SK COMPANY Analysis

SK securities

2022-02-10

카카오뱅크 (323410/KS | 매수(상향) | T.P 54,000 원(하향))

상장 초기의 거품은 많이 해소되었다

카카오뱅크에게 중요한 것은 4Q 실적이 아니라, 대출 증가세 등 장기 전략이 시장의 기대만큼 잘 진행되느냐의 여부. 미 연준의 스탠스 변화 이후 글로벌 고성장주의 약세와 더불어 카카오뱅크도 급락한 상태. 카카오뱅크의 장점 (플랫폼, 무점포)은 최근 증시 변화 요인과는 무관해, 주가 급락이 투자기회로 작용할 수 있음. 투자의견 '매수'로 상향 조정, 목표주가는 54,000 원 제시

중요한 것은 4Q 실적이 아니라 대출 증가세 등 장기 전략 상의 흐름

4Q21 순이익은 362 억원으로 컨센서스 (570 억원)를 하회했다. 다만 투자자들이 카카오뱅크에게 기대하는 것은 지금 당장의 이익이 아니라, 향후에 대형 은행들과 제대로 경쟁할 수 있는 고객 베이스를 만드는 것이다. 그러기 위해서는 대출 증가세가 어떻게 진행되느냐가 중요하다. 4Q 말 대출금은 26.4 조원으로 전분기대비 5.6% (금액은 +1.4 조원) 늘어났다. 가계부채 규제에도 불구하고 당사 (SK 증권) 기대치와 비슷한 결과였다.

'긴축' 때문에 주가가 하락해 버블이 꺼진 것은 투자 기회로 작용할 것

최근 미 연준이 '긴축'으로 스탠스를 바꾸면서 전세계적으로 고성장 주식들이 크게 하락했다. 시장대비 선방한 타 은행주들과 달리 카카오뱅크도 하락 폭이 컸다. 그런데 그 결과 상장 초기에 수급 요인 때문에 형성되었던 버블이 해소된 측면이 있다. 그 동안 카카오뱅크가 비싸다고 생각했던 투자자들에게는 투자 기회로 작용할 수도 있다.

카카오뱅크의 장점 (플랫폼, 무점포)은 최근 증시 악화 요인과는 무관하다

금리 상승으로 인한 밸류에이션의 하락 요인, 가계대출 시장의 성장성 둔화 등을 반영하여 목표주가를 54,000 원으로 16% 하향조정한다. 하지만 그 동안의 주가 하락으로 버블 요인이 사라지고 상승 여력이 생긴 점을 감안하여 투자의견을 '매수 (Buy)'로 상향조정한다. 장기적으로 카카오뱅크의 장점, 즉 1) 초대형 플랫폼 계열사로서의 메리트, 2) 무점포 수익모델의 우위 등은 증시 환경의 변화와는 무관하게 지속될 이슈다.

Analyst
구경회
kh.koo@sks.co.kr
02-3773-9083

Company Data	
자본금	20,383 억원
발행주식수	4억 7,516만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21조 20 억원
주요주주	
카카오	27.3%
외국인지분률	15.6%
배당수익률	0.0%

Stock Data	
주가(22/02/09)	44,200 원
KOSPI	2768.85 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	92,000 원
52주 최저가	39,650 원
60일 평균 거래대금	1,312 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.8%	-12.7%
6개월	-36.0%	-23.8%
12개월	-	-

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
총영업이익	십억원	123	214	384	635	830	1,017
YoY	*%*	*흑전*	*73.1*	*79.8*	*65.4*	*30.6*	*22.5*
영업이익	십억원	-21	13	123	257	405	543
YoY	*%*	*적지*	*흑전*	*824.6*	*109.6*	*57.7*	*34.0*
당기순이익	십억원	-21	14	114	204	307	412
YoY	*%*	*적지*	*흑전*	*727.5*	*79.6*	*50.4*	*34.0*
영업이익/총영업이익	%	-17.2	6.2	31.9	40.4	48.8	53.4
총영업이익/자산	%	1.4	1.2	1.6	2.0	2.1	2.2
ROE	%	-2.3	1.0	5.1	4.9	5.4	6.8
ROA	%	-0.23	0.08	0.46	0.65	0.79	0.89
배당성향	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정 EPS	원	-81	38	279	427	643	861
BPS	원	4,386	4,598	6,861	11,557	12,199	13,061
주당배당금	원	0	0	0	0	0	0
수정 PER	배	N.A	N.A	N.A	157.6	68.8	51.3
PBR	배	N.A	N.A	N.A	5.83	3.62	3.38
배당수익률	%	N.A	N.A	N.A	0.0	0.0	0.0

Analyst 구경회 kh.koo@sks.co.kr / 02-3773-9083

1. ESG 하이라이트

카카오뱅크의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이

N.A

자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
카카오뱅크 종합 등급	**N.A**	**C+**	**20.6**
환경(Environment)	N.A	D-	1.8
사회(Social)	N.A	C	26.7
지배구조(Governance)	N.A	A-	51.8
<비교업체 종합 등급>			
BNK 금융지주	A	A-	52.6
DGB 금융지주	A	B+	58.3
JB 금융지주	A	B-	53.1
기업은행	BBB	C	46.9
우리금융지주	A	A	55.7

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 카카오뱅크 ESG 평가

아직 은행이 설립된지 얼마 되지 않아 ESG 와 관련된 많은 사항들을 실천하지 못한 것으로 판단. 그 결과 Refinitiv (C+), 블룸버그 (20.6 점) 등으로부터 낮은 평가를 받는 중

특히 환경 (Environment)과 관련해서는 회사 차원에서의 전략이 확실하지 않아 낮은 점수를 받은 것으로 추정

대주주 및 주요 주주들이 잘 분산되어 있어 대주주의 전횡 가능성이 낮은 것은 일반 기업들에 비해 높은 점수를 받는 요인으로 작용 중

자료: SK 증권

카카오뱅크의 ESG 채권 발행 내역 (자회사 포함)

N.A

자료: KRX, SK 증권

카카오뱅크의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.01.20	지배구조(Governance)	카카오뱅크 대표도 스톡옵션 일부 행사
2022.01.19	지배구조(Governance)	또 먹튀 논란 카카오그룹株 일제히 하락...투심 싸늘
2022.01.15	지배구조(Governance)	"카카오페이 먹튀 사태, 자율 경영과 몸집 키우기의 엇박자"
2021.10.13	지배구조(Governance)	자금세탁 방지 시급한데...인터넷은행 전문인력 태부족
2021.09.17	사회 (Social)	카카오뱅크, 추석 이벤트에 앱 먹통..."현재는 복구 완료"
2021.09.10	사회 (Social)	카뱅 대출, 금리 높아지고 한도 줄어 불만 확산..."불가피한 선택"

자료: 주요 언론사, SK 증권

2. 목표주가 및 수익 추정치 변경 내용

카카오뱅크의 수익 추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
영업이익	405	543	442	619	463	621
지배주주순이익	307	412	335	469	378	457
수정 ROE(%)	5.4	6.8	5.8	7.6	-	-
주당배당금(원)	0	0	0	0	0	0

자료: FnGuide 컨센서스, SK 증권 추정

카카오뱅크 주당 가치 계산 방법

- 목표주가 = Target PBR X BPS
- Target PBR = 국내은행 역사상 최고치에 금리차 반영
- 1999 년 6 월 KB 금융 (전신인 주택은행)이 월평균 2.36 배를 기록한 것이 은행주 사상 최고 PBR
- 당시 금리 (국고채 3 년물)는 6.76% (1999 년 상반기 평균) → 2022 년 국고채 예상치 2.45%로 가정하면, 같은 기간 동안 채권 가격은 1.93 배로 상승 (기존에는 금리 1.5%를 감안하여 채권가격 상승률 2.31 배로 계산)
- PBR 2.36 배 X 1.93 배 (할인율 하락으로 인한 밸류에이션 상승) = 4.55 배 (기존에는 5.45 배 적용)
- 4.55 배 X 5.68 조원 (2022 년 6 월말 예상 자기자본) = 25.8 조원

⇒ 25.8 조원 / 4 억 7,777 만주 ≒ 54,000 원

(기존 64,000 원에서 하향조정)

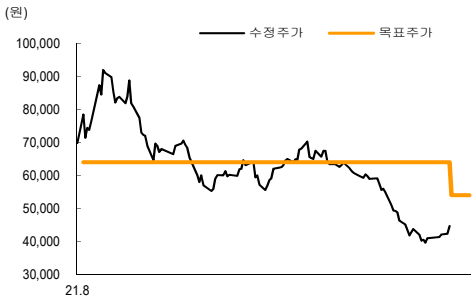
자료: SK 증권

주: 1. 국내 은행업종 PBR 역사는 1985 년 이후 기준

2. 주식 수는 스톡 옵션 포함한 희석 가능 주식수 (현재 상장 주식수는 4.76 억 주)

Analyst 구경회 kh.koo@sks.co.kr / 02-3773-9083

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.10	매수	54,000원	6개월		
2021.10.08	중립	64,000원	6개월	-1.19%	43.75%
2021.08.09	중립	64,000원	6개월	17.40%	43.75%



Compliance Notice

- 작성자(구경회)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 (2022 년 2 월 10 일 기준)

매수	92.98%	중립	7.02%	매도	0%

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
현금및예치금	226	1,196	1,219	1,244	1,268
유가증권	2,877	4,261	6,139	6,385	6,640
대출채권	19,194	20,663	26,362	31,503	39,378
유형자산	47	46	70	74	77
무형자산	56	45	34	34	35
기타자산	324	439	2,216	2,538	2,964
자산총계	**22,724**	**26,650**	**36,040**	**41,776**	**50,363**
예수부채	20,712	23,539	30,026	35,431	43,580
차입성부채	0	0	0	0	0
기타금융부채	0	0	0	0	0
비이자부채	333	314	493	517	543
부채총계	**21,045**	**23,853**	**30,519**	**35,948**	**44,123**
자본금	1,825	2,038	2,389	2,389	2,389
자본잉여금	-22	760	2,956	2,956	2,956
이익잉여금	-127	-14	190	497	909
기타자본	3	13	-14	-14	-14
자본총계	**1,679**	**2,797**	**5,521**	**5,828**	**6,240**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
총영업이익	**214**	**384**	**635**	**830**	**1,017**
이자이익	**248**	**408**	**621**	**788**	**959**
이자수익	495	599	786	1,020	1,236
이자비용	247	191	165	232	277
비이자이익	-34	-24	14	42	57
금융상품관련손익	49	14	15	15	15
수수료이익	-54	7	-33	-12	-3
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-28	-45	32	39	46
대손비용	36	61	92	110	128
일반관리비	162	201	286	315	346
영업이익	**13**	**123**	**257**	**405**	**543**
영업외이익	0	-0	0	0	0
세전이익	**13**	**122**	**257**	**405**	**543**
법인세비용	-1	9	53	98	131
법인세율 (%)	-	-	(20.5)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	**14**	**114**	**204**	**307**	**412**

주요투자지표 Ⅰ

12월 결산(%)	2019	2020	2021	2022E	2023E
수익성 지표					
수정ROE	1.0	5.1	4.9	5.4	6.8
ROA	0.1	0.46	0.65	0.79	0.89
NIM (순이자마진)	1.67	1.68	1.98	2.05	2.04
대손비용률	0.29	0.32	0.39	0.38	0.36
Cost-Income Ratio	76.0	52.2	45.0	37.9	34.0
ROA Breakdown					
총영업이익	1.23	1.56	2.03	2.13	2.21
이자이익	1.42	1.65	1.98	2.03	2.08
비이자이익	-0.19	-0.10	0.04	0.11	0.12
대손비용	-0.21	-0.25	-0.29	-0.28	-0.28
일반관리비	-0.93	-0.81	-0.91	-0.81	-0.75
총영업이익 구성비					
이자이익	115.9	106.3	97.8	95.0	94.4
비이자이익	-15.9	-6.3	2.2	5.0	5.6
수수료이익	-25.4	1.8	-5.2	-1.5	-0.3
기타	9.5	-8.0	7.4	6.5	6.0
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	13.1	19.6	34.9	31.0	28.8
Total BIS비율	13.5	20.0	35.7	31.8	29.7
NPL비율	0.22	0.25	0.22	0.25	0.24
충당금/NPL 비율	173.0	180.2	243.0	238.0	225.0

주요투자지표 Ⅱ

12월 결산(%)	2019	2020	2021	2022E	2023E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	87.4	17.3	35.2	15.9	20.6
대출증가율	111.3	7.7	27.6	19.5	25.0
부채증가율	91.6	13.3	27.9	17.8	22.7
BPS증가율	4.8	49.2	68.4	5.6	7.1
총영업이익증가율	흑전	79.8	65.4	30.6	22.5
이자이익증가율	35.0	64.8	52.3	26.8	21.7
비이자이익증가율	적지	적지	흑전	199.2	37.7
일반관리비증가율	25.1	23.5	42.6	10.0	10.0
순이익증가율	흑전	727.5	79.6	50.4	34.0
수정EPS증가율	흑전	641.1	53.2	50.4	34.0
배당금증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	-
주당 지표 (원)					
EPS	38	279	427	643	861
수정EPS	38	279	427	643	861
BPS	4,598	6,861	11,557	12,199	13,061
주당배당금	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표					
수정PER(배)	N.A	N.A	157.6	68.8	51.3
PBR(배)	N.A	N.A	5.83	3.62	3.38
배당수익률 (%)	N.A	N.A	0.0	0.0	0.0

자료: 카카오뱅크, KRX, SK 증권 추정