

# BNK

**카카오뱅크는 은행이다!!!**

**투자의견: SELL**  
**목표주가: 24,000원**

은행, 증권, 보험 김인 / 02-3215-1541 / kifire@bnkfn.co.kr

**BNK 투자증권**

## 카카오뱅크(상장예정): 카카오뱅크는 은행이다!

투자의견	매도
[신규]	
목표주가(6M)	24,000원
[신규]	
확정공모가	39,000원

주식지표	
시가총액(공모가 기준)	18,529십억원
주식수(상장후)	475,100,237주
자본금/액면가	2,048십억원/5000원
공모주식수	65,450,000주
공모비율	13.8%
공모예정금액	2,553십억원
주요주주및지분율	
카카오	31.62%
한국금융 지주 그룹	31.62%

IPO일정	
상장시장	유가증권(코스피)
수요 예측일	2021.7.20~21
공모주 청약일	2021.7.26~27
상장예정일	2021.8.6
상장주관사	KB증권, CS(서울)

❖ **애널리스트의 辯:** 카카오뱅크는 플랫폼을 활용하여 양질의 금융서비스를 제공할 것으로 기대하고 있습니다. 다만 현재의 시가총액은 기대감을 상회하여 선반영된 것으로 판단합니다. 향후 시장예상치를 상회하는 이익을 지속적으로 창출하여야만 추가적인 주가상승이 가능할 것입니다. 그러나 플랫폼을 활용한 비이자이익 확대, 높은 대출성장 지속, 검증된 신용평가시스템을 활용한 리스크 관리 등 보여주어야 하고, 실현하기도 쉽지 않은 과제가 많습니다. 이러한 과정에서 주가급락에 대한 우려가 큰 것도 현실입니다. 더불어 카카오뱅크는 국내외 인터넷은행과도 차별화된 영업전략을 제시하고 있기 때문에 가능성과 불확실성이 혼재하여 분석하기도 쉽지 않습니다. 다만 카카오뱅크는 기존은행과 마찬가지로 이익의 대부분은 이자이익에서 창출되고, 플랫폼을 활용한 비이자이익은 미미한 상황입니다. 향후 공격적인 성공 가정을 감안해도 상장은행 규모 수준의 비이자이익을 실현하기 위해서는 장기적인 시간이 필요하다고 판단합니다. 따라서 카카오뱅크에 대한 개인투자자의 공모주 청약 자제와 저평가 매력력 큰 기존 은행주에 대한 관심이 보다 안전한 투자를 위한 가이드로 제시합니다.

### ❖ 주요 이슈 및 Valuation 분석

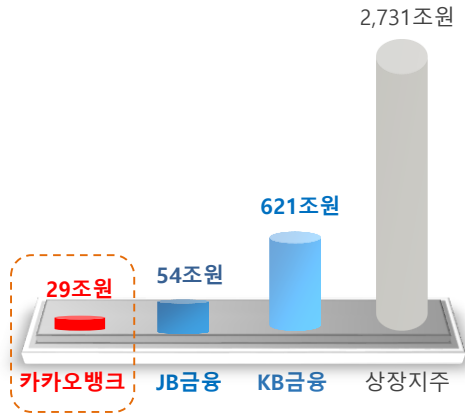
- 장외시장 일평균 체결건수 및 수량은 26건 및 776주 불과하며 신뢰할 수 없으며 장외가 34조원은 어이없는 수준
- 카카오뱅크 비교기업 평균 ROE는 31%. 10%를 큰 폭 상회하기 어려운 현실을 감안할 때 이해하기 힘든 비교기업 선정
- 높은 프리미엄이 정당화되기 위해서는 비이자이익 확대가 필수이나 국내 여건 감안 시 쉽지 않을 현실
- 하나금융과 비교할 때 향후 5년간 연평균 신용대출 +16%, 주택담보대출 +76% 성장 필요. 기업대출은 감안하지도 않음
- 대부분 신용대출이라는 점과 향후 중금리 및 자영업자대출 진출을 위해서는 확인된바 없는 신용평가시스템의 검증이 필수
- 카카오뱅크 이익 대부분은 이자이익에서 창출. 과거 높은 대출성장으로 프리미엄을 받았던 시기의 은행주 PBR 2.0배 적용
- 카카오뱅크 목표시총 11.2조원(2021년(E) 자본총계 5.58조원대비 목표PBR 2.0배 적용)으로 목표주가 24,000원 제시함

### ❖ 주요지표 비교 분석

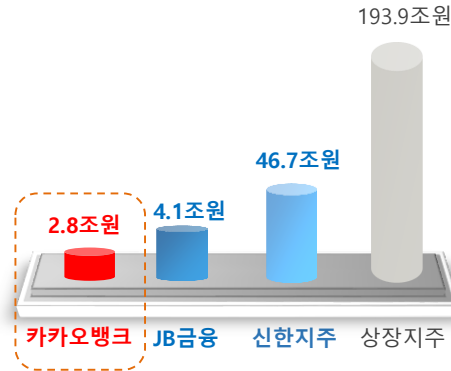
- 대차대조표: 상장지주(은행)대비 자산 29조원으로 1.1%, 원화대출금 22조원으로 1.5% 자기자본 2.8조원으로 1.5%
- 카카오뱅크 당기순이익 2021년(E) 2,196억원, 2022년(E) 2,603억원, 2023년(E) 3,639억원 예상
- 공모가 시가총액 기준 3년 후 당기순이익을 적용하여도 PER 50.9배 수준

## 카카오뱅크 vs 상장은행 핵심지표 비교 종합(1)

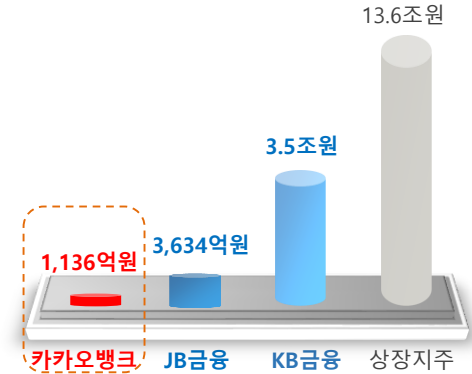
총자산 (은행의 1.1%)



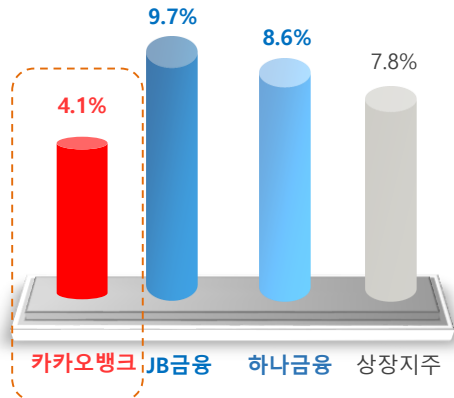
자기자본 (은행의 1.5%)



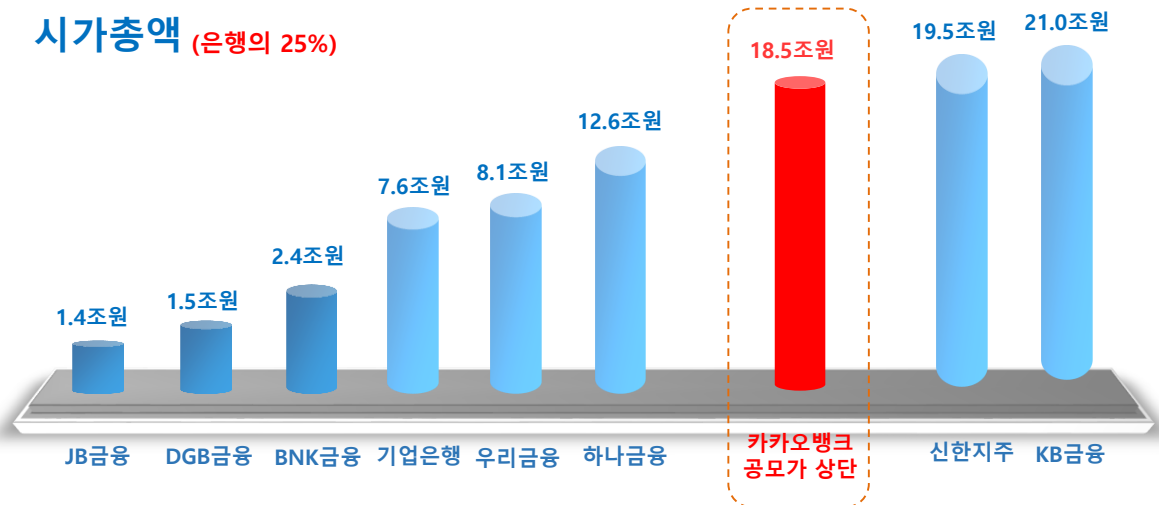
당기순이익 (은행의 0.8%)  
(2020년)



ROE  
(2020년)

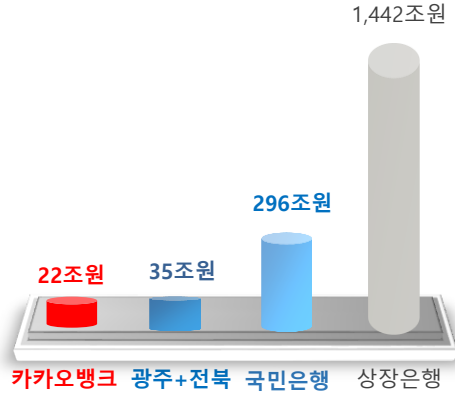


시가총액 (은행의 25%)

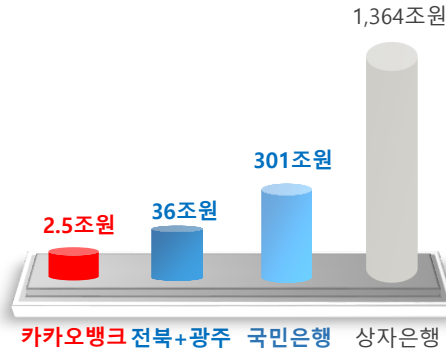


## 카카오뱅크 vs 상장은행 핵심지표 비교 종합(2)

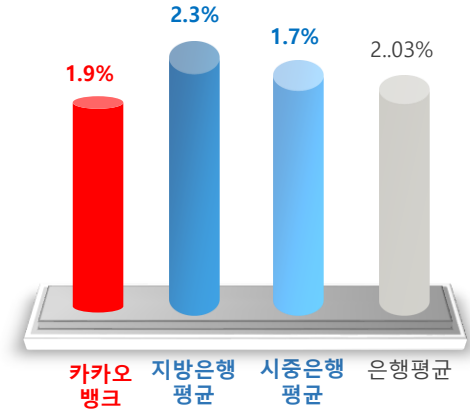
원화대출금 (은행의 1.5%)



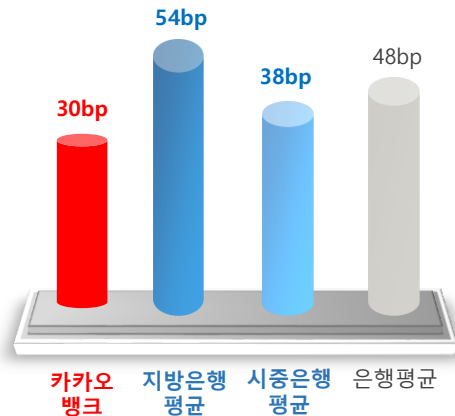
원화예수금 (은행의 1.9%)



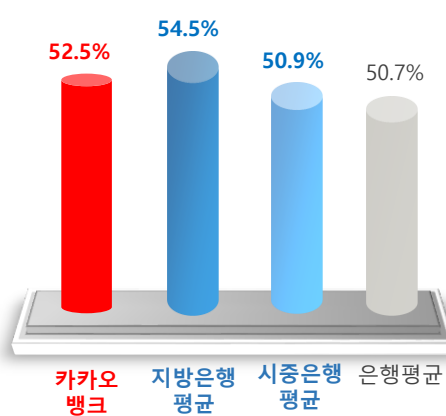
예대마진 (1Q21 기준)



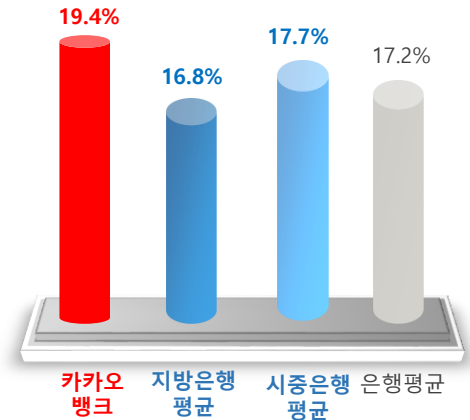
대손비용률 (2020년 기준)



C/I Ratio (2020년 기준)



BIS비율 (1Q21 기준)



## 카카오뱅크: 주요이슈 및 Valuation 분석

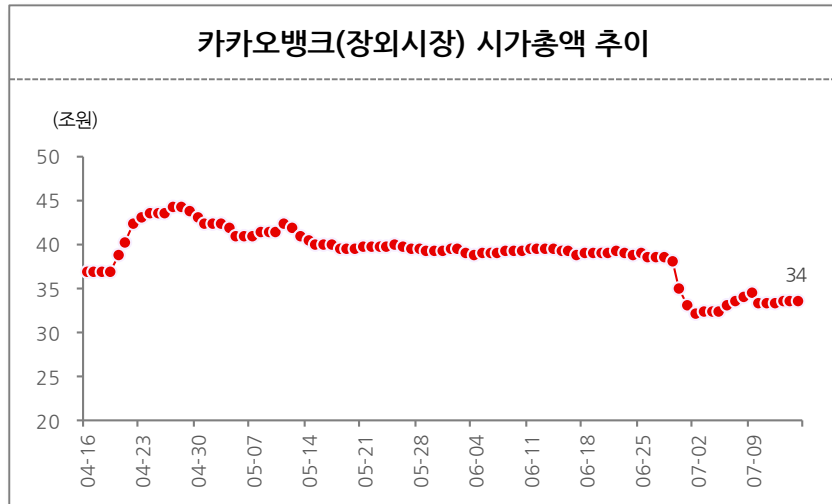
1. 장외시장 가격은 어이없는 수준이며 비교할 가치도 없음
2. 카카오뱅크, 공모가 39,000원, 시가총액 18.5조원, 공모가대비 PBR 3.3배
3. 이해하기 힘든 비교기업 선정
4. 프리미엄이 정당화되기 위해서는 비이자이익 확대가 필수적
5. 프리미엄이 정당화되기 위해서는 높은 대출성장과 큰 폭의 마진확보 필수
6. 리스트 통제가 가능한 신용평가시스템 검증 필요
7. 카카오뱅크 적정가치: 국내 상장은행 최고 PBR 2.0배 부여

참고1: 해외 인터넷은행 사례(일본)

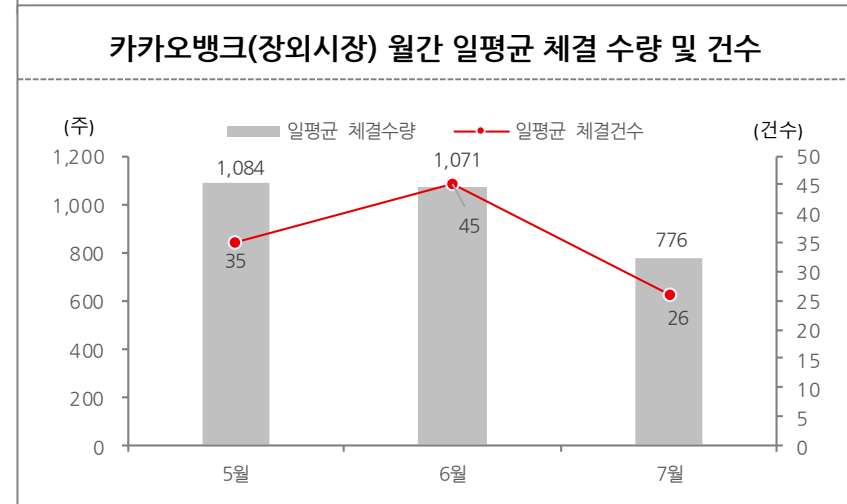
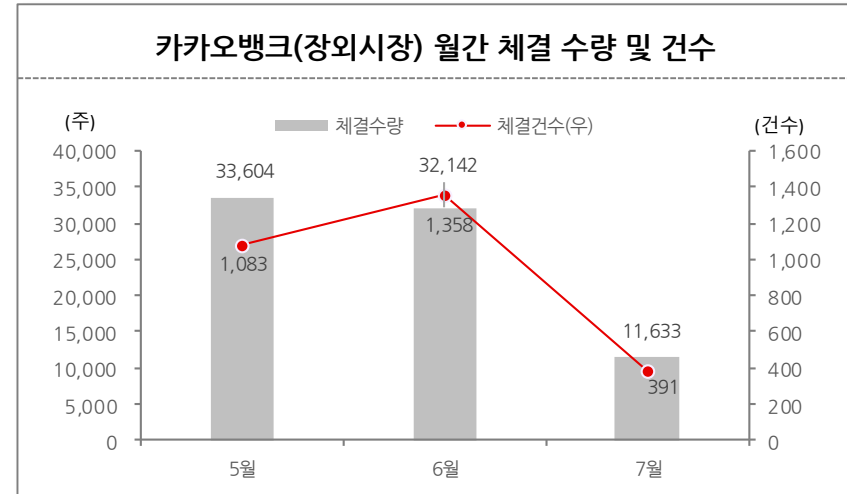
참고2: 해외 인터넷은행 사례(미국)

# 1. 장외시장 가격은 어이없는 수준이며 비교할 가치도 없음

- ❖ 장외시장에서 거래되는 카카오뱅크 주당가격은 82,000원 (7/15일 기준)으로 총발행주식수(410백만주) 감안시 시가총액은 34조원임. 상장은행 시가총액 합계가 74조원(7/20일 기준)임을 감안하면 **장외시장 가격은 어이없는 수준**
- ❖ 7월 기준 일평균 체결건수 및 수량은 각각 26건 및 776주에 불과. 개인간 장외거래로 협의과정에서 거래가격 및 수량은 변경될 수 있어 거래투명성 확인 불가하며 **신뢰할 수 없음**
- ❖ 장외시장 가격은 거래의 투명성을 확인할 수 없는 개인간 몇 주도 안되는 거래건수 및 수량(발행주식수 대비 0.0002%) 이기 때문에 **카카오뱅크 시총 형성에 비교할 가치도 없음**



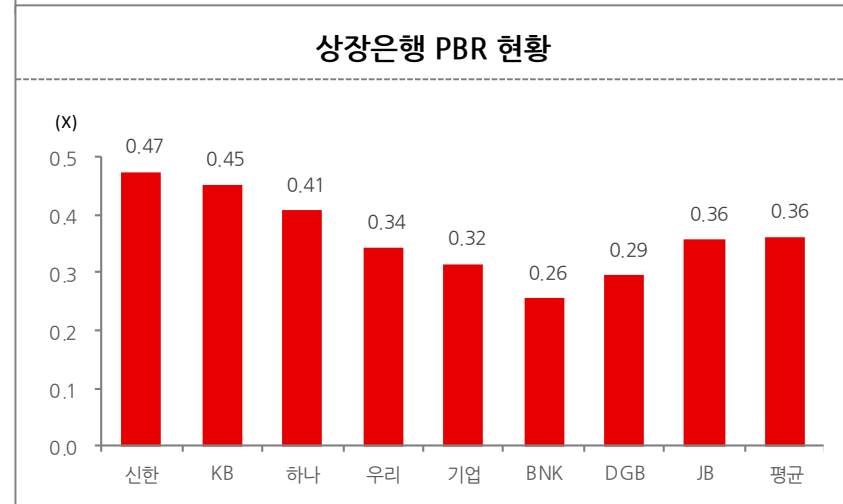
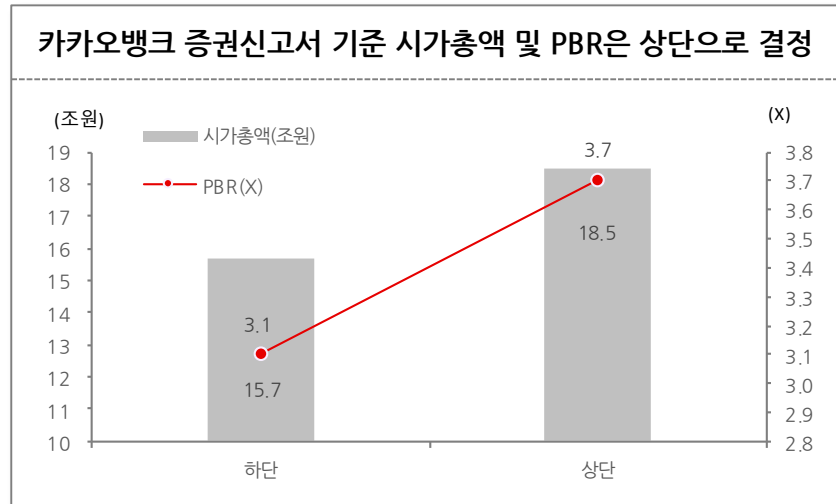
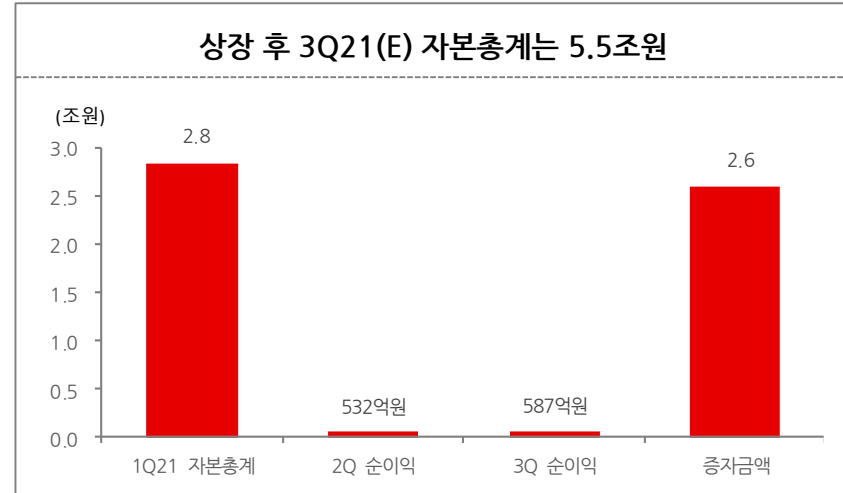
자료: 증권플러스 비상장, BNK투자증권



자료: 증권플러스 비상장, BNK투자증권  
 주1: 일평균은 영업일수 기준

## 2. 카카오뱅크, 공모가 39,000원, 시가총액 18.5조원, 공모가 대비 PBR 3.3배

- ❖ 카카오뱅크 공모가 39,000원으로 확정. 주관사 총액인수 이기 때문에 증자금액 2.6조원 유입되면 3Q21 자본총계는 5.52조원(1Q21 자본총계 2.85조원+2Q21 및 3Q21 당기 순이익 1,119억원+증자에 따른 자본유입 2.6조원)
- ❖ 상장주식수 475백만주, 시가총액 18.5조원으로 PBR 3.3배 수준. 상장은행 평균 PBR 0.37배(자기자본 205조원 대비 시가총액 76조원) 대비 8.9배의 프리미엄 받는 상황
- ❖ 상장은행 PBR의 심각한 저평가상태를 감안해도, 금융권 내에서 20%를 상회하는 ROE 대비 PBR 1.0배 이상이 없다는 점에서 카카오뱅크 프리미엄은 과도한 수준

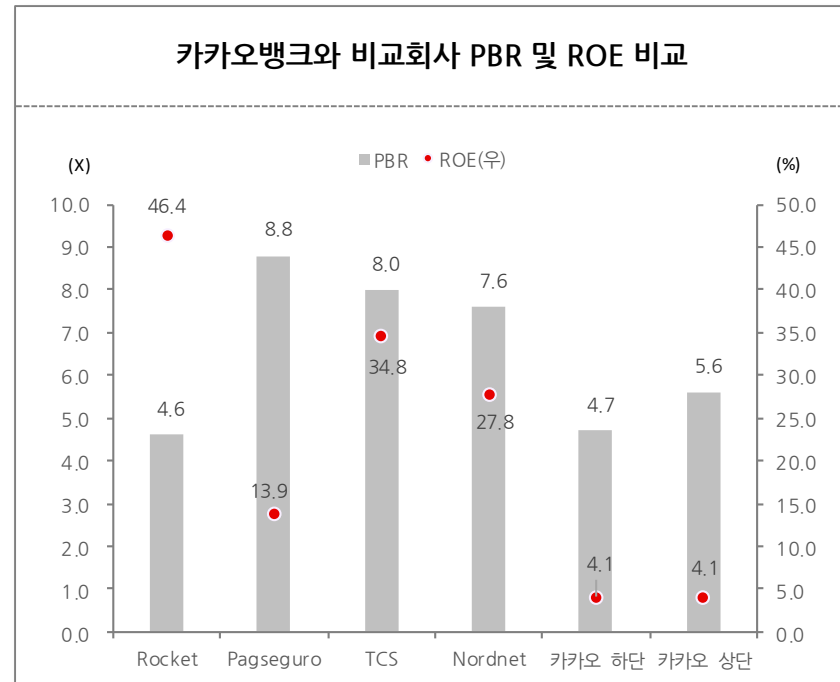
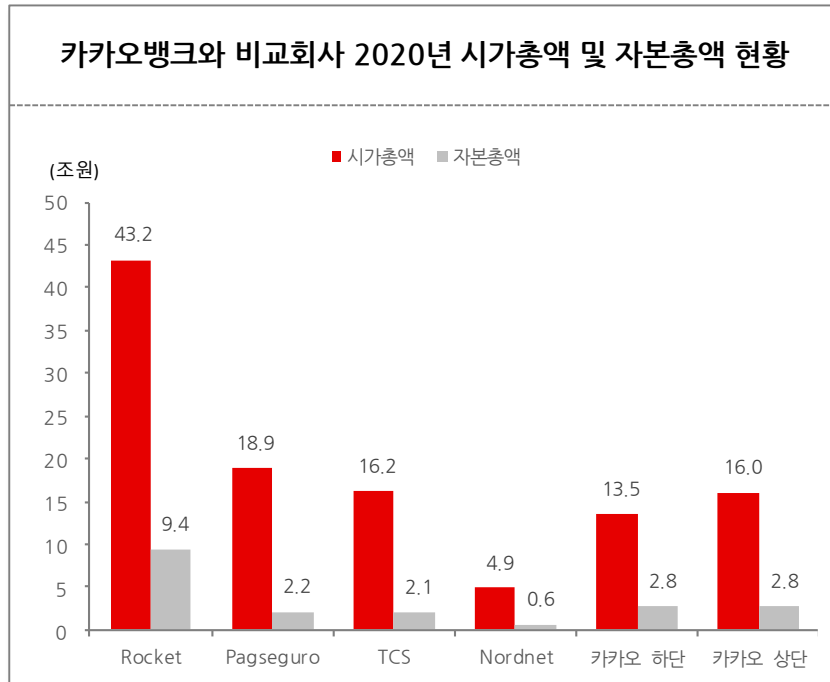


자료: BNK투자증권

자료: 증권플러스 비상장, BNK투자증권  
주1: 평균은 상장은행 산술평균 기준

### 3. 이해하기 힘든 비교기업 선정

- ❖ PBR은 ROE의 함수. 은행업종은 과도한 레버리지에 대한 자본규제를 받기 때문에 높은 ROE가 지속되기에는 쉽지 않은 구조. 그럼에도 국내 상장은행은 ROE 7.8%를 실현하고 있는 반면 저금리상황에서 PBR은 0.4배로 과도하게 저평가된 상황
- ❖ 카카오뱅크 공모 후 PBR 3.3배로 이해하기 힘든 Valuation. 이는 비교기업 선택 적정성에 의문
- ❖ 4개 비교기업 2020년 ROE 평균은 30.7%로 매우 높기 때문에 평균PBR도 7.3배로 프리미엄을 받고 있음. 카카오뱅크 ROE 4.1%, 향후에도 10%를 큰 폭 상회하는 ROE 실현은 어렵다는 점에서 높은 PBR 부여도 이해하기 어려움



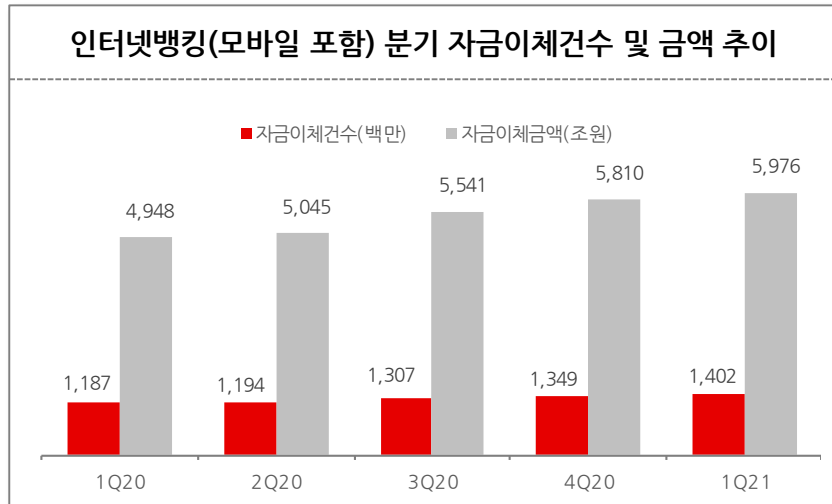
자료: 카카오 증권신고서, Bloomberg, BNK투자증권

주: 4개 비교회사는 1) 미국 소매여신 플랫폼 Rocket Company, Inc, 2) 브라질에서 설립된 금융기술 회사 Pagseguro Digital Ltd, 3) 러시아 디지털 은행 TCS Group Holding PLC 4) 스웨덴 디지털 금융 플랫폼 업체인 Nordnet AB Publ임

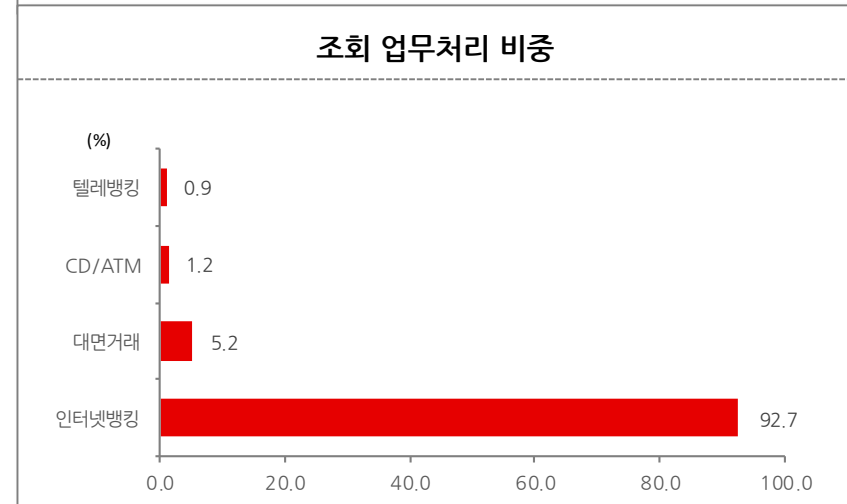
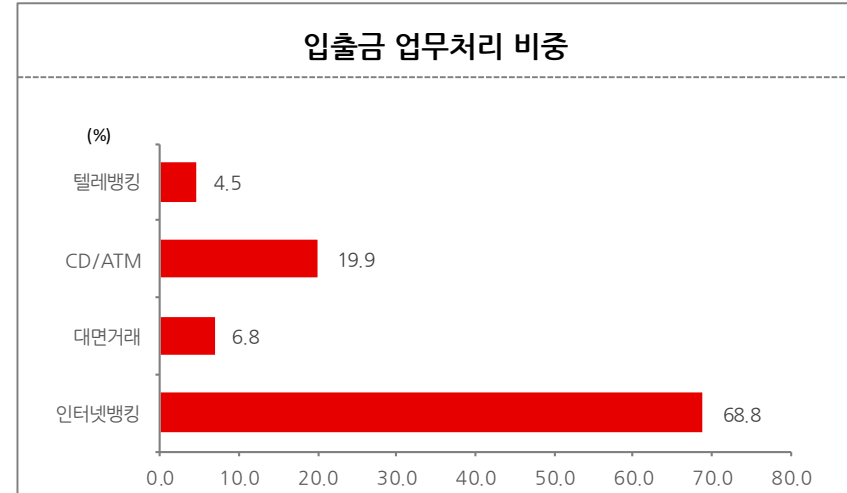


## 4-1. 프리미엄이 정당화되기 위해서는 비이자이익 확대가 필수적-모바일뱅킹이 대세

- ❖ 1Q21 기준 인터넷뱅킹(모바일 포함) 분기 자금이체건수 및 금액은 각각 5,976백만건 및 1,402조원이며 지속적으로 확대되고 있음
- ❖ 입출금거래 및 조회기준 인터넷뱅킹 점유율은 각각 68.8% 및 92.7%로 절대적
- ❖ 인터넷(모바일)뱅킹이 대세



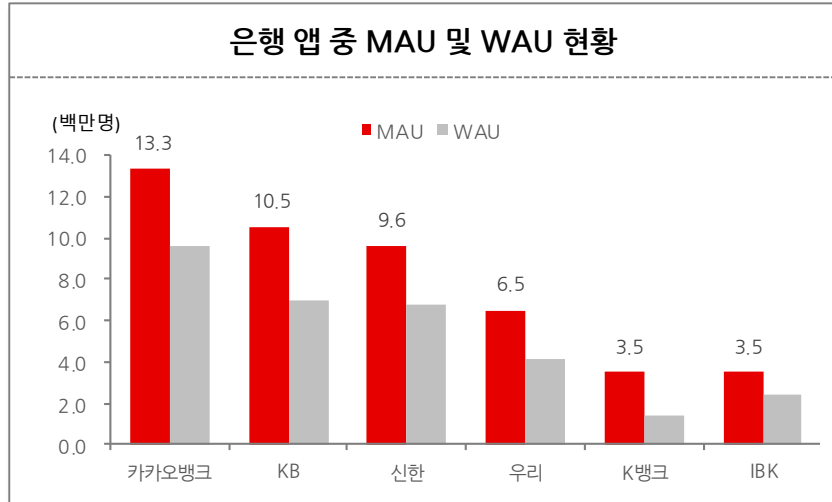
자료: 한국은행 경제통계시스템, BNK투자증권



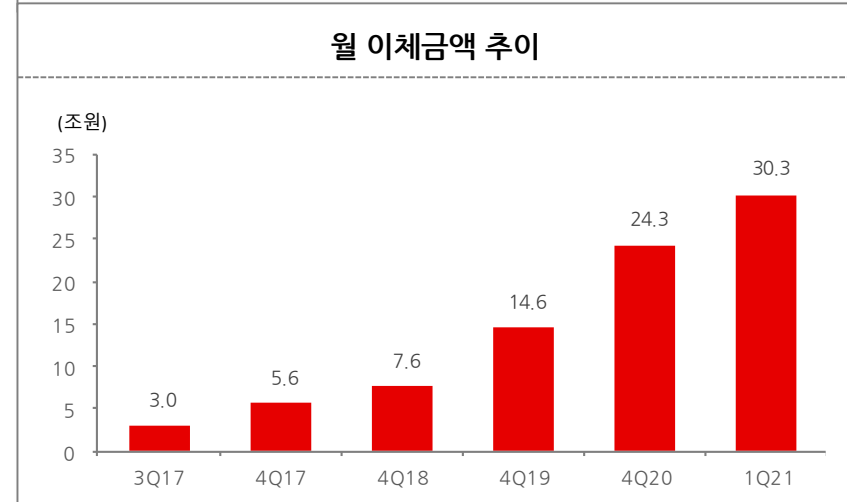
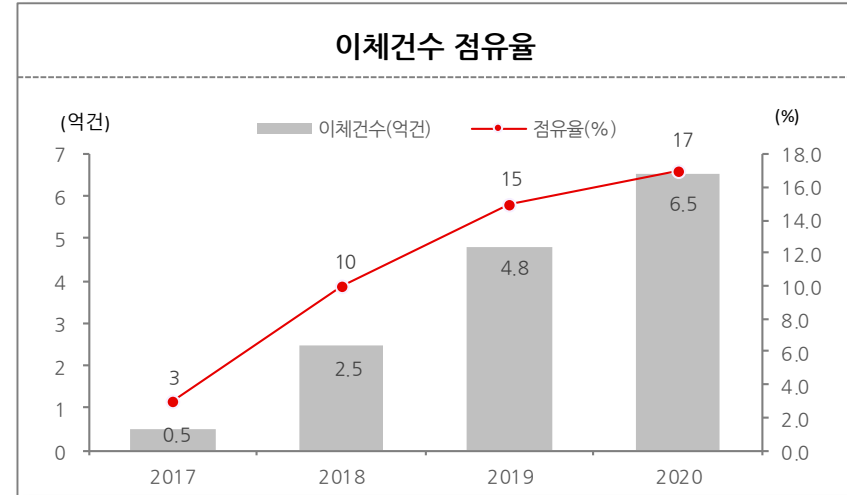
자료: 한국은행 경제통계시스템, BNK투자증권  
주: 1Q21 기준

## 4-2. 프리미엄이 정당화되기 위해서는 비이자이익 확대가 필수적-모바일뱅킹 최강자

- ❖ 후발 주자임에도 불구하고 은행 앱 중 카카오뱅크의 월평균 사용자는 13.3백만명으로 1위
- ❖ 국내 모바일뱅킹 이체건수 점유율도 17%로 1위
- ❖ 1Q21 월 이체금액 30조원 상회하여 3Q17 대비 10배를 상회하는 성장 실현 중
- ❖ 인터넷(모바일)뱅킹이 대세인 상황에서 카카오뱅크는 국내 모바일뱅킹의 최강자



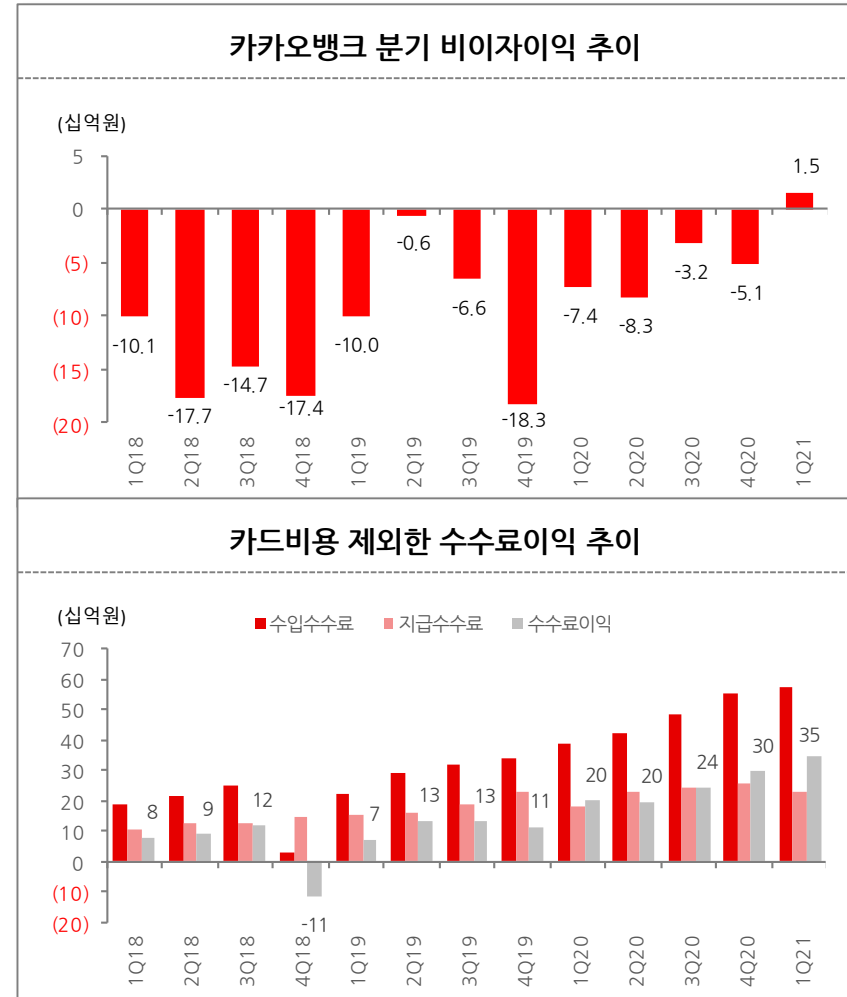
자료: 카카오뱅크, BNK투자증권  
주1: MAU는 21년 3월 기준



자료: 카카오뱅크, BNK투자증권  
주: 국내 모바일뱅킹 이체건수 대비 카카오뱅크 이체건수  
주2: 해당 월 이체금액 기준

### 4-3. 프리미엄이 정당화되기 위해서는 비이자이익 확대가 필수적

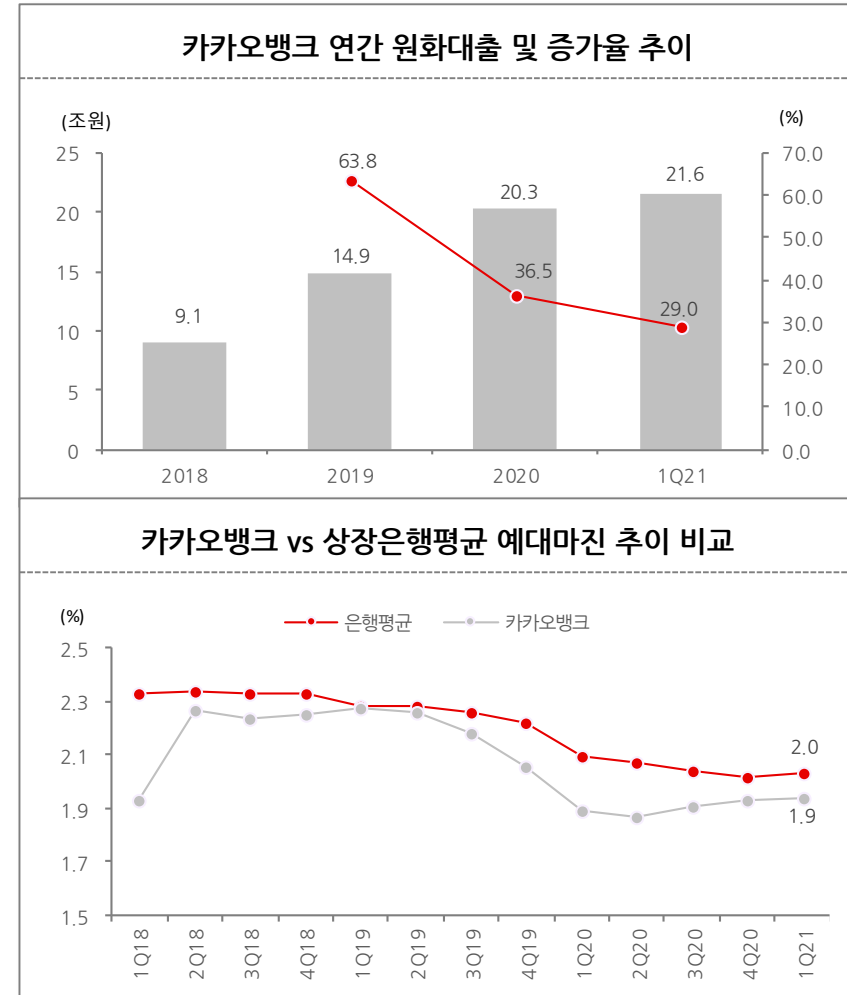
- ❖ 증권사 주식계좌 개설, 제휴사 대출 추천, 제휴 신용카드, 광고 플랫폼 등 금융플랫폼 활용한 수수료수익 증가로 1Q21 비이자이익 15억원 흑자전환. 향후 고객 맞춤형 상품 출시 등 상품 자체개발 역량 강화를 통해 수수료이익 확대 목표
- ❖ 그러나 18조원의 기업가치가 정당화되기 위해서는 비이자 이익 확대가 필수적. 1) 모바일을 통한 조회 및 자금이체가 대세이나 수익창출 요인은 아님 2) 카카오뱅크 충성고객이 증권, 보험, 카드, 캐피탈 등 타 금융상품도 선호할 것인가는 쉽게 결론지을 수 없는 문제(교차판매는 이미 쉽지 않다고 결론. 특히 카카오뱅크 장점은 낮은 대출금리와 이용편의성이며, 신뢰성과는 다른 문제) 3) 모바일뱅킹이 카카오뱅크의 전유물은 아님. 경쟁은 더욱 심화될 것임 4) 은행서비스는 공공재로의 인식이 강함. 국내고객은 수수료 지급에 거부감이 강함
- ❖ 2020년 국내 상장은행 비이자이익은 11.3조원임. 은행내 고객서비스 강화 및 타 금융업권으로의 영역확대를 통해 창출. 유사한 시총을 보유한 신한지주 2021년(E) 비이자이익 3.4조원인 반면 3년 후 카카오뱅크 비이자이익은 827억원. 프리미엄이 정당화되기에는 쉽지 않은 현실. 과도하게 선반영된 현재의 기업가치 감안하면 투자자의 기대치에 부합하지 못할 때 주가하락 폭은 클 수 밖에 없다고 판단



자료: 카카오뱅크, 금융감독원, BNK투자증권

## 5-1. 프리미엄이 정당화되기 위해서는 높은 대출성장과 큰 폭의 마진 확보 필수

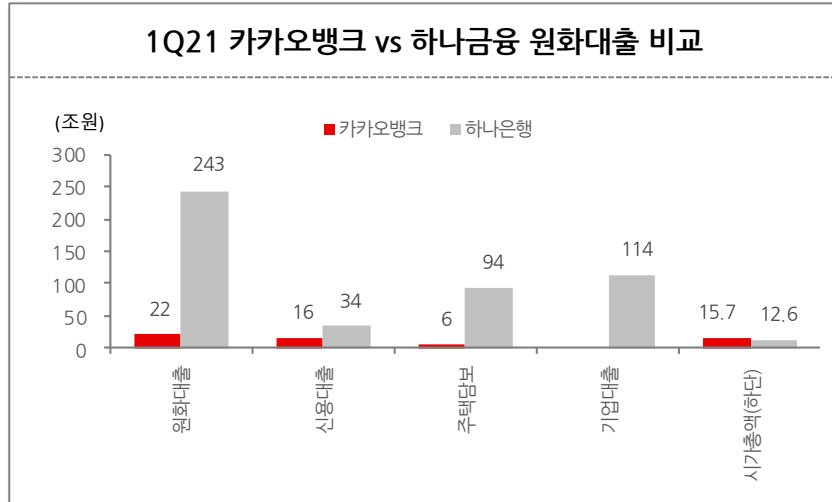
- ❖ **은행 이익의 핵심은 이자이익**이며, 이자이익은 대출성장과 NIM의 함수임. 특히 카카오뱅크 예대마진이 상장은행평균과 유사하다는 점에서 대출성장이 이자이익의 핵심
- ❖ 카카오뱅크 2019년 및 2020년 원화대출성장은 각각 +63.8%yoy 및 +36.5%yoy임. 향후 자산규모 확대에 따른 기저효과 축소로 성장축소는 불가피. 다만 기존 신용대출 외에 중금리대출 확대와 특히 주택담보 및 자영업자대출 신규 진입을 통해 높은 성장률 지속이 목표
- ❖ **성장과 마진은 trade off 관계**가 존재함. 주택담보대출은 담보대출이기 때문에 금리가 낮고, 중장기 대출이라는 점에서 소액 요구불예금 비중이 높은 **카카오뱅크 조달구조의 변경**도 필요. 즉 상대적으로 조달비용이 높은 정기에적금의 조달 필요성 확대로 NIM 하락 압박 존재. 더불어 신용대출 비중이 높음에도 NIM이 상장은행과 유사하다는 점에서 향후 소액 신용대출 금리인상 따른 **NIM 상승 가능성 존재하나(실제 1Q21 NIM +19bpqoq로 은행권 내 가장 높은 상승 실현)**, 금리 저항이 높은 고액 신용대출까지 금리인상 확대가 쉽지 않다는 점에서 **상승 폭도 제한적**으로 판단. 더불어 자영업자 대출 및 중금리대출 확대는 NIM 상승에 긍정적이거나 **대손이 증가될 수 있다는 점에서 부담**이며 일부 오프라인 채널 활용도 불가피하여 **판관비도 증가할 수 있음**



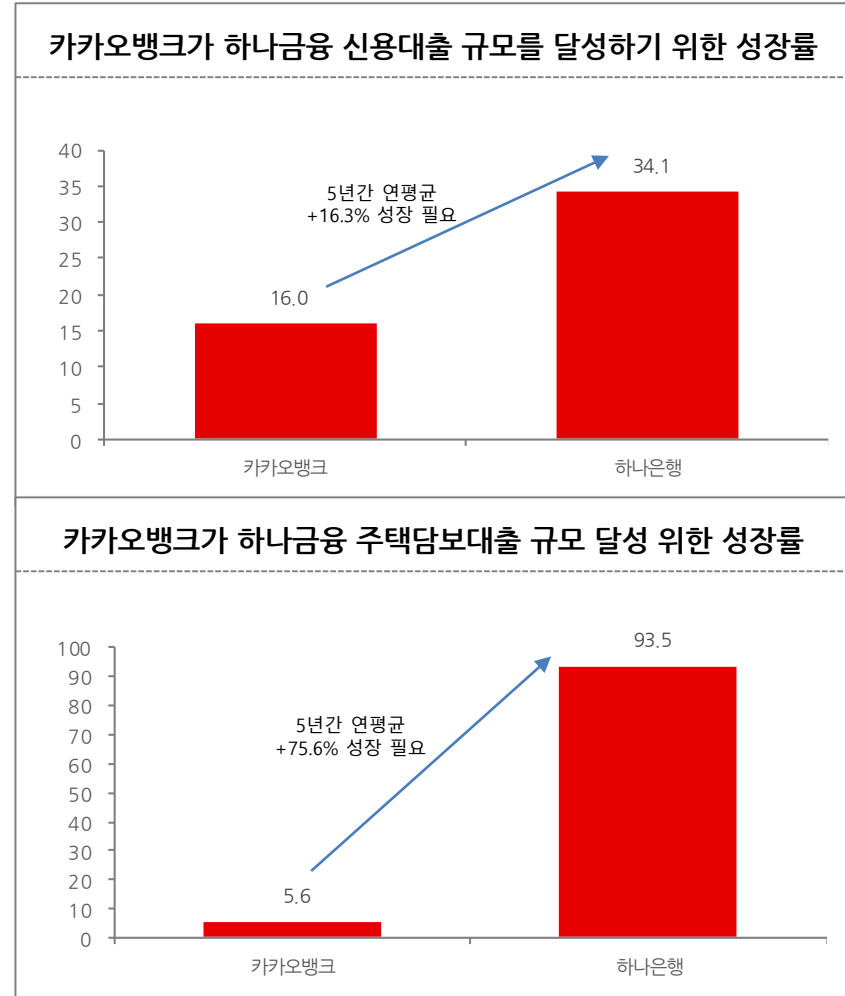
자료: 카카오뱅크, 금융감독원, BNK투자증권  
 주: 상장은행 예대마진은 산술평균 기준

## 5-2. 프리미엄이 정당화되기 위해서는 높은 대출성장과 큰 폭의 마진 확보 필수

- ❖ 공모가 시가총액(카카오뱅크 18.5조원 대비 하나금융 시가총액 13.2조원) 보다도 크게 낮은 하나은행(자회사 제외) 원화대출과 비교하면 향후 카카오뱅크는 폭발적인 성장 필요.
- ❖ 하나금융이 성장이 없다는 가정하에 5년 후 하나은행과 동일한 대출규모를 확보하기 위해서는 연평균 신용대출 +16.3%와 주택담보대출 +75.6% 성장 필요. 기업대출은 감안하지도 하지 않은 수치
- ❖ 폭발적인 대출성장 가정해도 5년 내 대형 시중은행 규모를 확보하기에는 쉽지 않음



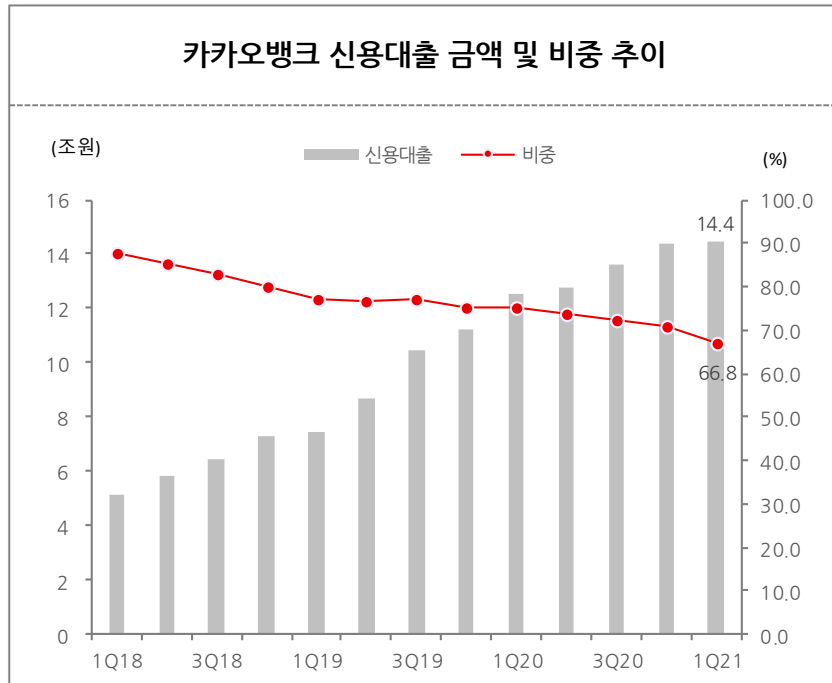
자료: 금융감독원, BNK투자증권



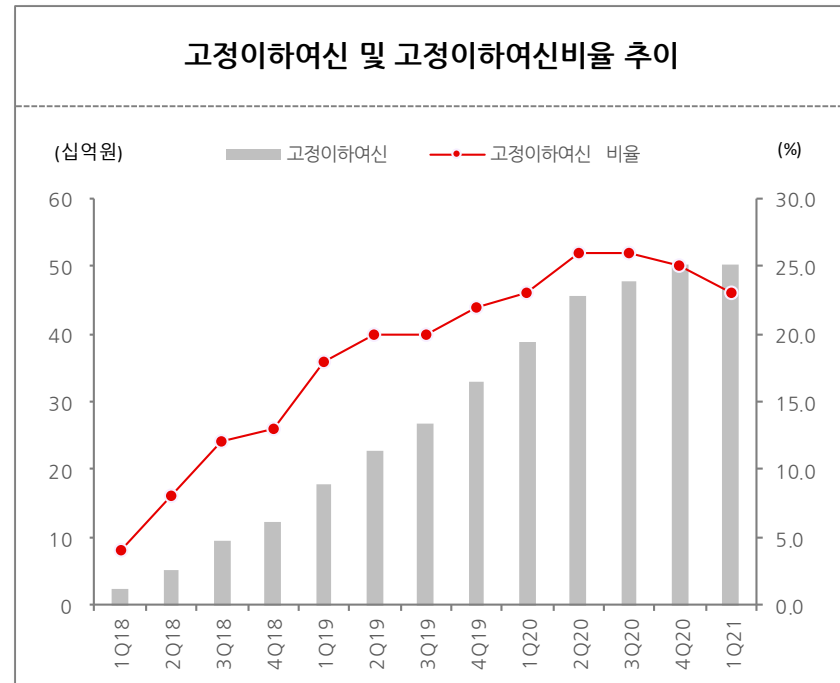
자료: 금융감독원 BNK투자증권

## 6-1. 리스크 통제가 가능한 신용평가시스템 검증 필요

- ❖ 1Q21 카카오뱅크 신용대출 및 비중은 각각 14.4조원 및 66.8%로 상장은행 비중 13% 대비 매우 높은 수준
- ❖ 신용대출은 연체 발생시 회수가 쉽지 않아 연체 리스크가 크기 때문에 대출금리가 높음
- ❖ 그럼에도 불구하고 카카오뱅크 평균대출이자율은 시중은행 대비 차이가 크지 않아 고신용자 중심의 대출임을 의미



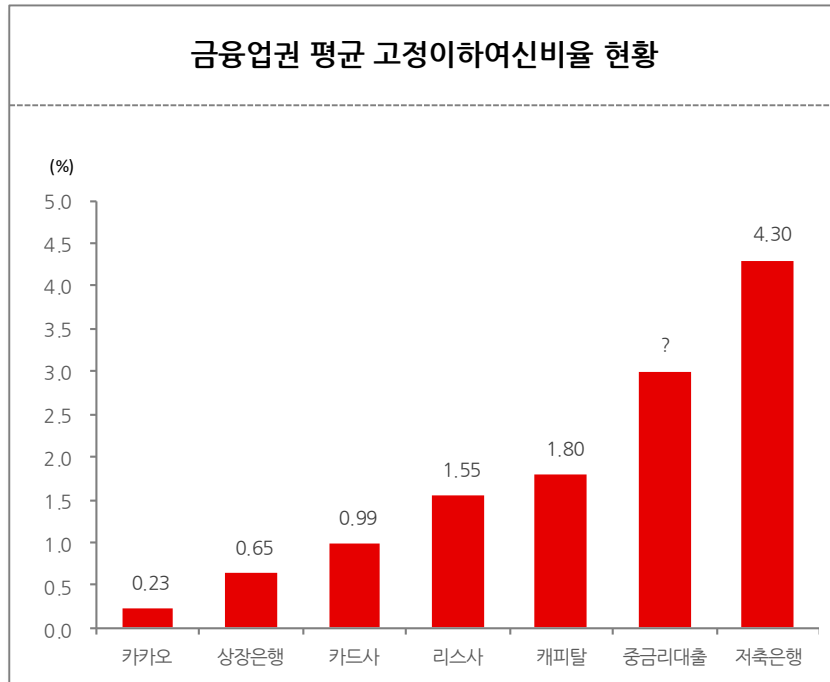
자료: 금융감독원, BNK투자증권



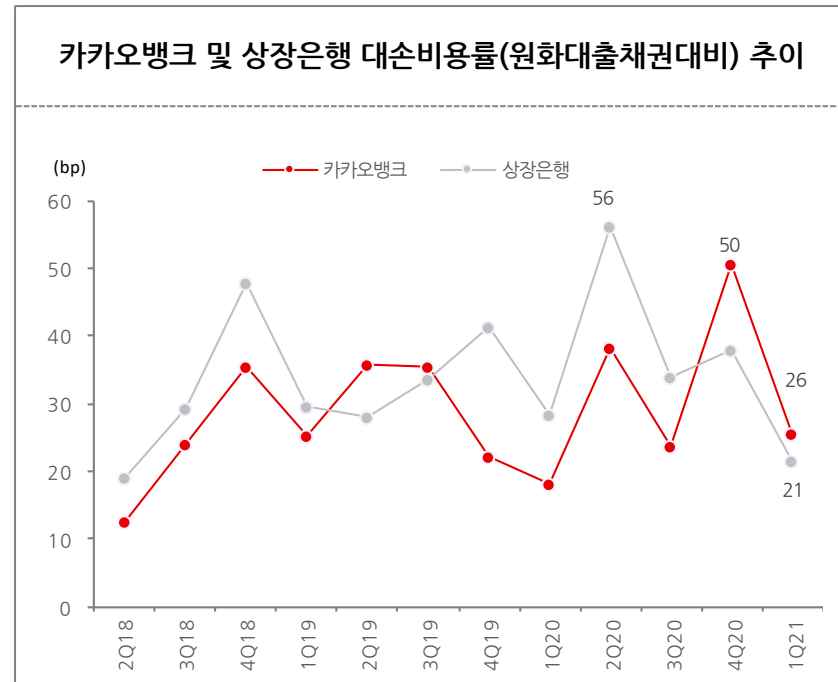
자료: 금융감독원, BNK투자증권

## 6-2. 리스크 통제가 가능한 신용평가시스템 검증 필요

- ❖ **고신용자 중심의 대출**이기 때문에 **고정이하여신비율도 23bp**로 **상장은행평균 65bp** 대비 양호하고 금융업종 전체와 비교해도 가장 낮은 수준. 이에 따라 **대손비용률(원화대출채권대비)도 은행업종과 비교해도 최저 수준**
- ❖ 그러나 높은 대출성장 유지를 위한 **자영업자대출 진출**과 금융당국도 당초 인터넷전문은행 설립 취지인 **중금리대출 확대** 압박(2020년 10.2% → 2023년 30%까지 확대 요구)에 따라 향후 **검증된 신용평가시스템이 중요해짐**
- ❖ 신규대출을 받자마자 연체가 발생하지 않기 때문에 대출성장 초기에는 리스크가 나타나지 않음. 따라서 중금리대출 확대 이후인 2~3년이 지난 후 건전성에 문제가 생길 수 있어 **대손비용도 큰 폭으로 확대될 가능성 존재**



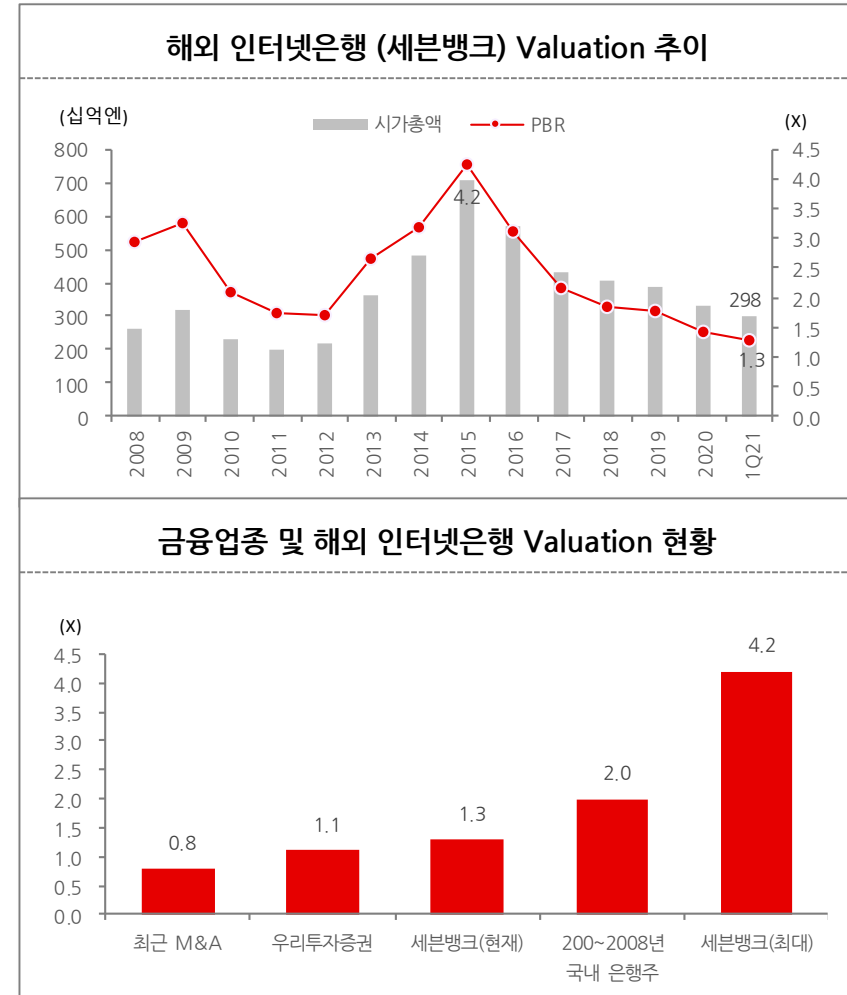
자료: 금융통계정보시스템, BNK투자증권  
 주1: 1Q21 기준이며, 각 업권별 산술평균기준임(리스사 현대커머스 포함 19개사, 캐피탈사 BNK캐피탈 포함 17개사, 저축은행 BNK저축은행 포함 76개사임)



자료: 금융통계정보시스템, BNK투자증권  
 주1: 1Q21 기준이며, 각 업권별 산술평균기준임(리스사 현대커머스 포함 19개사, 캐피탈사 BNK캐피탈 포함 17개사, 저축은행 BNK저축은행 포함 76개사임)

## 7-1. 카카오뱅크 적정가치: 국내 상장은행 최고 PBR 2.0배 부여

- ❖ 금융업종별, 시기별, 국내외 Valuation를 적용하면 0.3배 ~ 4.2배까지 적용 가능. 4Q21 공모가 39,000원 가정시 카카오뱅크 4Q21 자본총계 5.58조원 예상. 공모기준 시가총액 18.5조원 감안하면 PBR 3.3배 수준. **국내외 금융업종 Valuation이 낮다는 점과 높은 Valuation이 정당화되기 위한 단기적 성과가 지속되어야 함을 감안하면 현재의 PBR 유지는 쉽지 않다고 판단하며, 2021년(E) 기준 PER 84.2배도 부담**
- ❖ 카카오뱅크와 유사한 포지션을 가진 해외 금융기관을 선정하여 목표주가를 산정하기는 쉽지 않음. 다만 현재의 시가총액을 설명할 수 있는 플랫폼에서의 이익창출은 중장기적 목표라는 점과 이익의 대부분이 은행에 기반한 이자이익에서 비롯된다는 점에서, **국내 상장은행이 높은 대출성장(연평균 15.6%)으로 인해 가장 높은 프리미엄을 받았던 2006~2008년 PBR 2.0배 적용하는 것이 보수적 투자관점에서도 합리적인 것으로 판단. 이에 따라 2021년말 자본총계 5.58조원 대비 PBR 2.0배 적용하여 시가총액 11.2조원 제시(주당 목표가액 24,000원)**
- ❖ 인터넷전문은행으로 국내외 거의 유일하게 상장되어 있는 세븐뱅크(일본)도 PBR 4.2배까지 상승한 이후 1Q21 1.3배까지 하락한 상황. 이 과정에서 시가총액(4Q15 7,063억엔 → 1Q21 2,984억엔) 57.8%까지 감소하였다는 점은 참고해야할 것임



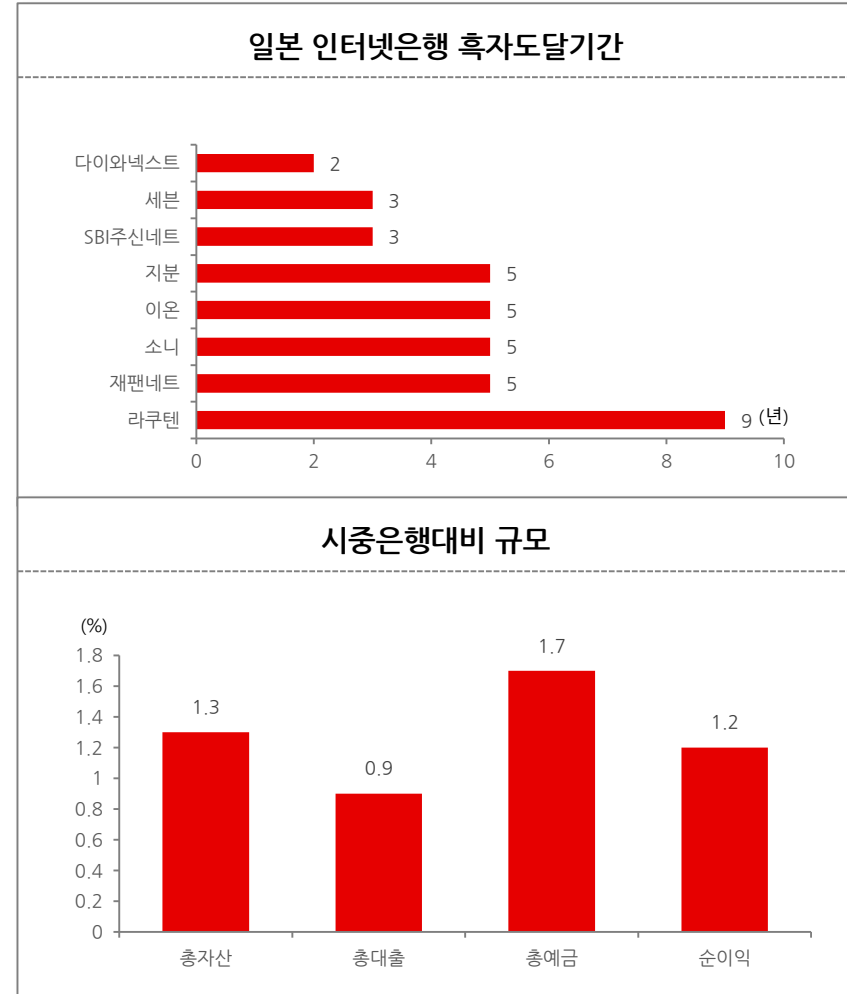
자료: Quantwise, Bloomberg, BNK투자증권  
 주: 최근 M&A는 푸르덴셜생명, ING생명, 롯데카드 기준



## 참고1: 해외 인터넷은행 사례(일본)

- ❖ 2000년 도입 이후 8개사가 영업 중. 흑자도달기간은 평균 5년임. IT, 통신, 유통 등 비금융회사가 기존 은행과의 제휴 및 공동출자 방식으로 설립. 예대업무 보다는 **비금융회사의 영업확장 수단으로 활용**
- ❖ 시중은행대비 인터넷은행 비중은 총자산 1.3%, 총대출 0.9%, 총예금 1.7%, 순이익 1.2%로 크지 않은 수준

일본 주요 인터넷은행 특징			
은행명	설립주체	주요주주	서비스 특징
세븐	유통지주	세븐&아이 홀딩스 39%	지주사의 글로벌 ATM을 활용한 원격 금융 서비스
SBI주신네트	금융지주 및 신탁은행	SBI홀딩스 50% 스미토모미쓰이 신탁 50%	그룹과의 연계를 통한 새로운 상품 제공(SBI 하이브리드 예금)
소니	금융지주	소니파이낸셜 홀딩스 100%	금융지주회사를 활용한 다양한 금융상품 서비스
라쿠텐	전자상거래 업체	라쿠텐 100%	모회사인 라쿠텐 고객을 기반으로 최다 계좌수 보유
지분	은행, 통신	미쯔비시도쿄 UFJ은행 50% KDI 50%	모바일서비스에 특화
재팬네트	은행, 전력 및 통신	스미토모미쓰이 은행 41.2% 야후 41.2%	차별화된 서비스 (ex, 경륜, 경마, ToTo 등)



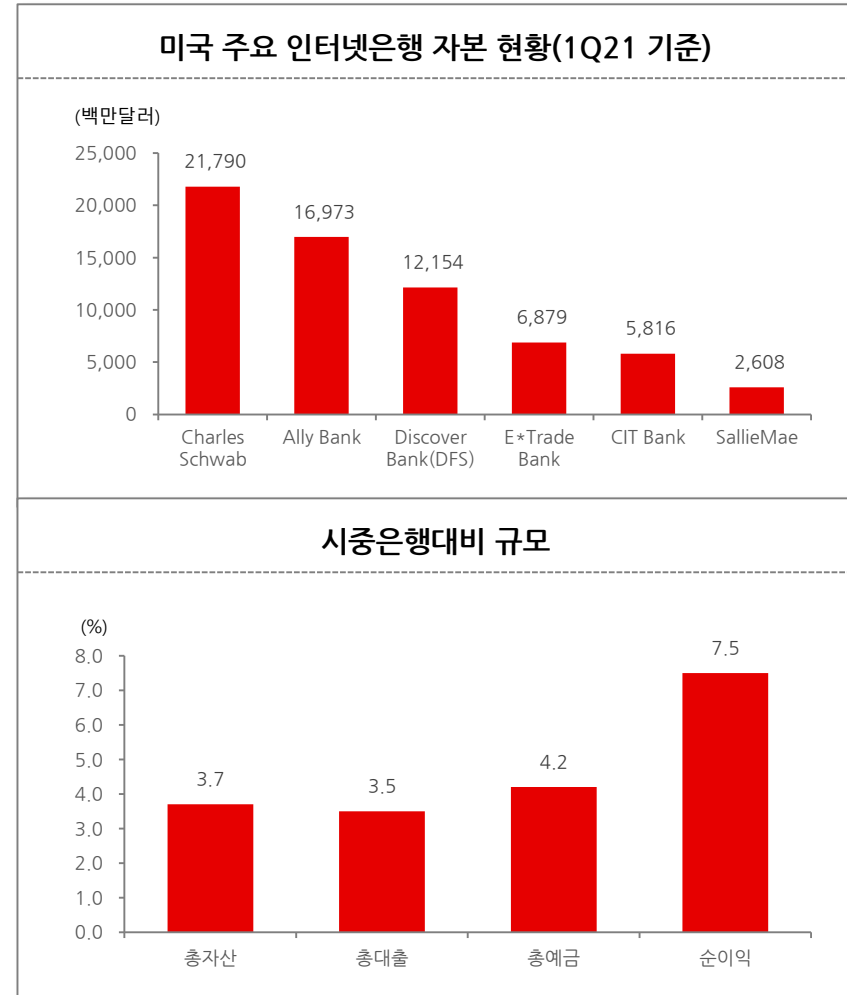
자료: 각 은행, 일본 금융청, BNK투자증권

## 참고2: 해외 인터넷은행 사례(미국)

- ❖ 1995년 도입 후 증권, 보험, 카드사 등 비은행계를 중심으로 영업 중. 대형은행은 은행 내 사업부로 내재화, 접근성이 떨어지는 지역 중심으로 영업채널로 활용
- ❖ 대형 인터넷은행은 예대마진 중심, 기타(Discover, American Express) 및 자동차(Ally) 계열은 수수료 중심의 수익구조 보유
- ❖ 시중은행대비 총자산 3.7%, 총대출 3.5%, 순이익 7.5% 수준

(백만달러)	설립년도	총자산	총예금	총대출	순이익
Charles Schwab Bank	2003	351,075	328,356	25,519	2,562
Ally Bank	2004	171,537	141,938	109,585	1,892
Discover Bank(DFS)	2000	113,871	76,745	79,000	1,141
E*Trade	2001	79,774	72,565	11,503	26
CIT Bank	2000	56,049	42,025	34,015	(615)
SallieMae	2005	30,628	22,803	20,368	881

자료: Bloomberg  
 주: 대차대조표 1Q21 기준, 순이익 2020년 연간 기준



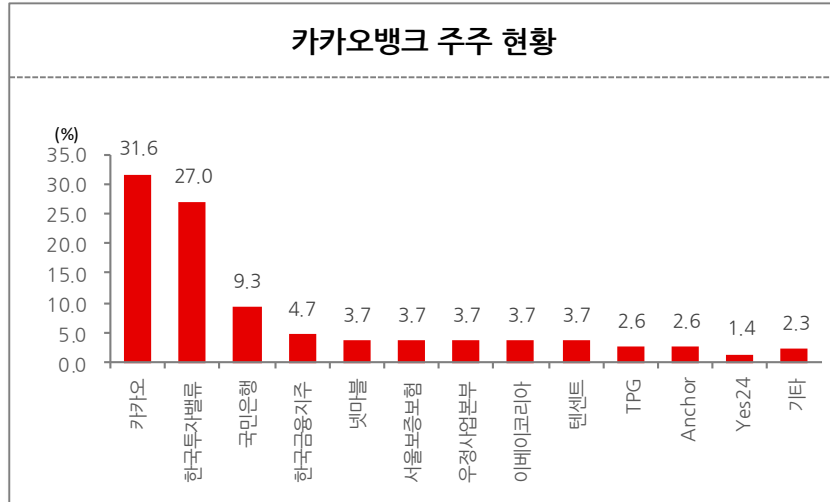
자료: 각 은행, 하나금융경제연구소, BNK투자증권

## 카카오뱅크: 주요지표 비교 분석

1. 카카오뱅크 지분 및 공모 현황
2. 주요 대차대조표 비교 분석 1) 자산 2) 자본총계 3) 원화대출금 4) 원화예수금
3. 성장성 비교 분석 1) 대출채권 및 대출 포트폴리오 2) 예수금 및 조달 포트폴리오
4. 수익성(예대마진) 비교 분석
5. 자산건전성 비교 분석
6. 자본적정성 비교 분석
7. 대손충당금전입 및 대손비용률 비교 분석
8. 경영효율성 비교 분석
9. 카카오뱅크 1) 손익 현황 2) 3년간 손익 추정 주요 가정 3) 3년간 주요 재무제표 추정

## 1-1. 카카오뱅크 지분 및 공모 현황

- ❖ 2017년 7월 영업을 시작한 카카오뱅크는 은산법 통과 이후 카카오 31.62%로 1대주주, 한국금융지주 그룹이 31.62%로 2대주주로 등극
- ❖ 공모희망가액 33,000원~39,000원, 공모주식수 6,545만주(신주 100%, IPO 이후 발행주식총수의 13.8%)
- ❖ 보호예수 6개월 299백만주(73.4%) 및 3개월 30백만주(7.4%) 제외한 78백만주(19.2%) 상장 당일 매도 가능



자료: 카카오뱅크, 금융감독원, BNK투자증권

### 카카오뱅크 공모개요 및 공모일정

공모개요	
공모주식수	65,450,000주 (신주 100%, 발행주식총수의 13.8% <sup>(1)</sup> )
액면가	5,000원
상장 거래소	유가증권시장
공모희망가액	33,000원~39,000원
공모예정총액	21,599억원~25,526억원
상장예정주식수	475,100,237주 (회석가능 주식수 미포함)
공모일정	
수요예측	2021년 7월 20일 ~ 2021년 7월 21일
청약	2021년 7월 26일 ~ 2021년 7월 27일
납입	2021년 7월 29일

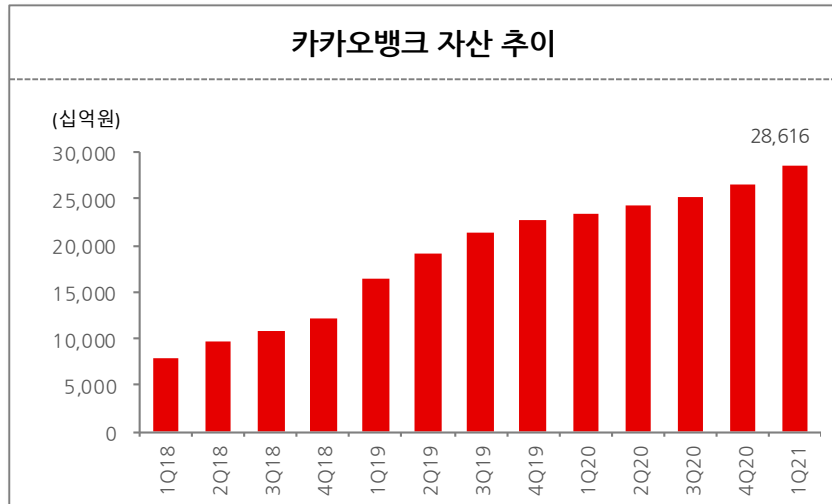
### 카카오뱅크 상장 후 보호예수 사항

주주	총주식수	보호예수 주식수	보호예수 비중	보호예수 기간
<b>카카오</b>	129,533,725	129,533,725	100.0%	6개월
한국투자밸류자산운용	110,484,081	110,484,081	100.0%	6개월
한국투자금융지주	19,049,643	19,049,643	100.0%	6개월
KB국민은행	38,097,959	38,097,959	100.0%	6개월
넷마블	15,239,183	7,619,592	50.0%	3개월
텐센트	15,239,183	7,619,592	50.0%	3개월
TPG	10,640,000	10,640,000	100.0%	6개월
Anchor	10,640,000	10,640,000	100.0%	6개월

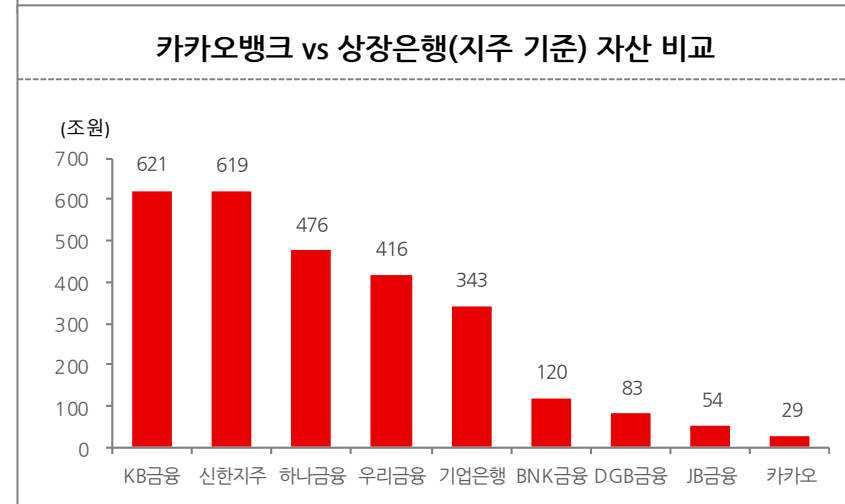
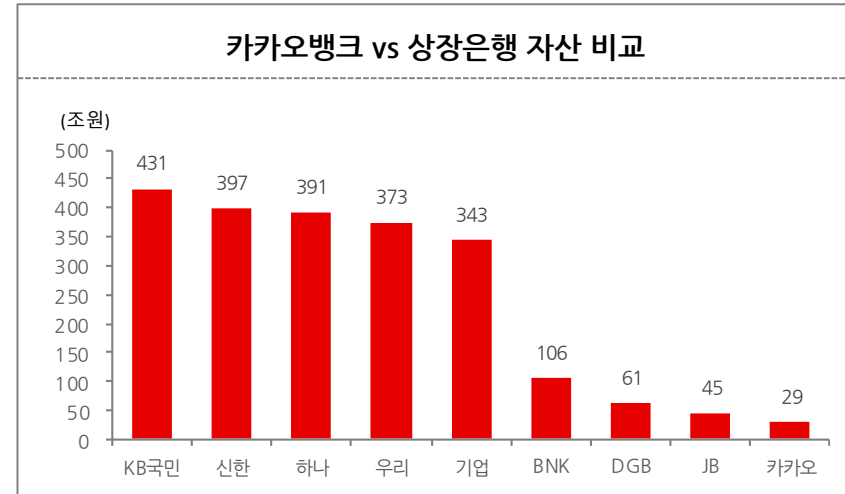
자료: 카카오뱅크, 금융감독원, BNK투자증권

## 2-1. 주요 대차대조표(자산) 비교 분석

- ❖ 1Q21 카카오뱅크 자산은 28.6조원으로 급격히 성장
- ❖ 다만 상장은행 자산 2,147조원 대비로는 1.3%, 규모가 작은 JB금융 대비로는 63% 수준임
- ❖ 상장은행 지주사 자산 2,731조원 대비로는 1.1%에 불과한 수준



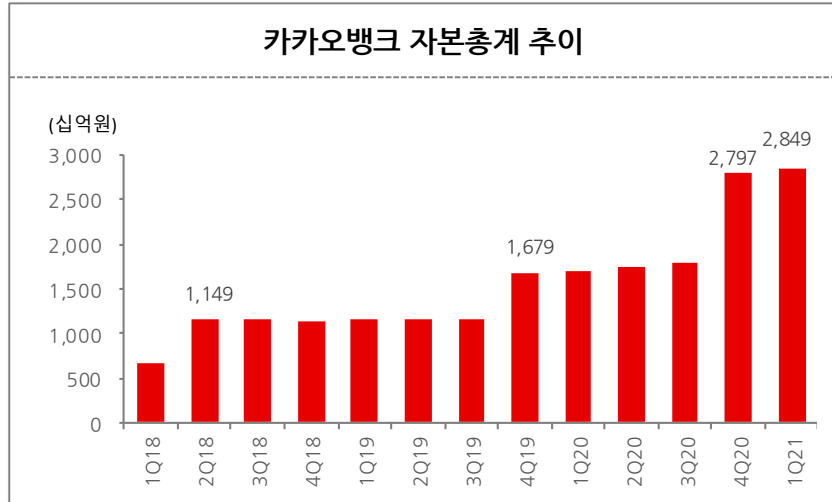
자료: 금융감독원, BNK투자증권



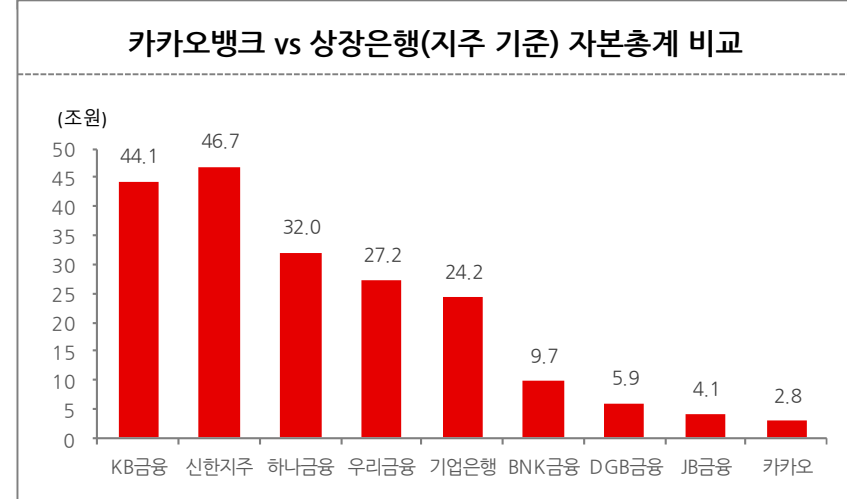
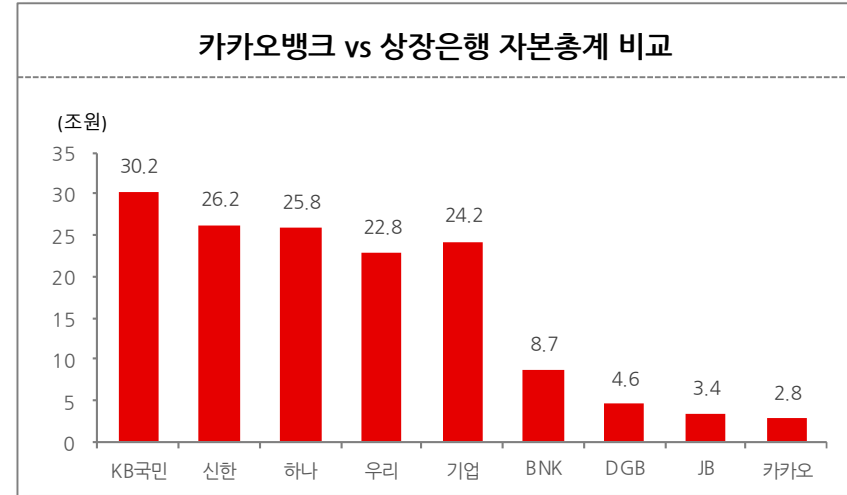
자료: 금융감독원, BNK투자증권

## 2-2. 주요 대차대조표(자본총계) 비교 분석

- ❖ 1Q21 카카오뱅크 자본총계는 빠른 대출성장에 따른 세차레 증자를 거쳐 2조 8,495억원으로 급격히 확대
- ❖ 다만 상장은행 자본총계 146조원 대비로는 2.0%로 규모가 작은 JB금융 대비로는 84% 수준임
- ❖ 상장은행 지주사 자본총계 194조원 대비로는 1.5%에 불과한 수준



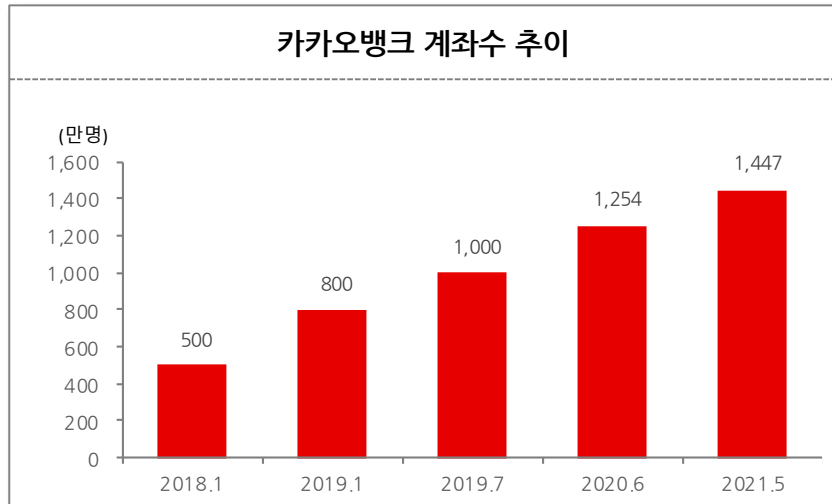
자료: 금융감독원, BNK투자증권



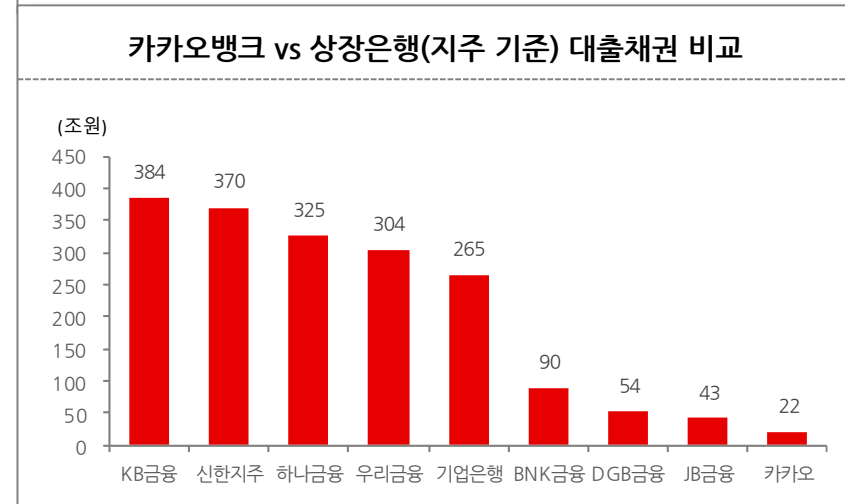
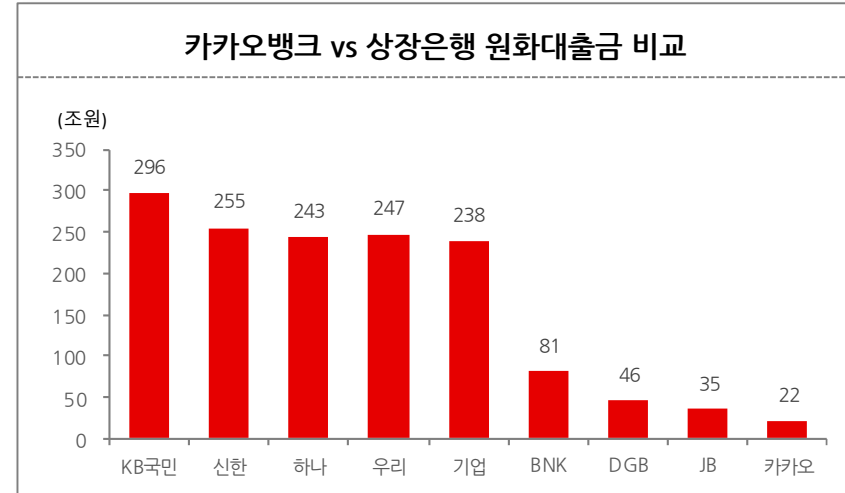
자료: 금융감독원, BNK투자증권

## 2-3. 주요 대차대조표(원화대출금) 비교 분석

- ❖ 카카오뱅크는 계좌수(21.5월 1,447만계좌)가 빠르게 증가하면서 원화대출금도 큰 폭으로 확대됨. 1Q21 21.6조원으로 상장은행 1,442조원 대비 1.5%에 불과하며, 규모가 작은 JB금융 대비로는 61.5% 수준
- ❖ 다만 외화대출 포함 전체 대출채권 비중(상장은행 지주 기준)은 1.2% 수준이며, JB금융 대비로는 50.4% 수준



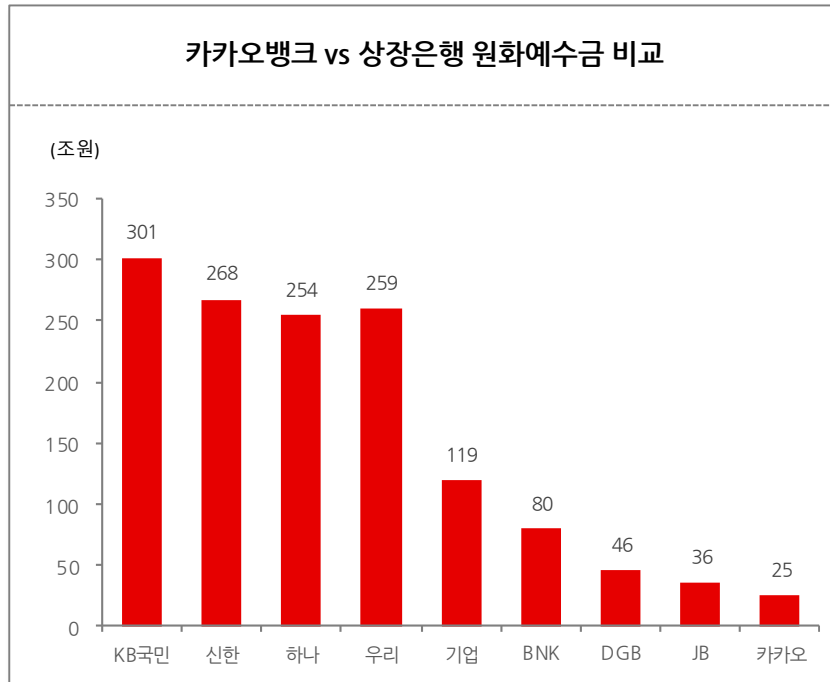
자료: 카카오뱅크, 금융감독원, BNK투자증권  
 주: 중복계좌수 제외



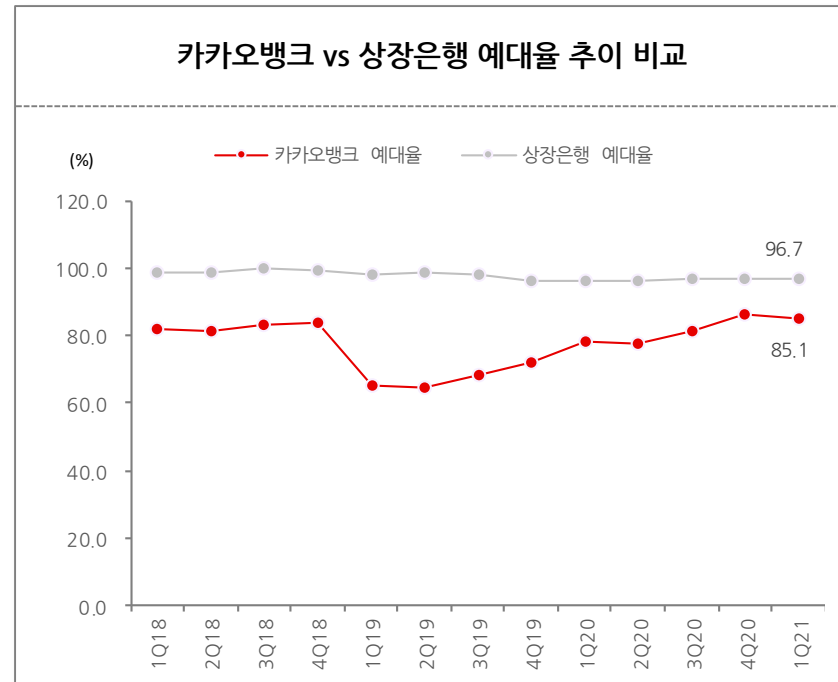
자료: 금융감독원, BNK투자증권

## 2-4. 주요 대차대조표(원화예수금) 비교 분석

- ❖ 카카오뱅크는 계좌수가 빠르게 증가하면서 원화예수금도 큰 폭으로 확대됨. 1Q21 25.4조원으로 상장은행 1,364조원 대비 1.9%에 불과한 수준
- ❖ 빠른 여신 증가와 마찬가지로 3Q19부터 수신도 큰 폭으로 확대되기 시작. 이에 따라 1Q21 기준 예대율(여신/수신) 85.1%로 상장은행 평균 96.7%대비 양호한 수준이어서 추가 대출 여력 존재



자료: 금융감독원, BNK투자증권

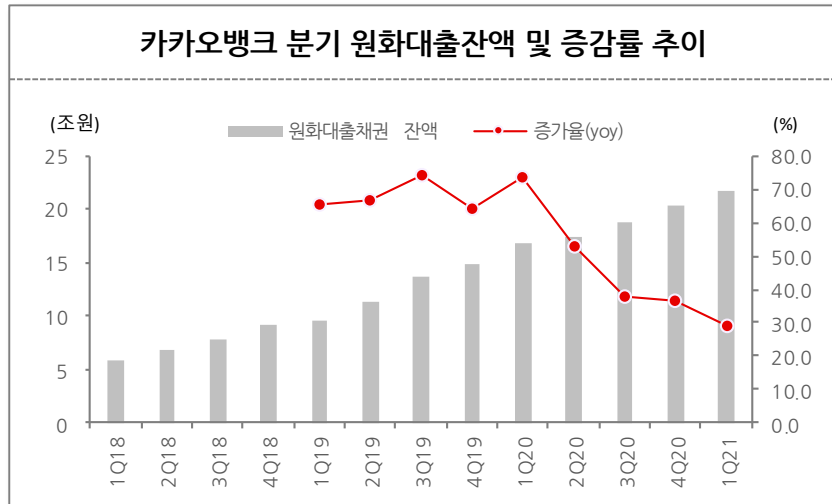


자료: 금융감독원, BNK투자증권

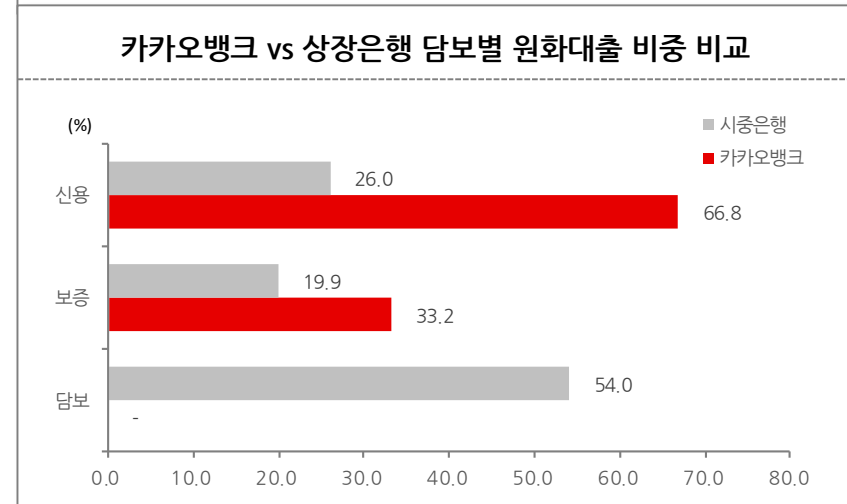
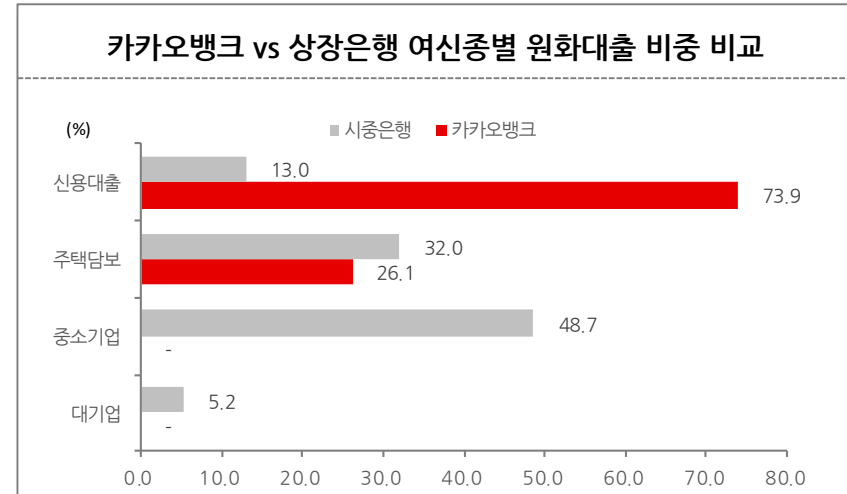


### 3-1. 성장성 비교 분석: 대출채권 및 대출 포트폴리오

- ❖ 영업 이후 카카오뱅크 원화대출은 큰 폭으로 증가. 다만 규모가 확대되면서 2018년 +96.5%yoy, 2019년 +63.8%yoy, 2020년 36.5%yoy, 1Q21 +29%yoy로 증가율은 둔화되기 시작
- ❖ 카카오뱅크는 가계대출만 취급. 전체 가계대출 중 신용대출 비중이 73.9%로 상장은행 13.0% 대비 절대적. 주택담보대출은 대부분 전월세 대출임
- ❖ 카카오뱅크의 보증 및 담보를 제외한 신용대출 비중도 66.8%로 상장은행 26.0% 대비 매우 높은 수준
- ❖ 따라서 빠른 성장대비 연체율 관리가 핵심



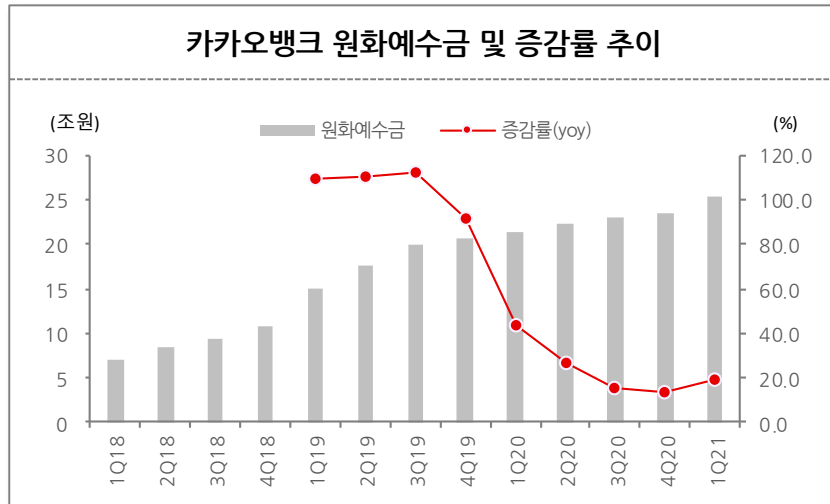
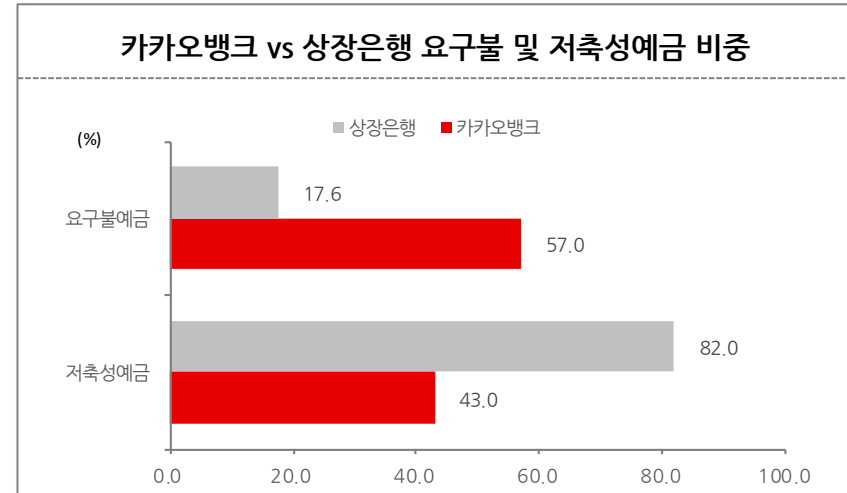
자료: 금융감독원, BNK투자증권



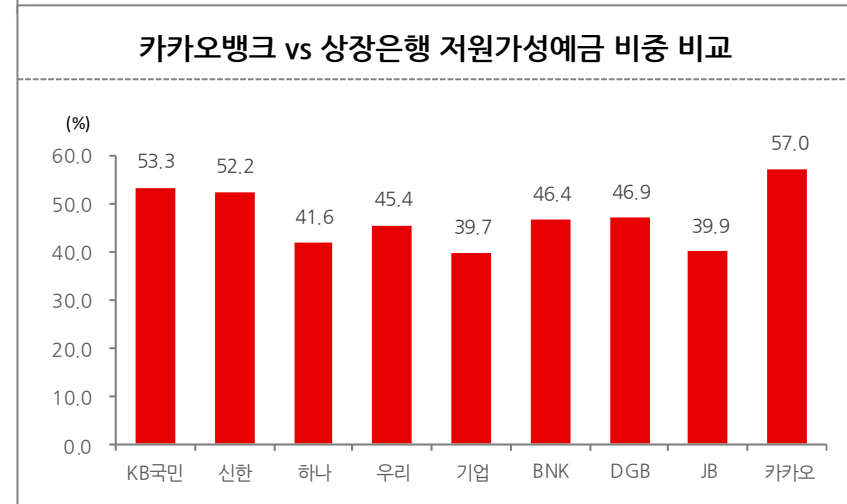
자료: 금융감독원, BNK투자증권

### 3-2. 성장성 비교 분석: 예수금 및 조달 포트폴리오

- ❖ 빠른 여신 증가와 마찬가지로 수신도 2018년 +114.2%yoy 및 2019년 +91.6%yoy로 큰 폭 증가 후 2020년 +13.7%yoy 및 1Q21 +19.0%yoy로 둔화되기 시작. 다만 예대율은 시중은행 대비 여유가 있음
- ❖ 카카오뱅크는 원화예수금으로 100% 조달(상장은행 68.1%). 원화예수금 중 특히 저원가성예금인 요구불예금 비중은 57.0%로 시중은행 17.6% 대비 큰 폭 상회. 그러나 요구불예금은 소액이라는 점과 수시입출식이기 때문에 운용측면에서의 불확실성으로 비중 축소 불가피
- ❖ 다만 높은 요구불예금 비중은 수익성 확보에 도움



자료: 금융감독원, BNK투자증권

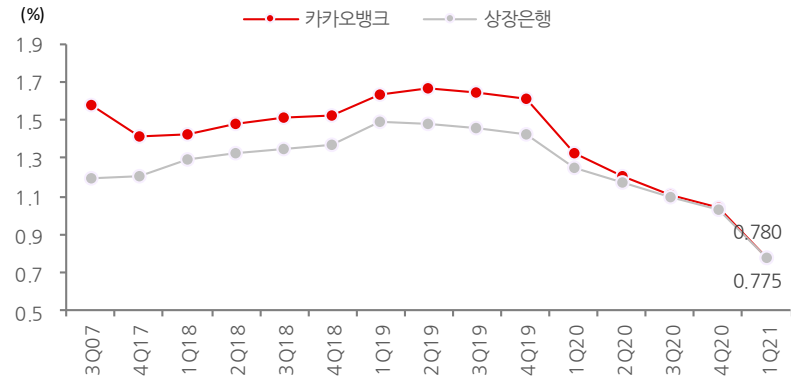


자료: 금융감독원, BNK투자증권

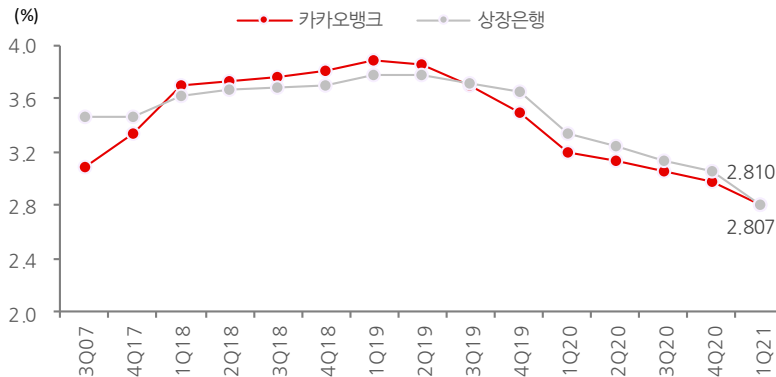
### 4-1. 수익성(예대마진) 비교 분석

- ❖ 카카오뱅크 원화대출채권 평균이자율은 2.81%로 상장은행과 유사한 수준. 다만 상대적으로 금리가 높은 신용대출 비중이 크다는 점에서 고신용자 중심의 신용대출로 평가. 더불어 기준금리 인하 외에 대출금리가 낮은 전세자금대출 증가도 원화대출채권 평균이자율 하락의 원인
- ❖ 원화예수금 평균이자율도 요구불예금 비중이 증가하면서 상장은행과 차이가 나지 않음
- ❖ 원화예대금리차 1.94%로 오히려 수익성은 상장은행 대비 소폭 낮은 수준임

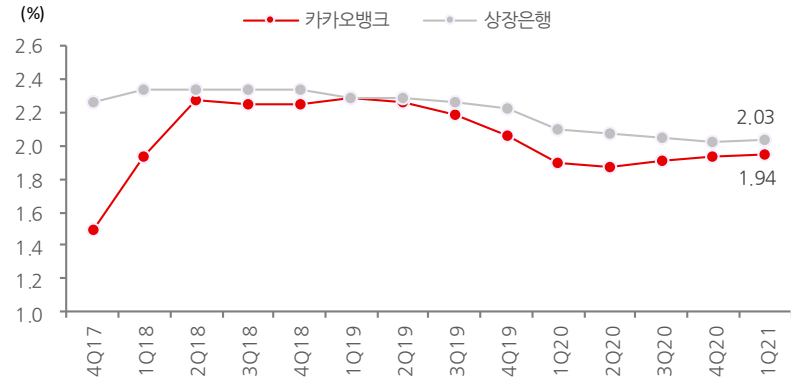
카카오뱅크 vs 상장은행 원화예수금 평균이자율 추이 비교



카카오뱅크 vs 상장은행 원화대출채권 평균이자율 추이 비교



카카오뱅크 vs 상장은행 원화예대금리차 추이 비교



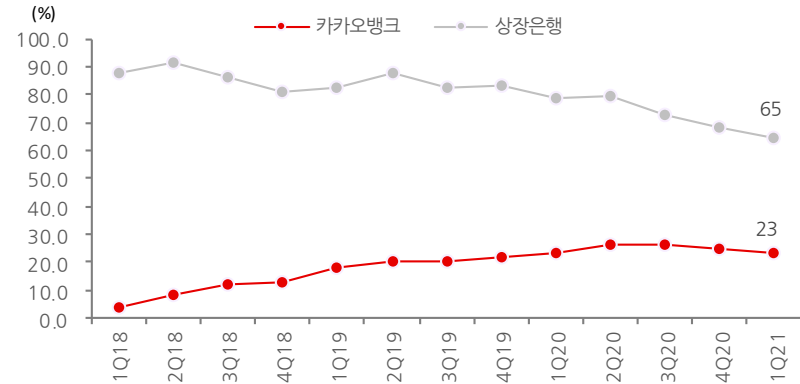
자료: 금융감독원, BNK투자증권  
 주: 상장은행 원화대출채권 평균이자율은 산술평균 기준

자료: 금융감독원, BNK투자증권  
 주: 상장은행 원화예수금 평균이자율은 산술평균 기준

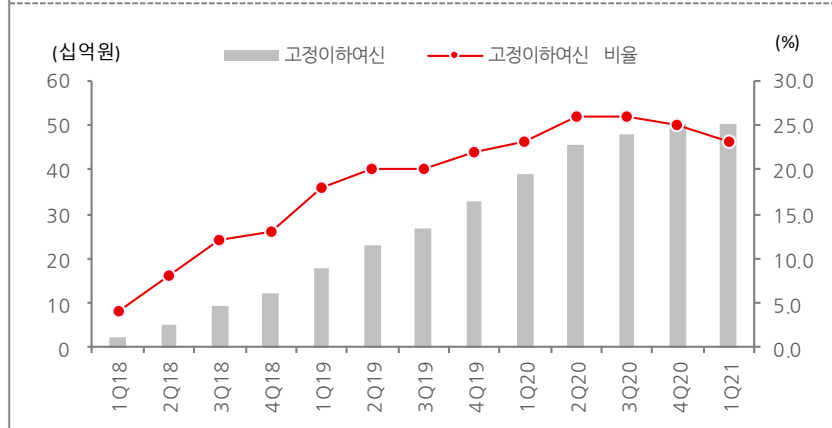
## 5-1. 자산건전성 비교 분석

- ❖ 1Q21 기준 카카오뱅크 총여신 21.6조원 중 **고정이하여신 501억원**으로 NPL비율은 **23bp**에 불과. 역사적으로도 낮은 상장은행 NPL비율 65bp 대비로도 매우 낮은 수준. 그러나 영업기간이 짧다는 점에서 **신뢰성이 좀더 필요하며, 대부분 신용대출이라는 점에서 부실시 손실이 크다는 리스크 존재**
- ❖ 1Q21 카카오뱅크 대손충당금은 929억원으로 **NPL Coverage Ratio 185%**로 상장은행 134%(대손충당금 9.2조원) 대비 높은 수준. 다만 절대적 금액이 작기 때문에 부실채권에 대한 완충역할로 평가하기는 어려움

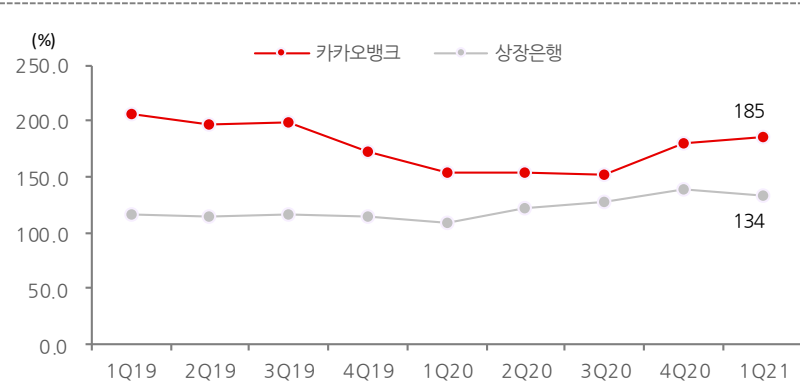
카카오뱅크 vs 상장은행 NPL비율 추이 비교



카카오뱅크 고정이하여신 및 고정이하여신비율 현황



카카오뱅크 vs 상장은행 NPL Coverage ratio 추이 비교

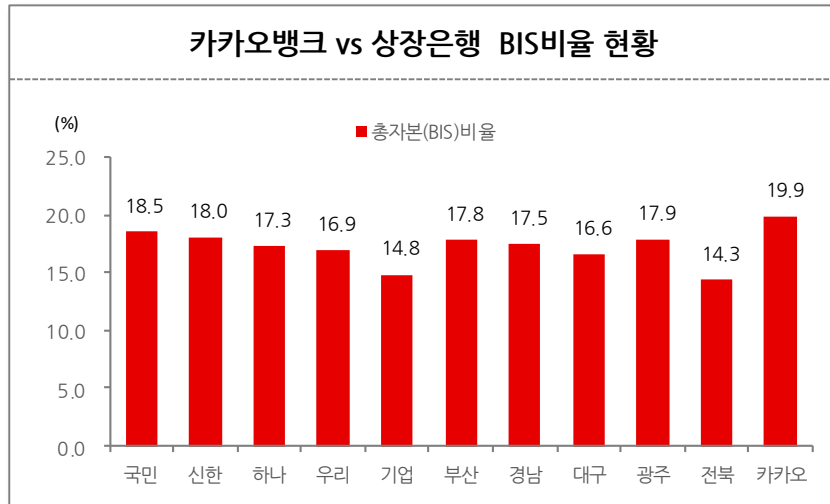


자료: 금융감독원, BNK투자증권

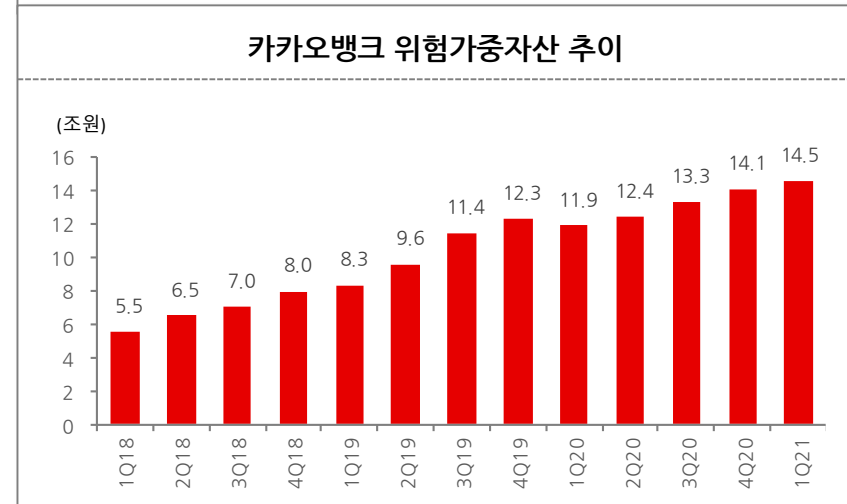
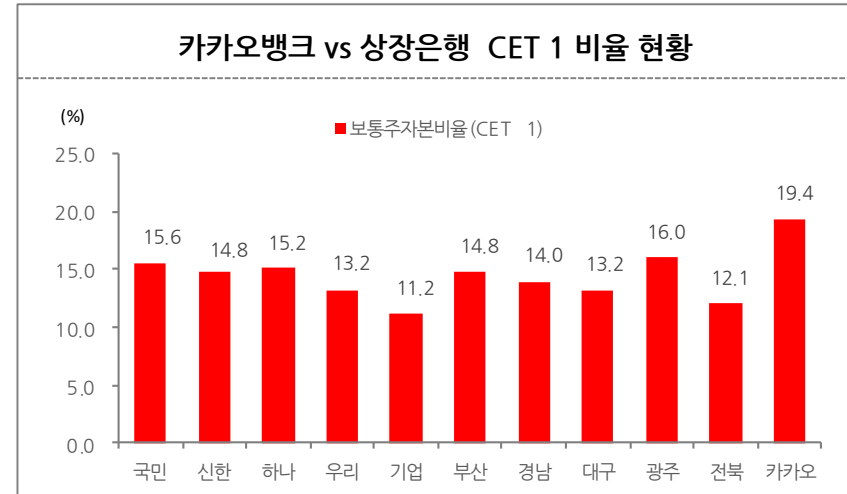
자료: 금융감독원, BNK투자증권  
주: 상장은행 산술평균 기준

## 6-1. 자본적정성 비교 분석

- ❖ 4Q20 추가 증자에 따라 카카오뱅크 1Q21 BIS비율 및 CET 1은 각각 19.9% 및 19.4%로 상장은행 대비 높은 수준
- ❖ 대출성장의 속도조절과 정부의 가계대출 규제 강화 등으로 향후 위험가중자산의 증가 폭은 둔화될 전망
- ❖ 2021년 상장에 성공한다면 자본조달을 통해 자본적정성은 큰 폭으로 상승할 전망. 이에 따라 추가 중금리대출 및 주택담보대출 및 자영업자대출 등 추가 대출성장 가능할 전망. 다만 규모가 확대됨에 따라 자본규제 추가 적용에 따른 자본적정성 하락 리스크도 존재함



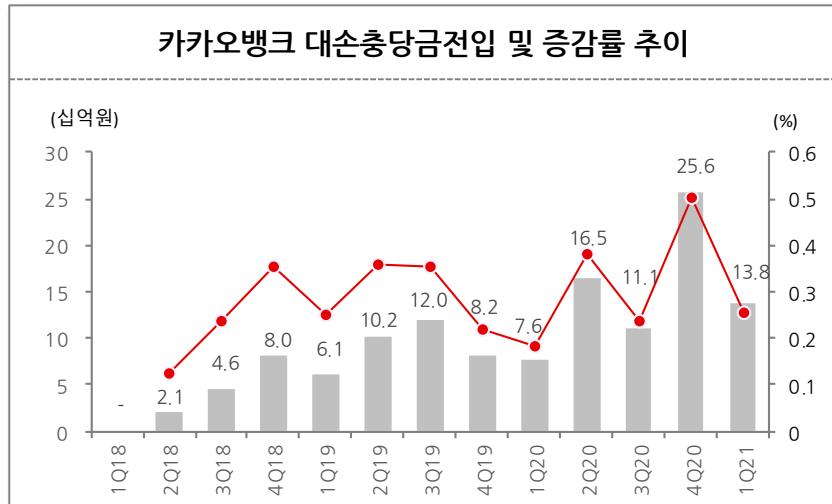
자료: 금융감독원, BNK투자증권



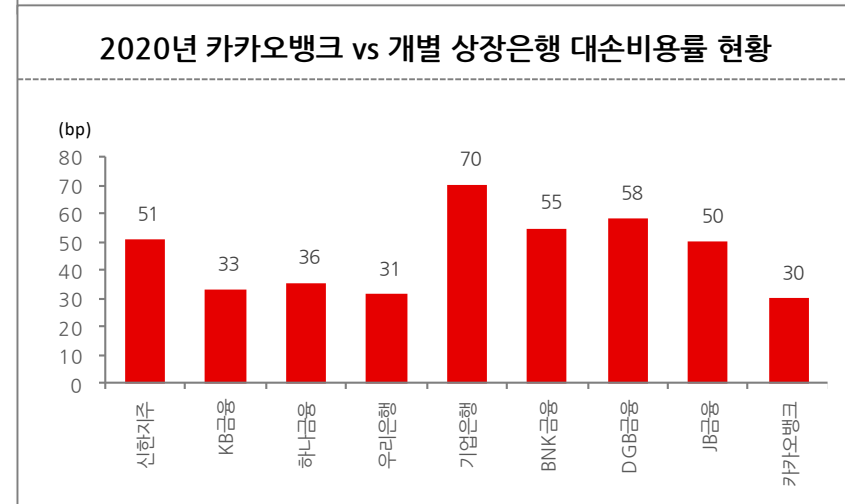
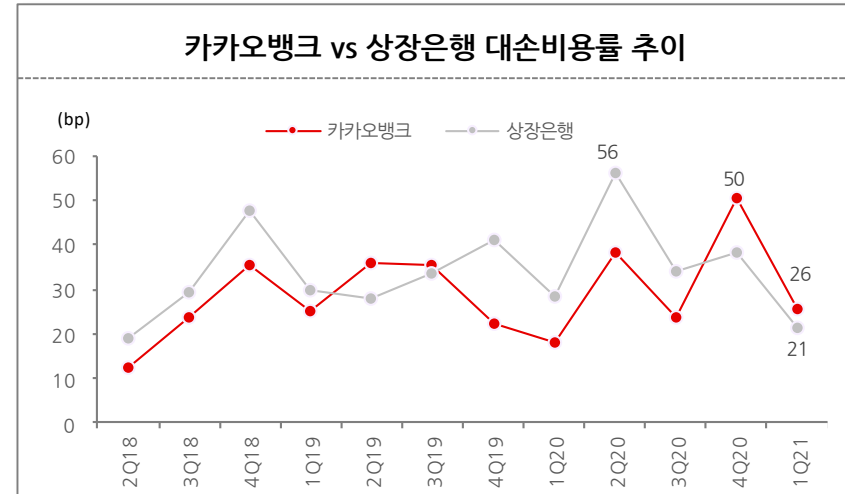
자료: 금융감독원, BNK투자증권

## 7-1. 대손충당금전입 및 대손비용률 비교 분석

- ❖ 카카오뱅크 대손충당금전입은 대출자산이 확대되면서 증가하는 상황. 그러나 **대손비용률(원화대출채권대비)**은 낮은 수준에서 유지되고 있음
- ❖ 상장은행은 COVID-19 발생에 따른 보수적 충당금적립에 따라 대손비용률 큰 폭으로 상승. 그러나 자산건전성이 역사적으로도 양호한 상황이어서 2021년 큰 폭 하락 예상
- ❖ 카카오뱅크는 **신용대출 비중이 높아 대손시 손실이 크다는 점과 영업기간이 짧다는 점**에서 향후에도 양호한 자산건전성에 따른 낮은 대손비용률을 유지할 수 있는가 확인 필요. 특히 핀테크와 AI 활용한 신뢰할 수 있는 신용평가시스템 구축 여부가 중요



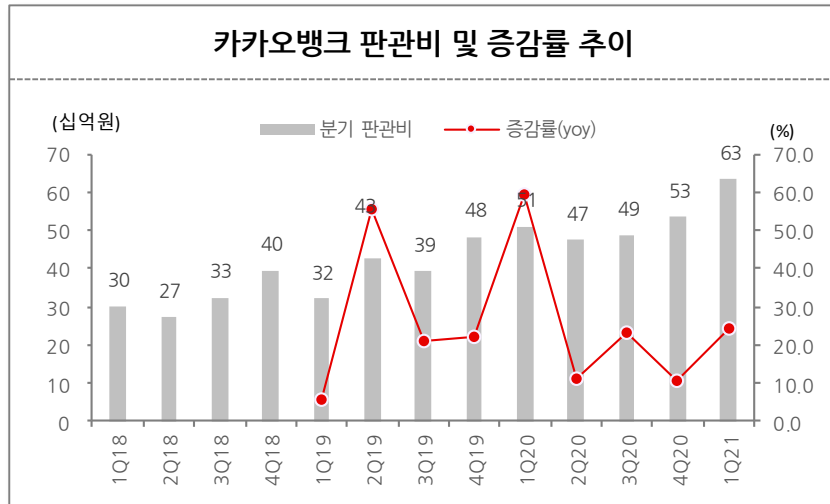
자료: 금융감독원, BNK투자증권



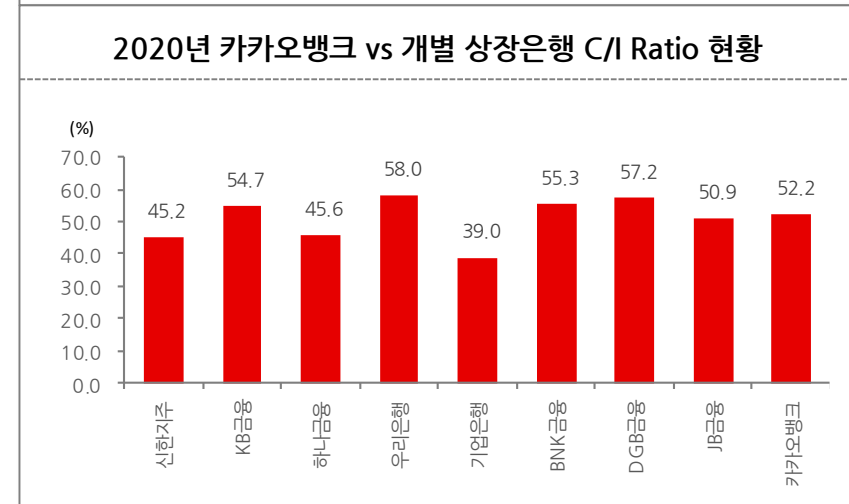
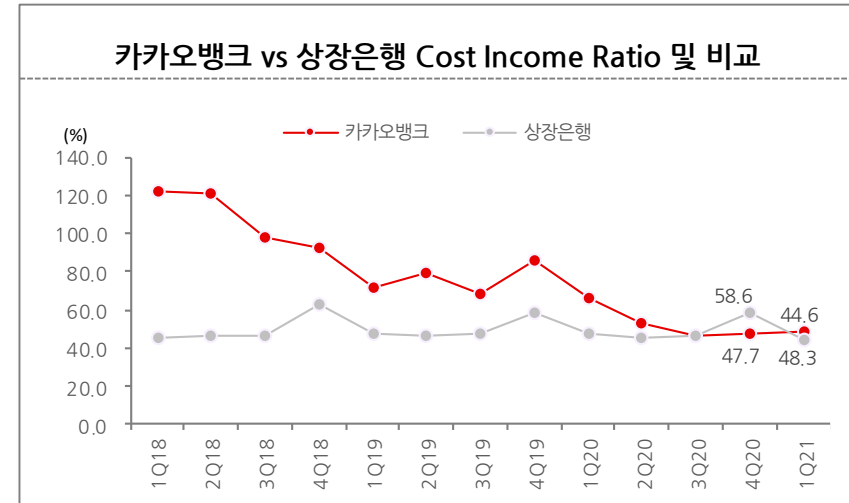
자료: 금융감독원, BNK투자증권  
주: 원화대출채권 2020년말잔 기준

## 8-1. 경영효율성 비교 분석

- ❖ 인터넷은행 강점은 영업점이 필요 없는 온라인(모바일 포함) 영업이라는 점에서 규모의 경제를 달성할 수 있다면 시중은행 대비 유리한 구조. 상장은행은 인터넷뱅킹(모바일 포함) 비중이 확대되는 상황에서 영업점포는 부담
- ❖ 카카오뱅크 판관비 2019년 +25.2%yoy인 1,625억원, 2020년 +23.5%yoy인 2,006억원, 1Q21 +24.2%yoy인 446억원임. 2020년 효율성지표인 Cost income ratio(판관비/순영업수익) 기준 카카오뱅크 52.2% 대비 상장은행 50.7%로 유사한 수준이나 향후 대출규모 확대에 따른 순영업수익 증가로 상장은행 대비 낮아질 전망



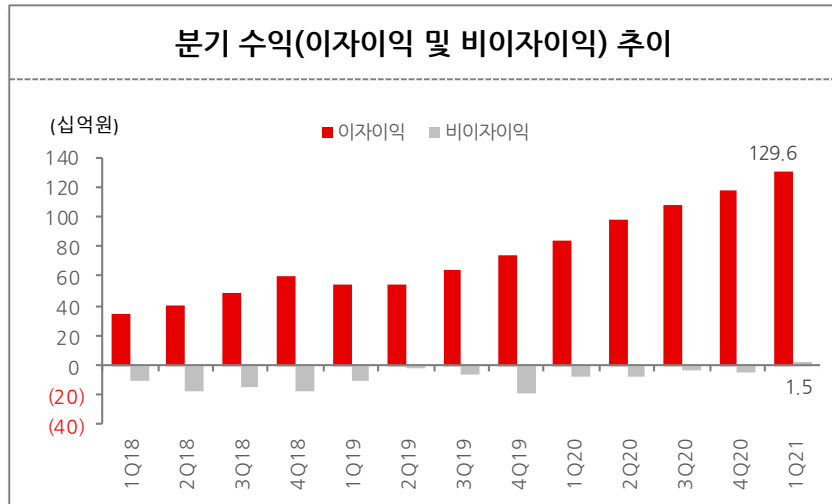
자료: 금융감독원, BNK투자증권



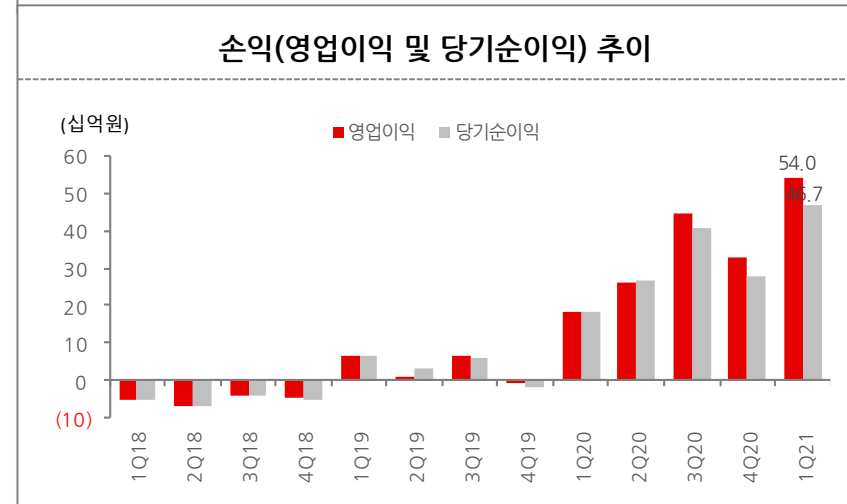
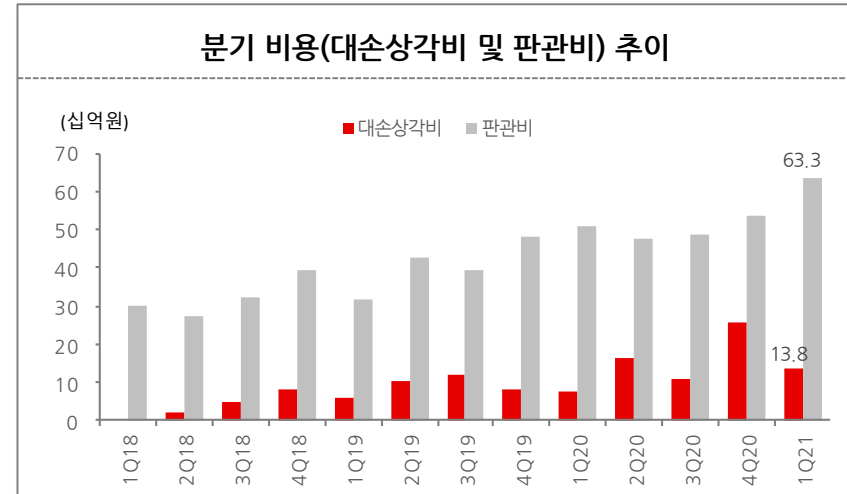
자료: 금융감독원, BNK투자증권

## 9-1. 카카오뱅크 손익 현황

- ❖ 2020년 연간 NIM 27bp 상승과 원화대출 +36.5%yoy로 이자이익 +64.8%yoy인 6,392억원 실현. 비이자이익도 수입수수료 증가와 신용카드관련수수료비용 감소로 적자 폭 축소됨. 이에 따라 순영업수익 +81.0%yoy 증가함
- ❖ 비용측면에서도 대손상각비는 큰 폭 증가하였으나 대출채권 증가를 감안한 대손비용률 기준으로는 매우 낮은 수준을 유지하고 있으며, Cost Income Ratio도 하향안정화된 상황
- ❖ 이에 따라 당기순이익 2020년 +727.4%yoy인 1,136억원 실현 및 1Q21 +152.7%yoy인 467억원 실현



자료: 금융감독원, BNK투자증권



자료: 금융감독원, BNK투자증권



## 9-2. 카카오뱅크 3년간 손익 추정 주요 가정

- ❖ 2020년 원화대출증가율 +36.5%yoy 및 1Q21 +29.0%yoy 실현. 향후 리스크관리 측면에서 신용대출 증가율 둔화는 불가피하나 중신용대출(비중은 크지 않을 듯) 확대와 자영업자 및 주택담보대출 진출을 가정하여 은행주가 가장 높은 성장률을 보였던 2006년~2008년 연평균성장률 15.6% 대비 1.5배인 **+23.4%의 대출성장 가정**(당시 은행주 평균 PBR 2.0배, 향후 Valuation 추정시 반영)
- ❖ 1Q21 원화대출채권평균이자율 2.8% 및 원화예수금평균이자율 0.78%임. 향후 기준금리 인상을 가정하면 완만한 상승이 예상되나, 대출금리가 가장 낮은 주택담보대출 진출과 대출금리가 높은 중신용대출 확대 등(자영업자대출은 담보 및 보증 유무에 따라 대출금리 편차 존재)을 감안하여 소폭 상승한 **3.0%**로 가정. 반면 예대율이 80% 이하라는 점에서 조달 부담이 크지 않다고 판단하여 **원화예수금평균이자율은 0.78%을 유지**할 것으로 가정. 더불어 **유가증권수익률은 2020년말 1.3% 적용**
- ❖ 비이자손익 2020년 -240억원으로 적자 지속. 그러나 1Q21 분기 처음으로 15억원 흑자전환. 증권사 주식계좌 개설, 제휴사 대출추천 및 신용카드 발급 대행 등 수입수수료가 확대되고, **신용카드 이체수수료 감소**에 따라 카드관련수수료비용이 감소함에 기인. 향후 카카오뱅크 수익 추정에 핵심될 부문이나 가정에 따라 변동이 클 것으로 예상. 2020년 상장은행 이자이익 대비 비이자이익 비중은 28%임(순영업수익대비로는 22%)이며 증권, 보험, 카드, 캐피탈과 은행 지점을 활용한 방카 및 펀드 판매 등에 기인. **카카오뱅크는 1,600만명의** 고객을 활용하여 향후 비이자이익 기반이 강화될 수 있다고 판단하나, 이미 교차판매(ex, 국민은행 고객이 KB투자증권, KB국민카드, KB손해보험 등도 이용할 것이라는 가정)가 쉽지 않다는 점이 검증되었고, 현재 카카오뱅크 강점인 모바일 고객도 대부분 계좌이체 및 조회 등 수익창출 요인이 아니라는 점(실제 수익창출이 가능한 모바일 대출규모 및 건수 비중은 크지 않음)에서 급격한 이익 증가는 쉽지 않다고 판단. 그럼에도 공격적인 기준을 제시하며 **향후 3년간 이자이익대비 5% → 7% → 10%에 수렴할 것으로 가정**
- ❖ 2020년 카카오뱅크 **대손비용률(원화대출채권대비)** 30bp 실현. 상장은행평균 47bp 대비 매우 낮은 수준. 다만 상장은행은 COVID-19 관련 보수적으로 2.0조원의 대손충당금을 적립하였음을 감안하면 실제 33bp로 차이가 크지 않음. 카카오뱅크 대출의 대부분이 부실확정 시 리스크가 큰 신용대출이라는 점과 정교한 신용평가시스템 구축에 대한 신뢰가 필요하다는 점, 대손비용률이 역사적으로도 매우 낮은 수준이라는 점에서 향후 추가적인 하락은 쉽지 않을 것으로 판단. 따라서 **현재 수준인 분기 30bp, 연간 28bp 적용**
- ❖ 카카오뱅크 판관비는 2020년 연간 +23.5%yoy 및 1Q21 +24.2%yoy 증가. **Cost Income Ratio** 2020년 연간 52.2% 및 1Q21 48.3% 실현하여 상장은행 평균 50.7% 및 44.6% 대비 소폭 높은 수준. 향후 순영업수익 증가로 추가 하락 가능할 전망. 다만 주택담보대출 확대는 인원 확보 필요성에 따른 판관비 증가요인이며, 상장은행 전체적인 목표가 45% 내외라는 점과 온라인 기반이기 때문에 이익증가에 따른 고정비 증가가 크지 않다는 점에서 **향후 3년간 44%(2021년 상장은행 수준) → 40% → 35%로 업종 내 가장 낮은 수준까지 수렴할 것으로 가정**
- ❖ 2019년부터 흑자전환. **법인세율은 2020년 연간 7.1% 및 1Q21 13.6% 적용. 2021년 1분기와 동일한 13.6% 적용 후 2022년부터는 25% 적용**
- ❖ 금번 가정은 향후 실제 데이터 확인 후 지속적으로 수정할 예정임

## 카카오뱅크 재무제표

재무상태표					
(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	<b>22,724</b>	<b>26,649</b>	<b>32,712</b>	<b>39,550</b>	<b>47,818</b>
현금 및 예치금	226	1,196	982	1,187	1,435
유가증권	2,877	4,261	5,561	6,724	8,129
대출채권	19,194	20,663	25,614	30,969	37,442
유형자산	47	46	98	119	143
기타자산	380	483	457	553	668
<b>부채총계</b>	<b>21,045</b>	<b>23,852</b>	<b>29,690</b>	<b>36,268</b>	<b>44,171</b>
예수금	20,712	23,539	29,257	35,738	43,527
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타부채	333	313	433	529	644
<b>자본총계</b>	<b>1,679</b>	<b>2,797</b>	<b>3,022</b>	<b>3,283</b>	<b>3,647</b>
자본금	1,825	2,038	2,048	2,048	2,048
자본잉여금	0	760	763	763	763
이익잉여금	-127	-14	206	466	830

포괄손익계산서					
(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
이자이익	248	408	555	674	827
비이자이익	-35	-24	15	47	83
<b>순영업수익</b>	<b>212</b>	<b>384</b>	<b>571</b>	<b>722</b>	<b>910</b>
대손충당금전입	36	61	68	86	106
판관비	162	201	249	289	318
<b>영업이익</b>	<b>13</b>	<b>123</b>	<b>254</b>	<b>347</b>	<b>485</b>
영업외이익	0	0	0	0	0
총당금적립전영업이익	50	183	322	433	591
<b>세전이익</b>	<b>13</b>	<b>122</b>	<b>254</b>	<b>347</b>	<b>485</b>
법인세	-1	9	34	87	121
당기순이익	14	114	220	260	364
소수주주지분	0	0	0	0	0
<b>지배주주당기순이익</b>	<b>14</b>	<b>114</b>	<b>220</b>	<b>260</b>	<b>364</b>

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가(6M)	과리율 (Avg)	과리율 (H/L)
카카오뱅크	21/07/26	매도	24,000원		

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)  
 기업: 6개월 예상수익률  
 매수(Buy) +15% 이상,  
 보유(Hold) -15~+15%,  
 매도(Sell) -15% 이하  
 산업: 6개월 투자비중에 대한 의견  
 비중확대(Overweight),  
 중립(Neutral),  
 비중축소(underweight)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 레포트에는 네이버에서 제공한 니움글꼴이 적용되어 있습니다.

# BNK 투자증권

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)  
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하  
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)  
조사분석자료 투자등급 비율(2021.6.30 기준) / 매수(Buy) 87%, 보유(Hold) 13%, 매도(Sell) 0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

고객지원센터 1577-2601 [www.bnkfn.co.kr](http://www.bnkfn.co.kr)

## <본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009  
[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

## <서울영업부>

서울시 영등포구 국제금융로2길 (여의도동) 24, BNK금융타워 6층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

## <경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

## <울산영업부>

울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / T 052-271-6117 / F 052-271-6111

# BNK 금융그룹

BNK부산은행 / BNK경남은행 / BNK투자증권 / BNK캐피탈  
BNK저축은행 / BNK자산운용 / BNK신용정보 / BNK시스템 / BNK벤처투자