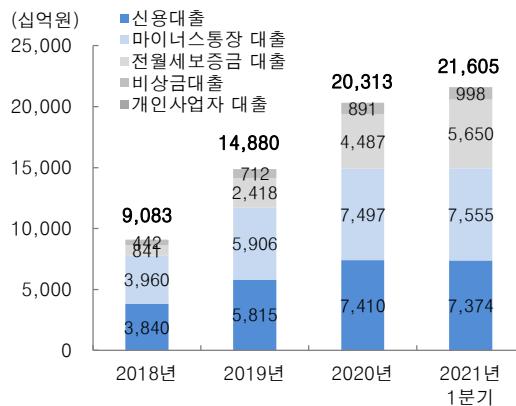
주: 2021년 2분기 기준

첫 번째 차별화 포인트 IT기술은 전체 직원 중 테크 배경을 가진 직원수가 45%라고 강조하는 것처럼 동사는 테크 기반의 금융사다. 테크 기반이 중요한 이유는 빅데이터 활용에 있다. 전술했듯이 고객과 데이터는 쌓이기 마련이기 때문에 엄청나게 축적된 금전거래 내역들을 뱅킹 허브에서 주도적으로 분석해야 데이터로서 의미가 있다. 동사가 수익성보다 고객경험을 중시하는데에는 이런 영향이 크다고 판단된다. ‘고객경험=데이터’이기 때문이다. 테크 기반이 중요한 또 다른 이유는, 대부분 시중은행들의 프로그램 개발이 아웃소싱에 의존하기 때문이다.

기술이 내재화되지 않고 아웃소싱에 의존할 경우 개발의 지속성이 유지되기 힘들다. 국내 4대 금융지주가 평균 14개의 어플리케이션을 보유하고 있는 이유가 전술한바와 궤를 같이 한다. 26주 적금, 모임통장, 저금통 등 이런 저런 다양한 방식으로 고객 경험을 통해 축적된 데이터로 동사는 궁극적으로 동사만의 신용평가 모델 구축이 가능해 질 것이다. 이는 중국의 Webank모델을 참고해 볼만 하다. 텐센트 산하의 인터넷은행인 위뱅크는 전자 상거래 내역을 기반으로 고객에게 여신을 제공하는데, 이때 모바일 메신저 위챗을 통해 SNS평판정보를 활용한다. 알리바바 산하의 앤트파이낸셜도 마찬가지다.

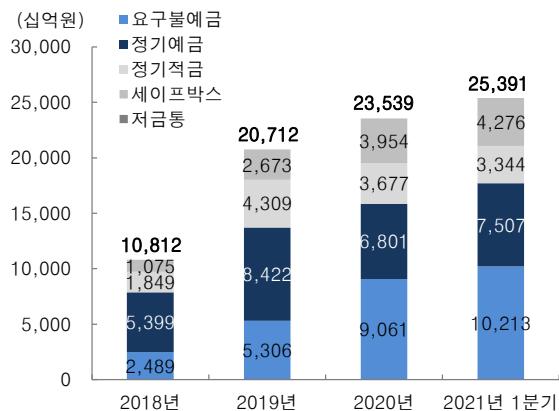
이는 정량지표만 활용되던 시중은행 신용평가모형에 정성평가를 접목한 것이다. 이렇게 구축된 동사만의 신용평가모델은 향후 확대가 필요한 중금리대출에 유용하게 쓰일 수 있다. 관련한 내용은 뒤에서 자세히 분석할 예정이다.

그림 9. 카카오뱅크 여신 포트폴리오



자료: 카카오뱅크, 금융감독원 대신증권 Research Center

그림 10. 카카오뱅크 수신 포트폴리오



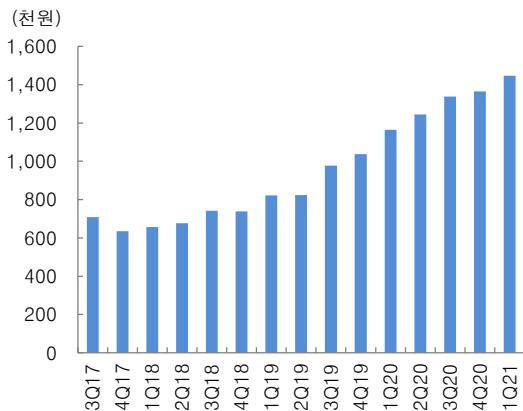
자료: 카카오뱅크, 금융감독원 대신증권 Research Center

표 1. 카카오뱅크 비즈니스별 주요 상품/서비스

구분		주요 상품 및 서비스
뱅킹 비즈니스	수신	입출금통장, 세이프박스, 저금통, 정기예금, 자유적금, 26주 적금, 모임통장
	여신	비상금대출, 마이너스 통장대출, 신용대출, 전월세보증금대출, 개인사업자대출
	기타	WU 빠른해외송금, 해외계좌송금, 프렌즈체크카드, 내신용정보, 내신용정보 2(신용점수올리기), 오픈뱅킹, 카카오뱅크 mini
플랫폼 비즈니스		증권사 주식계좌 개설 대행, 제휴사 대출 추천, 제휴 신용카드, 26주적금 with 제휴사

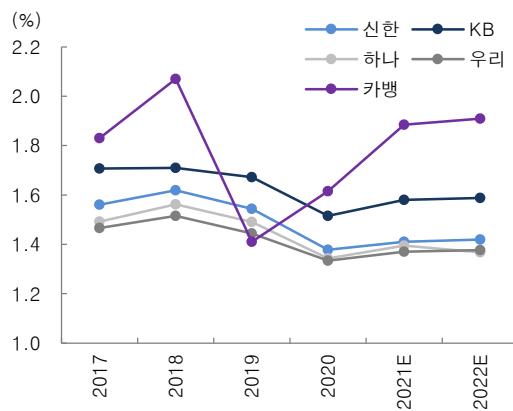
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 11. 카카오뱅크 고객당 평균 요구불예금 잔액



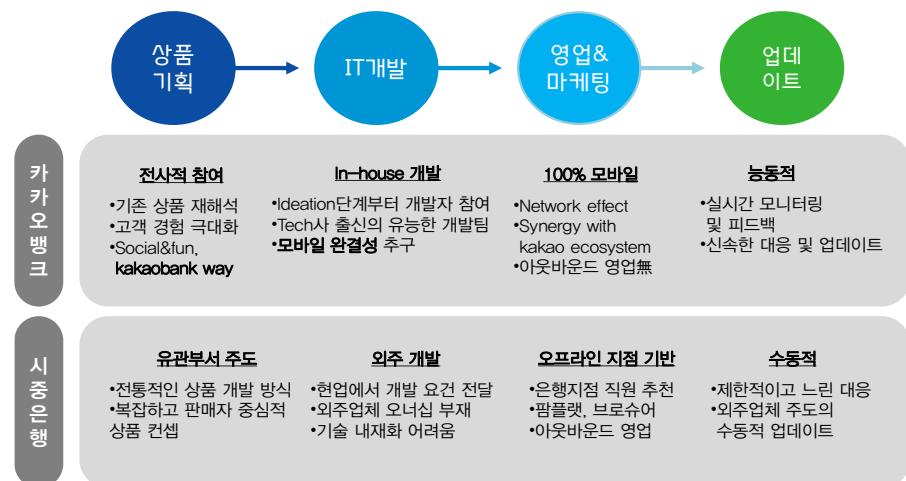
자료: 카카오뱅크, 금융감독원 대신증권 Research Center

그림 12. 카카오뱅크와 시중은행 NIM 추이



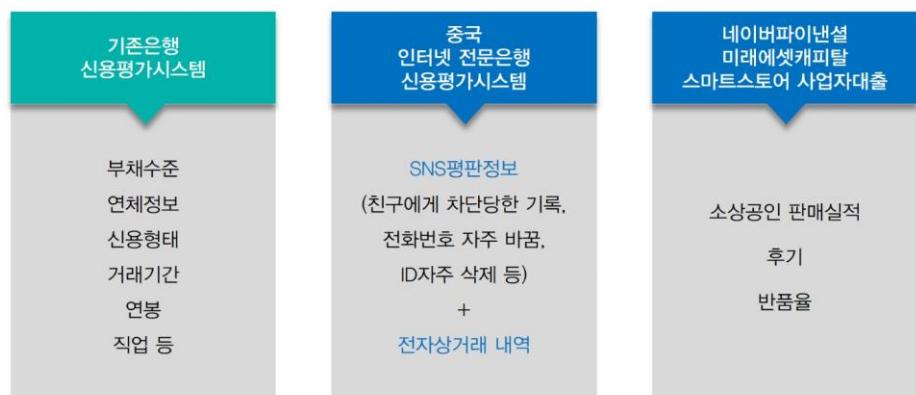
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 13. 카카오뱅크 상품/서비스 개발 프로세스



자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 14. 기존 은행의 개인 신용도 평가 방법과 대안신용평가를 활용한 신용도 평가 방법



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

## 금융기술연구소를 통해 더욱더 강화될 금융 IT 기술

동사는 지난 2020년 4월 금융기술연구소를 설립하였는데, 혁신기술 개발을 위해 금융회사에 도입된 망분리 환경의 예외 특례를 적용받았다. 금융기술연구소는 비대면 금융거래에 적합한 인증, 인식, 보안 등의 영역을 연구개발한다. 이미 2020년 12월 얼굴인증을 통한 비대면 실명확인 서비스가 혁신금융서비스로 지정된 바 있다. 금융기술연구소는 향후 동사가 출시할 모든 금융상품 판매의 100% 비대면화를 위한 기술 및 보안인프라 구축을 담당하게 될 것이다. IT기술에서 첫번째로 언급한 정성적인 신용평가모델은 중금리 대출 확대에, 그리고 금융기술연구소의 기술은 부동산 담보대출의 비대면화에 각각 기여할 전망이다.

두 번째 차별화포인트는 모바일 완결성이다. 사실 이는 IT기술의 연장선이다. 그러나 하나의 앱으로 대출의 모든 절차가 이뤄지게끔 구현했다는 점은 큰 의미가 있다. 그리고 대출 뿐만 아니라 모든 금융업무를 단일 어플리케이션내에서 해결할 수 있다는 편리성은 소박하지만 강력한 경쟁력이다. 전술한바와 같이 평균 14개의 앱을 보유한 금융지주가 단일앱으로 통합하려면 지난한 세월이 필요할 것이기 때문이다. 아마 영원히 불가능할지도 모르겠다.

플랫폼 가치는 판단을 유예한다. 출범 4년, 누적 총 고객수가 1,700만명에 육박하지만 2020년 플랫폼 수익을 포함한 수수료이익은 211억원에 불과하다. 더군다나 고객증가율은 둔화될 수 밖에 없다. 해외송금, 주식계좌개설, 연계대출, 신용카드 모집대행이 동사가 플랫폼으로서 제공하는 서비스인데, 주식계좌개설 및 신용카드 모집대행은 기존 금융사가 참여할 유인이 높지만 연계대출에서 정작 핵심인 제1금융권의 참여는 쉽지 않을 것이기 때문이다. 상품의 영역을 보험사나 증권사, 혹은 P2P영역까지 확장할 수 있다. 그러나 이러한 상품을 플랫폼으로서 취급하는 것은 카카오뱅크보다 카카오페이의 접근성이 훨씬 크다고 판단된다.

표 2. 카카오뱅크 혁신금융서비스지정 내용

금융관련 기술 개발·협력을 위한 금융기술연구소 (2020년 4월 1일)

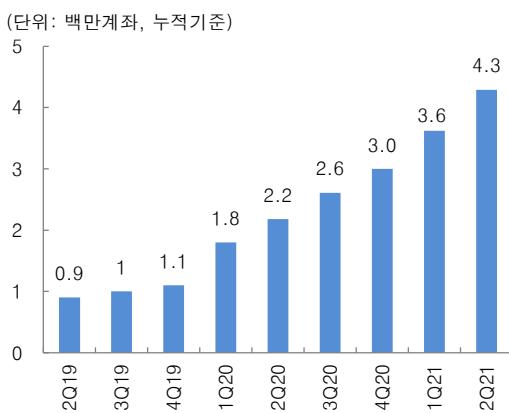
서비스 주요내용	카카오뱅크 내에 금융기술연구소를 설립하여 동 연구소가 핀테크 및 IT 기업과 협업하여 신기술에 기반한 금융서비스를 연구개발할 수 있도록 지원
특례 내용	금융회사 등은 원칙적으로 망분리 환경을 기초로 보안인프라를 구축·유지하여야 하나, 금융회사 내부망과 독립구성운영되는 금융기술연구소의 경우에는 망분리의 예외를 인정하는 특례 부여
기대효과	금융회사와 핀테크 기업 등 간의 협력으로 인공지능 생체인증·보안 등 디지털 신기술 연구개발을 폭넓게 수행함으로써 새로운 금융 혁신 서비스 창출의 기반이 될 것으로 기대

안면인식기술을 활용한 비대면 실명확인 서비스 (2020년 12월 22일)

서비스 주요내용	안면인식기술을 활용하여 실명확인 절차를 간소화하는 서비스
특례 내용	실명확인증표의 사진과 얼굴촬영화면을 대조하는 안면인식기술을 비대면 실명확인 방법으로 활용할 수 있도록 특례를 부여
기대효과	영상통화에 익숙하지 않은 고객이나, 영상통화가 어려운 금융회사 비업무시간에도 편리하게 계좌를 개설할 수 있어 고객의 금융 편의성이 증진

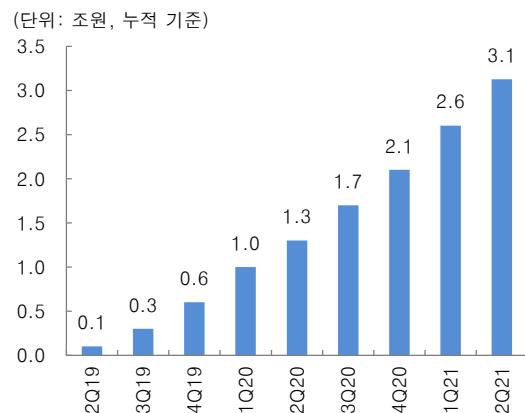
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 15. 카카오뱅크 주식계좌개설 추이



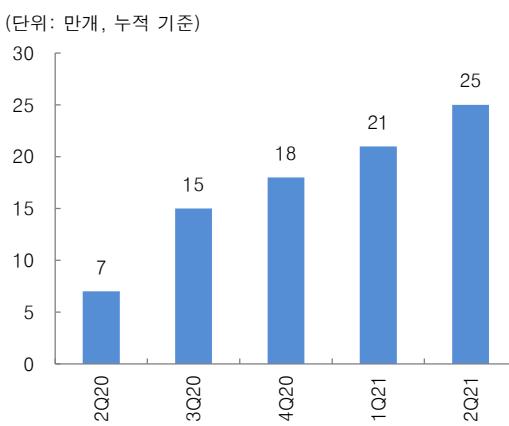
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 16. 카카오뱅크 연계대출 추이



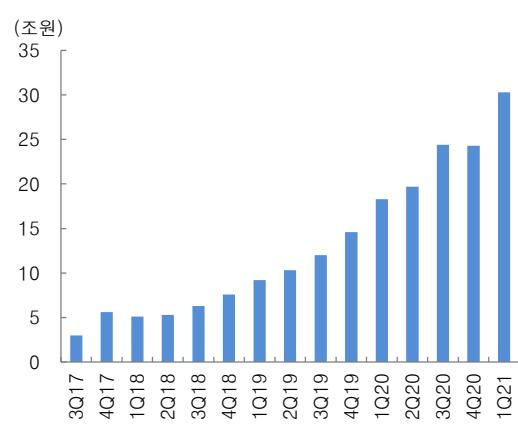
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 17. 카카오뱅크 신용카드 모집대행 추이



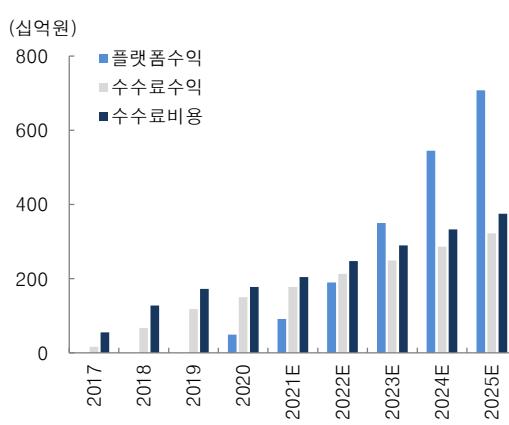
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 18. 카카오뱅크 월간 계좌이체 금액



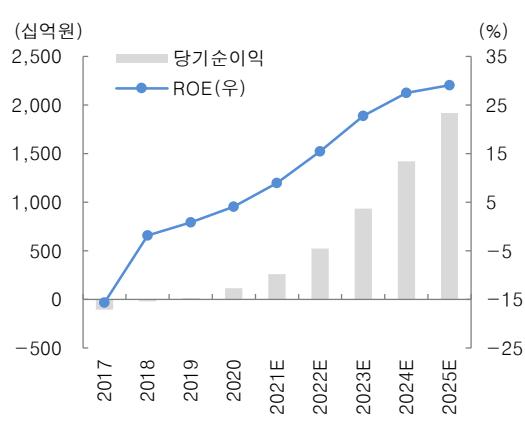
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 19. 카카오뱅크 수익 구조 및 전망



자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 20. 카카오뱅크 순이익 및 ROE 전망



자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 21. 시중은행 모바일용 어플(앱) 운영 현황



자료: 구글플레이, 대신증권 Research Center

## II. 가치증명을 위한 조건

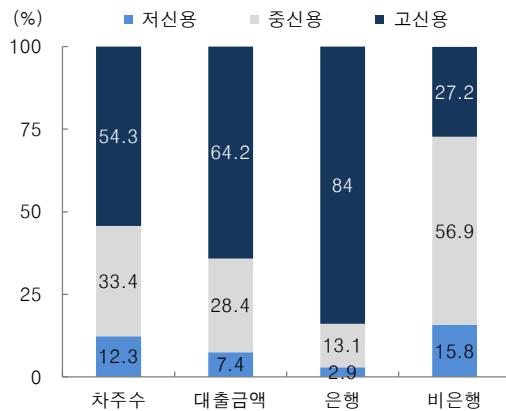
### 시중은행 이상의 중금리 대출 비중 확대가 필요

우리가 앞서 언급했듯이 카카오뱅크의 가치가 정당화되기 위해서 충족돼야하는 조건中最  
가장 우선순위는 중금리 대출 확대다. 중금리 대출은 신용등급 4~6등급에 해당하는 개인  
을 대상으로 하는 신용대출이다. 2020년 기준 중신용자 대상 신용대출 잔액은 47조원으  
로 전체 신용대출의 17.7%를 차지하며 고신용자들의 평균 대출금리가 6.6%인 반면 중  
신용자들의 평균 대출금리는 15.4%로 두 배이상 높다. 중신용자들의 대부분은 주부, 청  
년, 프리랜서, 소상공인 등으로 금융이력이 부족해 제 1금융권에서 대출을 받지 못하는  
사람들이다. 중금리 대출이 동사에게 중요한 이유는 인터넷 은행의 설립 취지이기 때문  
이다. 보안인프라 망분리 예외, 자본비율 완화 등 인터넷은행에게 시중은행과는 달리 제  
도를 완화해 준 데에는 대출 사각지대에 있는 계층에게 포용적인 금융을 제공하기 위함  
이다. 신용평가사를 통해 정량적인 지표만 참고하는 시중은행이 확대하기 힘든 영역이  
중금리 대출이다.

우리가 앞서 동사의 차별화 포인트인 IT기술을 지속적으로 강조하는 것도 이와 같은 이  
유다. 산재한 데이터를 필요한 곳에 활용할 수 있어야 데이터는 의미가 있다. 그 산재한  
데이터 중 전자상거래 내역이나 통신비 지출내역 등 신용평가사들이 확보하지 못하는 부  
분을 캐치하여 금융이력이 부족한 씬파일러(Thin Filer)들에게 여신을 제공해주는 것이  
앞으로 동사의 가치를 증명할 수 있는 영역이기 때문이다. 그리고 여신 제공에서 그치는  
것이 아니라 대손비용 관리까지 가능해야 한다. 중금리 대출 확대는 필연적으로 대손비  
용 증가를 수반한다. 따라서 비금융데이터를 활용한 대안신용평가시스템의 구축이 상당  
히 중요하며 이를 통한 적정한 한도와 금리 설정이 이뤄져야 할 것이다. 그런면에서 동사  
가 7월 실시한 컨퍼런스에서 제시한 시중은행 수준의 중금리 대출 확대 계획은 기대보다  
미흡하다.

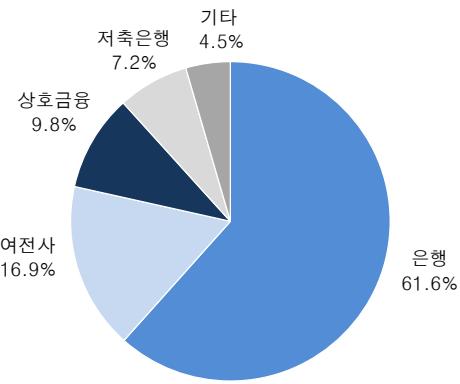
네이버파이낸셜이 미래에셋캐피탈과 함께 진행한 스마트스토어 사업자대출은 지난 7월  
잔고 500억원을 달성했다. 네이버에 입점한 스마트스토어를 대상으로 판매실적, 후기, 반  
품율 등 비금융정보를 활용한 신용평가를 통해 청년, 프리랜서 등 씬파일러에게 여신을  
제공하는데, 평균 대출액 2,700만원, 평균 이율 5.5%, 그리고 연론보도상 연체율은 0%  
이나 이는 출범한지 6개월에 불과하기 때문에 추이는 지켜봐야 한다. 그러나 제1금융권  
에서 대출받지 못한 소상공인을 대상으로 5%대에 불과한 금리를 적용하여 여신을 제공  
한 것이 인상적이다. 동사에게 기대하는 영역이 이와 같은 뱅킹서비스이며 33.1조원의  
시가총액은 이러한 기대감을 반영하고 있다.

그림 22. 업권별 신용도에 따른 여신 비중



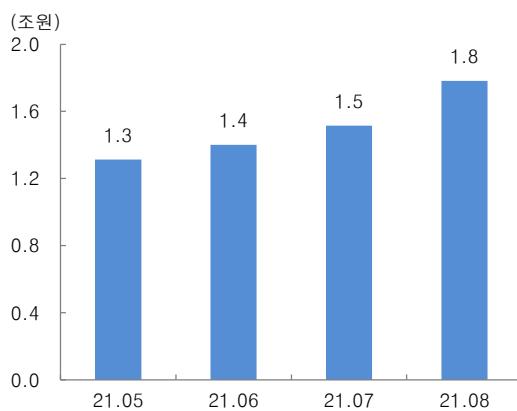
자료: 한국은행 대신증권 Research Center  
\*2021년 3월말 기준

그림 23. 업권별 가계신용대출 비중



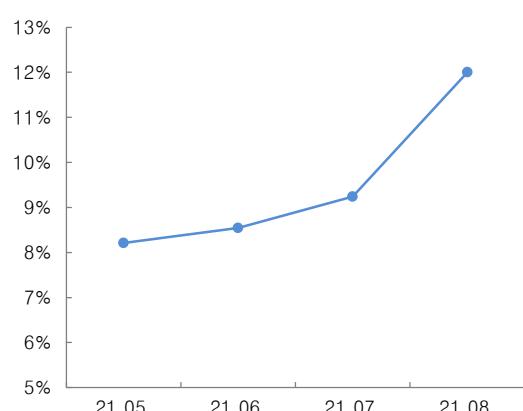
자료: 한국은행 대신증권 Research Center

그림 24. 카카오뱅크 중저신용자 대출 잔고 추이



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 25. 카카오뱅크 신용대출 중 중금리 비중 추이



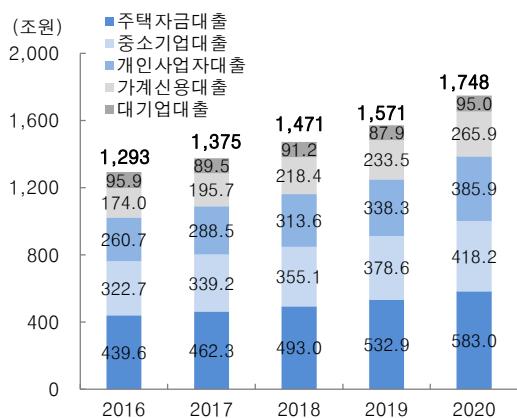
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 26. 네이버파이낸셜-미래에셋캐피탈 스마트스토어 사업자 대출



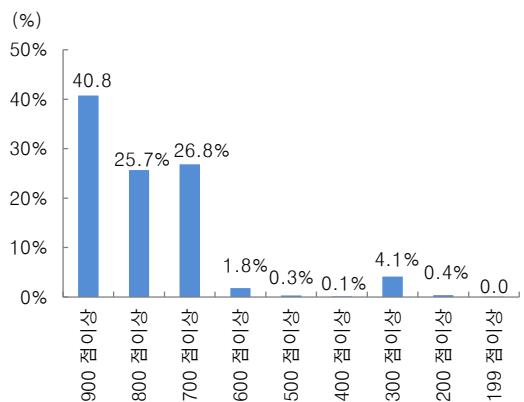
자료: 미래에셋캐피탈, 대신증권 Research Center

그림 27. 국내여신시장 규모



자료: 금융통계정보시스템 대신증권 Research Center

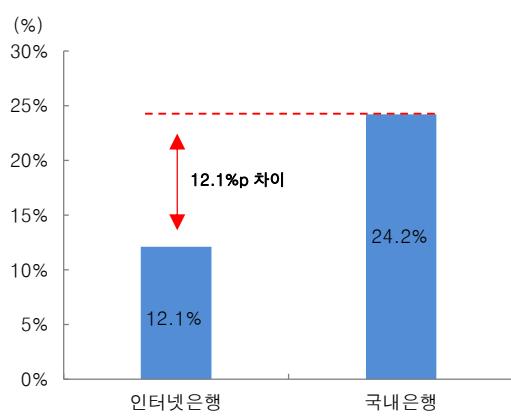
그림 28. 신용평점별 인원 비중 분포 현황



자료: 나이스신용평가, 대신증권 Research Center

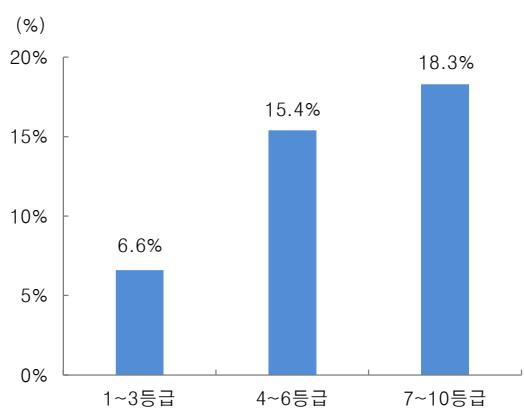
주: 2020년도 말 기준

그림 29. 은행별 중·저신용층 가계대출 비중



자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center  
주: 2020년도 말 기준

그림 30. 신용등급별 평균대출금리



자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center  
주: 2020년 평균

## 플랫폼 가치의 증명

플랫폼은 동사의 기업가치를 끌어올리는 가장 중요한 부분이다. 현재 카카오뱅크 앱에서 대출을 포함하여 이용가능한 서비스는 5 가지다. 해외송금, 주식계좌개설, 연계대출, 신용카드 발급이다. 플랫폼은 보유고객수와 나열된 상품의 개수가 가장 중요하다. 현재 이용 가능한 서비스는 5개에 불과하지만 1,700만명의 고객을 기반으로 향후 성장 가능성이 가장 높아 Valuation을 가장 높게 받는 부문이다. 따라서 30조원을 상회하는 동사의 기업 가치가 정당화되기 위해서는 플랫폼 가치의 증명이 중요하다.

그러나 출범한지 4년이나 됐고 이미 보유고객수가 1,700만명에 육박하지만 2020년 플랫폼 수익을 포함한 동사의 수수료 수익은 1,991억원이다. 손익기준으로는 211억원으로 2020년 들어 흑자전환했다. 또 한가지 의문점은 카카오페이와의 관계다. 카카오 페이야 말로 플랫폼으로서의 가치를 전면에 부각시키는 계열사다. 은행업무를 하지 않기 때문에 규제와 자본비율에서 자유롭고 증권사와 보험사를 소유하고 있기 때문에 상품개수를 늘리는데 효과적이다. 따라서 단순히 플랫폼으로서의 가치만 고려한다면 카카오페이가 우위에 있다. 그렇다면 동사가 차별화할 수 있는 영역은 연계대출 등의 대출플랫폼인데 여신시장의 핵심인 시중은행이 참여할 유인이 적다.

우리는 앞선 분석에서 동사가 수익성보다는 고객의 경험을 우선한다고 서술한 바 있다. 1,700만명에 육박하는 고객을 보유하고 있기 때문에 다양한 상품을 출시하면서 고객의 니즈에 부합하는 상품을 찾겠다는 것이 근본 취지로 보여진다. 그러나 지분구조가 해소되어 본격적인 영업을 시작한 케이뱅크, 토스뱅크, 카카오페이 등 플랫폼을 필두로 비슷한 비즈니스 모델을 공유하는 경쟁사들이 많아지고 있다. 따라서 고객경험도 중요하지만 명성에 부합하는 수익성을 가시화시키는 것이 관건이라고 판단된다. 앞서 나열한 5 개의 상품서비스(대출 제외시 4개)는 이를 충족시키기에 너무 빈약하다.

그림 31. 카카오뱅크 vs. 카카오페이 이용 가능 서비스 비교\_규제 우려 있으나 페이가 다각화



자료: 각사, 대신증권 Research Center

### III. 뱅크 vs. 페이, 누가 더 유리할까

#### 플랫폼 본질에 더욱 충실한 페이, 확장 가능성 상대적으로 큼

카카오페이는 2014년 카카오 펍테크사업부를 통해 국내 최초 간편결제서비스를 주력으로 내세우며 시작하였다. 이후 멤버십, 청구서 등 서비스를 다양화시키며 2016년 월 누적 가입자 1,000만명을 돌파하였고 2017년 카카오페이로 독립하였다. 카카오페이의 주요 서비스는 크게 결제서비스, 금융서비스, 기타서비스로 나뉜다. 간편결제가 지금결제에 속하고 금융서비스 내에서는 투자, 대출, 보험 중개업을 영위한다. 기타서비스는 멤버십, 청구서, 송금, 인증, 영수증 등 일상생활에 기반한 서비스를 제공한다. 2020년 2월 바로 투자증권을 인수해 카카오페이증권이 출범하였고 2021년 6월 디지털 손해보험사 카카오페이보험이 출범하였다. 국내 최대 고객을 보유한 메신저 카카오톡내에서 서비스 이용이 가능하며 이를 기반으로 3,500만명의 가입자수, 연간 활성 이용자수 2,680만명, 월간 활성 이용자수 1,990만명을 보유하고 있다.

카카오뱅크의 기본 수익모델이 은행업이라면 카카오페이는 지급결제업이다. 2020년 기준 매출의 70%이상이 결제서비스에서 발생한다. 뒤이어 금융서비스는 22.7%, 기타서비스가 5.4%를 차지한다. 한 언론사가 진행한 설문조사에서 네이버페이에 이어 카카오페이의 사용량이 24.7%로 2위를 차지했다. 2016년부터 2020년까지 간편결제 거래금액의 연 평균 성장률은 86%로 2020년 거래금액은 75조원을 상회한다. 온라인 거래는 늘어날 수 밖에 없고 펍테크 기업들이 제공하는 편리성 때문에 간편결제시장은 성장성을 의심 할 수 없다. 카카오택시 자동결제, 카카오톡 선물하기 등 카카오페이가 향후 결제시장에서 유리한 지위를 유지할 수 있는 환경은 충분히 마련되어 있어 매출의 성장성이 기대 되는 영역이다.

표 3. 카카오페이 영위 사업 현황

서비스	내용	출시 시기
결제 서비스	결제	국내 최초로 출시된 온라인 간편결제 서비스 및 QR/바코드 기반 오프라인 결제 서비스
	투자중개	카카오톡 및 카카오페이 앱을 통해 펀드 등 금융상품에 투자 가능한 서비스
	대출관련	금융기관 방문없이 여러 대출 상품의 정보를 카카오페이에서 비교 및 신청가능한 서비스
	보험중개	쉽고 편리한 이용자 중심의 보험 상품 제공 및 추천 서비스
	멤버십	여러 제휴사의 포인트 적립, 사용이 하나의 바코드를 통해 처리 및 내역관리 가능한 서비스
	청구서	국내 최초의 모바일 메신저 기반 전자고지결제 서비스
	송금	공인인증서, OTP 없이도 메시지 보내듯 쉽고 편리하게 송금할 수 있는 모바일 기반 서비스
	인증	국내 최초 모바일 메신저 기반의 전자문서, 전자서명 및 사설인증 서비스
	자산관리	여러 기관에 흩어져 있는 금융 자산을 한 번에 확인하고, 자산 및 지출 분석까지 제공
	영수증	제휴 카드사 및 매장의 영수증을 종이 대신 모바일 앱을 통해 전자적 형태로 제공
기타	배송	모바일 기반으로 배송 예약, 결제 등 배송업무 처리가 가능한 서비스
	내차관리	차량 번호 입력만으로 판매, 세금, 보험, 고지서 관리가 가능한 서비스

자료: 카카오페이, 대신증권 Research Center \*금융서비스는 현재 일부 중단

따라서 카카오뱅크와 마찬가지로 본업 외에 확장성을 키워나가야하는 영역이 바로 이 ‘금융서비스’ 분야다. 금융서비스 사업 내에서는 크게 투자증개, 대출관련, 보험증개를 진행하고 있는데 금융소비자보호법 계도기간이 9월 24일 종료되어 자동차보험 비교서비스 및 보험상품 일부서비스 판매를 중단키로 결정하였다. 카카오페이는 이미 증권과 보험 라이선스를 보유하고 있기 때문에 펀드 등 투자상품이나 보험상품에 대해서는 판매는 가능할 것으로 보이나 다만 카카오페이 플랫폼에서 가능할지는 미지수다. 금융위의 권고가 단순 상품제공처를 카카오페이증권/KP보험서비스로 확실하게 명시하는 것에 그칠지 아니면 아예 플랫폼을 분리하라고 주문할 것인지 결정내지 못했기 때문이다.

그러나 어찌됐든 동사는 라이선스를 보유했기 때문에 판매가 불가능한 것은 아니다. 부침은 있을 것이나 향후 투자플랫폼 내에는 카카오페이증권을 활용한 프라이빗 뱅킹서비스 및 투자상품 이용이 가능해 질 것이다. 대출관련 플랫폼에서는 신용조회, 대출비교, 대출 한도 조회가 가능하다. 이는 뱅크보다 일찌감치 먼저 시작했다. 보험증개는 기존 원수보험사의 상품 나열에서 6월 보험업 진출이 가능해지며 카카오페이의 상품판매가 가능해졌다.

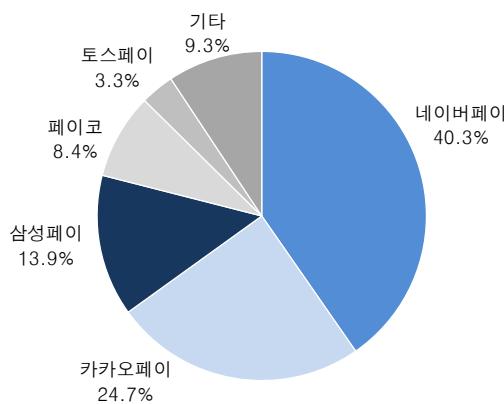
그리고 마지막으로 가장 기대되는 영역이 K-CSS(Kakaopay Credit Scoring System)이다. 3,500만명의 가입자수와 67조원의 거래액, 16억건의 거래건수와 57만개의 가맹점으로 동사가 구축가능한 대안신용평가의 영역은 그야말로 무궁무진하다. 대안신용평가는 우리가 앞서 카카오뱅크의 중금리대출에서도 언급한 바 있는데 페이와 뱅크가 합작으로 시스템 구축 중에 있다. 카카오페이는 일단 후불결제 서비스에 이를 우선 적용할 예정이다. 이를 토대로 씽파일러들의 금융접근성을 높여 긍정적인 금융이력이 확보되면 서비스의 단계를 점차 늘려갈 예정이다. KCSS에 대해서는 뒤에서 자세히 분석할 예정이다.

표 4. 카카오페이 연혁

시기	세부 내용
2017.04	(주)카카오페이 독립법인 출범
2018.09	바로투자증권 인수계약 체결
2019.07	인슈어테크 플랫폼 스타트업 '케이피보험서비스(주)(구. 인바이유(주))' 자회사 취득
2020.02	'카카오페이증권' 자회사 취득
2020.06	핀테크 업계 최초 금융보안원 ISMS-P 통합인증 획득
2021.01	손해보험사 예비인가 신청
2021.05	카카오페이 본인신용정보관리업(마이데이터) 예비인가 획득
2021.06	카카오페이 디지털 손해보험사 예비인가 획득

자료: 카카오페이, 대신증권 Research Center

그림 32. 국내 간편결제서비스 사용빈도 설문조사



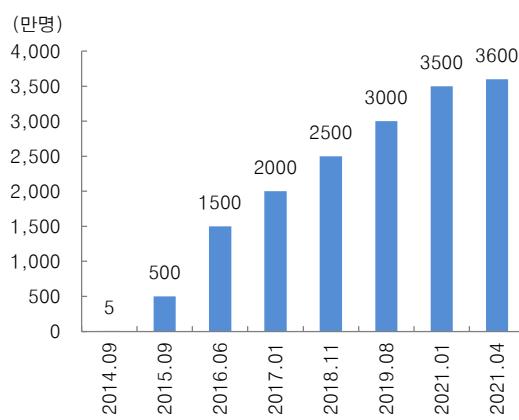
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center \*국내 20~50대 2,340명 대상 조사

그림 33. 카카오페이지 제공 서비스 종류



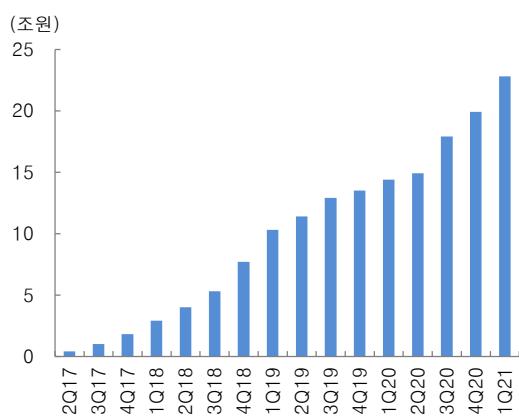
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 34. 카카오페이지 누적 가입자수



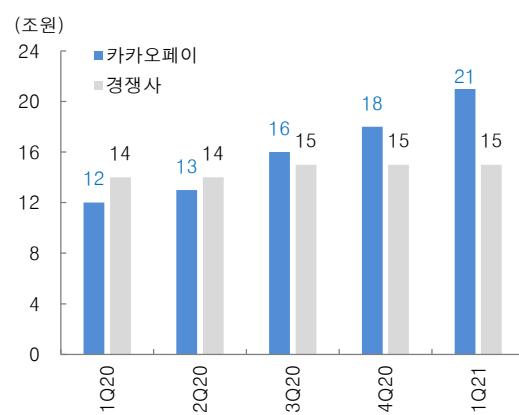
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 35. 카카오페이지 거래금액 추이



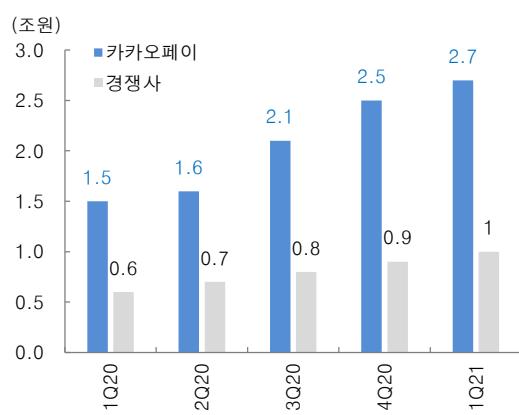
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 36. 카카오페이지 송금서비스 송금액



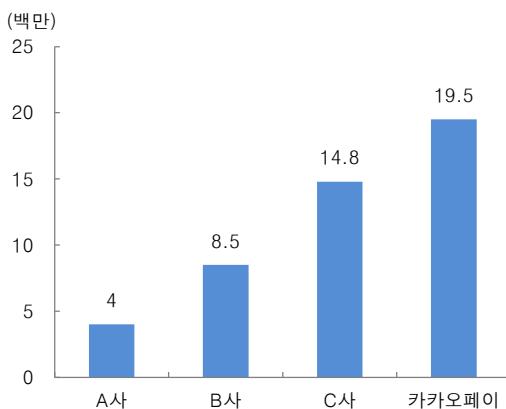
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 37. 카카오페이지 Non-captive 결제금액



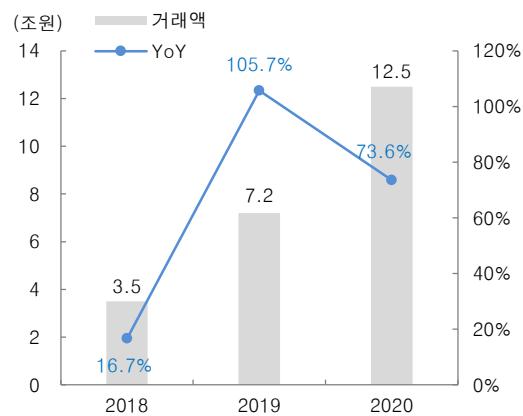
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 38. 카카오페이지 및 경쟁사 MAU



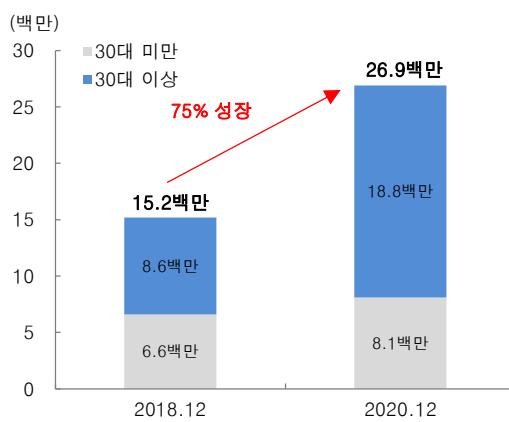
자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 39. 카카오페이지 간편결제 거래액 및 성장률



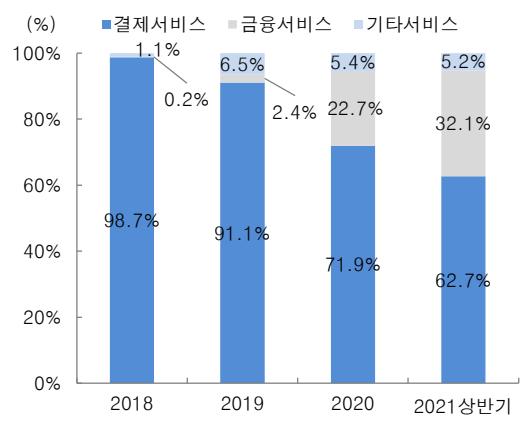
자료: 언론보도, 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 40. 카카오페이지 연간활성 이용자수 추이



자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 41. 카카오페이지 매출구성비중 추이



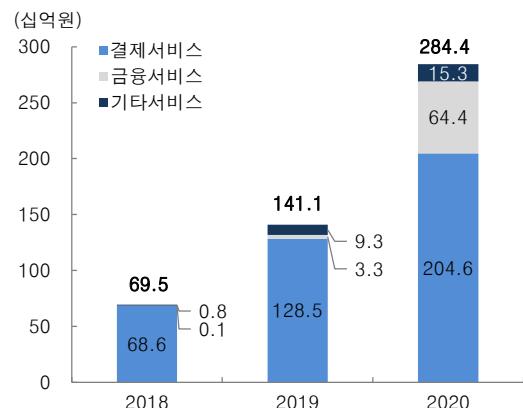
자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 42. 카카오페이지 AAU 이용서비스 개수 분포



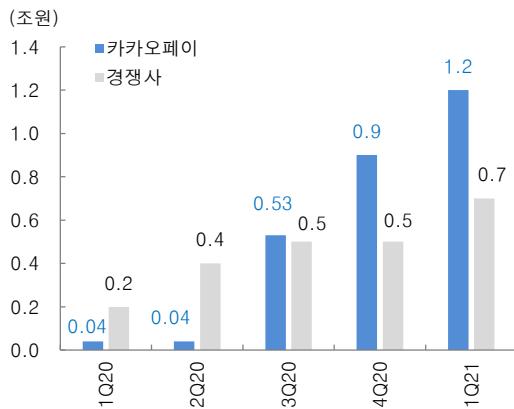
자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 43. 카카오페이지 사업부문별 매출 추이



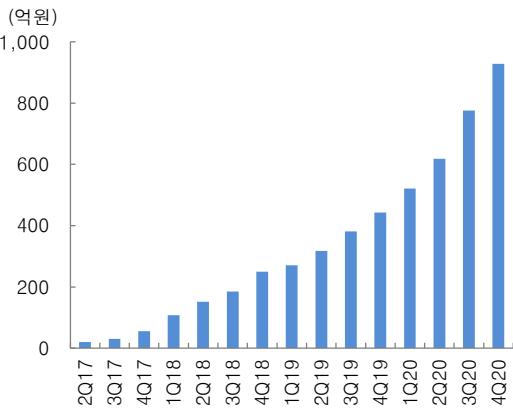
자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 44. 카카오페이지 대출증개 서비스: 실행 잔고



자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 45. 카카오페이지 총 매출액 추이



자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

### 카카오페이지증권, 지급결제 계좌를 제공

카카오페이지증권의 전신은 바로투자증권으로 2018년 기준 자기자본 525억원의 소형사를 지분 60%, 400억원에 인수하였다. 자기자본을 크게 소모하지 않는 비즈니스모델이 주가 될 것이기 때문에 인수에 있어 자본규모가 중요하지 않았을 것으로 판단된다. 바로투자증권은 법인 채권 증개와 펀드판매가 주력이었기 때문에 브로커리지 인프라가 없어 2021년 하반기 카카오페이지증권의 MTS가 론칭할 예정이다. MTS 없이도 카카오페이지의 누적 계좌 개설자수는 500만명을 넘어섰는데 카카오페이지증권의 계좌로 카카오페이지머니 입출금이 이뤄지기 때문이다.

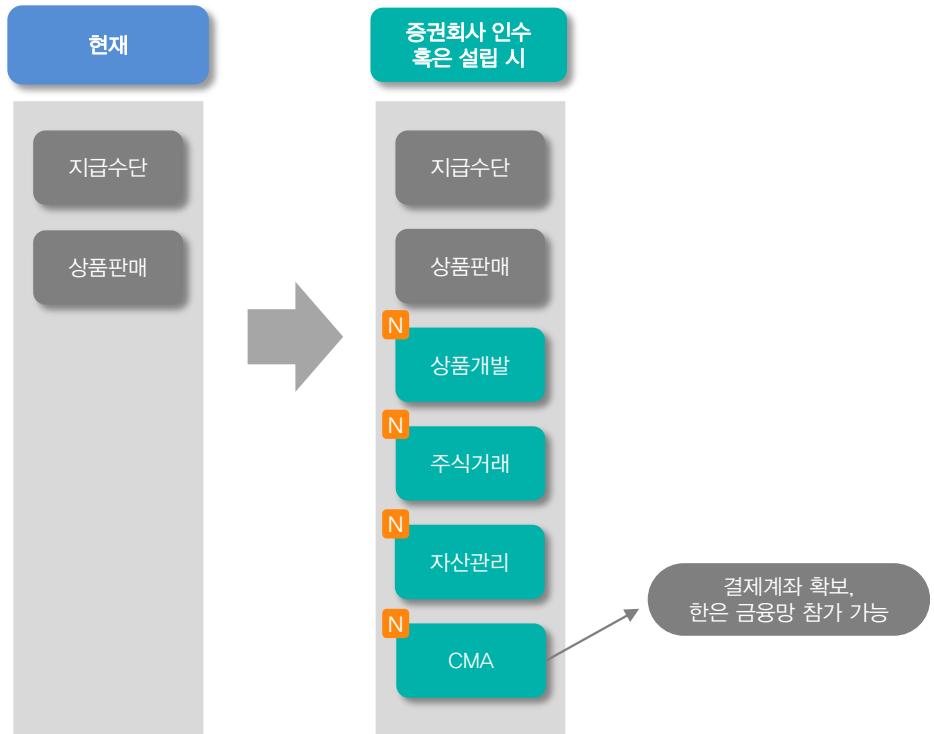
이 밖에도 증권을 통해 알모으기, 동전모으기 등의 자동투자로 펀드 소액 투자가 가능하다. 2021년 5월 기준 카카오페이지증권의 펀드가입자수는 170만명이다. PI나 트레이딩, PF 등 자기자본을 크게 소모하고 기관투자자가 주가되는 영역엔 진출하지 않을 가능성이 크다. 그보다 카카오 금융계열사가 중요시하는 고객경험이 우선이기 때문에 모바일 주식투자를 시작으로 신용거래 및 주식담보대출 등 리테일 고객의 니즈에 맞는 서비스를 출범할 예정이다. 이후 연금서비스, Private banking 투자자문 서비스 등을 제공할 계획이다.

표 5. 카카오페이지증권 기업 개요

구분	내용
상호	주식회사 카카오페이지증권(비상장)
대표자	김대홍 · 윤기정
설립일	2008년 05월 26일
출범일	2020년 02월 27일
자본총계	741.7 억원 (1Q21 기준)
발행주식수	보통주: 6,324,000주
기타	2018년 10월 바로투자증권 지분 60%(400억원) 인수 계약 체결

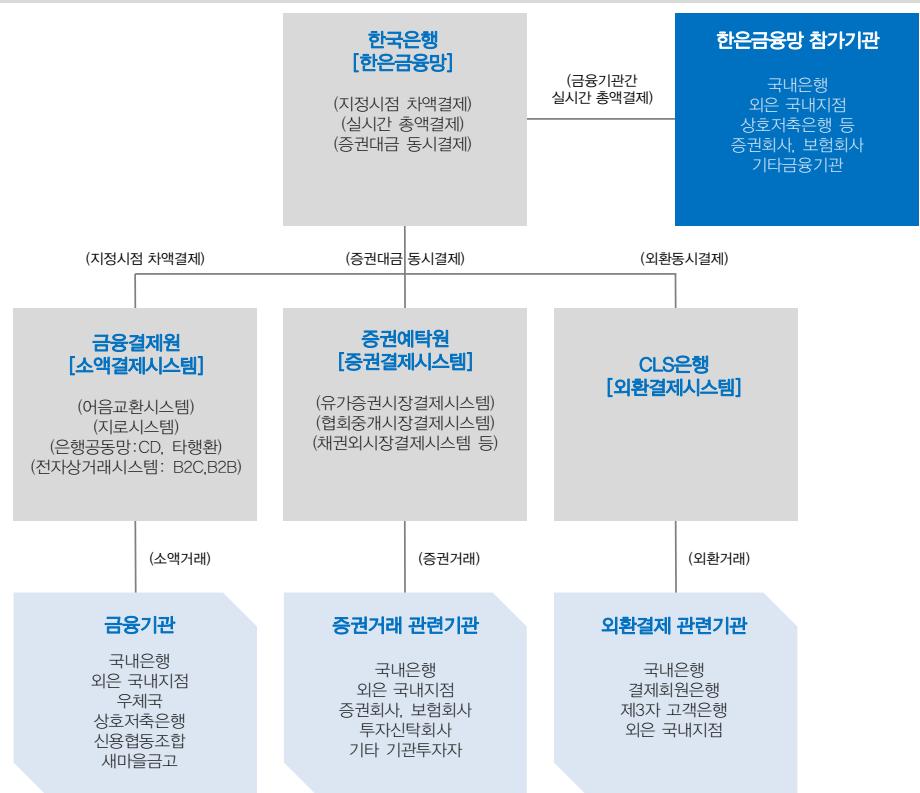
자료: 카카오페이지증권, 대신증권 Research Center

그림 46. 금융플랫폼사가 증권회사를 소유할 때\_상품판매 일원화로 마진 상승



자료: 대신증권 Research Center

그림 47. 우리나라 지급결제제도의 구조: CMA의 확보는 한은금융망 참가를 의미



자료: 대신증권 Research Center

## 카카오손해보험(가칭), 세상에 없던 보험상품을 보여줘

금융위원회는 지난 6월 9일 카카오손해보험(가칭)의 보험업 영위를 예비허가하였다. 향후 6개월 내 자본금 출자, 인력 채용 및 물적설비 구축 등을 이행한 후 본허가 신청이 진행될 예정이다. 카카오손해보험은 원수보험사가 취급하는 모든 보험상품을 판매할 수 있고 디지털 보험사(총 보험계약건수 및 수입보험료의 90%이상을 비대면을 통해 모집)로 운영된다. 자본금은 1,000억원이며 카카오페이와 카카오가 각각 60%, 40% 출자해서 설립하였다. 출범초기에는 소액단기보험(미니보험) 중심으로 고객 확보에 나설 가능성이 높다. 금융위원회에 제출한 사업계획서를 참고하면 플랫폼과 연계한 보장사각지대를 해소할 상품 개발에 집중한다는 계획이다.

동사가 제시한 예시로는 지인과 함께 가입하는 동호회-휴대폰 파손 보험, 카카오키즈 연계 어린이 보험, 카카오 모빌리티 연계 택시안심/바이크/대리기사 보험, 카카오 커머스 반송보험 등이 있다. 사실 국내에는 날씨보험, 귀가보험, 여행보험, 레저보험 등 보험료가 저렴한 미니보험 상품이 많이 출시된 상태다. 그러나 가입자들의 관심도가 높지 않을 뿐더러 보험사들도 수익성을 이유로 미니보험 상품 출시에 적극적인 편은 아니다. 따라서 3,600만명의 가입자수를 보유한 카카오페이가 혁신을 구축할 수 있는 분야는 소액단기보험이 될 것이다. 중국의 중안보험도 중국 최대 온라인 플랫폼인 알리바바와 타오바오를 활용한 배송반송보험(품질불만이나 변심으로 환심, 교환하는 과정에서 부담해야하는 배송비용을 보장)으로 상당한 성공을 이뤄낸 바 있다. 이후 장기 보장성보험에 진출한다던지, 혹은 중소형 보험사를 인수하는 방식으로 몸집을 키워갈 공산이 크다.

사실 한국은 전 세계에서 보험 가입율이 가장 높은 국가 중 하나이다. 2019년 보험 침투율(수입보험료/경상GDP)은 11.8%다. 따라서 ‘테크 인슈어런스’를 표방한 국내 첫 사례인 만큼 레드오션인 장기보장성보험 시장보다는 당초 사업계획인 ‘보장사각지대’를 타겟팅하는 것이 출범 취지에 부합할 것이다. 그리고 그것이 카카오손해보험을 차별화시키고 성공시키는 요인이 될 가능성이 크다. 따라서 카카오 손해보험의 취하게 될 상품의 방향성이 기존 원수보험사에게 중요하다. 레드오션인 장기 보장성보험에 집중한다면 결국 치킨게임이 될 공산이 크고, 이는 기존 원수보험사에게 부정적이겠지만, 기존에 없는 혁신성 있는 상품의 개발은 보험 시장 전체를 한 단계 성장시킬 동인이 될 것이다.

표 6. 카카오손해보험(가칭) 개요

구분	내용
보험종목	손해보험업의 보험종목 전부(보증보험, 재보험 제외)
영위방법	통신판매전문보험회사(디지털 보험사)로 운영
자본금	1,000 억원
출자자	카카오페이(주) 60%, 카카오(주) 40%

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

표 7. 카카오손해보험 예비인가 이후 스케줄

시기	세부 내용
2014년 9월	카카오페이지 출시
2017년 4월	카카오페이지 법인 독립
2021년 6월	카카오손해보험(주) 보험업 영위 예비인가
2021년 하반기	허가요건 이행 및 금융위원회 본허가 신청
2022년 상반기	카카오페이지 보험영업 활동 시작 전망

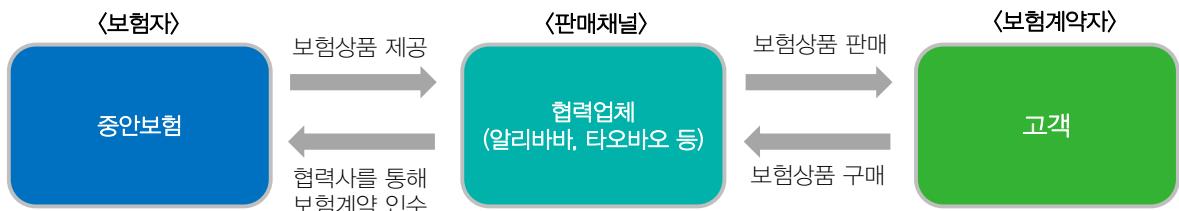
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

표 8. 카카오손해보험 사업계획 주요 내용

주요 내용	
상품개발	소비자 참여 DIY 보험, 플랫폼과 연계 보험 등 일상생활의 보장사각지대를 해소할 수 있는 상품 개발 예) 동호회·후대폰파손 보험, 카카오키즈 연계 어린이보험, 카카오모빌리티 연계 태시바이크·내리기사 보험, 카카오 커머스 반송보험
가입·청구 편의	플랫폼 간편 가입, 간편 청구, 인공지능(AI)을 활용한 신속한 보험금 지급 심사 등
소비자보호	카카오 플랫폼을 활용한 상담·설명 서비스 제공 AI 챗봇을 활용한 24/7 소비자 민원 대응 처리 등

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

그림 48. 중국 중안보험 배송반송보험 협업플랫폼 B2BC 모델



자료: 중안보험, 보험연구원, 대신증권 Research Center

표 9. 중국 주요 인슈어테크 기업 현황

	중안보험	바이안보험	징동보험
설립일	2013.02	2015	2013
주요주주	알리바바 19% 텐센트 15% 핑안보험 15% 씨크립(IT) 5%	바이두 알리안초 힐하우스 캐피탈	태평양보험 평안보험 징동파이낸스
주요상품	마이비(신용보험: 리테일 구매자에게 소비한도 제공) 반송보험, 항공기연보험, 휴대폰 정액보험 등	여행보험, 건강보험 교육보험, 저축성 보험 등	해외직구보장보험, 투자신용보장보험 기구AS 보장보험 30일내 제품환불 보장보험

자료: KOTRA, 언론보도, 각 사, 대신증권 Research Center

## IV. 시작된 제도의 그늘

### 플랫폼사에 드리워진 제도의 그림자, 그러나 라이선스 보유자에게는 기회

금융위원회는 지난 7일 빅테크·핀테크 플랫폼의 추천 금융상품이 광고가 아닌 중개에 해당한다고 판단, 이는 올해 3월 시행된 금융소비자보호법 유권해석으로 금융상품판매업자 등이 아닌 자의 중개 또는 광고를 엄격히 제한한다는 규정에 기인한다. 금소법 뿐만 아니라 신임 금융위원장은 BIS 국제결제은행 대전제인 동일기능-동일규제 원칙을 강조하였는데 이에 규제대상이 된 플랫폼 회사들은 해당 사업을 영위하려면 9월 24일까지 금융위에 등록하거나 인·허가를 받아야 한다. 관련하여 9일 금융위가 주최한 간담회에 참석한 기업은 네이버파이낸셜, 카카오페이, 비바리퍼플리카, SK플래닛, NHN페이코, 펁다, 펁크 등 13개사다. 카카오페이는 P2P 제휴 서비스에 이어 자동차보험 비교 및 일부 보험상품 판매를 잠정 중단하기로 결정하였으나 배너광고 노출은 지속할 예정이다.

최근 정책당국의 스텐스는 지난 6일 시중은행 대환대출 플랫폼이 전면 재검토에 들어가고 은행권에 가계대출 관리 강화를 주문하는 등 혁신보다는 안정에 무게를 두는 모습이다. 빅테크에는 그 동안 규제 샌드박스를 통해 혁신이 인정되면 규제를 유예, 면제해 주었으나 머지포인트 사태 및 금소법 계도기간이 9월 24일 종료되기 때문에 기준을 명확히 해야할 필요성이 존재했던 것으로 보인다. 사실 라임, DLF 사태 등을 통해 우리가 미리 목도했듯이 판매사의 책임이 상당히 가중되는 상황이다. 따라서 빅테크의 금융상품판매를 광고가 아닌 중개로 판단했다는 점은 규제 하에서 관리하고자하는 의지로 볼 수 있다.

빅테크에 금소법 적용 보도 이후 플랫폼기업의 주가는 지속적으로 하락세를 보였다. 데이터 기반 확장성이 생명인 플랫폼사업에 규제 도입은 성장을 제한시킬 수 밖에 없으므로 우려 요인이나 법의 본질은 발목을 잡겠다는 것은 아니다. 그러나 판매가 됐던 중개가 됐던 적법한 라이선스를 취득해야 사업을 영위할 수 있으며 최근의 제도들이 판매사의 책임이 가중되고 위반시 제재가 강력하기 때문에 사실상 금융사에 준하는 처우를 받게 되는 것이다. 하지만 적법한 라이선스 사업자에게는 오히려 기회로 보여진다. 카카오페이가 자회사로 증권/보험업 라이선스 보유하고 있어 자회사를 통한 판매는 가능하기 때문이다. 금융위 역시 카카오페이의 전면적인 상품판매 중단이 아닌 UI개선을 통해 판매주체가 카카오페이증권/KP보험서비스임을 분명하게 명시하라는 것이다.

그러나 어찌되었든 제도의 도입으로 영업의 부담이 가중되며 금융사에 준하는 처우를 받게 된 이상 규제는 갈수록 추가될 수 밖에 없다. 그리고 동일한 규제 하에서 경쟁할 수 있게 된 금융사에게는 역차별이 해소되는 국면이다. 뿐만 아니라 지난 9일 신임 금융위원장은 금리, 수수료, 배당 등 경영 판단 사항에 대해서는 원칙적으로 금융회사의 결정을 최대한 존중하겠다는 의견을 전달 한 바 그 동안 눌려있던 legacy 금융사들의 자율성과 위상의 점진적 회복을 기대해 볼 수 있을 것이다. 규제는 강화될 수 있지만 어차피 거쳐가야할 관문이었다. 이미 수천만명의 유저를 보유하고 있기에 불편해 지기는 했으나 확장성에 제동이 걸릴만한 요인은 아니라고 판단된다.

표 10. 전자금융거래법 개정안

개정안	내용
マイ페이지(지급지시전달업) 제도 도입	· 보유하지 않은 지급인계좌의 자금 개설된 금융회사 등에 지급지시 및 전자자금이체 허용
종합지급결제사업자 제도 도입	· 금융결제망을 통해 고객 결제계좌 직접 발급관리하고 결제이체 등 계좌 기반 서비스 제공
세분화된 전자금융업종 기능별 통합 간소화	· 현행 7 개 전자금융업종에서 자금이체업, 대금결제업, 결제대행업으로 통합 및 간소화
진입규제 합리화	· 영업규모에 따라 최소자본금 차등화 및 영업확장시 상향 적용
전자금융업자 영업 가능범위 확대	· 대금결제업자 제한적인 소액 후불결제 기능 도입
플랫폼 연계 영업 및 빅데이터 활용 행위 규제	· 이용자 오인방지, 사업자의 인위적 개입 금지 등 이용자 보호장치 도입 · 빅데이터 등 신기술 활용시 불합리한 차별 금지 등 투명성책임성 확보

자료: 금융위원회, 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

주: 금융위원회 "디지털금융 종합혁신방안"

의안정보시스템 "전자금융거래법 일부개정법률안(배진교의원등 10인)"

표 11. 고승법 금융위원장 취임 이후 요구사항

날짜	내용
21년 9월 2일	"대환대출 플랫폼은 기한에 구애받지 않고 충분히 협의해서 일을 진행할 생각!"
21년 9월 9일	"중소기업·소상공인의 코로나 19 극복과 지속 성장을 위한 지원방안(만기연장·상환유예) 검토예정"
	"금융소비자 보호와 시장 안정 차원에서 (빅테크에) '동일기능, 동일규제' 원칙 적용할 것"
	"금리수수료·배당 등 경영 판단사항에 대해서는 원칙적으로 금융회사의 결정을 최대한 존중"
21년 9월 10일	"실수요와 무관한 가계대출이 없는지 직접 책임지고 점검할 것"
	"금융당국 가계부채 관리 기조 적극 협조 및 가계부채 증가율 목표치(5~6%)내에서 안정적 관리할 것"
	"추석 이후 가계대출 추가 대책 발표할 것"

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

표 12. 금융소비자보호법 6 대 판매규제 주요내용

6 대 판매규제	주요 내용
적합성 원칙	· 고객정보를 파악하고, 부적합한 상품은 권유 금지
적정석 원칙	· 고객이 청약한 상품이 부적합할 경우 그 사실을 고지
설명 의무	· 상품 권유 시 또는 소비자 요청 시 상품을 설명 및 설명서 제공 · 상품숙지의무 도입으로 상품에 대한 이해가 부족한 사람이 권유하는 행위 금지
불공정행위 금지	· 우월적 지위를 이용한 소비자 권리 침해 금지
부당권유 금지	· 불확실한 사항에 단정적 판단을 제공하는 행위
허위·과장광고 금지	· 광고 필수 포함사항 및 금지 행위

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

주: 금융위원회 "금융소비자보호법 시행령 제정안"

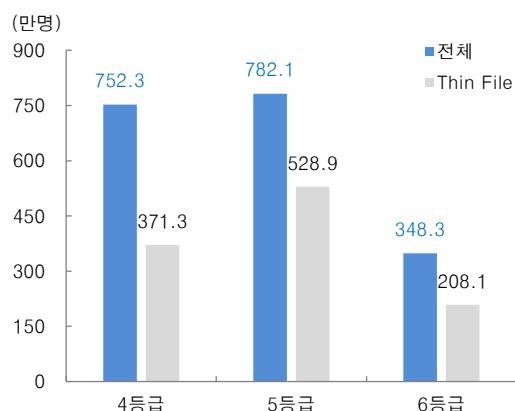
## V. 출범초기이기 때문에 양 사 경쟁할 수 밖에 없는 구조, 그러나 협업이 중요

우리는 앞선 분석에서 카카오 금융플랫폼의 가장 중요한 가치는 대안 신용평가 모델이라고 언급한 바 있다. 카카오페이의 지급/결제 및 고객 행동 데이터와 카카오뱅크의 여/수신 데이터를 기반으로 카카오만의 KCSS(kakao credit scoring system)을 구축하겠다는 것이 목표다. 양사는 이미 지난 3월 관련 데이터 협력을 맺은 바 있다. 시중은행의 여신은 증명이력이 뚜렷한 우량 신용등급자에게만 한정되는 경우가 많다. 따라서 대출이 필요하지만 금융이력이 없는 씬파일러들은 소외될 수 밖에 없는데, 이렇게 소외된 계층은 고금리의 제2금융권으로 갈 수 밖에 없다.

그러나 씬파일러가 연체율이 반드시 높지만은 않을 것이며 다만 증명할 이력이 없기 때문에 불확실한 영역으로 금융의 특성상 가장 지양하는 것 불확실성이므로 제1금융권이 기피할 수 밖에 없는 부분이었다. 금융소외계층이라고도 불리는 이들에게 빅테크기업이 활용할 수 있는 정성적인 평가 내역으로 포용적 금융을 제공하는 것이 사실상 존재의 목적이라고 볼 수 있다. 따라서 카카오뱅크와 카카오페이가 출범초기에는 독자적인 사업모델을 구축하는데 집중할 수 밖에 없기 때문에 서로 경쟁하는 구도로 보여질 수 있으나 비즈니스모델이 어느 정도 안정기에 들어선다면 양 사 협업은 피할 수 없을 것으로 보여진다. 서로가 완벽한 보완재이기 때문이다.

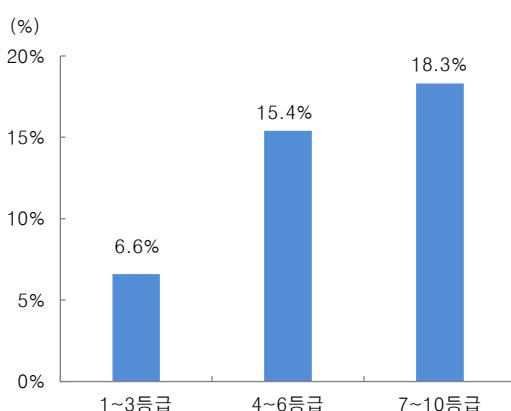
따라서 이렇게 구축된 카카오 금융유니버스 대안 신용평가 시스템이 성공적으로 완성된다면 그야 말로 기존 금융권이 하지 않았던 새로운 영역을 개척하는 것이다. 그리고 데이터가 쌓이고 정교화되면 될수록 제공할 수 있는 서비스의 영역도 넓어질 수 밖에 없다. 카카오뱅크와 카카오페이가 납득할 수 없을 정도의 높은 시가총액을 형성하는 것은 바로 이런 영역에 대한 기대감이 크게 반영되었기 때문이다. 따라서 우리는 카카오뱅크와 카카오페이를 대결구도로 볼 것이 아니라 전술한 것처럼 카카오 금융유니버스를 구축중인 두 주축으로 보는 것이 옳은 방향일 것이다.

그림 49. Thin-filer 중신용자 분포



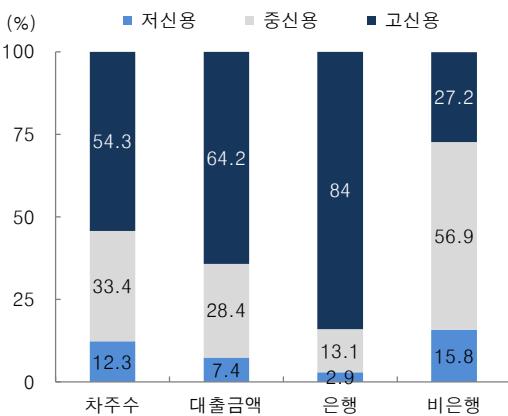
자료: NICE, 한국은행 대신증권 Research Center \*2016년 12 월 기준

그림 50. 신용등급별 평균 대출 금리



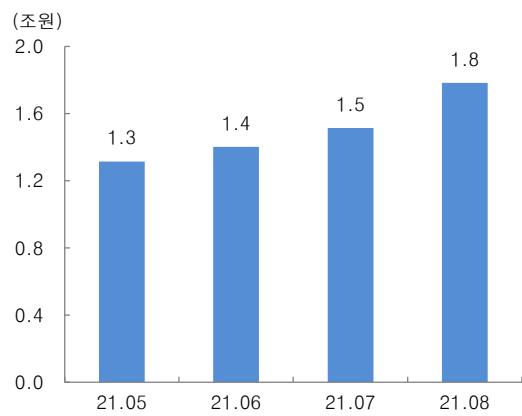
자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center  
주: 2020년 평균

그림 51. 신용도별, 업권별 가계 신용대출 비중



자료: 한국은행 대신증권 Research Center

그림 52. 카카오뱅크 중신용대출 잔고 추이

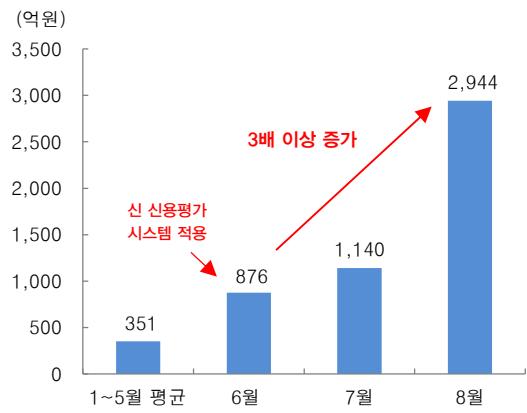


자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 53. 카카오뱅크 중금리 대출 캠페인 시작



자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

그림 54. 대안신용평가 성과\_카카오뱅크 중저신용대출  
월간 대출액

자료: 카카오뱅크, 이코노미조선, 대신증권 Research Center

표 13. 글로벌 빅데이터 신용평가 활용 사례

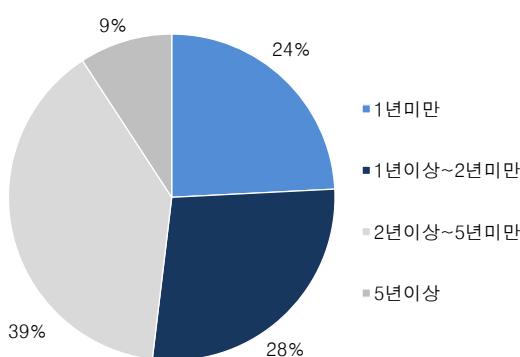
기업명	대안정보	대안 정보 출처
시그니파이	모바일 기록	문자메시지의 맞춤법, 띄어쓰기 등 활용
오비탈 인사이트	위성 이미지	인공위성과 항공사진 AI로 분석, 유동인구 규모 등 특정 지역 경제 활동 실시간 모니터링
카넥트	공공요금, 통신요금	통신, 전기, 수도 등 요금 납부 정보 수집
J.Score	설문조사	160여 개 문항의 설문 조사 AI로 분석, 질문 내용은 연봉, 고용 형태, 소유 컴퓨터 종류 등
데스티카메	공공요금, 통신 요금	통신, 전기, 수도 등 요금 납부 정보 수집
SK 플래닛	구매 결제 정보 및 포인트 적립 정보	11번가, OK 캐쉬백 이용 실적을 기반으로 한 대안 신용평가 모형
렌도	소셜미디어	SNS 활용도, 지인 관계, 포스팅 등 데이터를 머신러닝으로 분석
크레디트쿠도스	구매 결제 정보 및 포인트 적립 정보	오픈뱅킹 API 활용
즈마신용	구매 결제 정보 및 포인트 적립 정보	알리바바그룹 내 상거래 및 금융 거래 이력 활용

자료: IBK 경제연구소, 대신증권 Research Center

네이버파이낸셜은 지난해 12월 자사에 입점해 있는 온라인 소상공인을 대상으로 대출을 집행하였는데 네이버 스마트스토어 매출흐름, 단골 비중, 고객 리뷰, 반품률 등의 데이터를 기반으로 대출을 심사했다. 대출의 주체는 미래에셋캐피탈이며 대출 이용자의 42%는 기존 금융권 대출 상품을 이용할 수 없는 사업자였다. 카카오뱅크도 이동통신 3사가 보유한 정보와 카카오선물하기, 카카오톡 등의 데이터를 대출심사에 활용하는 것으로 알려져 있다.

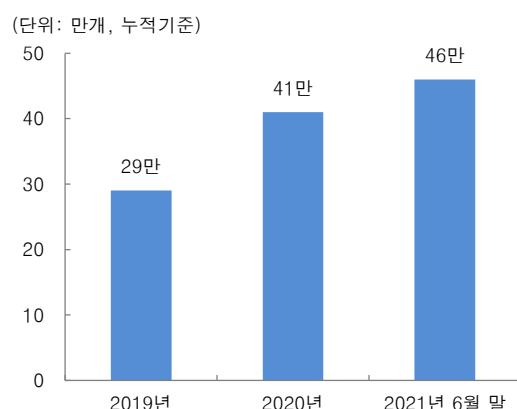
사실 비정형데이터를 활용해 성공적인 대출업무를 수행한 기업은 텐센트의 금융자회사 위뱅크로 중국 최대의 메신저 위챗과 AI를 통한 대중교통 이용 내역, 공과금/별금 납부 이력, 직업, 학력, SNS 인맥 등을 활용하여 2.4초만에 심사를 마치고 40초만에 입금되는 대출 서비스를 출시해 출범 2년만에 흑자달성을 이룩했다. 2020년 기준 위뱅크의 ROE는 26.7%이며 대손비용율은 5.17%를 기록했다. 또한 알리바바 그룹의 앤트파이낸셜은 즈마신용이라는 자체 신용평가사를 보유, 인터넷 은행인 마이뱅크를 통해 소상공인과 개인에게 신용대출을 집행하고 있다.

그림 55. 네이버 스마트스토어 대출 수혜 사업자 업력 현황



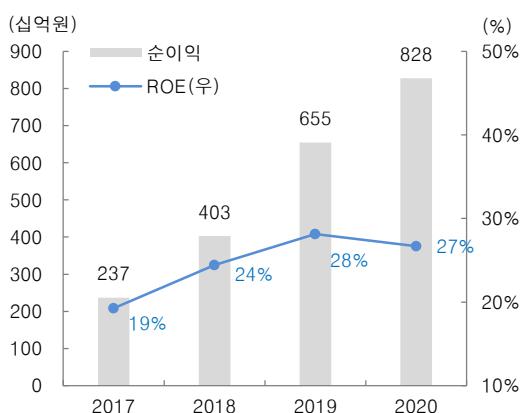
자료: 네이버파이낸셜 이코노미조선 대신증권 Research Center

그림 56. 네이버 스마트스토어 증가 추이



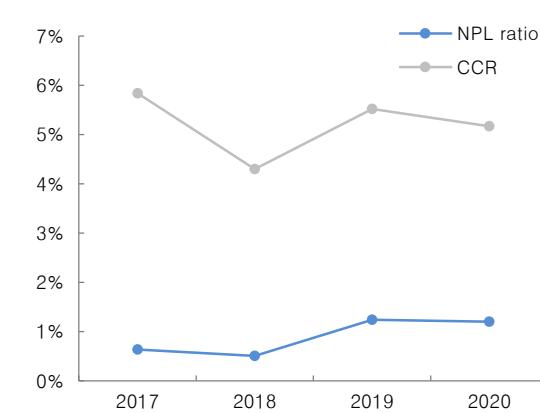
자료: 네이버파이낸셜 이코노미조선 대신증권 Research Center

그림 57. 중국 위뱅크 순이익 및 ROE 추이



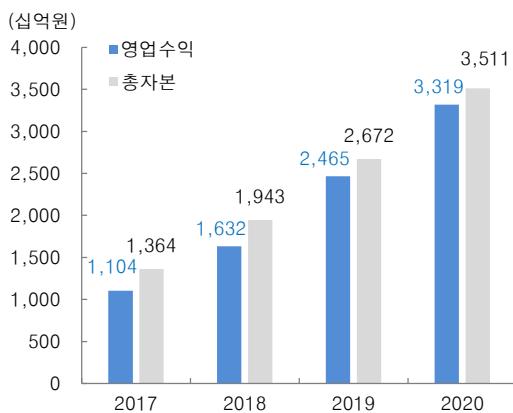
자료: Webank, 대신증권 Research Center

그림 58. 위뱅크 NPL 및 대손비용률 추이



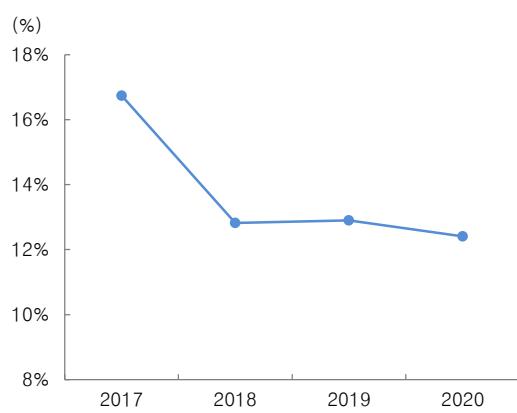
자료: Webank, 대신증권 Research Center

그림 59. 위뱅크 영업수익 및 자본총계 추이



자료: Webank, 대신증권 Research Center

그림 60. 위뱅크 BIS 비율 추이



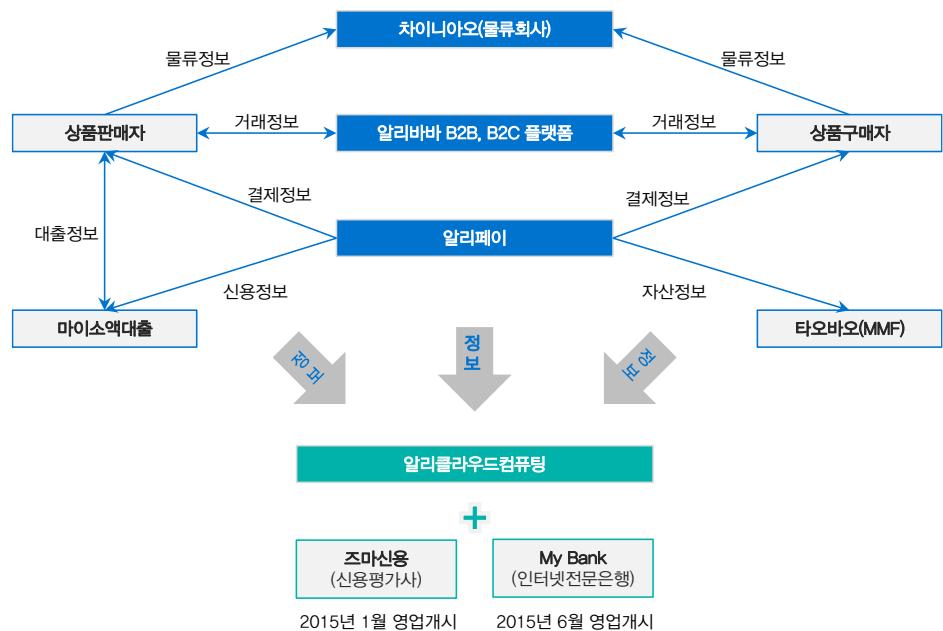
자료: Webank, 대신증권 Research Center

표 14. 신용평가 역사

연도	내용
1909년	무디스, 철도 채권 판매 위한 최초의 신용평가 개시
1916년	푸어스 출판, 신용평가 개시
1924년	피치, 신용평가 개시
1985년	한국신용평가, 국내 최초 신용평가 개시
1989년	빌 페어&얼리어, 신용평가 시스템 피코(FICO) 구축
1993년	대안 신용평가 스타트업 코테라(미국) 설립
2005년	세계 최초 P2P 온라인 대출 서비스 조파(영국) 개시
2019년	아마존, 싱크로니뱅크와 제휴 및 신용카드 출시
2020년 12월	네이버파이낸셜, 스마트스토어 사업자 대출 개시
2021년 6월	카카오뱅크, 중저신용 대출 서비스 개시

자료: 이코노미조선, 대신증권 Research Center

그림 61. 알리바바 온라인 플랫폼 구조



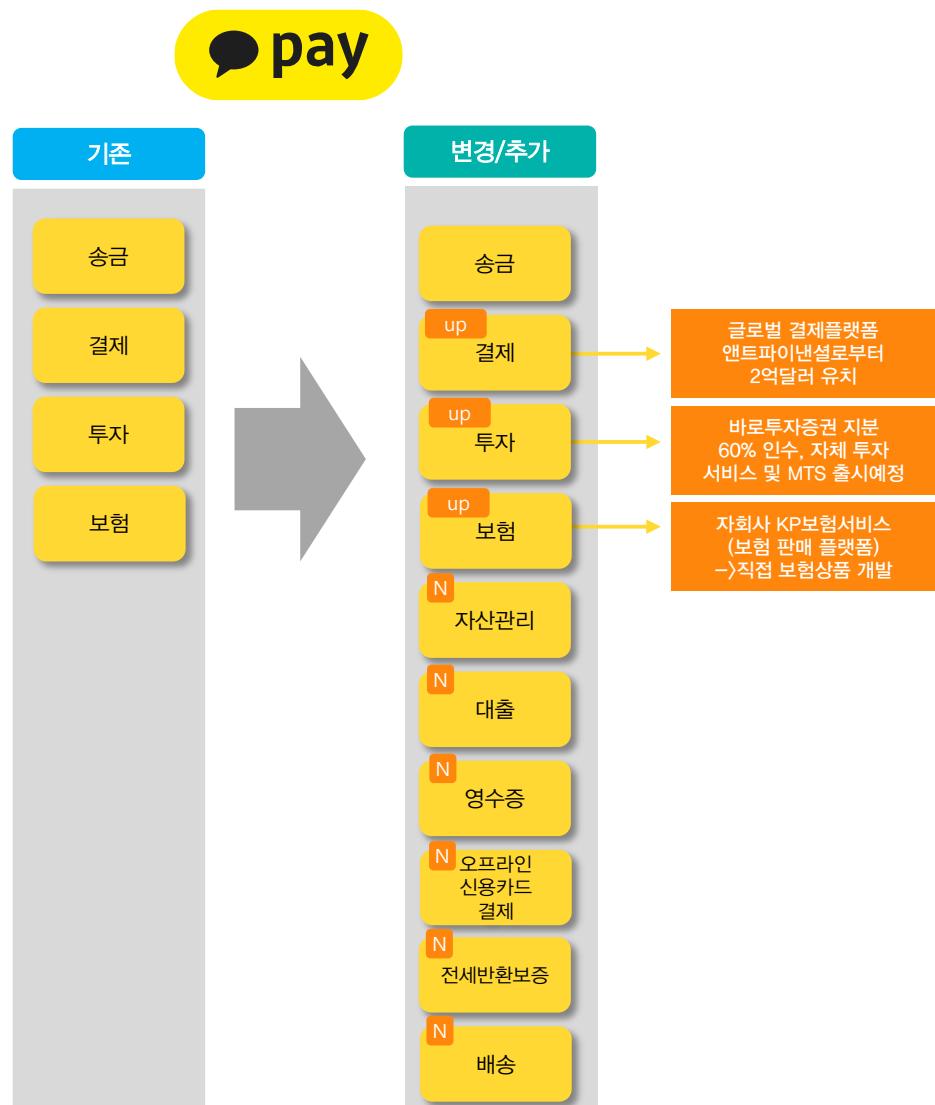
자료: 정보통신정책연구원 대신증권 Research Center

표 15. 앤트파이낸셜(Ant Financial) 산하 주요 펍테크 업체

핀테크 기업	주요 서비스 내용
알리페이	제 3 자 간편 결제서비스, 고객 은행계좌와 연동하여 QR 코드를 인식하면 즉시 결제 가능. 알리바바 그룹 산하의 온라인 쇼핑몰 타오바오에서 물건 구매시 알리페이를 사용하게 함으로써 급성장 2017년 말 기준 중국 모바일 결제시장 점유율 54.26% 기록
위어바오	알리바바에서 운영하는 MMF(머니마켓펀드)
마이뱅크	이용자들이 직접 지금을 납입하기도 하지만 타오바오에서 물품 결제 후 계정에 남은 금액을 운용하여 수익을 얻을 수 있어 인기'18년 운용자산이 2,600 억달러에 육박하는 등 글로벌 운용사들을 제치고 세계 최대의 MMF 펀드로 부상
마이화베이, 마이크로론	'15년 6월 설립된 인터넷전문은행으로 대출규모 빠르게 성장
즈마신용	소기업, 자영업자, 농촌지역 고객을 대상으로 중금리 대출을 제공하여 금융 사각지대 공략. 빅데이터로 상환능력을 정밀하게 평가하여 부실 리스크를 최소화하는 전략
앤프로축	타오바오 등의 온라인 쇼핑몰 판매자 및 구매자에게 일정 한도 내에서 신용을 공여하는 소액대출 플랫폼
	특히 알리페이 이용자를 대상으로 신용대출 서비스(500~5,000 위안)를 제공하는 마이화베이의 경우 90년대생을 중심으로 빠르게 성장 중
	제 3 자 신용조회 서비스, 금융서비스 이용자의 전자상거래 결제내역, 신용카드 연체여부, 각종 요금 납부 상황, 모바일 결제 및 재테크 상품 기입내역 등 온라인 데이터를 기반으로 개인 신용을 점수화'15년부터 인민은행의 개인신용조회업 허가를 취득
	자산관리, 재테크용 모바일 어플리케이션. 80 여곳 이상에 달하는 중국 금융 기관에서 900 개 가량의 펀드를 구매할 수 있는 펀드 슈퍼마켓 형식. 선전, 상하이, 홍콩 거래소 주식 정보도 실시간 확인 가능

자료: 각 사, 국제금융센터, 대신증권 Research Center

그림 62. 카카오페이지 기존 사업 확장/변경 내용



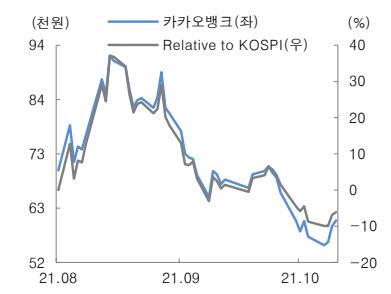
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

# 기업분석

# 카카오 뱅크 (323410)

박혜진	hyejin.park@dashin.com
투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	73,000 신규
현재주가 (21.10.15)	60,100 은행업종

KOSPI	3,015.06
시가총액	28,554 십억원
시가총액비중	1.33%
자본금(보통주)	337 십억원
52주 최고/최저	92,000 원 / 55,300 원
120일 평균거래대금	6,546 억원
외국인지분율	5.31%
주요주주	카카오 27.26%
	한국투자밸류자산운용 외 1인 27.26%
주가수익률(%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	-12.9 0.0 0.0 0.0
상대수익률	-8.9 0.0 0.0 0.0



## 기업분석

# IT 기술은 나의 힘

### 투자의견 매수(BUY), 목표주가 73,000 원 신규 제시

– 우리는 카카오뱅크에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 73,000 원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 2025년 ROE/COE 방식으로 산정한 적정 PBR 6.3x를 적용한 예상 기업가치 41.4 조원을 현가율인하여 산정. 할인율은 타인자본비용이 없기 때문에 동사의 COE를 적용. 현재의 동사의 가치가 향후 5년간의 성장성을 반영한 결과라고 판단했기 때문에 2025년 지표 사용. 성장성을 제외한 2022년 단순 기업가치는 11.3조원

### 투자 포인트: IT 기술과 모바일 완결성

– 동사의 강력한 차별화 포인트는 1) IT 기술과 2) 모바일 완결성. IT 기술에서 첫번째로 언급한 정성적인 신용평가모델은 중금리 대출 확대에, 그리고 금융기술연구소의 기술은 부동산 담보대출의 비대면화에 각각 기여할 전망. 두번째 차별화포인트는 모바일 완결성. 하나의 앱으로 대출의 모든 절차가 이뤄지게끔 구현했다는 점은 큰 의미. 그리고 대출 뿐만 아니라 모든 금융업무를 단일 어플리케이션내에서 해결할 수 있다는 편리성은 소박하지만 강력한 경쟁력

### 결국은 은행, 시작된 규제의 서막

– 최근 정책당국의 스텐스는 혁신보다는 안정에 무게를 두는 모습. 동사 역시 은행이기 때문에 가계대출 규제 관련해서 동사도 자유롭지 않을 것. 고성장의 기반이었던 신용대출의 증가세 둔화 전망. 또한 담보대출의 비중도 늘어야 하는데 부동산 등기부등본 열람이 비대면으로 진행할 수 없기에 기술이 있어도 진행이 불가능 할 것. 신임 금융위원회가 동일기능 동일규제 원칙을 강조하기에 본격적인 규제는 지금부터 시작. 따라서 동사에게 돌파구는 결국 인터넷은행의 설립 취지인 중금리대출의 확대가 될 것

### 앞으로 쏟아질 보호예수물량

– 공모가를 크게 상회한 주가 상승률덕분에 Lock-up 물량의 부담이 만만치 않음. Lock-up 기간별 물량은 1개월(3개월/6개월 순, 따라서 상장 후 6개월까지는 수급상 부담이 아무래도 존재할 수 밖에 없음. 기관투자자 의무보유 미획약 물량이 전체의 40%로 가장 높긴 하나 6개월 의무보유기간이 37%, 3개월 14%, 1개월 9%로 전체의 60%를 차지)

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
이자이익	248	408	658	1,204	1,883
수수료이익	-54	21	65	155	310
플랫폼수익	0	49	92	190	351
총영업이익	212	384	702	1,328	2,167
당기순이익	14	114	260	523	932
YoY		729.1%	128.6%	100.9%	78.3%
BPS	4,598	6,828	6,121	7,155	8,618
PER	0	140	108	54	30
PBR (배)	0	5.71	9.64	8.25	6.85
ROE	0.8	4.1	8.9	15.4	22.8

자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

## 기업개요

국내 MAU 1위 인터넷전문은행으로 2017년 4월 은행업 인가를 득하며 첫 영업을 시작했다. 기존 공인인증서를 대체하는 카카오뱅크만의 대체기술 적용을 통한 인증 절차 간소화, 유저 중심의 상품 및 혜택, 편리성이 극대화된 UX 등을 통해 카카오뱅크는 모바일을 중심으로 새로운 고객 경험과 차별화한 상품 서비스를 선보이고 있다. 그 결과 현재 이용고객 수는 1,700만명을 돌파하며 금융산업의 혁신을 주도하는 플랫폼으로 성장중이다.

카카오뱅크의 사업 부문은 뱅킹 비즈니스 부문과 플랫폼 비즈니스 부문으로 구분할 수 있다. 먼저 카카오뱅크는 기존 은행의 일반 수신 상품인 정기예금 및 자유적금 뿐 아니라 모임통장, 26주 적금 등 금융상품에 소셜 기능을 접목한 차별화된 수신 상품을 공급하며 2021년 6월 말 기준 수신규모 26.6조원을 기록했다. 여신상품으로는 비상금대출, 마이너스 통장대출, 신용대출 뿐 아니라 개인사업자 대출과 전월세보증금 등 취급 상품군을 확대하고 있다.

또한 2020년 말 기준 전체 신용대출 중 10.2%에 그쳤던 중저신용자 신용대출은 첫 달 이자 지원 등 중금리 대출 캠페인을 시작으로 비중을 확대해 나가며 전체 여신 규모는 2021년 6월 말 기준 23.1조원을 달성했다. 플랫폼 사업으로는 주식계좌, 연계대출, 신용카드 등 다양한 제휴 상품 및 내 신용정보 조회 등 금융업 뿐 아니라 비금융업 전반에 걸친 여러 파트너사들과 제휴하여 다각적인 서비스를 제공하고 있다. 2021년 6월 말 기준 전체 누적 기준으로 증권사 주식계좌 개설 서비스는 429만이 넘는 계좌가 개설되었으며, 카카오뱅크 mini는 85만명의 가입 성과를 기록했다.

표 17. 카카오뱅크 개요 및 주요주주 현황

구분	내용
설립일	2016년 5월
은행업 본인가	2017년 4월
총 수신*	26.6조원
총 여신*	23.1조원
자본총계*	2.9조원
발행주식수*	보통주: 409,650,237 주 카카오(주) 27.26% 한국투자밸류자산운용 23.25% 한국투자금융자주 4.01% 국민은행 8.02% 우정사업본부 0.30% 서울보증보험 3.21% 이베이 3.21% Skyblue Luxury Investment 3.21% 넷마블 1.60% 예스 24 1.20% Keto Holdings 2.24% IPB Ltd 2.24% 기타 17.34%

자료: 카카오뱅크, 언론보도, 대신증권 Research Center

주: \*2021년 6월 말 기준

\*\*2021년 9월 2일 기준

표 16. 카카오뱅크 연혁

시기	세부 내용
2016년 5월	카카오뱅크 설립
2017년 4월	은행업 본인가
2017년 7월	영업 개시
2018년 1월	전월세보증금 대출 출시
2018년 6월	26주 적금 출시
2018년 11월	내신용정보 조회 서비스 출시
2018년 12월	모임통장 출시
2019년 3월	주식 계좌 개설 신청 서비스 출시
2019년 8월	중신용대출 출시
2019년 11월	최대주주 변경(한국투자금융자주→카카오)
2020년 3월	AI 기반 저금통 자동 모으기 기능 출시
2020년 4월	제휴 신용카드 출시
2020년 7월	오픈뱅킹 서비스 출시
2020년 10월	카카오뱅크 mini 출시
2021년 8월	한국거래소 유기증권시장 상장

자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

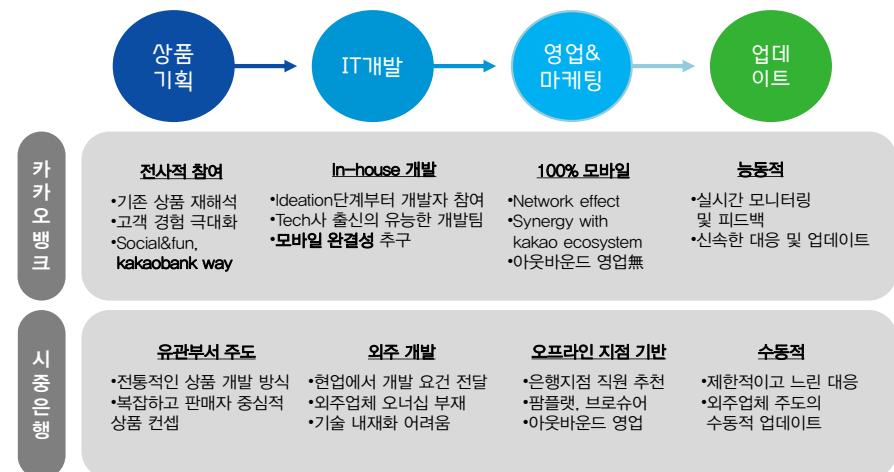
## 투자 포인트: IT 기술과 모바일 완결성

동사가 차별화 포인트로 제시하는 것은 많다. 그 중 하나가 상품의 차별성으로 26주 적금, 모임통장, 카카오뱅크 mini, 저금통 등이 있다. 전술한 상품들 모두 흥미를 유도하여 고객을 모집하겠다는 취지인데 26주 적금을 제외하고는 수익성과 크게 연관이 없다. 저런 상품들이 어떤 부가가치를 창출하겠나 싶지만 동사의 목적은 애초부터 수익성이 아닌 고객 경험에 우선이다. 고객과 데이터는 쌓이기 마련이기 때문이다. 그리고 실제로 동사의 강력한 차별화 포인트는 따로 있다: 1) IT기술과 2) 모바일 완결성이다.

1) IT기술 관련 동사는 지난 2020년 4월 금융기술연구소를 설립하였는데, 혁신기술 개발을 위해 금융회사에 도입된 망분리 환경의 예외 특례를 적용받았다. 금융기술연구소는 비대면 금융거래에 적합한 인증, 인식, 보안 등의 영역을 연구개발한다. 이미 2020년 12월 얼굴인증을 통한 비대면 실명확인 서비스가 혁신금융서비스로 지정된 바 있다. 금융기술연구소는 향후 동사가 출시할 모든 금융상품 판매의 100% 비대면화를 위한 기술 및 보안인프라 구축을 담당하게 될 것이다. IT기술에서 첫번째로 언급한 정성적인 신용평가모델은 중금리 대출 확대에, 그리고 금융기술연구소의 기술은 부동산 담보대출의 비대면화에 각각 기여할 전망이다.

두 번째 차별화포인트는 모바일 완결성이다. 사실 이는 IT기술의 연장선이다. 그러나 하나의 앱으로 대출의 모든 절차가 이뤄지게끔 구현했다는 점은 큰 의미가 있다. 그리고 대출 뿐만 아니라 모든 금융업무를 단일 어플리케이션내에서 해결할 수 있다는 편리성은 소박하지만 강력한 경쟁력이다. 전술한바와 같이 평균 14개의 앱을 보유한 금융지주가 단일앱으로 통합하려면 지난한 세월이 필요할 것이기 때문이다. 아마 영원히 불가능할지도 모르겠다.

그림 63. 카카오뱅크 상품/서비스 개발 프로세스



자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

## 리스크요인: 1. 결국은 은행, 시작된 규제의 서막

금융위원회는 지난 7일 빅테크·핀테크 플랫폼의 추천 금융상품이 광고가 아닌 중개에 해당한다고 판단, 이는 올해 3월 시행된 금융소비자보호법 유권해석으로 금융상품판매업자 등이 아닌 자의 중개 또는 광고를 염격히 제한한다는 규정에 기인한다. 금소법 뿐만 아니라 신임 금융위원장은 BIS 국제결제은행 대전제인 동일기능-동일규제 원칙을 강조하였는데 이에 규제대상이 된 플랫폼 회사들은 해당 사업을 영위하려면 9월 24일까지 금융위에 등록하거나 인·허가를 받아야 한다.

최근 정책당국의 스탠스는 지난 6일 시중은행 대환대출 플랫폼이 전면 재검토에 들어가고 은행권에 가계대출 관리 강화를 주문하는 등 혁신보다는 안정에 무게를 두는 모습이다. 빅테크에는 그 동안 규제 샌드박스를 통해 혁신이 인정되면 규제를 유예, 면제해 주었으나 머지포인트 사태 및 금소법 계도기간이 9월 24일 종료되기 때문에 기준을 명확히 해야할 필요성이 존재했던 것으로 보인다. 사실 라임, DLF 사태 등을 통해 우리가 미리 목도했듯이 판매사의 책임이 상당히 가중되는 상황이다. 따라서 빅테크의 금융상품판매를 광고가 아닌 중개로 판단했다는 점은 규제 하에서 관리하고자하는 의지로 볼 수 있다.

상품 중개를 주로 하는 플랫폼사들에게 직접적인 타격이 가해진 것이기 때문에 동사에게 미치는 영향은 제한적이다. 그러나 동사 역시 플랫폼을 전면에 내세우는 기업이며 무엇보다 그 전에 은행이기 때문에 최근 은행권에 주문된 가계대출 규제 관련해서 동사도 자유롭지 않다. 그 동안 고성장의 기반이었던 신용대출의 증가세를 둔화시켜야 하기 때문이다. 뿐만 아니라 담보대출의 비중도 늘려야 하는데 부동산 등기부등본 열람이 비대면으로 진행할수 없기에 기술이 있어도 진행이 불가능하다. 우리가 앞에서도 언급했듯이 신임 금융위원장이 동일기능-동일규제 원칙을 강조하기에 본격적인 규제는 지금부터 시작이다. 시중은행과 동일한 비즈니스모델이라면 동일한 규제를 받는 것이 맞다. 따라서 동사에게 돌파구는 결국 인터넷은행의 설립 취지인 중금리대출의 확대가 될 것이다.

표 18. 고승범 금융위원장 취임 이후 요구사항

날짜	내용
21년 9월 2일	"대환대출 플랫폼은 기한에 구애받지 않고 충분히 협의해서 일을 진행할 생각"
21년 9월 9일	"중소기업소상공인의 코로나19 극복과 지속 성장을 위한 지원방안(만기연장상환유예) 검토예정" "금융소비자 보호와 시장 안정 차원에서 (빅테크에) '동일기능, 동일규제' 원칙 적용할 것"
21년 9월 10일	"금리수수료·배당 등 경영 판단사항에 대해서는 원칙적으로 금융회사의 결정을 최대한 존중" "실수요와 무관한 가계대출이 없는지 직접 책임지고 점검할 것" "금융당국 가계부채 관리 기조 적극 협조 및 가계부채 증기를 목표치(5~6%)내에서 안정적 관리할 것" "주식 이후 가계대출 추가 대책 발표할 것"

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

표 19. 금융소비자보호법 6 대 판매규제 주요내용

6 대 판매규제	주요 내용
적합성 원칙	<ul style="list-style-type: none"> <li>고객정보를 파악하고, 부적합한 상품은 권유 금지</li> </ul>
적정성 원칙	<ul style="list-style-type: none"> <li>고객이 청약한 상품이 부적합할 경우 그 사실을 고지</li> </ul>
설명 의무	<ul style="list-style-type: none"> <li>상품 권유 시 또는 소비자 요청 시 상품을 설명 및 설명서 제공</li> <li>상품속지의무 도입으로 상품에 대한 이해가 부족한 사람이 권유하는 행위 금지</li> </ul>
불공정행위 금지	<ul style="list-style-type: none"> <li>우월적 지위를 이용한 소비자 권리 침해 금지</li> </ul>
부당권유 금지	<ul style="list-style-type: none"> <li>불확실한 사항에 단정적 판단을 제공하는 행위</li> </ul>
허위·과장광고 금지	<ul style="list-style-type: none"> <li>광고 필수 포함사항 및 금지 행위</li> </ul>

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

주: 금융위원회 "금융소비자보호법 시행령 제정안"

### 리스크요인: II. 앞으로 쏟아질 보호예수물량

공모가를 크게 상회한 주가 상승률덕분에 Lock-up물량의 부담이 만만치 않다. 보호예수기간 1개월이 종료된 물량이 지난 7일 쏟아져 나왔을때도 주가는 -6% 가까이 하락하는 모습을 보였는데 사실 Lock-up기간별 물량은 1개월 < 3개월 < 6개월 순이다. 따라서 상장 후 6개월까지는 수급상 부담이 아무래도 존재할 수 밖에 없다. 기관투자자 의무보유 미획약 물량이 전체의 40%로 가장 높긴 하나 6개월 의무보유기간이 37%, 3개월 14%, 1개월 9%로 전체의 60%를 차지한다. 그 중 6개월 물량이 37%로 가장 많아 한껏 오른 주가 레벨에 수급부담이 크다. 실제로 9월 1일 우정사업본부가 보유지분 3.2%중 2.9%를 9.9% 할인하여 처분한 바 있다. 9월 2일 동사의 연기금순매도금액은 9,300억원에 육박했고 주가는 -8%가까이 하락했다.

표 20. 카카오뱅크 기관투자자 의무보유학약기간별 배정 현황

(단위: 주, %)

학약기관	국내 기관투자자								외국 기관투자자	합계		
	운용사(집합)		투자매매·증개업자		연기금·운용사(고유)은행·보험		기타					
	수량	비중	수량	비중	수량	비중	수량	비중				
6 개월	4,689,600	45	90,100	14	5,344,300	83	103,400	26	3,032,750	17	13,260,150	
3 개월	3,469,343	33	224,300	34	670,700	10	102,700	26	601,500	3	5,068,543	
1 개월	1,486,200	14	82,400	12	213,000	3	60,500	15	1,299,500	7	3,141,600	
15 일	61,000	1	13,400	2	3,100	0	1,500	0	0	0	79,000	
미획약	774,187	7	256,300	38	209,000	3	134,000	33	13,098,250	73	14,471,737	
계	10,480,330	100	666,500	100	6,440,100	100	402,100	100	18,032,000	100	36,021,030	

자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

## 실적추정 및 Valuation

우리는 카카오뱅크에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 73,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 ROE/COE 방식으로 산정한 적정 PBR 6.3x를 적용, 예상 기업가치 41.4조 원을 현가할인하여 산정하였다. COE는 CAPM방식을 적용하여 산정하였다. 할인율은 타인자본 비용이 없기 때문에 동사의 COE를 적용하였다. 우리가 2025년 지표를 사용한 이유는 현재의 동사의 가치가 향후 5년간의 성장성을 반영한 결과라고 판단했기 때문이다. 성장성을 제외한 2022년 단순 기업가치는 11.3조원이다. 카카오뱅크 가치산정을 위해 우리가 적용한 주요 가정은 다음과 같다.

### [대출성장]

- 총 여신은 2025년까지 60조원까지 증가하며 원화대출은 58.6조원
- 자산성장은 BIS 비율 13.5%를 유지한다는 가정하에 자본증가율에 따라 2023년까지 26.2%, 2024년 21.6%, 2025년 17% 성장하는 것으로 가정
- 대출 포트폴리오는 2020년 신용대출 100%에서 매년 단계적으로 10%씩 하락, 담보대출은 이에 상응하는 수준으로 증가. 궁극적으로 2025년 동사의 대출 Mix는 신용대출 55%, 33조원, 담보대출은 45%, 27조원
- BIS비율 13.5%을 감안한 이론적 최대 가능 RWA는 48.4조원이며 전술한 대출 Mix와 유가증권을 반영한 2025년 동사의 RWA는 43.6조원

### [NIM]

- 당사 리서치는 2022년 8월 +25bp인상에 이어 11월 기준금리 +25bp, 2022년 3분기 +25bp 인상을 전망. 2025년까지 기준금리 1.25%유지되는 것으로 가정하여 산정
- 기준금리 인상과 더불어 중금리 대출 비중 확대는 NIM을 확대시키지만, 담보대출 실행으로 일정 부분 상쇄될 것. 따라서 동사의 NIM은 2021년 1.90%에서 2025년 1.95%까지 5bp 상승 할 것으로 전망

### [비용]

- 판관비 증가율은 2022년 +68.5%를 고점으로 2025년 +15.9%까지 하락하며 안정화 될 것으로 예상. 동사의 가장 큰 강점은 낮은 CIR(총영업이익경비율)에 있다고 판단됨. 플랫폼 중심의 비대면 채널 활용으로 CIR은 2025년 30%이하로 유지 가능할 전망. 우리는 2025년 동사의 CIR을 27.9%로 가정하였음. 시중은행 평균 CIR은 45~50%수준
- 대손비용은, 현재 우량차주 중심 대출 집행하고 있으나 향후 중금리대출 비중을 늘려가야함에 따라 대손비용율은 2025년 37bp까지 상승할 것으로 예상

### [플랫폼수익]

- 2020년 1분기부터 2021년 2분기까지 분기평균 플랫폼수익 성장률은 24.4%로 연내 광고서비스가 플랫폼 수익에 추가되며 이 같은 추세가 2022년까지 이어질 것으로 전망
- 이후 2023년부터 -5%p씩 하락하여 2023년 분기 대비 +15%, 2024년 +10%, 2025년 +5%씩 성장할 것으로 가정

표 21. 카카오뱅크 실적 추정 내역

(단위: 십억원, %)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
이자이익	408.0	658	1,204	1,883	2,624	3,348
수수료이익	21.1	65	155	310	499	655
플랫폼수익	49.2	92	190	351	545	708
기타이익	-45.1	-20	-31	-27	-29	-28
총영업이익	384.0	702	1,328	2,167	3,093	3,975
판관비	200.6	298	507	745	958	1,109
총당금 적립전 영업이익	183.4	404	821	1,422	2,136	2,867
대손비용	60.9	71	100	136	177	221
영업이익	122.6	333	721	1,286	1,958	2,645
세전이익	122.3	333	721	1,286	1,958	2,645
<b>당기순이익</b>	<b>113.6</b>	<b>260</b>	<b>523</b>	<b>932</b>	<b>1,420</b>	<b>1,918</b>
자본총계	2,797	2,908	3,399	4,094	5,134	6,529
<b>NM</b>	<b>1,615</b>	<b>1.9</b>	<b>1.94</b>	<b>1.95</b>	<b>1.95</b>	<b>1.95</b>
총여신	20,663	23,594	36,074	43,848	53,297	59,986
신용대출	20,663	22,415	30,663	32,886	34,643	32,993
담보대출	0	1,180	5,411	10,962	18,654	26,994
총수신	23,539	26,626	40,402	48,233	57,561	61,786
고정이하여신비율	0.24%	0.26%	0.28%	0.30%	0.32%	0.34%
CCR	0.29%	0.30%	0.28%	0.31%	0.33%	0.37%
CIR	52.2%	42.4%	38.2%	34.4%	31.0%	27.9%

자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

표 22. 카카오뱅크 목표주가 산정 과정

ROE (2025E, %)	①	29.37
COE (%)	②	4.64
R <sub>f</sub>		2.113
M <sub>f</sub>		5.48
β		0.75
Implied PBR (x)	③	6.3 ③=①/②
자본총계 (2025E, 십억원)	④	6,529
예상 기업가치 (2025E, 십억원)	⑤	41,364 ⑤=③*④
할인율 (%)	⑥	4.64 ②
예상 기업가치 현가화 (십억원)	⑦	34,506 ⑦=⑤/(1+⑥/100)^4
유통주식수 (주)	⑧	475,100,237
<b>목표주가(원)</b>	<b>⑨</b>	<b>72,628.66 ⑨=⑦*1,000,000,000/⑧</b>

자료: 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서						재무상태표					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
이자이익	248	408	658	1,204	1,883	현금 및 예치금	226	1,196	1,198	1,349	1,460
이자수익	495	599	946	1,735	2,694	유가증권	2,877	4,261	4,607	5,830	6,820
이자비용	247	191	289	531	810	대출채권	19,194	20,663	23,594	36,074	43,848
수수료이익	-54	21	65	155	310	유형자산	47	46	54	84	247
수수료수익	118	150	178	214	249	기타자산	380	484	448	698	888
수수료비용	173	178	204	248	290	자산총계	22,724	26,650	29,901	44,034	53,263
플랫폼수익	0	49	92	190	351	예수금	20,712	23,539	26,626	40,402	48,233
기타이익	19	-45	-20	-31	-27	차입금	0	4	3	29	148
총영업이익	212	384	702	1,328	2,167	총당금	0	22	24	165	301
판관비	162	201	298	507	745	기타부채	319	288	336	38	488
총당금 적립전 영업이익	50	183	404	821	1,422	부채총계	21,045	23,853	26,993	40,635	49,169
대손비용	36	61	71	100	136	자본금	1,825	2,038	2,048	2,048	2,048
영업이익	13	123	333	721	1,286	자본잉여금	-127	-14	763	763	763
영업외수익	0	0	0	0	0	이익잉여금	0	0	102	594	1,288
영업외비용	0	0	0	0	0	기타	0	0	-5	-5	-5
세전이익	13	123	333	721	1,286	자본총계	1,679	2,797	2,908	3,399	4,094
법인세	1	9	73	198	354						
당기순이익	14	114	260	523	932						
수익성/성장성						Valuation					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
NIM (%)	1.41	1.62	1.9	1.94	1.95	EPS (원)	38	278	548	1,101	1,962
ROA (%)	0.1	0.4	0.9	1.2	1.8	BPS (원)	4,598	6,828	6,121	7,155	8,618
ROE (%)	0.8	4.1	8.9	15.4	22.8	DPS (보통, 원)	0	0	120	250	500
CIR (%)	76.6	52.2	42.4	38.2	34.4	PER (배)	0	140.3	107.7	53.6	30.1
자산증가율 (%)	87.4	17.3	12.2	47.3	21.0	PBR (배)	0	5.7	9.6	8.2	6.8
대출증가율 (%)	63.8	36.5	30.5	26.2	26.2	배당성향 (%)	0	0.0	21.9	22.7	25.5
순이익증가율 (%)	흑전	729.1	128.6	100.9	78.3	배당수익률 (%)	0	0.0	0.2	0.4	0.8
자본적정성						건전성					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tier 1	0.06	13.92	19.38	16.00	15.29	고정이하여선비율	0.22	0.24	0.26	0.28	0.30
CET 1	0.00	13.92	19.38	16.00	15.29	NPL Coverage Ratio	173.0	180.3	264.0	259.4	302.6
BIS	0.00	14.26	19.89	16.36	15.58	Credit Cost Ratio	0.29	0.30	0.28	0.31	0.33

자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

## IPO(신규상장) 예정기업

# 카카오페이 (상장예정기업)

박혜진	hyejin.park@dashin.com
투자의견	N/R
6개월 목표주가	N/R
공모희망가	60,000 원~90,000 원

판테크업

공모개요	
공모가	60,000 원~90,000 원
공모주식수	17,000,000 주
공모예정금액	1.02조원~1.53조원
수요예측일	2021년 10월 20일~21일
공모청약일	2021년 10월 25일~26일
상장예정일	2021년 11월 3일
주관사	삼성증권, 골드만삭스, JP 모건 대신증권

기업개요	
출범일	2017년 4월
지회사	카카오페이증권 KP손해보험
총 자산	1.58조원(2Q21 기준)
지분총계	2,451 억원(2Q21 기준)
발행주식수	보통주: 113,367,125 주 카카오뱅크 55% 알리페이싱가포르홀딩 45%

## 플랫폼 가치 산정의 핵심 계열사

### 플랫폼 본질에 더욱 충실한 종합 펀테크 기업

- 카카오페이는 카카오톡 앱을 통해 결제, 송금, 멤버십, 청구서, 인증, 투자, 보험 등의 기능을 제공. 크게 결제서비스, 금융서비스, 기타서비스로 구분 할 수 있는데 매출 비중은 2021년 상반기 기준 각각 62.7%, 32.1%, 5.2%로 구성
- 11월 3일 상장 예정이며 공모가는 6~9 만원 공모금액은 1 조원에서 최대 1.53 조원이 마련될 것이며 이를 반영한 동사의 예상 시가총액은 7.8조원~11.7조원이 될 전망
- 공모가 관련 2021년 상반기 기준 순이익이 27 억원으로 연율화해도 상당히 높은 수준이나 1) 동사의 최근 3년 매출액 성장률이 100%를 상회한다는 점, 2) 최근 제도적 우려 등을 고려하여 평균 공모 할인율을 최근 5년 유가증권시장 평균 대비 보수적으로 산정한 점과 더불어 시장의 시선은 향후 성장성에 주목할 것이기 때문에 상장 이후 본격적인 성장성을 증명하는 것이 관건이 될 것

### 플랫폼 가치 산정의 핵심 계열사

- 향후 결제시장에서 유리한 지위를 유지할 수 있는 환경은 충분히 마련되어 있어 매출의 성장성이 기대되는 영역. 따라서 카카오뱅크와 마찬가지로 본업 외에 확장성을 키워 나가야하는 영역이 '금융서비스' 분야
- 카카오페이는 이미 증권과 보험 라이선스를 보유하고 있기 때문에 펀드 등 투자상품이나 보험상품에 대해서는 판매는 가능할 것. 다만 카카오페이 플랫폼에서 가능할지는 미지수
- 미지막으로 가장 기대되는 영역은 K-CSS(KakaoPay Credit Scoring System). 동사가 구축 가능한 대안신용평가의 영역은 그야말로 무궁무진. 일단 후불 결제 서비스에 이를 우선 적용하며 이를 토대로 씬파일러들의 금융접근성을 높여 긍정적인 금융 이력이 확보되면 서비스의 단계를 점차 늘려갈 예정

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018	2019	2020	2021.06
영업수익	70	141	284	216
비금융업	70	141	244	184
금융업	0	0	40	32
영업비용	166	206	302	214
영업이익	-97	-65	-18	3
당기순이익	-93	-65	-25	3
YoY	적지	적지	적지	흑전
EPS	-717	-499	-192	21
BPS	851	357	1,398	1,712
ROE				3.0

주: ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: Dart, 대신증권 Research Center

## 기업개요

카카오페이지는 카카오톡 앱을 통해 결제, 송금, 멤버십, 청구서, 인증, 투자, 보험 등의 기능을 제공하는 종합 펀테크 기업이다. 2014년 카카오 펀테크사업부를 통한 간편결제 서비스 론칭을 시작으로 2017년 2월 앤트그룹으로부터 2억 달러 투자를 유치하며 파트너십을 체결하였고 4월 분사하여 독립법인인 카카오페이지가 출범하였다. 카카오페이지는 크게 결제서비스(온오프라인 결제 서비스), 금융서비스(광고, 투자, 보험), 기타서비스(간편송금 등) 3 가지로 구분할 수 있다. 매출 비중은 2021년 상반기 기준 결제서비스 62.7%, 금융서비스 32.1%, 기타서비스 5.2%이다.

카카오페이지는 2020년 2월 바로투자증권의 지분 60% 인수에 대한 최종 승인을 받으며 카카오페이지증권을 통한 실명계좌 개설 및 펀드 판매 서비스를 개시하였고 현재 연내 출시를 목표로 MTS를 개발 중이다. 또한 2019년 7월 인슈어테크 플랫폼인 GA 라이센스를 갖고 있는 케이피보험서비스 인수하였으며 2021년 6월 금융당국으로부터 디지털 손해보험사 설립을 위한 예비인가를 획득하였다. 현재 상장을 준비중이며 공모가는 6~9만원으로 예상 공모금액은 1.02조원~1.53조원이다.

표 23. 카카오페이지 개요 및 주요주주 현황

구분	내용
출범일	2017년 4월
자회사	카카오페이지증권 KP 손해보험
총 자산*	1.58조원 (2Q21 기준)
자본총계*	2,451억원 (2Q21 기준)
발행주식수*	보통주: 113,367,125주
주요주주**	카카오뱅크 55% 알리페이싱가포르홀딩 45%

자료: 카카오페이지, 금융감독원, 대신증권 Research Center

표 24. 카카오페이지 공모개요

구분	내용
공모가	6만~9만원
공모주식수	1,700만주
공모예정금액	1.02조~1.53조원
수요예측일	2021년 10월 20일~21일
공모청약일	2021년 10월 25일~26일
상장예정일	2021년 11월 3일
주관사	삼성증권, 골드만삭스, JP 모건, 대신증권

자료: 카카오페이지, 금융감독원, 대신증권 Research Center

표 25. 카카오페이지 연혁

시기	세부 내용
2017.04	(주)카카오페이지 독립법인 출범
2018.09	바로투자증권 인수계약 체결
2019.07	인슈어테크 플랫폼 스타트업 '케이피보험서비스(주)(구. 인바이유(주))' 자회사 취득
2020.02	'카카오페이지증권' 자회사 취득
2020.06	핀테크 업계 최초 금융보안원 ISMS-P 통합인증 획득
2021.01	손해보험사 예비인가 신청
2021.05	카카오페이지 본인신용정보관리업(마이데이터) 예비인가 획득
2021.06	카카오페이지 디지털 손해보험사 예비인가 획득

자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

## 공모개요

동사는 11월 3일 상장 예정이다. 공모가는 6만원~9만원으로 공모주식수는 1,700만주다. 이 중 우리사주조합 20%를 제외한 나머지 80%가 일반공모 대상이며 일반청약자 비중은 25%~30%, 기관투자자 비중은 55%~75%다. 공모밴드 기준 공모금액은 1조원에서 최대 1.53조원이며 이를 반영한 동사의 예상 시가총액은 7.8조원~11.7조원이 될 예정이다. 공모희망가액은 (Growth-adjusted) EV/Sales방식을 적용하였다. 성장률 조정 EV/Sales방식이 PER등의 단순 배수 적용방식보다 동사의 높은 매출액 성장률을 반영한다는 전제이며, 그럼에도 과거 성장률이 미래 성장률을 담보하지 못하므로 공모할인율은 54.19%~31.28%로 최근 5년 유가증권시장 평균 공모 할인율(32.79%~19.79%)보다 보수적으로 적용하였다.

비교회사는 국내 플랫폼서비스 회사 중 상장사가 없기에 업종 관련성에 따라 Visa, Mastercard 등 해외상장사 405개사를 모집단으로 선정하였으며 재무적, 사업적 유사성 및 중대사건이 발생하지 않은 범위 내에서 Pagseguro, StoneCo, Upstar 3개사를 최종 선정하였다.

표 26. 카카오페이지 비교회사 선정 절차 및 결과

구분	선정기준	세부 검토기준	해당기업
모집단	업종 관련성	1. Bloomberg BICS 분류 Financial Transaction Processors 및 Consumer Finance에 속하는 2021.08.23. 기준 거래 중인 상장회사 2. 한국거래소 및 적격 해외증권시장 내 상장된 회사"	"Visa, Mastercard, Bank of America, Paypal, Toyota, Sea, Ping An Insurance, Citigroup 등 405 개사"
1 차	재무적 유사성	1. 분석 기준일 현재 시가총액 100 억달러 이상 500 억달러 미만 기업 2. 최근 사업연도 매출액 1 억달러 이상 50 억달러 미만 기업 3. 최근 사업연도 영업이익 시현 기업"	"Deutsche Boerse, Worldline, FleetCor, NEXI, Pagseguro, Nuvei, StoneCo, Jack Henry & Associates, Upstart 9 개사"
2 차	사업적 유사성	1. 최근 사업연도 매출액 중 핀테크 관련 매출 30% 이상 기업 & 기존 금융기관 (신용카드사, 은행 등) 제외 2. 투자, 대출 및 보험 등 금융서비스를 제공하는 플랫폼 보유 유무"	Pagseguro, StoneCo, Upstart 3 개사
3 차	일반기준 및 기타	1. 최근 6 개월 간 분할/합병, 신규상장, 중대한 영업 양/수도, 거래정지, 감사의견 거절, 권리증복 지정 등 기업가치에 중대한 영향을 주는 사건이 발생하지 않은 회사 2. 정정신고서 제출일 현재 2021년 반기 실적을 공시한 회사"	Pagseguro, StoneCo, Upstart 3 개사

자료: 카카오페이지, 금융감독원, 대신 Research Center

표 27. 키카오페이 비교회사 모집단 선정 결과

(단위: 백만달러)

구성 기업	시가총액	구성 기업	시가총액	구성 기업	시가총액	구성 기업	시가총액
Visa Inc	514,507	J Sainsbury PLC	10,878	Infomart	2,177	Tokai Financial	926
Mastercard	356,236	Renault SA	10,770	Evo Payments	2,108	Collector AB	916
Bank of America	344,254	GMO Payment Gateway	9,834	Repay	2,061	Prestige International	877
PayPal	325,460	Canadian Tire	9,469	Digital Garage	2,036	I3 Verticals Inc	875
Toyota Motor	274,131	Credit Acceptance	8,958	Credit Saison Co	2,036	Jaccs Co	847
Sea	169,565	Western Union Co	8,806	Everi	2,027	Atlanticus	840
Ping An Insurance	148,672	AutoNation	8,147	Nishi-Nippon Railroad	2,013	Awa Bank	838
Citi	143,679	WEX	7,976	Life	1,980	MoneyGram Int	835
American Express Co	127,467	OneMain	7,379	First Tractor Co	1,953	Hana Tour Service	828
Square	124,321	KT	7,256	Paragon Banking	1,927	San-In Godo Bank	811
Deere & Co	113,173	Euronet Worldwide	7,135	ECN Capital	1,923	H&D	772
Adyen NV	96,651	Shift	6,906	Yeahka	1,838	Suruga Bank	753
MercadoLibre	89,978	Penske Automotive	6,877	Kyushu Financial	1,748	Juroku Bank	732
Altria	89,401	Acom Co	6,151	Gemdale Prop & Inv	1,744	Hyakugo Bank	727
Fidelity NIS	80,096	Harley-Davidson	6,082	Takashimaya Co	1,739	Ogaki Kyoritsu Bank	721
Fiserv	78,054	BOK Financial	6,030	Hachijuni Bank	1,727	Belluna Co	695
BNP Paribas SA	77,333	Nordstrom	5,827	FinVolution	1,720	Int Money Express	689
Capital One Financial	75,549	SLM	5,615	Iyo Bank	1,699	Funding Circle PLC	685
General Motors Co	69,944	Sinotruk	5,216	Deluxe	1,696	Credit Agricole Loire HL	676
NAVER	60,323	Brilliance China Auto	4,726	China Youzan	1,573	PayPoint PLC	671
Bayerische Motoren Werke AG	58,836	Shizuoka Bank	4,684	Liberty Financial	1,543	Curo	667
Honda Motor Co	54,424	Alliance Data Systems	4,503	Credit	1,536	Conn's	657
Ford Motor Co	50,853	Guolian Securities Co	4,312	Chugoku Bank	1,535	Cass Info Systems	640
Global Payments	48,718	Hypoport SE	4,292	Aiful	1,457	SG Fleet	633
Volvo AB	45,757	Wintrust Financial	4,177	Aareal Bank AG	1,453	Bit Digital	628
Barclays PLC	41,982	Marui	3,798	GreenSky	1,424	Newtek Business Services	623
Discover Financial	38,464	Navient	3,696	Gunma Bank	1,418	QIWI plc	598
Hyundai Motor Co	37,269	FNB /PA	3,674	Monex	1,413	Regional Management	590
Deutsche Boerse AG	33,635	Marathon Digital	3,663	Allied	1,398	NICE	590
Synchrony Financial	28,320	Asbury Automotive	3,658	Yixin	1,345	Nanto Bank	589
Afterpay	27,773	Mitsubishi Motors	3,652	LexinFintech	1,335	Bank of Okinawa	570
Worldline SA/France	24,755	FirstCash	3,381	First Busey	1,330	Woori Financial	566
Loblaw Cos	23,740	Samsung Card Co	3,338	World Acceptance	1,325	Coocon	552
Huntington Bancshares	22,193	Iwatani	3,217	Tyro Payments	1,286	Money3	543
Nexi SpA	21,614	BanSouth Bank	3,085	Paya	1,271	Musashino Bank	531
FleetCor Technologies	21,579	Nelnet	3,017	Global Blue Holding	1,263	Hokkoku Bank	524
Nissan Motor Co	20,863	Group 1 Automotive	2,930	Enova International	1,173	Huasheng Int	521
Lufax Holding	20,412	Zip Co	2,894	Provident Financial	1,173	SOS	509
CarMax	20,354	360 DigiTech Inc	2,838	Asiana Airlines	1,164	Toho Bank	495
Pagseguro Digital	18,898	LendingClub	2,815	Daishi Hokuetu	1,082	S&U PLC	483
Ally Financial	18,586	Network International	2,811	AutoCanada	1,062	Silverlake Axis	483
Nuvei	17,576	Green Dot	2,653	Sun Hung Kai & Co	1,042	Hi Sun Technology	470
StoneCo	16,416	Isetan Mitsukoshi	2,518	NHN KCP	1,020	TOMONY	465
Textron	16,021	AEON Financial	2,472	EML Payments	1,000	Int Personal Finance	464
Upstart	15,784	Gruppo MutuiOnline	2,465	Hokuhoku Financial	993	Apollo Future Mobility	461
Rakuten	15,014	goeasy	2,360	Resurs Holding AB	988	Raccoon	443
Traton SE	14,826	Izumi Co	2,350	T-Gaia	986	Aruhi	423
Jack H&A	13,112	J Front Retailing Co	2,236	Sezzle	972	Hyakujuishi Bank	422
Santander	12,644	LendingTree	2,227	Glory Sun Financial	963	Senshu Ikeda	417
SoFi Technologies	11,467	Orient	2,223	North Pacific Bank	931	Bank of Nagoya	410

구성 기업	시가총액	구성 기업	시가총액	구성 기업	시가총액	구성 기업	시가총액
NEC Capital Solutions	402	e-Credible Co	209	Nagano Bank	96	Senmiao Tech	33
Qudian	397	Neo Telemedia	205	Bank of Toyama	94	Dunxin Financial	32
Cato	397	Jiayin	202	FSA	94	Luxey International	31
Premium	385	C&F Financial	193	Casa	92	Wedge	30
Aomori Bank	382	Int. Business Settlement	190	Nicholas Financial	92	China Healthwise	30
Sala	363	Mito Securities Co	190	Parkson Retail	91	Xiaobai Maimai	29
EZ	357	Greater China Financial	189	Olympia Financial	90	TUS International	29
Humm	350	Galaxia Moneytree Co	187	Tohoku Bank	87	TLV	28
Katapult	346	Aceso Life Science	178	China Finance Inv	86	MobilityOne	28
Danal Co	346	GMO Pepabo	178	Trufin PLC	86	Reliance Global	26
Hoist Finance AB	346	Plenti	178	Dingyi Inv	85	Prosperous Future	24
San ju San Financial	344	First Bank of Toyama	176	PCI-PAL PLC	81	Payright	23
PF	337	Shimizu Bank	172	ALBIS Leasing AG	79	Yamano	22
VCredit	336	Senshukai Co	172	Han Chang	79	Zhida International	20
Aichi Bank	333	H&T PLC	165	Art Vivant Co	77	Capital Finance	17
Fukui Bank	326	China Huirong Financial	165	Sun Tech	77	Life Healthcare	17
Miyazaki Bank	324	Splitit	161	Bank of Kochi	73	Non-Standard Finance	16
KGMobilians Co	320	51 Credit Card Inc	153	Daito Bank	71	Food Idea	16
IwaiCosmo	306	Chiba Kogyo Bank	149	First US Bancshares	71	South China Financial	15
Bank of the Ryukyus	306	Michinoku Bank	149	MoneyMax	70	Fast Finance24	14
Yiren Digital	294	Universal Tech	149	OiWah Pawnshop Credit	68	GTI	14
OFX	290	SBI FinTech Solutions	148	Creditshelf AG	63	Wealth Glory	13
Aoyama Trading Co	286	YG District TR Microfinance	145	L & A International	63	Conafi SPA	13
Ban Loong	285	Intelligent Wave	144	Zebit	62	Von	13
Korea I&C	283	J-Lease Co	142	Money Partners	61	Manx Financial	13
Saison IS	283	Morses Club PLC	141	Billing System	61	Daido	12
Tenpos	283	Kyushu Leasing Service	136	Fukushima Bank	60	China ITD	12
Freelancer	281	Prospa	135	Weidai	59	J Escom	10
Bank of Iwate	279	Jimoto	135	Tungsten PLC	59	Sino Prosper	10
Upbest	279	Equals PLC	134	Zuoli Kechuang	56	ETS	10
Ehime Bank	274	Maxi-Cash Financial	133	China Smartpay	56	Oriental Payment	10
Nice I&T	269	Paysign	132	Thorn	51	Lamtex	10
Wistr	266	ASA International	130	First Credit Finance	50	China Fortune Inv	9
SDAF	264	Tsukuba Bank	130	Guoan International	50	Westpay AB	9
Aeon Credit Service	262	Wameja	129	Anshin Guarantor Service	48	Yin He	9
Oita Bank	262	Usio	127	Seamless DS	48	China Properties Inv	9
Densan System	262	Education Int Inv	126	Kosei Securities Co	47	Raize	8
Yamagata Bank	261	Consumer Portfolio Services	125	Cuentas	47	CIL	7
MoneyMe	258	Multitude SE	124	New Century	46	Chinese Energy	6
Zhong Ji LS	258	Kita-Nippon Bank	122	Superactive	45	China 33 Media	6
Settle Bank Inc/Korea	250	Gabetti Property Solutions	121	Douugh	44	Century Legend	6
Net 1 UEPS	243	Elevate Credit	120	Shimane Bank	44	Orient Securities Int	6
Moorim P&P Co	241	ITC Properties	115	Wirecard AG	42	Easy Repay F&I	6
Han Kook Capital Co	235	Toyo Securities Co	114	Vestate	42	Finsoft Financial Inv	5
Kyokuto Securities Co	234	Cash Converters Int	113	Easyknit	41	Koala Financial	5
Akita Bank	233	Tomato Bank	112	China Asia Valley	41	Sino Vision Worldwide	4
Korea ECA	223	Koryo Credit Information	112	KC Feed Co	40	Royal Century Resources	4
Get Nice	222	Novatti	108	QuickFee	38	Aurum Pacific China	3
LEAD	220	Quanzhou Huxin Micro-Credit	105	Showa	37	Evershine	3
Aplus Asset Advisor	214	DeTai New Energy	99	Kyoto Kimono Yuzen	36		
Aspial	210	Tottori Bank	98	Corum	34		
Valuemax	210	Daikokuya	96	Jianpu Technology	33		

자료: 카카오페이지, 금융감독원, 대신증권 Research Center

### 비교회사 1) Pagseguro Digital Ltd.

페그세구로는 2006년에 설립된 브라질 소재 핀테크 플랫폼 업체로 결제를 비롯한 다양한 금융서비스를 소비자, 소상공인 및 중소기업 등에 제공하고 있다. 모회사로 UOL이 있으며 UOL은 브라질 최대의 인터넷 포털사이트로 2019년 6월 기준 순방문자수는 1.7억명이다. 페그세구로의 디지털은행인 pagBank는 송금, QR코드 결제, 청구서 결제, 선불 및 휴대폰 크레딧 충전, 투자, 대출의 서비스 이용이 가능하며 페그세구로의 매출액과 거래액은 2021년 2분기 기준 각각(YoY) 74.6%, 155% 성장하였다.

### 비교회사 2) StoneCo Ltd.

StoneCO 역시 브라질 핀테크 기업으로 중소상인 대상 결제 시스템 및 솔루션을 제공한다. 회사의 주요 사업부문은 1. 금융수익: 운전자본 관리 솔루션 제공, 2. 가맹점 수수료, 3. 대여 및 구독서비스: POS단말기 임대료 및 운전자본 관리, ERP 등 SW제공에 대한 구독서비스로 이뤄져 있다. 동사는 최근 즉시결제 및 계좌이체가 가능한 모바일 종합 금융 계좌 플랫폼인 ABC를 런칭하였으며 이를 통해 중소상인고객의 자산 유출입을 종합적으로 관리하는 서비스를 제공 예정이다. StoneCO의 매출액과 거래액은 2021년 상반기 기준 각각 7%, 46.6%(YoY) 성장하였으며 같은 기간 활성화 계좌수는 77만좌를 달성하였다.

### 비교회사 3) Upstart Holdings, Inc.

Upstart는 2012년 설립된 미국의 AI핀테크 기업으로 대출과 심사를 모두 AI가 진행한다. Upstart의 핵심은 높은 대출 승인률, 낮은 손실률 등 고도화된 자동화 솔루션이 핵심이다. 대출은 파트너십을 맺은 은행에서 진행하며 매출의 96%가 파트너 은행에게 수취하는 추천 및 플랫폼수수료다. 현재 개인 신용 대출 시장에 주력 중이며, 향후 자동차 대출, 학자금 대출, 주택담보대출까지 확장할 계획이다. 2021년 1분기 기준 전체 대출의 71%가 AI를 통한 자동화로 집행되었다. 2021년 상반기 기준 매출액과 거래액은 각각 1,018%, 1,604%(YoY) 성장하였다.

그림 64. Pagseguro 분기별 매출액 추이

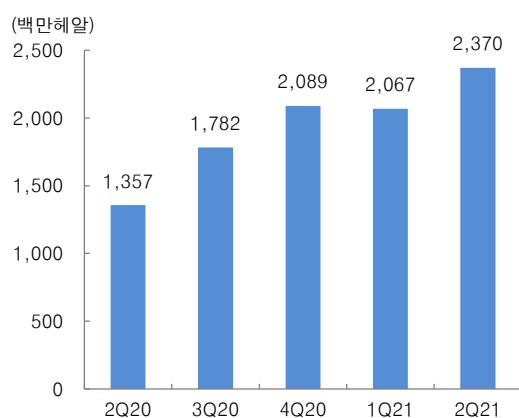
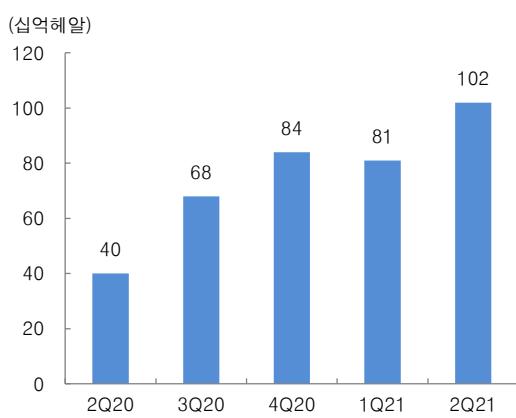


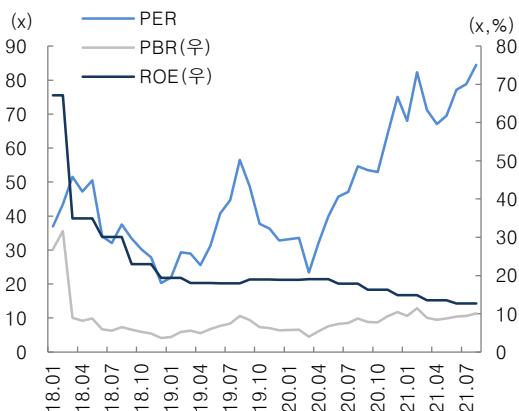
그림 65. Pagseguro 분기별 거래액 추이



자료: 카카오페이지, 금융감독원 Pagseguro, 대신 Research Center

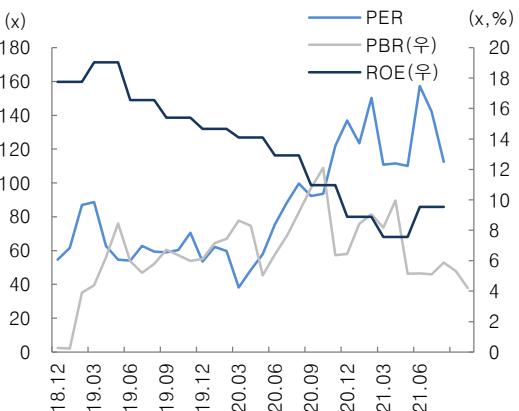
자료: 카카오페이지, 금융감독원 Pagseguro, 대신 Research Center

그림 66. Pagseguro 주요 투자지표 추이



자료: Bloomberg, Ycharts, Pagseguro, 대신 Research Center

그림 67. StoneCo 주요 투자지표 추이



자료: Bloomberg, Ycharts, StoneCo, 대신 Research Center

그림 68. StoneCo 단일 플랫폼으로서의 ABC 플랫폼



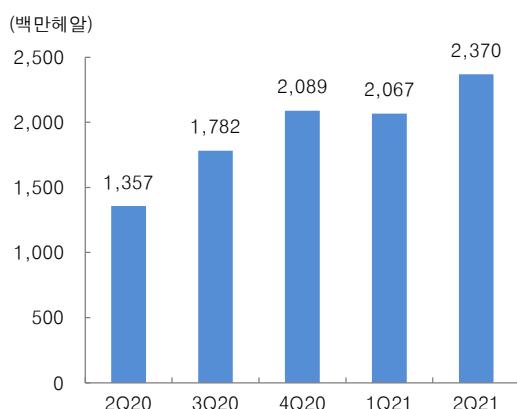
자료: 카카오페이지, 금융감독원 StoneCo, 대신 Research Center

그림 69. StoneCo의 비전



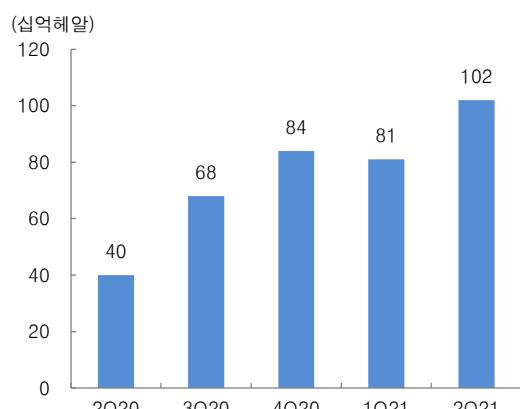
자료: 카카오페이지, 금융감독원 StoneCo, 대신 Research Center

그림 70. StoneCo 분기별 매출액 추이



자료: 카카오페이지, 금융감독원 StoneCo, 대신 Research Center

그림 71. StoneCo 분기별 거래액 추이



자료: 카카오페이지, 금융감독원 StoneCo, 대신 Research Center

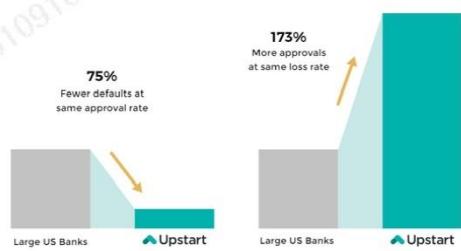
그림 72. Upstart 의 TAM



자료: 카카오페이지, 금융감독원 Upstart, 대신 Research Center

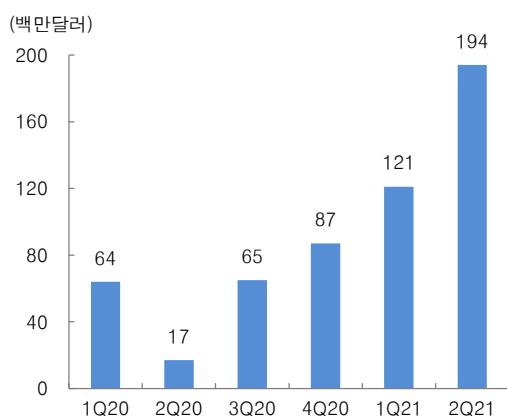
그림 73. 전통 은행 비즈니스 모델 대비 Upstart 의 성과

## Upstart model vs. traditional bank models



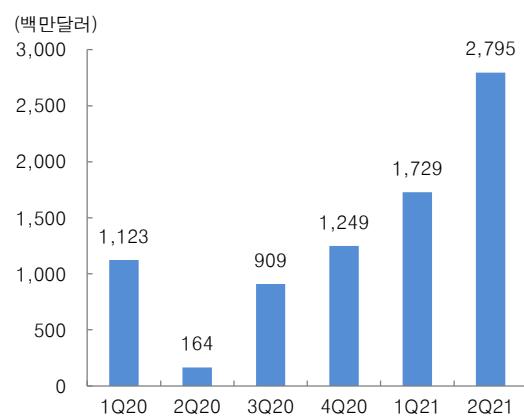
자료: 카카오페이지, 금융감독원 Upstart, 대신 Research Center

그림 74. Upstart 분기별 매출액 추이



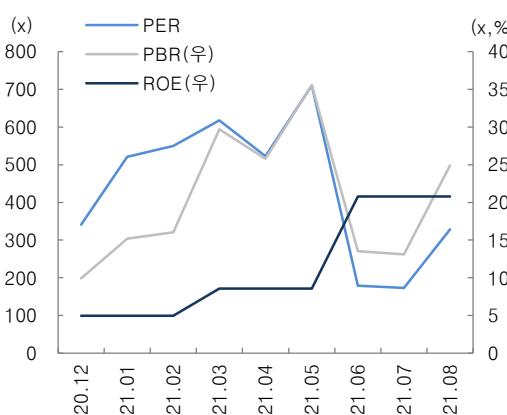
자료: 카카오페이지, 금융감독원 Upstart, 대신 Research Center

그림 75. Upstart 분기별 거래액 추이



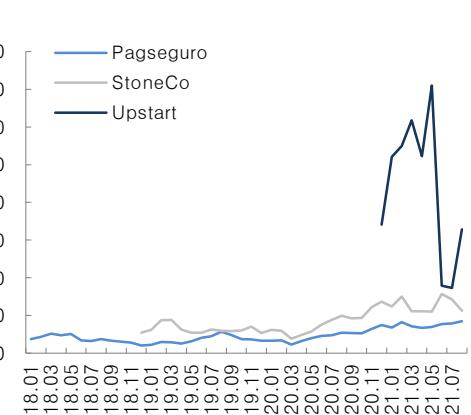
자료: 카카오페이지, 금융감독원 Upstart, 대신 Research Center

그림 76. Upstart 주요 투자지표 추이



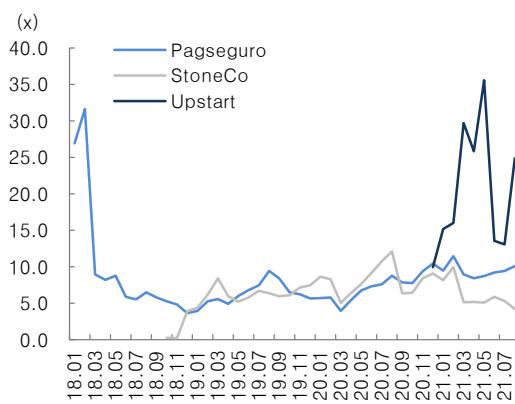
자료: 카카오페이지, 금융감독원 Upstart, 대신 Research Center

그림 77. 비교3사 PER 추이



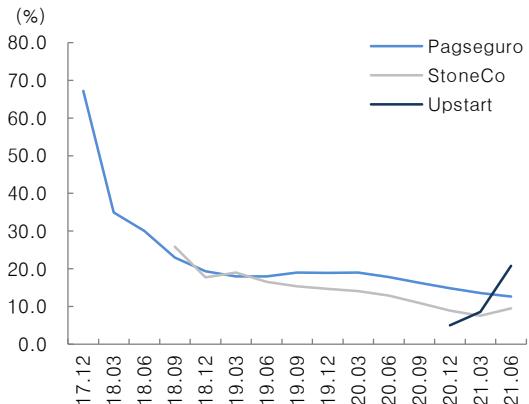
자료: 카카오페이지, 금융감독원 Upstart, 대신 Research Center

그림 78. 비교3사 PBR 추이



자료: 카카오페이지, 금융감독원, Upstart, 대신 Research Center

그림 79. 비교3사 ROE 추이



자료: 카카오페이지, 금융감독원, Upstart, 대신 Research Center

Pagseguro, StoneCO, Upstart의 기업가치와 매출액으로 산정된 EV/Sales 배수는 평균 20.2x이며 여기에 매출액 성장률과 성장률 조정계수를 반영한 3사의 평균 성장률조정 EV/Sales배수는 45x다. 카카오페이지의 EV/sales 멀티플은 앞선 3사의 성장률 조정 EV/Sales 배수에 동사의 매출액 성장률 98.7%를 반영한 44.4x로 적용되었으며 이에 따른 적정 시가총액은 17.8조원, 주당 평가가액 130,967원으로 전술한 공모할인율 54.19%~31.28%를 반영한 최종 희망 공모가액 밴드가 6만원~9만원이다. 2021년 상반기 기준 순이익이 27억원으로 연율화해도 공모가는 상당히 높은 수준이나 1) 카카오페이지의 매출액 성장률이 앞선 3사를 상회한다는 점, 2) 최근 제도적 우려 등을 고려하여 평균 공모 할인율을 최근 5년 유가증권시장 평균 대비 보수적으로 산정한 점과 더불어 시장의 시선은 향후 성장성에 주목할 것이기 때문에 상장 이후 본격적인 성장성을 증명하는 것이 관건이 될 것이다.

표 28. 적용 성장을 조정 (Growth-adjusted) EV/Sales

(단위: 백만달러)

구분	Pagseguro	StoneCo	Upstart
기업가치(EV)	18,190	15,329	11,450
매출액	1,544	635	467
EV/Sales 배수	11.8x	24.1x	24.5x
매출액 성장률	29.7%	36.2%	85.8%
성장률 조정계수*	39.6	66.7	28.6
평균		45.0	

자료: 카카오페이지, 금융감독원, 각 사, 대신 Research Center

주: 각 비교회사 2021년 반기 LTM(Last Twelve Months) 매출액 금액

매출액 달러 변환 시 서울외국환중개 발표 2020.07.01~2021.06.30 평균 환율 적용

\*EV/sales 배수/매출액 성장률

표 29. 성장을 조정 EV/Sales 배수를 적용한 상대가치 산출 결과

(단위: 백만원, 원)

구분	카카오페이지	산출식
매출액 성장률	98.70%	A
성장률 조정계수	45	B
성장률 조정 EV/Sales 배수	44.4x	C = A × B
매출액	386,756	D
기업가치(EV)	17,162,949	E = C × D
순차입금	-633,859	F
적정 시가총액	17,796,808	G = E - F
주당 평가기액	130,967	

자료: 카카오페이지, 금융감독원, 대신 Research Center

### 플랫폼 가치산정의 핵심 계열사

카카오뱅크의 기본 수익모델이 은행업이라면 카카오페이지는 지급결제업이다. 2020년 기준 매출의 70%이상이 결제서비스에서 발생한다. 뒤이어 금융서비스는 22.7%, 기타서비스가 5.4%를 차지한다. 한 언론사가 진행한 설문조사에서 네이버페이에 이어 카카오페이지의 사용량이 24.7%로 2위를 차지했다. 2016년부터 2020년까지 간편결제 거래금액의 연 평균 성장률은 86%로 2020년 거래금액은 75조원을 상회한다. 온라인 거래는 늘어날 수 밖에 없고 펍테크 기업들이 제공하는 편리성 때문에 간편결제시장은 성장성을 의심할 수 없다. 카카오택시 자동결제, 카카오톡 선물하기 등 카카오페이지가 향후 결제시장에서 유리한 지위를 유지할 수 있는 환경은 충분히 마련되어 있어 매출의 성장성이 기대되는 영역이다.

따라서 카카오뱅크와 마찬가지로 본업 외에 확장성을 키워나가야하는 영역이 바로 이 '금융서비스' 분야다. 금융서비스 사업 내에서는 크게 투자증개, 대출관련, 보험증개를 진행하고 있는데 금융소비자보호법 계도기간이 9월 24일 종료되어 자동차보험 비교서비스 및 보험상품 일부서비스 판매를 중단키로 결정하였다. 카카오페이지는 이미 증권과 보험 라이선스를 보유하고 있기 때문에 펀드 등 투자상품이나 보험상품에 대해서는 판매는 가능할 것으로 보이나 다만 카카오페이지 플랫폼에서 가능할지는 미지수다. 금융위의 권고가 단순 상품제공처를 카카오페이지증권/KP보험서비스로 확실하게 명시하는 것에 그칠지 아니면 아예 플랫폼을 분리하라고 주문할 것인지 결정내지 못했기 때문이다.

표 30. 카카오페이 영위 사업 현황

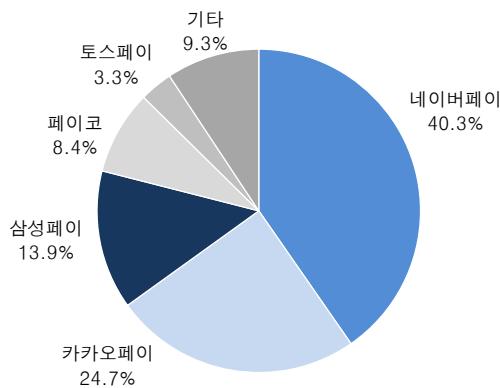
서비스		내용	출시 시기
금융 서비스	결제 서비스	결제	국내 최초로 출시된 온라인 간편결제 서비스 및 QR/바코드 기반 오프라인 결제 서비스
	투자증개	카카오톡 및 카카오페이 앱을 통해 펀드 등 금융상품에 투자 가능한 서비스	2014.09 (온라인) 2018.05 (오프라인)*
	대출관련	금융기관 방문없이 여러 대출 상품의 정보를 카카오페이에서 비교 및 신청가능한 서비스	2018.11 (P2P 투자) 2020.02 ("펀드")
	보험증개	쉽고 편리한 이용자 중심의 보험 상품 제공 및 추천 서비스	2019.08 (신용조회) 2019.10 (대출비교) 2020.06 (내대출한도)*
	멤버십	여러 제휴사의 포인트 적립, 사용이 하나의 바코드를 통해 처리 및 내역관리 가능한 서비스	2019.10
	청구서	국내 최초의 모바일 메신저 기반 전자고지결제 서비스	2016.02
	송금	공인인증서, OTP 없이도 메시지 보내듯 쉽고 편리하게 송금할 수 있는 모바일 기반 서비스	2016.04
	인증	국내 최초 모바일 메신저 기반의 전자문서, 전자서명 및 사설인증 서비스	2017.06
	자산관리	여러 기관에 흩어져 있는 금융 자산을 한 번에 확인하고, 자산 및 지출 분석까지 제공	2019.05 (통합조회) 2020.03 (자산관리)*
	영수증	제휴 카드사 및 매장의 영수증을 종이 대신 모바일 앱을 통해 전자적 형태로 제공	2019.06
기타	배송	모바일 기반으로 배송 예약, 결제 등 배송업무 처리가 가능한 서비스	2019.06
	내차관리	차량 번호 입력만으로 판매, 세금, 보험, 고지서 관리가 가능한 서비스	2019.12

자료: 카카오페이, 대신증권 Research Center \*금융서비스는 현재 일부 중단

그러나 어찌됐든 동사는 라이선스를 보유했기 때문에 판매가 불가능한 것은 아니다. 부침은 있을 것이나 향후 투자플랫폼 내에는 카카오페이증권을 활용한 프라이빗 뱅킹서비스 및 투자상품 이용이 가능해 질 것이다. 대출관련 플랫폼에서는 신용조회, 대출비교, 대출한도 조회가 가능하다. 이는 뱅크보다 일찌감치 먼저 시작했다. 보험증개는 기존 원수보험사의 상품 나열에서 6월 보험업 진출이 가능해지며 카카오페이의 상품판매가 가능해졌다.

그리고 마지막으로 가장 기대되는 영역이 K-CSS(Kakaopay Credit Scoring System)이다. 3,500만명의 가입자수와 67조원의 거래액, 16억건의 거래건수와 57만개의 가맹점으로 동사가 구축가능한 대안신용평가의 영역은 그야말로 무궁무진하다. 대안신용평가는 우리가 앞서 카카오뱅크의 중금리대출에서도 언급한 바 있는데 페이와 뱅크가 합작으로 시스템 구축 중에 있다. 카카오페이는 일단 후불결제 서비스에 이를 우선 적용할 예정이다. 이를 토대로 씽파일러들의 금융접근성을 높여 긍정적인 금융이력이 확보되면 서비스의 단계를 점차 늘려갈 예정이다. 관련하여 앞선 산업분석파트에서 자세히 분석한 바 있다.

그림 80. 국내 간편결제서비스 사용빈도 설문조사



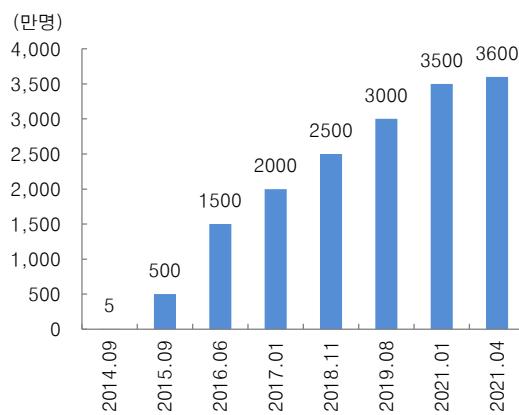
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center \*국내 20~50대 2,340명 대상 조사

그림 81. 카카오페이지 제공 서비스 종류



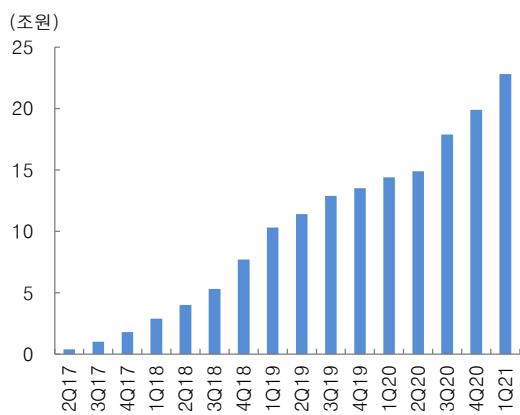
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 82. 카카오페이지 누적 가입자수



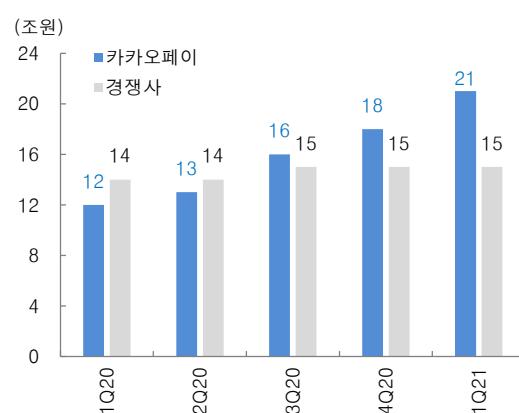
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 83. 카카오페이지 거래금액 추이



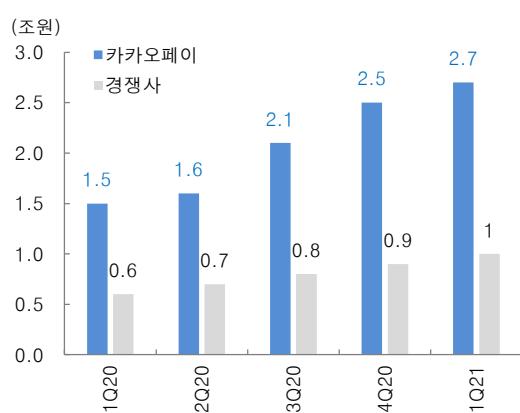
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 84. 카카오페이지 송금서비스 송금액



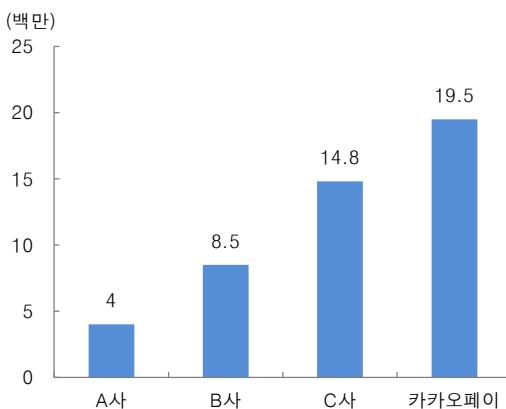
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 85. 카카오페이지 Non-captive 결제금액



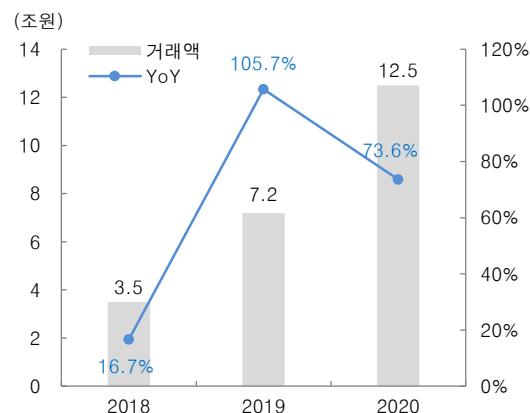
자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 86. 카카오페이지 및 경쟁사 MAU



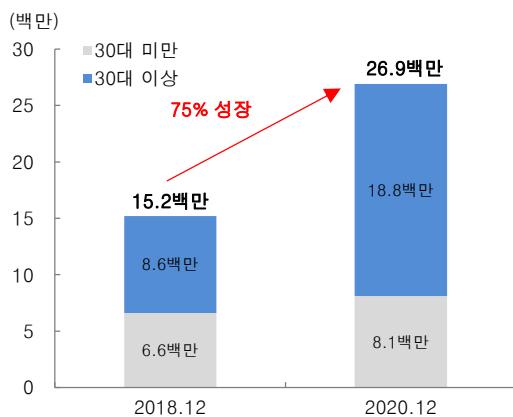
자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 87. 카카오페이지 간편결제 거래액 및 성장률



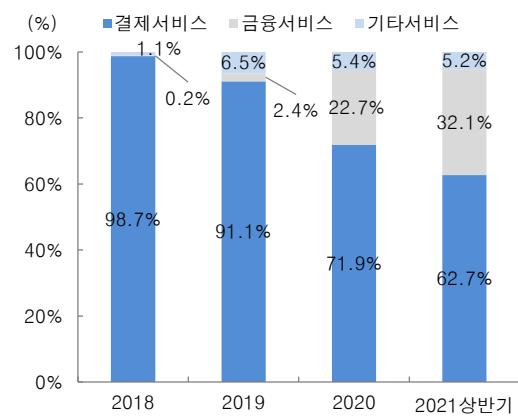
자료: 언론보도, 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 88. 카카오페이지 연간활성이용자수 추이



자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 89. 카카오페이지 매출구성비중 추이



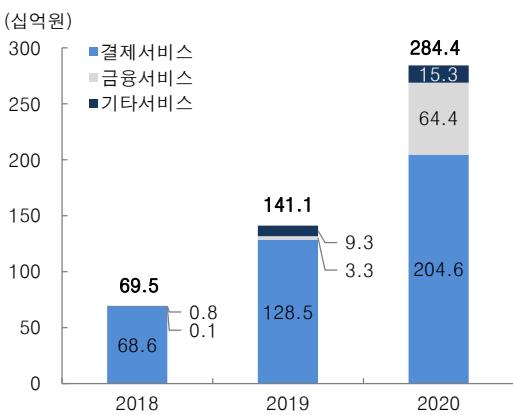
자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 90. 카카오페이지 AAU 이용서비스 개수 분포



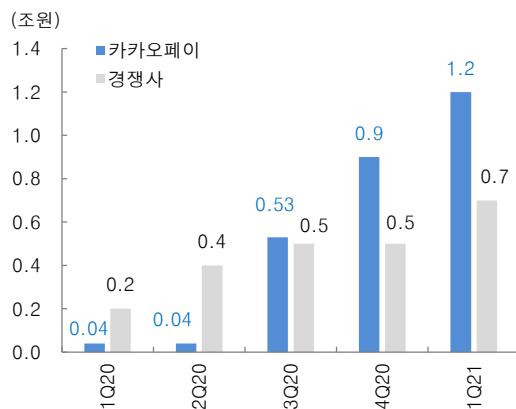
자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 91. 카카오페이지 사업부문별 매출 추이



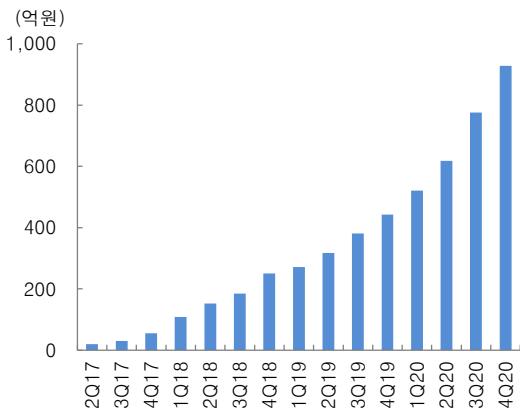
자료: 카카오페이지 대신증권 Research Center

그림 92. 카카오페이지 대출증개 서비스: 실행 잔고



자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

그림 93. 카카오페이지 총 매출액 추이



자료: 카카오페이지, 대신증권 Research Center

표 31. 카카오페이지 연결손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021.06
영업수익	70	141	284	216
비금융업	70	141	244	184
금융업			40	32
영업비용	166	206	302	214
비금융업	166	206	252	173
금융업			51	41
영업이익(손실)	-97	-65	-18	3
기타수익	0	1	3	1
기타비용	1	1	8	0
금융수익	3	4	2	1
금융비용	0	1	3	2
지분법손익		-3	-3	-1
법인세비용차감전순이익(손실)	-93	-65	-26	2
법인세수익			-1	0
당기순이익(손실)	-93	-65	-25	3

자료: Dart, 대신증권 Research Center

표 32. 카카오페이지 연결재무상태표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021.06
자산				
유동자산	369	475	644	720
현금및현금성자산	261	379	368	419
단기금융상품	41	23	190	210
당기손익—공정가치 측정 금융자산	20			0
매출채권	0	2	6	8
기타유동금융자산	45	60	76	76
기타유동자산	1	12	3	6
비유동자산	0	49	60	78
금융업자산	0	0	504	783
자산총계	387	525	1,208	1,580
부채	0	0	0	0
유동부채	272	457	549	598
미지급금	137	140	223	228
예수금	130	300	302	335
기타유동부채	4	12	16	25
비유동부채	5	21	24	28
금융업부채	0	0	431	709
부채총계	276	478	1,004	1,335
자본	0	0	0	0
지배기업 소유주지분	111	47	182	223
자본금	9	9	11	57
자본잉여금	220	220	375	352
자본조정	0	1	3	14
기타포괄손익누계액	0	0	-3	-2
결손금	-119	-184	-205	-198
비지배지분	0	0	22	22
자본총계	111	47	204	245
부채 및 자본총계	387	525	1,208	1,580

자료: Dart, 대신증권 Research Center

## [Compliance Notice]

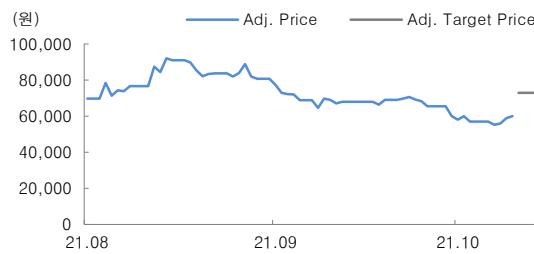
금융투자업규정 4-20조 1 항 5 호 사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당시는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 박혜진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당시 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련된 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 카카오뱅크(323410) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자 21.10.18

투자의견 Buy  
목표주가 73,000

고민율(평균%)  
고민율(최대/최소%)

제시일자  
투자의견  
목표주가  
고민율(평균%)  
고민율(최대/최소%)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 2021.10.13)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.0%	7.5%	0.5%

#### 산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  - : 향후 6 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6 개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  - : 향후 6 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

#### 기업 투자의견

- Buy(매수)
  - : 향후 6 개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  - : 향후 6 개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6 개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상