CMRC
자본시장연구회
한국외대 경제금융학회

같지만 다른 은행 **카카오뱅크**

자본시장연구회 3팀

팀장 박승관
팀원 나윤주
송혜원
이현준
홍은채

kakaobank

CMRC
자본시장연구회
한국외대 경제금융학회

개요

Ⅰ. 산업현황

Ⅱ. 기업현황

Ⅲ. 투자 포인트

Ⅳ. Valuation

Ⅰ.산업현황

1. 인터넷 은행 산업분석

1.1 인터넷 전문 은행

은행은 저축하는 사람들의 돈을 예금하고, 이 자본을 바탕으로 대부, 어음할인, 투자를 사업으로 영위하는 금융기관이다.

인터넷 전문은행은 기본적인 은행 업무를 수행하되 모든 금융서비스를 100% 온라인 상에서 제공하는 은행이다. 오프라인 지점을 토대로 하고 있는 기존 은행과 달리 인터넷 은행은 물리적 공간이 존재하지 않는다.

365일 24시간 금융서비스를 이용할 수 있다는 점, IT 기술을 활용해 비대면 상품을 앞세우고 초저금리의 대출상품으로 인기를 끌었다. 여기에 기존 플랫폼을 활용해 간편하게 이용할 수 있는 점이 강점이다.

비대면·디지털이 대세로 자리 잡으면서 카카오, 네이버, 토스 같은 빅테크 업체들이 대표적인 규제 산업인 금융시장에 빠르게 진입하였다. 현재 국내의 인터넷 전문은행은 **케이뱅크, 카카오뱅크**로 이루어져 있으며 토스 뱅크가 21년 7월 출범 예정이다.

빅테크: 인터넷 플랫폼 기반의 대형 IT 기업

1.2 은행의 수익구조

대부분 이자이익과 비이자이익인 수수료 이익이다. **이자이익**은 대출과 예치금, 매도가능금융자산, 만기보유금융자산 등에서 발생하며, 이 중 대부분은 대출채권에서 나온다.
수수료 이익은 카드 사업에서 발생하는 카드 수수료와 수입 수수료가 대부분을 차지한다.

은행의 총이익 =이자이익+비이자이익

국내은행의 수익구조는 이자이익 88%, 비이자이익 12%로 이루어져 있기 때문에, 순이자마진의 축소만으로도 상당한 수익성 하락이 불가피하다.

은행의 이익은 이자이익이 대부분

비용에는 **이자비용, 수수료 비용, 영업관리비**가 있다. 일반적으로 이자비용은 고객이 예치한 예금에 따른 예수부채이자와 은행채의 이자가 대부분이고, 여기에 추가로 **손상차손**과 **대손충당금 전입액**으로 구성된다.

1.3 재무성과 중요지표

은행업에서 수익을 나타낼 수 있는 지표로는 크게 NIM, NIS가 있다. 그 외 자기자본비율, credit cost, 기준금리 등이 은행의 수익에 영향을 미치는 지표들이다.

NIM(net interest margin)은 운용자산대비 순이자수익으로 운용자산 대비 순이자수익이 높거나, 같은 운용자산에서 이자비용이 수익보다 적으면 높게 나온다. 자산운용능력과 자본 조달 능력을 평가할 수 있다.

NIS(net interest spread)는 예대마진으로, 은행의 이자이익은 기본적으로 예대마진에서 발생한다. 하지만 단순히 (대출이자율-예금이자율)로 나타내는 수치는 주체별로 다른 금리가 적용되고, 금융상품에 따른 수익구조가 반영되기 어렵다는 단점이 있다. 또한 규모도 달라서 개별 은행의 수익을 충분히 반영하는 지표는 아니다.

자기자본비율(BIS)
금융기관의 청산능력을 나타내는 국제적 기준으로서 자본관련비율 중 가장 포괄범위가 넓은 지표이다. 2008년 금융위기 이후 제정된 바젤Ⅲ 협약에 따라서 감독당국에서는 자기자본비율 8%이상을 유지하도록 조건을 제시했다. 금융당국에서는 통상 14% 수준을 BIS비율 안정권으로 보고있다. 국내 은행들은 BIS 자기자본비율을 13~16%로 유지하는 추세이다.

BIS 자기자본비율

$$= \frac{\text{자기자본}}{\text{위험가중자산}} * 100$$

Credit cost
대손상각비를 운용자산으로 나눈 것으로, 비율이 낮다는 것은 상대적으로 안전한 자산에 투자하고 있고, 낮은 비용으로 높은 수익성을 실현하고 있다는 것을 의미한다.

기준금리
위에서 언급했듯이 우리나라 은행업에서 이자이익은 예대마진이 대부분이다. 따라서 기준금리가 낮아지면 일반적으로 예대마진이 줄어 은행의 수익이 감소하게 된다.

Ⅰ.산업현황

2. 은행 산업 전망

2.1 거시 환경-디지털 금융 확산, 취약기업 리스크 증가, 순이자마진 감소

2020년 은행 산업은 세계 경제의 **디지털화**(digital transformation)에 따라 전자상거래 규모가 확대되면서 빠르게 변화하고 있다. 빅테크 및 핀테크 기업이 전통적인 기존의 은행의 경쟁 상대가 되고 그 비중을 키워 나가고 있으며, 최근에는 규제개혁으로 인해 핀테크 기업 등에 대한 영업규제도 완화되고 있는 추세이다.

글로벌 정치, 경제 불확실성과 국내 저성장, 저물가 추세로 취약기업 리스크가 증가하고 있다. 특히 유동성이 상대적으로 부족하고 사업 다각화 측면에서 뒤쳐진 수출 **중소기업의 신용위험이 확대**될 것으로 전망된다.

주요국의 완화적 통화정책 기조의 지속으로 **글로벌 저금리 상황이 고착화** 가능성이 높다. 우리나라의 경우도 저금리 상황이 지속될 것으로 예상하고 있으며, 이로 인해 **순이자마진 축소, 대출 수요 감소 등으로 은행 수익성이 저하될 우려**가 제기된다.

2.2 성장성-외형적 성장, 대출은 감소

지난 10년간 국내 금융산업은 **외형적 성장을 지속**해왔다.
GDP 중 금융·보험업의 비중은 5%('09년)에서 5.6%('19년)로 증가하였다.

TABLE 1. 경제활동별 실질 GDP

구분	2009	2012	2015	2018	2019
국내총생산 (GDP)	1,335.7	1,514.7	1,658.0	1,812.0	1,848.9
금융·보험업	**66.6**	73.9	88.2	98.9	**103.3**
비중	**4.98**	4.88	5.32	5.46	**5.59**

(단위: 조원, %)
(자료: 한국은행 국민계정)

하지만 **국내은행의 대출 증가율은 올해보다 소폭 낮아져** 5%대 초중반에 그칠 전망이다.
(2019년 상반기 6.1% → 2019년 5 중후반 → 2020년 5% 초중반)

가계대출은 혁신금융 강화, 가계부채 및 부동산 시장 안정화 정책 등의 영향으로 성장세가 둔화될 전망이다. 기업대출은 긍정적인 요인도 있으나, 이미 중소기업대출의 증가율이 비교적 높은 상황에서 가계대출 성장의 둔화를 상쇄할 만큼의 기업대출 확대는 어려울 것으로 보인다.

2.3 수익성-저금리 기조로 인한 ROE 하향 추세

글로벌 금융위기 이후 시장금리 1%p 하락 시 순이자마진은 평균적으로 6~9bp 하락

국내 은행의 수익성은 저금리·저성장 기조 속에서 **ROE의 구조적 하향 안정화** 국면에 진입하였다. 디지털 전환 과정에서 경쟁의 심화, 순이자 마진 하락 및 수수료 관련 영업의 위축 가능성, 대손비용 상승 가능성, 소비자보호 관련 비용 상승 등의 요인들로 인해 **수익성이 다소 약화**되었고 21년 국내 은행의 순이자마진은 시장금리의 하락으로 인해 올해보다 더욱 하락할 전망이다.

국내 은행은 글로벌 대비 낮은 PBR, 낮은 ROE

국내 은행의 평균 ROE는 8%로, 이는 글로벌 은행과 비교하면 상대적으로 낮은 수치이다. 국내 은행과 포트폴리오가 같은 글로벌 은행 7곳의 평균 ROE는 13.9%로, 이는 **비이자이익 격차**가 가장 큰 원인이다. 순이자마진이 하락한 상태에서 비이자이익 확대가 필요한 상황이지만 최근 금리연계 파생결합증권(DLS)에 대한 부정적인 시각이 많아져 당분간은 보수적인 움직임이 예상된다.

Ⅰ.산업현황

3. 은행 산업 이슈

3.1 인터넷 전문 은행에 대한 정부의 파격적 우대

정부의 정책적 지원에 힘입은 인터넷 전문 은행의 초고속 성장

인터넷 전문 은행은 도입 후 초고속으로 성장하였는데, 그 배경에는 최근 정부의 파격적인 정책적 지원과 차별적인 규제 혜택이 적지 않은 기여를 한 것으로 판단된다.

첫째, 인터넷 전문 은행이 영업을 전개하는 데 적지 않은 보이지 않는 장벽을 제거하였다. 오픈뱅킹 도입 등을 통해 **기존 은행의 송금 및 이체 수수료, ATM 수수료를 직·간접적으로 규제**함으로써 지점이 없이도 저렴한 비용으로 영업이 가능하도록 하였다.

둘째, **기존 은행이라면 허용이 되지 않았던 파격적인 영업전략을 인터넷 전문 은행에 대해서는 허용, 차별적 서비스가 가능하도록 하였다.** 카카오뱅크의 경우 카톡을 활용한 자금이체, 동창회 통장 등 기존 은행이 신청했다면 이와 같은 혁신적 서비스는 탄생하기 어려웠을 것이다. 아울러 보이스 피싱 등 금융사고를 이유로 기존 은행에 대해 신규 계좌 개설에 대해 엄격히 제한하고 있지만 **인터넷 전문 은행에는 느슨한 규제를 적용, 신규 고객 확보에 이점**을 확보할 수 있도록 하고있다.

마지막으로 **소비자보호제도 역시 대면 영업 중심으로 강화**하는 등 정부의 정책이 인터넷 전문은행이 시장의 주도적 사업자로 부상하는데 결정적인 기여를 한 것으로 평가된다. 인터넷 전문 은행의 급속한 성장이 혁신적인 서비스에서 비롯된 점도 적지 않지만 공격적인 가격 전략, 그리고 정부의 정책적 지원이 결정적인 기여를 한 점도 고려해야 한다.

3.2 전통 은행의 디지털·비대면화

인터넷 전문 은행 뿐 아니라 기존의 은행들도 디지털 서비스 강화

생산 및 소비 모든 경제활동에서 언택트의 중요성이 강조되면서 디지털 기술을 활용한 비대면 서비스가 더욱 주목받고 있는 추세이다. 이에 따라 오프라인 영업점 없이 전 과정을 디지털로 금융서비스를 제공하는 카카오뱅크와 케이뱅크 등 인터넷 은행은 이전보다 더욱 확장할 것으로 예상 할 수 있다. 하지만 언택트 시대의 도래로 인터넷은행 뿐만 아니라 **전통은행들도 디지털 금융 서비스의 속도를 더욱 가속화**하고 있다.

과거부터 대두되던 디지털 서비스의 중요성을 인식하고 **시중은행이 핀테크 기업에 투자 또는 공동사업을 진행, 디지털 전담부서를 신설하여 비대면 디지털 서비스를 확대**하는 등의 생존전략을 펼치는 것이다.

기존 은행들이 적극적으로 디지털 전환을 가속화하는 이러한 추세는 **오픈뱅킹 시행에 따른 은행 간 경쟁을 심화**할 것으로 보인다. 오픈뱅킹 시스템의 가동으로 은행 간 출금이체가 손쉽게 진행되므로 우량고객 경쟁이 치열하게 전개되고 있다. 이러한 디지털 전환은 고객의 이동성이 증대되면서 단기적으로는 은행의 수익성 하락 요인으로 작용한다. 핀테크 기업들의 오픈뱅킹 시스템 이용 수수료가 1/10 수준으로 떨어지면서 기존 은행의 전자금융 수수료 수입도 크게 감소 중이다.

다만, 전통 은행은 대규모 신용거래에 있어서 연혁이 짧은 인터넷 전문은행보다 상대적으로 신뢰도가 높고, 강력한 투자역량을 지니고 있다. 또한 이미 확보하고 있는 고객층과 이를 기반한 고객 관리·리스크 관리 시스템이 체계화되어 있다. 이러한 이점을 가지고 있는 대부분의 국내 금융회사들이 '디지털 금융플랫폼 전환'을 지향하는 산업환경에서 **인터넷 전문은행은 차별적인 경쟁력 확보 방안이 필요**할 것이다.

TABLE 2. 국내 4대 은행의 디지털 전환 사례

금융사	디지털 전환 사업
하나은행	• 디지털 전환을 위한 임직원 재교육시스템 강화 • 앱 고도화 및 비대면 킬러콘텐츠 개발 추진
국민은행	• 비대면·대면 마케팅의 일원화 • IT 글로벌 개발부를 통한 비대면 플랫폼 해외 수출
우리은행	• '핵심업무의 비대면화 중점' 사업 • 만기 없는 주택청약통장 모바일 웹 없이 가입 가능 서비스
신한은행	• 데이터 거래소 신설, 자문 및 서비스업 개시

Ⅱ.기업현황

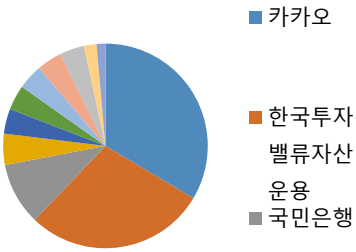
1. 카카오뱅크

1.1. 카카오뱅크 개요

금융당국은 ICT와 금융의 융합을 통해 금융서비스를 개선시키고 은행산업의 경쟁력을 강화하기 위해 인터넷 은행 도입을 결정했다. 2015년 11월 카카오뱅크와 케이뱅크 두 곳을 예비 인가했고 케이뱅크는 2017년 4월, **카카오뱅크는 2017년 7월 각각 영업을 개시했다.**

참고1을 보면, 2020년 9월 기준 **카카오뱅크의 지분 분포**는 카카오 33.54%, 한국투자밸류자산운용 28.60%, 국민은행 9.86%, 한국투자금융 4.93%, 넷마블, 서울보증보험, 우정사업본부, 이베이코리아, 텐센트가 각각 3.94% 보유하고 있다. 한편 예스24는 보유한 카카오뱅크 지분(1.97%)의 일부분인 193만 8200주(0.37%)를 2020년 12월 30일 사모펀드에 매각 예정으로, 매각 후 지분율은 1.40%이 될 전망이다.

참고1. 카카오뱅크 지분 구조



1.2. 카카오뱅크의 성장

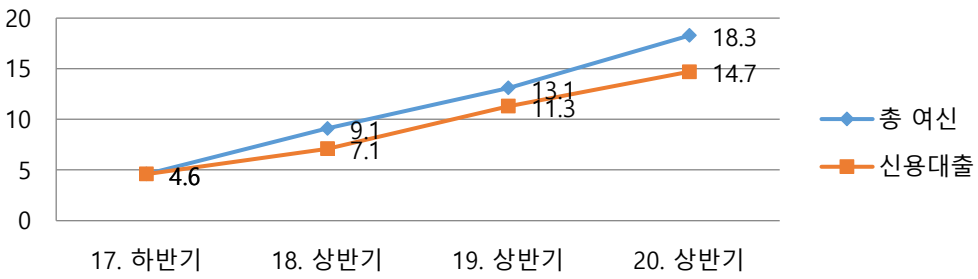
카카오가 직접 라이선스를 획득하는 정공법으로 금융산업에 진출하고 있는 이유는 **국민 메신저로 자리 잡은 카카오톡과 함께 '카카오프렌즈'를 비롯한 지적재산권(IP)의 힘**이 크다. 카카오는 카카오뱅크 준비 과정에서 국내 금융회사와 카카오프렌즈 간의 제휴를 통해 IP의 힘을 확인했다. 카카오는 신한과 KB국민, 우리, 하나, 농협 등 주요 시중은행은 물론 지방은행 등과도 제휴해 카카오프렌즈 캐릭터 이미지의 체크카드나 통장을 출시했다. 이 상품들은 많게는 10만 건 이상 팔리면서 흥행에 성공했다. (참고2. 우리은행 카카오페이 체크카드) 이에 **카카오뱅크는 출범 이후에도 카카오프렌즈를 적극적으로 활용한 금융상품을 내놓으면서 흥행에 성공했다.** 카카오뱅크 체크카드, 26주 적금 등이 대표적인 사례이다. 특히 카카오프렌즈 체크카드는 신청이 몰리면서 카드 수령까지 2주 이상이 소요되는 보기 드문 사건이 발생하기도 했다.

참고2. 우리은행 카카오페이 체크카드

또한 카카오뱅크는 **인터넷 은행의 장점을 잘 활용한 쉽고 빠른 대출로 대출시장에서의 영향력을 높여가고 있다.** 올해 카카오뱅크는 신용대출 시장에서 KB, 신한에 이어 업계 3위권으로 등극했고, 전세자금대출 시장에서도 10% 가량의 점유율로 업계 4~5위권을 기록한 것으로 알려졌다. 구체적인 카카오뱅크의 총 여신과 신용대출규모의 변화는 참고3에서 확인할 수 있다.

더불어 카카오뱅크는 **이미 잘 구축된 카카오 플랫폼을 잘 활용해 접근성을 높였다.** 카카오뱅크 초반에 고객들은 전통 은행들의 모바일 뱅킹보다 기존 사용하던 카카오톡과 연동해 간편하게 카카오뱅크에 접근할 수 있었다. 카카오톡의 MAU는 지난 3분기 기준 4579만명에 달했으며, 카카오뱅크가 출범할 당시에도 4200만명을 넘는 수준을 기록했다. 뿐만 아니라 카카오뱅크는 **플랫폼 내의 다른 계열사와의 협업도 이어가고 있다.** 특히 카카오뱅크는 카카오페이와의 협업에 중점을 두고 있다. 이미 카카오뱅크는 카카오페이와 카카오뱅크 간의 계좌 연결 프로세스를 간소화하는 등 단계적 서비스 연결 방안을 준비하고 있으며, 카카오페이가 보유한 카카오페이증권과 진출 예정인 보험사 등을 통해 카카오뱅크 플랫폼을 통해 제공할 금융서비스와 상품을 확보할 예정이다. 이외에도 카카오뱅크는 여러 방향과 분야에서 카카오 계열사와 카카오뱅크가 연결을 통해 시너지를 낼 수 있는 방안을 모색 중이다.

참고3. 카카오뱅크 총 여신 및 신용대출 규모 추이 **(단위 : 조 원, %)**



참고 : 카카오뱅크 17년도 7월 출범 / 출처 : 뉴데일리 경제

Ⅱ.기업현황

2. 상품 소개

현재 카카오뱅크는 예적금, 대출 상품과 함께 제휴 서비스와 같은 기타 서비스를 제공하고 있다.

2.1. 예적금 상품

예적금 상품은 입출금 통장, 세이프박스, 저금통, 모임통장, 정기예금, 자유적금으로 구성되어 있다.

카카오뱅크는 예적금 상품으로 입출금 통장, 세이프박스, 저금통, 모임통장, 정기예금, 자유적금 상품을 제공하고 있다.

입출금 통장의 경우 연 0.1%의 이자를 제공하고 있다. 동시에 카카오뱅크에서는 타행 이체 수수료, 타행 자동이체 수수료, 모든 ATM 기기에서의 입금/이체/출금 수수료를 면제한다. 뿐만 아니라, 카카오뱅크는 입출금통장 당 1개씩 **세이프박스 서비스**를 제공하고 있어, 여러 개의 통장을 만들지 않고도 통장 안에서 여유자금을 간편하게 관리 가능하다. 세이프박스는 입출금 통장 내에 존재하는 계좌 속 금고의 개념으로, 최대 1000만원까지 단 하루만 맡겨도 연 0.5%의 이자를 제공하고 있다. 마지막으로 **저금통 서비스**는 입출금 통장 내의 잔돈을 모아 최대 10만원까지 저축해주는 서비스이다. 이는 고객이 해당 서비스를 신청할 경우, 고객이 직접 설정한 모으기 규칙에 따라 매주 토요일에 전일자 최종 잔액의 1천원 미만에 해당하는 금액을 알아서 모아준다. 해당 서비스는 연 2.0%의 금리를 제공하고 있으며, 원하는 경우에는 언제든 저금통 비우기를 통해 출금 받을 수 있다.

모임 통장의 경우, 카카오뱅크 입출금 통장에 해당 서비스를 신청하면 회비조회, 회비관리, 멤버관리가 가능한 모임통장으로 사용할 수 있는 상품이다. 이 상품은 따로 모임 통장을 개설할 필요 없이, 갖고 있는 카카오뱅크 통장을 전환해 바로 모임통장으로 쓸 수 있다는 점이 장점이다. 뿐만 아니라, 카카오톡과 연계해 카카오톡 친구를 바로 모임통장으로 초대할 수 있고, 초대된 회원들은 모두 잔액과 입출금 현황을 볼 수 있다. 이는 입출금 통장에서 파생된 상품이므로, 입출금 통장과 동일한 금리를 제공하고 있고, 입출금 통장과 연계된 세이프박스, 체크카드, 캐시백 혜택 등을 그대로 유지하고 있다.

정기예금의 경우, 복잡한 가입조건이나 우대 조건 없이 누구에게나 동일한 단 하나의 정기예금 상품을 제공하고 있다. 이 상품의 경우 최소 100만원부터 가입할 수 있으며, 한도는 제한이 없다. 이자의 경우 가입기간마다 상이하게 제공되는데, 최소 기간인 1개월의 경우 연 0.6%의 금리를, 최대 기간인 36개월의 경우 연 1.1%의 금리를 제공하고 있다. 추가로 예금을 해지하지 않고도 필요한 금액을 출금할 수 있는 '긴급출금서비스'를 최대 2회까지 사용할 수 있다.

마지막으로 **자유적금**의 경우, 지켜야 하는 납입일, 납입 횟수가 정해지지 않은 자유로운 상품을 제공하고 있다. 그렇기에 고객은 매일, 매주, 매월 원하는 주기를 선택해 자동이체를 할 수도 있고, 원할 때 언제든 입금할 수도 있다. 단, 저축 금액은 한 번에 최소 1천원부터 최대 300만원까지 저축할 수 있다. 이자의 경우 가입기간마다 상이하게 제공되는데, 최소 기간인 6개월의 경우 연 0.9%의 금리를, 최대 기간인 36개월의 경우 연 1.3%의 금리를 제공하고 있다. 마찬가지로 적금을 해지하지 않고도 필요한 금액을 출금할 수 있는 '긴급출금서비스'를 최대 2회까지 사용할 수 있다.

2.2. 대출 상품

대출 상품은 비상금 대출, 마이너스 통장대출, 신용대출, 개인사업자 대출, 전월세보증금 대출으로 구성되어 있다. 카카오뱅크의 모든 대출 상품은 중도상환 수수료가 면제된다. 또한 인터넷 은행이라는 카카오뱅크의 특성상, 대부분의 대출 서비스 이용 시 은행 지점을 방문할 필요가 없고 복잡한 서류 제출 없이 간편하게 인증서로 대체할 수 있다.

카카오뱅크는 대출 상품으로 비상금 대출, 마이너스 통장대출, 신용대출, 개인사업자 대출, 전월세보증금 대출을 제공하고 있다.

비상금 대출은 일종의 마이너스 통장 대출로, 신용평가등급이 1~8등급에 해당하는 고객에게 최소 50만원에서 최대 300만원까지 대출해주는 상품이다. 대출 기간은 1년이며, 만기 전 연장 신청을 하면 심사 결과에 따라 1년 단위로 연장 가능하다. 비상금 대출은 만기에 일시 상환한다. 대출 금리는 이용자의 신용등급에 따라 연 최저 3.226%부터 최대 13.683%까지 적용된다.

Ⅱ.기업현황

마이너스 통장대출은 우량 신용등급의 직장인 급여 소득자에게 최대 1억 5천만원까지 대출해주는 상품이다. 마찬가지로 대출 기간은 1년이며, 만기 전 연장 신청을 하면 심사 결과에 따라 1년 단위로 최대 10년까지 연장 가능하다. 마이너스 통장대출은 만기에 일시 상환한다. 대출 금리는 이용자의 신용등급에 따라 연 최저 2.519%부터 최대 5.795%까지 적용된다.

신용 대출은 직장인 급여 소득자에게 최대 1억 5천만원까지 대출해주는 상품이다.
신용 대출은 그 대상이나 규모에 있어 마이너스 통장 대출과 유사하지만, 사용방법 및 상환방법에서 차이가 존재한다. 마이너스 통장 대출의 경우, 대출 한도 내에서 필요한 때, 필요한 만큼 사용하고 사용한 금액에 대해서만 이자를 부담하며, 대출 만기 시까지 대출 한도가 그대로 유지된다. 한편 신용 대출은 대출 실행일에 대출 금액을 입출금 통장으로 한번에 입금 받아 이자를 부담한다. 만약 분할상환방식을 선택한 경우, 매월 원금을 갚아나갈 수도 있다.

신용 대출은 이용자의 연소득과 재직기간, 신용 등급 등을 고려해 **신용 대출, 중신용 대출, 사잇돌 대출, 햇살론 17과 같은 세부 상품으로 나뉜다.** 재직기간은 국민 건강보험공단 자격득실확인서 기준으로 산출하고, 연소득은 납부보험료로 추정한다.
신용 대출의 경우, 최대 1억 5천만원을 연 최저 2.617%에서 최대 5.916%의 금리를 적용해 대출해준다. 이 상품은 만기에 일시 상환하며, 만기 전 1년 단위로 최대 10년까지 연장 가능하다. **중신용 대출**의 경우, 최대 5천만원을 연 최저 3.858%에서 최대 6.499%의 금리를 적용해 대출해준다. **사잇돌 대출**의 경우, 최대 2천만원을 연 최저 4.003%에서 최대 9.8%의 금리를 적용해 준다. 이 두 상품의 경우 원(리)금을 균등 분할해 1~5년 동안 상환한다. 마지막으로 **햇살론 17**의 경우, 최대 7백만원을 고정금리 연 17.9%를 적용해 준다. 이 상품은 원리금을 균등 분할해 3년 또는 5년 동안 상환한다.

개인사업자 대출은 연 소득 1000만원 이상의 개인사업자에게 최대 2000만원까지 대출해주는 상품이다. 이는 이용자의 연소득과 사업기간, 신용등급에 따라 개인사업자 사잇돌대출과 햇살론 17로 나뉜다. **개인사업자 사잇돌대출**은 신용등급 1~7등급 사이의 개인사업자에게 제공하는 중금리대출 상품이고, **햇살론 17**은 신용등급 8~9등급 사이의 개인사업자에게 제공하는 고금리 대안상품이다. 개인사업자 사잇돌 대출의 경우, 원(리)금을 균등분할해 1~5년 동안 상환한다. 금리는 연 최저 3.247%에서 최대 9.8%까지 적용된다. 햇살론 17의 경우 신용 대출 부분에서 언급한 바와 같이 운영된다.

마지막으로 **전월세 보증금 대출**은 전월세 보증금의 최대 80%, 2.22억원까지 대출해주는 상품이다. **청년 전월세 보증금 대출**의 경우 전월세 보증금의 최대 90%, 7천만원까지 대출 가능하다. 대출 기간은 1년 이상 3년 이내이며, 임대차계약만기일과 대출만기일이 반드시 일치해야 한다. 따라서 만기에 일시 상환해야 한다. 대출 금리는 전월세보증금 대출의 경우 연 2.023%부터 최대 3.436%까지, 청년 전월세보증금 대출의 경우 연 1.867%부터 2.033%까지 적용된다.

3. 지표 분석

3.1. 수익성 분석

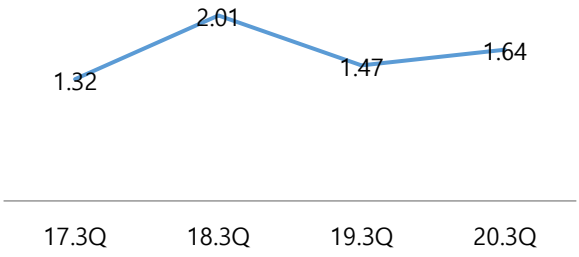
카카오뱅크는 올해 3분기에 수익성 지표인 NIM, ROA, ROE에서 모두 개선세를 보였다.

NIM(순이자마진)은 은행의 수익성을 보여주는 대표적인 지표다. 통상적으로 이자수익률이 높거나 이자비용률이 낮으면 NIM이 높게 나타난다. 공격적인 영업기조나 충성도 높은 저비용성 예금고객을 많이 확보하고 있는 경우에도 NIM이 높게 나타나는 경향이 있다.

카카오뱅크의 NIM은 상승세를 보이고 있다. 참고4를 보면, 카카오뱅크의 3분기 NIM은 1.64%로 나타났다. 이는 지난해 같은 기간 1.47%를 기록한 것에 비해 약 0.17% 증가했다. 지난해 3분기 NIM은 전년 동기 대비 0.54%하락한 수준이었다. 1년만에 NIM 반등에 성공한 것이다. 이러한 흐름은 다른 은행들에서 나타나는 양상과 대조적이다. 참고5를 보면, 올해 3분기 기준으로 4대 시중은행인 신한, 국민, 하나, 우리 은행의 NIM은 작년 동기 대비 하락했다. 이는 모두 순이익이 감소한 데 따른 결과이다.

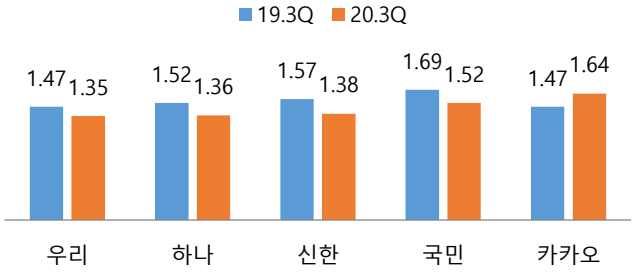
Ⅱ.기업현황

참고4. 카카오뱅크 NIM 추이 단위 : %



출처 : 카카오뱅크 분기별 경영공시

참고5. 은행별 NIM 추이 단위 : %



출처 : 각 사 분기별 경영공시

뿐만 아니라, 카카오뱅크는 NIM이외에도 수익성을 나타내는 지표인 ROA(총자산순이익률), ROE(자기자본순이익률) 모두 일제히 성장세를 이어가고 있다. 올해 3분기 기준으로 ROA 0.48%, ROE 6.59%다. 지난해 동 기간 ROA는 0.12%, ROE는 1.77%였다. 반면 올해 3분기 기준으로 4대 시중은행의 ROA, ROE는 일제히 하락했다.

카카오뱅크가 시중은행 대비 다소 높은 수준의 수익성 지표를 기록하게 된 **이유는 자산 포트폴리오의 구성 차이 때문**이다. 카카오뱅크는 보통예금 비율이 높아 자금조달 비용이 낮았던 점이 수익성 개선에 영향을 미쳤다. 또한 다른 시중 은행과 달리 주택담보대출이 없는 점도 영향을 미쳤다. 주택담보대출의 금리는 보통의 신용대출 금리보다 낮아 은행의 NIM을 낮추는 요인으로 작용한다.

3.2. 안정성 분석

BIS 자기자본비율(은행의 위험자산 대비 자기자본비율)은 은행의 안정성을 보여주는 대표적인 지표이다. 전세계적으로 은행은 위험자산에 대해 최소 8%이상의 자기자본을 유지하도록 되어있다.

카카오뱅크는 바젤3의 적용에 따라 작년부터 유상증자를 통해 BIS 자기자본비율을 높여가고 있다.

인터넷은행은 작년까지 BIS 자기자본비율 기준으로 바젤1을 적용해 바젤3를 적용받는 시중은행들과 달리 규제가 약했다. 2019년 9월에 금융감독원이 발표한 자료에 따르면 6월 말 기준 카카오뱅크의 BIS기준 평균 총 자본비율은 11.74%로 국내 시중 은행 19개사 가운데 끝에서 2위에 해당한다. **하지만 올해부터 바젤3가 점차적으로 적용**되어 인터넷은행도 '*1) BIS 자기자본비율 8%이상 유지, 2) 8%의 자기자본 비율 중 보통주 자본비율 4.5% 이상 유지, 3)기본자본비율 6%이상 유지, 4)위기 발생 가능성 대비를 위한 완충자본 확보, 5)자본/총자산 3% 이상 유지*' 라는 바젤 3의 기준을 따르게 되므로 규제가 강화된다. 이에 카카오뱅크는 자기자본비율을 높이기 위해 작년 말 유상증자 5000억에 이어 올해 10월 27일에 7500억원 규모의 보통주 유상증자를 추진했다. 이는 글로벌 사모펀드 TPG 캐피탈이 2500억원 규모를 투자했고, 구주주 대상으로 5000억원 규모의 유상증자를 진행한 결과이다. 뿐만 아니라 올해 11월 17일에 추가적으로 홍콩계 사모투자펀드와 2500억원 규모의 유상증자를 결의했다. 이에 **20년 3분기에 발표된 카카오뱅크의 BIS 자기자본비율은 13.45%로 집계되었다.** 이는 작년에 비해서는 상승했지만, 6월 말 14.03%에 비해 감소한 수치이며 일반적인 안정권 기준이 14%대라는 점을 고려하면 여전히 안정적인 수치는 아니다. 하지만 3분기 집계된 수치는 최근의 유상증자를 고려하지 않았기에 상승 여력이 충분히 존재하고, 카카오 뱅크가 **지속적으로 자금확보를 위한 유상증자와 IPO에 대한 의지**를 비추고 있기에 점차 개선될 것으로 보인다.

한편, 카카오 뱅크의 2분기 **대손비용률(대출이 회수되지 못한 비율)**은 1분기 0.24% 에 비해 0.16% 상승한 0.40%를 기록했다. 이는 자산부실에 따른 것보다는 코로나 19에 따른 선제적 충당금 적립과 반기 말 상각 규모 증가에 따른 것으로 판단된다.

한편 대손비용률은 코로나 19로 인해 상승세를 보이고 있다.

Ⅲ. 투자포인트

1. COVID-19 관련 이슈

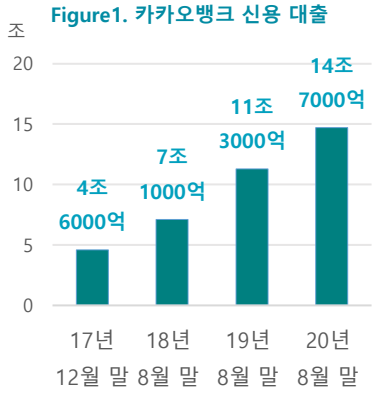
COVID-19로 인한 비대면 금융 서비스 수요의 증가

2020년은 COVID-19가 쏘아올린 공이 전체 산업 환경의 변화를 야기한 시대라 볼 수 있다. 대다수 시중은행들이 올해 1분기 '코로나 쇼크'로 무너진 실적을 보인 반면 인터넷전문은행 카카오뱅크 비대면이라는 언택트 트렌드에 최적화된 산업적 특성 활용해 선방하며 출범 2년 만에 흑자 전환 성공했다. COVID-19로 인한 비대면 금융 서비스 수요의 증가로 카카오뱅크와 케이뱅크 등 인터넷전문은행 계좌 수 및 가입자 수는 2020년 3월 기준 2,400만 계좌, 1,327만명으로 전년대비 각각 50.0%, 34.2% 증가하며 국내 인터넷 은행들이 큰 수혜를 받았다.

이후 카카오뱅크의 성장세

카카오뱅크 계좌 개설 고객은 지난해 2019년 말 1134만명에서 올해 2020년 6월 말 기준 1254만명으로 늘었다. 또한 카카오뱅크의 실적은 2020년 상반기 당기순이익 452억을 기록하며 전년 동기(96억)보다 4.7배 증가했다. 올해 3분기 순이익은 전년동기대비 600% 증가한 406억원을 기록하며 높은 성장세를 보이고 있다. 또한 일평균 간편결제.간편송금 서비스 이용실적은 3,833억원('19.1~9월)으로 2018년(2,255억원) 대비 70.0% 증가하였으며, 사회적 거리두기 등의 영향으로 향후 더 증가할 것으로 전망된다.

Figure1. 카카오뱅크 신용 대출



카카오 뱅크 신용대출의 증가

카카오뱅크가 심혈을 기울이고 있는 신용대출이 출범 이후 꾸준히 증가 추세를 보이고 있다. COVID-19의 위기로 서민 경제가 큰 타격을 입으며 올해 3분기를 들어 가계 빚이 역대 최대 기록을 경신했다는 점도 영향이 있을 것으로 보인다.

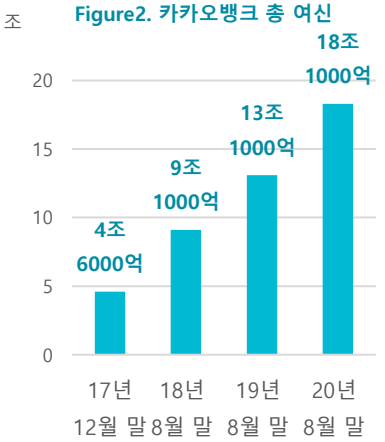
한국은행에 따르면 2020년 3분기 말 **가계신용** 잔액은 1682조 1000억원으로 통계 작성을 시작한 2002년 4분기 이래로 가장 많았다. 특히 신용대출을 포함한 기타대출은 잔액 695조 2,000억원을 기록하며 3분기에 22조 1,000원이나 뛰었다. 이는 2분기 증가액 9조 4,000억원의 두 배를 넘는 액수로 통계 집계 이래 가장 많았다.

가계 신용: 은행, 보험사, 대부업체, 공적 금융기관 등에서 받은 대출에 결제 전 카드 사용금액 (판매신용)까지 더한 '포괄적 가계 부채'를 의미

올해 은행권 신용대출 급증한 원인으로 정부의 부동산 규제로 주택담보대출 문턱이 높아지자 상대적으로 신용대출로 주택거래 수요가 몰리는 풍선효과가 발생한 것과 더불어 COVID-19 사태 이후 생활자금 확보가 영향을 미쳤던 것으로 보인다.

이런 상황 속에서 Covid- 19으로 비대면 거래가 각광 받으며 카카오 뱅크로 수요가 더 몰리고 있다. **Figure1** 에서 볼 수 있듯이 카카오 뱅크의 신용대출(마이너스 통장대출 포함)은 올해 8월 기준 14조 7000억원으로, 지난해 달과 비교해서 30.1%(3조 4,000억원) 증가했다.

Figure2. 카카오뱅크 총 여신



카카오뱅크의 여신 포트폴리오는 신용대출이 큰 비중을 차지한다.

Figure2에서 8월 말 기준 총 여신 잔액은 18조3000억원으로 이 중 신용대출이 80.3%를 차지했다. 올해 신용대출 증가 규모를 보면 3월 한 달 새 1조원 폭증한 뒤 4·5월 비슷한 수준을 유지하다가 6월(3000억원), 7월(2000억원)에 이어 8월 4000억원 증가했다. 전 은행권 신용대출이 급증했던 시기로 5대 시중은행의 신용대출도 8월 한 달 새 4조755억원 늘었다. 5대 시중은행이 적게는 6000억원, 많게는 1조원 이상 신용대출을 늘린 점에 비춰보면 자산 규모 대비 카카오뱅크의 대출 증가폭이 큰 것을 볼 수 있다.

기존 시중은행의 디지털 금융 플랫폼 전환으로 차별성 저하 위기

하지만 2020년 COVID-19의 확산으로 인터넷은행 뿐만 아니라 전통은행들도 디지털 금융 서비스의 속도를 더욱 가속화하고 있다. 과거부터 대두되던 디지털 서비스의 중요성을 인식하고 시중은행이 핀테크 기업에 투자 또는 공동사업을 진행, 디지털 전담부서를 신설하여 비대면 디지털 서비스를 확대하는 등의 생존전략을 펼치는 것이다.

전통 은행은 연혁이 상대적으로 짧은 인터넷 전문은행보다 상대적으로 신뢰가 높고, 이미 확보하고 있는 고객과 강력한 투자역량을 지니고 있다. 앞으로 대부분의 국내 금융회사들이 '디지털 금융플랫폼 전환'을 지향하는 산업환경에서 인터넷 전문은행으로서 카카오 뱅크는 지속적인 경쟁력 확보 방안을 마련해야 할 것이다.

Ⅲ. 투자포인트

2. 금융 당국의 인터넷 은행 규제 위험

인터넷 전문 은행의 취지

카카오뱅크를 비롯한 인터넷은행은 지난 2017년 출범 당시 시중은행과 제2금융권 사이 중금리 대출 시장을 활성화하겠다는 목표를 내세웠다. 금융위원회는 '은산분리 규제'를 깨고 진행하는 인터넷은행 허가에 대한 반대를 잠재우기 위해 이런 취지를 적극적으로 내세웠다. 기존 은행권이 주택담보대출과 전세자금대출 등에서 이른바 '이자장사'만 하는 행태에서 벗어나겠다는 것이었다.

현재 카카오뱅크 고신용자 위주 대출의 모순

그러나 2020년 6월 말 기준으로 카카오 뱅크의 신용대출이 고신용자에게 98.46%(금액 기준) 쏠려 있는 것으로 확인되었다. 카카오뱅크의 가계신용대출 가운데 고신용자로 분류되는 1~4 등급이 가져간 비중이 93.5%((건수 기준·6월말 기준)에 이르는 것으로 나타났다. 5~6등급은 5.54%, 7등급 이하 비중은 0.87%였다. 전체 신용대출 금액(17조3452억원)을 기준으로 보면, 1~4등급이 가져간 신용대출(17조783억원) 비중은 98.46%로 더 높았다. 5~6등급은 1.37%, 7등급 이하는 0.17%에 그쳤다. 2017년 말부터 1~4등급의 신용대출 비중(건수 기준)은 늘어나고 5~6등급, 7등급 이하는 지속적으로 감소했다. 실제 2017년 말 1~4등급 대출 비중은 87.9%였지만 올해 6월 말 93.5%로 늘었고 5~6등급은 2017년 말 10.2%였지만 6월 말 5.5%로 쪼그라들었다. 7등급 이하 비중도 2017년 말 1.78%에서 6월 말 0.87%로 줄었다.

이런 카카오뱅크의 행보는 인터넷전문은행 설립 및 운영에 관한 특례법(인터넷전문은행법) 1조에 담긴 인터넷전문은행이 금융혁신과 금융소비자의 편익을 증진해야 한다는 취지 조차 제대로 지키지 못하고 있는 것이다. 또한 올해부터 인터넷 은행에도 바젤 Ⅲ 규제를 적용하며 출범당시 적용한 특례 적용 범위가 점차 줄어드는 상황 속에서 이런 비난이 거세지면서 금융 당국이 인터넷은행에 대한 특례를 유지할지 지켜봐야할 것이다.

정부의 신용대출 규제 변수와 은행권의 신용대출 감축

금융 당국 신용대출 규제 변수

앞서 언급한 COVID-19 관련 이슈에서 언급한 은행권의 신용대출 폭증 현상을 주시하고 있는 금융당국이 향후 규제 강화로 대응할 경우 신용대출에 집중하고 있는 카카오뱅크의 영업에도 차질이 생길 수 있다. 카카오뱅크도 지속 성장을 위해 여신 포트폴리오의 영역 확장을 노리고 있지만 인터넷전문은행 특성상 주택담보대출이나 기업대출을 취급하기 어려운 게 현실이다.

인터넷은행의 적극적인 대출영업 확대도 은행권 신용대출 증가 요인 중 하나로서 시중은행 대비 대출 총량에서 차지하는 비중이 작지만 전체 흐름에서 과열 양상을 보이고 있다. 가계대출 억제 및 기업대출 활성화 정책 지속 추진하고 있으며, 예대율 산정방식을 개선해서 가계, 기업대출 간 가중치를 차등화하여 (가계대출 +15%. 기업대출 -15%) 기업부문으로 자금흐름 유도하고 있다. 2019년에는 가계부채 증가율 5%대로 억제 유도한 전적이 있다.

시중 은행의 신용대출 조이기

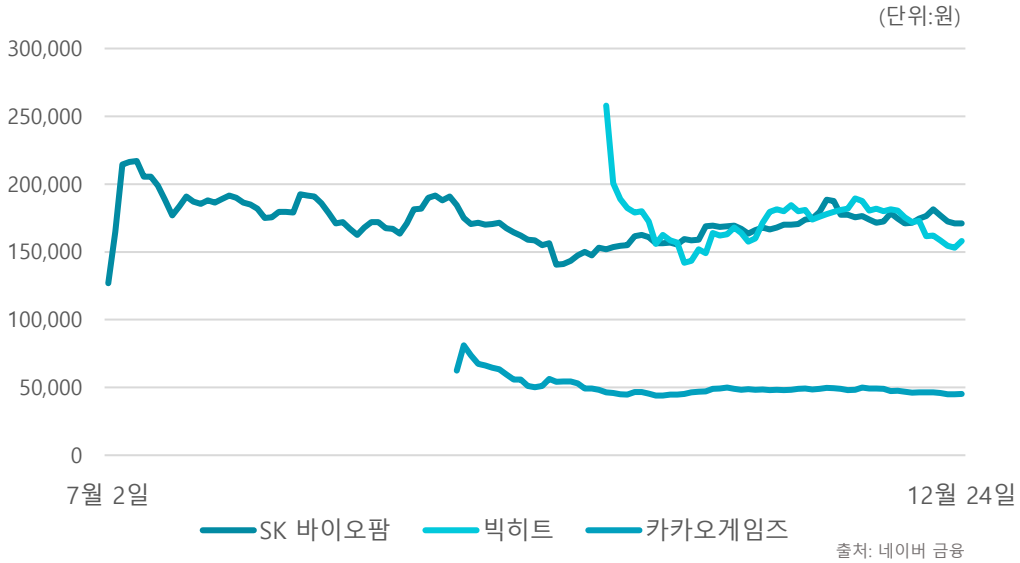
시중 은행권의 신용대출 속도 조절 대책이 잇달아 시행되며 손쉬운 직장인 대출로 환영받았던 카카오뱅크와 케이뱅크도 신용대출 줄이기에 합류했다. 카카오뱅크는 지난 3일 마이너스통장대출과 직장인 신용대출 금리를 각각 0.25%포인트, 0.10%포인트 인상했다. 또한 지난 17일부터 이달 말일까지 마이너스 통장대출을 일시 중단하는 조치를 시행했다. 새롭게 마이너스통장을 개설하거나 한도를 증액하는 것을 연말까지 막겠다는 얘기다. 케이뱅크도 지난 21일부터 직장인을 대상으로 한 마이너스통장대출과 일반 신용대출 금리를 각각 0.20%포인트 인상한 바 있다.

가계대출 규제로 인해 우량 기업대출 시장의 경쟁이 더욱 심화될 전망이다. 규제로 인해 시장전체에 자금공급 감소와 부동산 매수수요 둔화가 지속되는 가운데, 경기둔화에 대한 불확실성으로 기업대출의 적극적 확대도 여의치 않은 상황이다. 기업금융 역시 향후 초대형 IB의 기업대출 규모가 확대될 경우 은행 간, 그리고 은행과 증권간 경쟁 심화가 불가피할 것이다.

Ⅲ. 투자포인트

3. 공모주 고평가 위험

Chart 1. SK 바이오팜, 카카오 게임즈 , 빅히트 주가 추이 (2020년)



출처: 네이버 금융

SK 바이오팜으로 시작된 공모주 열풍

SK 바이오팜은 공모가 4만 9000원으로 시작해 시초가 9만 8000원을 기록하고, 하루 동안 최대치인 30%나 올라 12만 7000원에 장을 마감했다. 후에 최고 주가 26만 9500원까지 도달하여 최고 5.5배까지 올랐다. '따상' 이후 2거래일 더 상한가로 직행하는 '따상상상'을 기록하는 SK 바이오팜의 행보는 많은 투자자로 하여금 공모주 열풍의 시작점이 된 것이다.

따상 : 신규 상장 종목이 공모가 대비 두 배로 시초가가 형성된 뒤 가격 제한 폭까지 올라 마감하는 것을 뜻하는 시장 속어이다.

출처: 한경 경제용어사전

그러나 상장 6거래일차부터 SK바이오팜 주가는 내리막을 타기 시작해 10월 5일 14만 500원까지 빠졌다가 회복하는 등 등락을 거듭하고 있다. 현재 (2020년 12월 24일 기준) 17만 1000원으로 '따상' 16만 5000원 기준과 비슷한 수준의 주가를 유지하고 있다. 이에 이후 다양한 공모주들이 관심을 받았다. 카카오 게임즈, 빅히트가 대표적이다. 하지만 이와 같은 기업들은 '따상'에는 성공하지만 이후 주가가 폭락하는 모습을 보이고 있다.

초반 '따상' 이후로 진전 없는 카카오 게임즈와 빅히트

카카오 게임즈는 상장 첫날인 9월 10일 공모가(2만 4000원)의 두 배로 시초가(4만 8000원)가 정해진 이후 상한가를 거듭했다. 같은 달 14일 8만 9100원까지 올랐던 주가는 이후 내리막길을 걷기 시작했다. 한 달 만인 10월 10일 기준 4만 9100원으로 하락한 이후에는 5만원을 넘어가지 않고 현재 주가는 4만 5250원으로 여전히 공모가보다는 높은 가격이지만, 시초가는 밑도는 것이다.

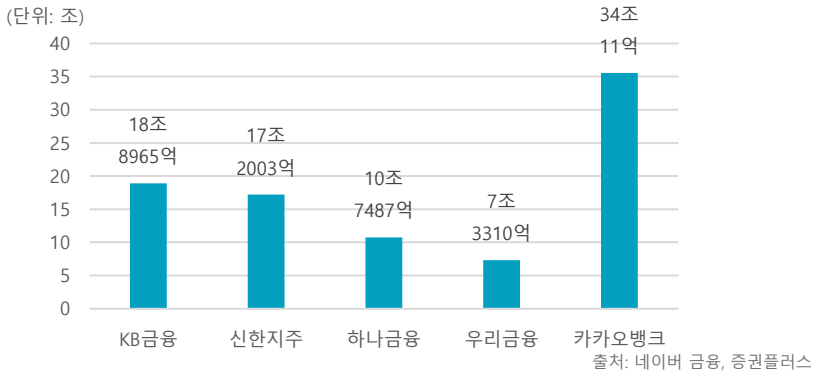
빅히트는 상장 이전부터 공모가 고평가 논란이 일었고 마찬가지로 비슷한 패턴을 보이고 있다. 10월 15일 13만 5000원에 상장하여 일 최고가 35만1000원으로 '따상' 기록한 뒤 시초가 27만원 보다 4% 넘게 떨어진 25만 9000원에 장을 마감했다. 다음 날인 16일에는 종가 20만 500원으로 빅히트의 시가총액이 상장 이후 하루만에 2조원 가까이 증발했고 이후에도 주가가 하락세가 이어지며 눈에 띄는 상승세는 보이지 않고 있다. 10월 30일 14만 2000원으로 최저점을 찍으며 불과 보름 만에 고점대비 59% 하락했다. 현재 (12월 24일) 기준 15만 6500원을 기록하고 있으며 '따상' 주가에 비하면 현저하게 낮은 수준을 보여준다.

카카오 게임즈와 빅히트의 고평가와 투자자손실 가능성에 대한 상장 이전 우려가 상장 이후 현실이 되면서 IPO시장 후발주자들에 좋지 않은 영향을 주고 있다. 기업이 몸값을 낮춰 상장을 추진하거나 일정을 연기하는 기업이 더 나올 가능성이 있으며 실제로 다양한 기업들은 공모가를 낮추거나, 공모를 미루는 등의 조치를 취하고 있다. 이런 IPO 시장의 추세를 보았을 때 카카오 뱅크가 적절한 가치를 가지고 상장 이후에도 꾸준한 상승세를 보여줄 수 있을지에 대해 우려하는 목소리가 커지고 있다. 가치 측정이 무엇보다 중요하지만 카카오뱅크는 인터넷전문은행으로서 상장에 나서는 1호 기업으로 전례가 없다 보니 유사한 사업을 하는 회사와 비교해 기업가치를 측정하기 어려운 것이 현실이다 .

Ⅲ. 투자포인트

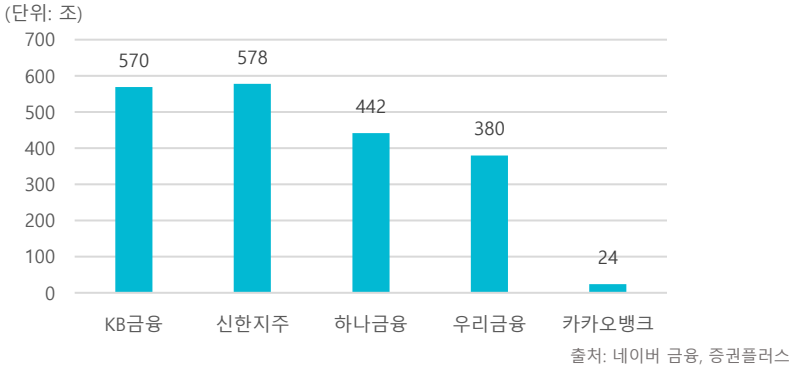
카카오뱅크 상장 시동에 따른 거품 논란

Chart1. 4대 은행과 카카오뱅크 시가총액 (20년 12월)



출처: 네이버 금융, 증권플러스

Chart2. 4대 은행과 카카오뱅크 자산규모 (20년 6월)



출처: 네이버 금융, 증권플러스

카카오 뱅크 장외주식거래 뜨거운 인기

상장 계획 공식화 이전부터 투자자들의 관심을 한 몸에 받아왔던 카카오뱅크의 장외주식 가격은 공모주 광풍이 가장 거셌던 지난 9월 11만원선을 넘어서기도 했다. 현재 (12월 23일 기준) 카카오뱅크는 장외주식 거래 플랫폼인 증권플러스 비상장에서 8만 8000원에 거래 중이다. 장외주식 가격이 하락하긴 했지만 여전히 투자자들의 관심은 뜨겁다. 증권플러스 비상장에서 카카오뱅크는 지난 9월부터 11월까지 3개월 연속 관심종목 추가 및 조회수 부문 1위에 이름을 올렸다. 총 발행주식(3억 8637천만 주)을 감안하면 현 장외주식 거래가 기준 시가총액은 무려 34조 11억원에 달한다.

4대 금융지주사보다 훨씬 높은 시가총액

일각에서는 KB, 신한, 하나, 우리 등 4대 금융지주사의 시가총액과 비교해 장외 거래가격이 너무 높다는 '거품론'도 나온다. Chart1에서 금융지주사 중 시가총액이 18조7906억원으로 가장 큰 KB금융지주와 비교해도 카카오뱅크의 시가총액은 두배에 가깝다. 우리 금융 지주(7조1866억원)과 비교하면 4배 이상이다.

그에 비해 작은 자산 규모

20년 2분기 말 기준 Chart2를 보면 카카오뱅크의 총자산과 자본은 각각 24조4000억원, 1조7000억원 수준이다. 금융지주사 중 가장 몸집이 큰 신한금융은 각각 578조4000억원, 43조원으로 카카오뱅크의 20배를 넘어선다. 카카오뱅크는 KB금융(569조5000억원·40조3000억원), 하나금융(441조5000억원·30조4000억원), 우리금융(380조원·25조8000억원), 기업은행(334조2000억원·24조2000억원)과 비교해도 모두 10배 이상의 큰 격차를 보인다

결국 관건은 카카오뱅크의 몸값이 실제로 현재 평가 받는 만큼의 가치를 갖고 있느냐이다. 비교적 뒤늦게 사업을 시작한 신생 은행으로서 아직까진 벌어들이는 돈이 적을 수 있음을 고려하더라도, 그 효율성 마저도 기존 은행들에 비해 뒤처지는 상황 속에서 기대가 과해 보인다. 따라서 최근 국내 시장에서 공모주의 약세와 카카오 뱅크의 고평가 위험을 고려하여 신중한 결정을 해야 할 것이다.

IV. Valuation

시중 은행과는 차이가 있지만 전통적인 방법과 동일하게 카카오뱅크의 기업가치평가는 PBR 상대가치평가 방법을 사용했다.

매출추정

1. 분기별 총자산회전율 산출

손익계산서 중 시작인 매출액을 도출하기 위해서 재무상태표 기준으로 총자산회전율을 이용하기로 했다. 19년 3분기부터 4분기동안 각각 일회성 수익을 제외한 순수 매출액을 구해 분기별 총자산 회전율을 도출했다.

매출액추정 (십억원)	193Q	194Q	201Q	202Q	평균
순매출액	166.2	178.7	184.7	192.2	
총자산		21414.5	22724.1	23344.5	
총자산회전율		0.83%	0.81%	0.82%	**0.82%**

2. 2020년도 3분기 총자산 추정

기존에 카카오뱅크에서 발표한 자료로 3분기와 4분기 총자산 규모를 추정했다.

우선 부채부터 추정했다. 카카오뱅크 및 일반 은행의 부채구성은 대부분 예금에 따른 예수부채와 충당부채로 구성되고 있다. 지난 4분기동안 자료로 보았을 때 예금의 증가규모는 1년 27.1%, 반기 7.7%, 분기 4.7%로 증가 추세를 보이고 있다.

20년도 2분기 기준으로 예금 규모는 22.3조원이고, 분기별 동일한 4.7% 증가폭을 가정했다. 이에 따른 3분기 예수부채의 규모는 23.4조원, 4분기 예수부채의 규모는 24.5조원으로 추정했다.

또한, 카카오뱅크의 총 예금액 중 요구불예금의 비중이 48.8%로 전년 동분기 대비 17.4% 증가했다. 꾸준히 요구불예금의 비중 증가 추세를 생각했을 때 충당부채의 규모가 감소해도 된다고 판단했다. 지난 분기들의 충당부채 비중이 1.5%, 1.42%, 1.34% 였으므로, 20년도 3분기의 비중을 1.2%로 추정했다. 이를 이용해 위에서 구한 예수부채 추정치에 따라 3분기의 충당부채 규모는 234억, 4분기 245억으로 구했다.

예수부채 추정 (십억원)	193Q	194Q	201Q	202Q	203Q	204Q
예수부채	19881.9	20711.9	21343.0	22341.9	23391.97	24491.4
증가폭		4.2%	3.0%	4.7%	4.7%	4.7%
충당부채 비중		1.5%	1.42%	1.34%	1.2%	

은행의 부채에는 예수부채와 충당부채가 대부분이지만, 카카오뱅크의 재무상태표에는 확정급여부채와 기타부채가 존재한다. 확정급여부채는 지속적으로 절대금액이 증가하는 추세를 보이고, 기타부채는 변동성이 있는 편이라 4분기 가중평균치를 이용했다. 이에 따른 확정급여부채는 3분기 36억원, 4분기 49억원이고, 기타부채는 두 분기 모두 3000억원을 가정했다.

부채에 비해 상대적으로 변동폭이 적은 자본항목의 경우 대부분의 항목들은 일정하다고 가정했다. 하지만 내년 상반기 상장 이슈가 있어 최근에 유상증자가 많았고, 대부분의 증자가 올해 안에 이루어지기 때문에 4분기의 재무상태표에 해당 자본금과 자본조정금 항목을 반영했다. 세부 항목의 수치는 후반부 손익계산서와 주당순자산 도출과정에서 언급하겠다.

IV. Valuation

3. 2020년도 4분기 매출액

총자산 추정치 (십억원)	193Q	194Q	201Q	202Q	E203Q
부채	20249.3	21045.4	21665.8	22664.4	23719.0
예수부채	19881.9	20711.9	21343.0	22341.9	23392.0
충당부채	11.4	14.4	17.8	19.8	23.4
확정급여부채	3.1	0.0	1.0	2.3	3.6
기타부채	352.9	319.1	304.0	300.0	300.0
자본	1165.2	1678.7	1704.3	1739.3	1794.5
총자산	**21414.5**	**22724.1**	**23344.5**	**24368.7**	**25513.5**
매출액					**210.1**

위의 과정을 통해 구한 20년도 3분기 총자산 예측치는 25조 3135억원이다. 앞에서 구한 총자산회전율의 평균치인 0.82%를 곱해서 4분기의 매출액 2101억원을 구할 수 있었다.

손익계산서 추정

손익계산서 (십억원)	193Q	194Q	201Q	202Q	E203Q	E204Q
순이자이익	64.3	74.4	84.4	98.6	107.9	119.8
순수수료이익	(12.8)	(15.1)	(3.1)	(0.7)	4.1	8.4
순매도가능금융상품거래이익	11.3	4.0	7.9	3.9	6.1	6.1
순기타영업이익	(8.5)	(8.8)	(12.2)	(11.4)	(10.1)	(10.1)
제충당금전입액	(12.0)	(8.2)	(7.6)	(16.5)	(12.0)	(13.0)
판관비	(39.4)	(44.0)	(51.0)	(47.5)	(48.6)	(50.9)
영업이익	2.9	2.3	18.4	26.4	47.4	60.7
유효법인세율						22.44%
당기순이익	5.8	(1.7)	18.5	26.8	40.6	47.1

1. 순이자이익

순이자이익의 경우 매 분기별로 가중평균 성장률을 도출해서 값을 추정했다. 우선 다른항목들과 마찬가지로 4분기 순이자이익을 구했다. 순이자이익으로 분기별 성장률을 추가적으로 도출하고, 이 데이터에 가중평균을 구해 매분기 평균 11%를 찾아냈다. 4분기 순이자이익은 3분기 데이터 1079억에 평균성장률을 곱해 1198억원을 도출했다.

2. 순수수료이익

순수수료이익은 최근 점증적으로 개선하는 추세를 보였고 가장 최근 686%의 성장률을 보였으나, 이러한 수치가 지속적으로 나타날 수는 없다고 생각해서 마찬가지로 가중평균을 사용했다. 이렇게 도출한 평균 성장률은 105%였고, 이러한 수치를 3분기 순수수료이익 데이터에 적용하여 4분기 순수수료이익 84억원을 구했다.

3. 순비경상이익

순비경상이익은 은행 이익의 대부분을 차지하는 순이자이익과 순수수료이익을 제외한 매도가능금융상품거래이익과 순기타영업이익항목을 묶어서 생각했다. 두 항목은 증감폭을 구하기보다는 평균치를 구해서 플랫하다고 가정했다. 순매도가능금융상품거래이익은 3분기와 동일하게 61억원, 순기타영업이익도 마찬가지로 3분기와 동일하게 -101억원을 도출했다.

IV. Valuation

4. 판관비

판관비는 매출액과 연동해서 구했다. 판관비의 많은 부분을 차지하는 인건비를 우선 생각해보았는데, 최근 카카오뱅크는 상장에 앞서 신규 인원이 상당수 유입되었다. 따라서 고정비 성격이 강한 판관비는 증감폭과 평균을 사용하기보다는, 지난분기와 동일한 비율을 이용하기로 했다. 3분기 매출액 대비 판관비의 비율은 24.2%였고, 위에서 구한 매출액에 곱해서 4분기 판관비 509억원을 구했다.

5. 제충당금전입액

제충당금전입액은 직접 산출하기 어려운 부분이 있다고 생각했다. 회사의 이익 중 일부를 적립하는 개념이여서 판관비와 마찬가지로 매출액과 연동하여 구하기로 했다. 지난 4분기 동안 매출액대비 제충당금전입액의 비율을 산출했습니다. 각 분기별 적립비율은 7%, 4%, 4%, 8%였고 이 수치를 평균내서 6%의 비율을 적용하기로 했다. 4분기 추정 매출액은 2101억원이었고, 6%인 130억원을 가정했습니다.

6. 당기순이익 추정

손익계산서를 통해 세부항목 추정치를 모두 도출했다. 4분기 손익계산서는 순이자이익 1198억원, 순수수료이익 84억원, 순매도가능금융상품거래이익 61억원, 순기타영업손실 101억원, 제충당금전입액 13억원, 판관비 509억원으로 당분기 영업이익 607억원을 도출했다. 지난 4분기 영업이익을 살펴보면 손실 5억원, 184억원, 262억원, 520억원을 기록했고, 이번분기 추정치 607억원을 포함해서 매분기 가파른 상승폭을 보여준다.

5대 시중은행 전체 영업이익도 지난 4년간 6조 6134억원, 10조 8612억, 13조 7548억, 14조 4909억으로 꾸준히 증가했다. 하지만 시중은행에서는 정규직 직원이 감소하는 추세이다. 작년 2019년 기준 5대 시중은행 정규직 직원수는 1.2% 감소했고, 비정규직 직원은 7.9% 증가했다. 카카오뱅크와는 달리 판관비와 같은 고정비용을 줄여 실적 개선을 보여주었다고 생각한다.

실제 수치로 보면 5대 올해 분기별 영업이익 가중평균 성장치 QoQ는 -3.9%였던 반면, 카카오뱅크는 지난 4분기 분기별 영업이익 성장치는 QoQ 35%가 나온다. 실제로 카카오뱅크의 자산규모가 이미 안정기에 들어선 시중은행보다는 가파르게 성장하고 있다는 점을 고려해야겠지만, 판관비의 감소 없이도 성장폭이 훨씬 높다는 것을 알 수 있다.

당기순이익을 구하기 위해선 유효법인세율을 산출해야한다. 하지만 카카오뱅크의 경우 영업 기간이 길지 않고, 영업이익을 전환한지 오래되지 않아서 기존데이터로는 유효법인세율을 구하기 어려웠다. 따라서 시중은행의 평균 유효법인세율을 사용하려고 한다. 2019년 기준 시중은행의 유효법인세율은 22.44%였다. 따라서 4분기 영업이익 607억원에 세율을 적용하여 구하면 4분기 당기순이익은 471억원이다. 카카오뱅크의 경우 지난 4분기 당기순이익이 큰 변화폭 없이 모두 이익잉여금에 저장되었으므로 이번 분기 당기순이익도 이익잉여금에 적립하기로 가정한다.

지난 3분기까지 재무상태표 자본항목중 이익잉여금은 416억원 손실을 기록하고 있었으므로, 지금까지 도출한 4분기 추정치까지 적립하면 2020년도 이익잉여금 55억원으로 마감할 수 있다.

IV. Valuation

재무상태표 추정

1. 부채

부채의 세부항목의 경우 앞서 자산을 구하기 위해 사용한 방법과 마찬가지로 구했다.

4분기 부채의 세부항목의 수치를 살펴보면, 예수부채의 경우는 분기별 대출규모 성장률 4.7%를 그대로 적용했다. 3분기 23조 3919억원에 4.7% 성장한 24조 4914억원으로 가정했다.

충당부채도 요구불예금의 증가폭을 생각해서 3분기와 동일한 1.2%를 가정했다. 이렇게 나온 충당부채 항목은 2450억이다.

확정급여부채와 기타부채는 절대 증가폭과 평균치를 가정했으며, 각각 490억, 3000억원을 구했다.

이렇게 산출한 2020년도 4분기 부채항목은 24조 8208억이다.

2. 자본

자본의 경우 기존 3분기 자료에 신규 유상증자 결정사항들이 있어서, 세부항목들을 조정했다.

	기존	10/27	10/27	11/17
주식수	365,096,442	21,276,595	10,640,000	10,640,000
총주식수	407,653,037			
액면가	5,000			
발행가	23,500			

카카오뱅크의 재무정보 공시에서 확인한 신규유상증자 공시이다. 세번의 유상증자 모두 12월 31일 이전에 이루어지며, 액면가와 발행가는 동일하다. 연말 재무상태표 기준 유통주식수는 기존 주식수 365,096,442주에 각 3건의 유상증자 21,276,595주, 10,640,000주, 10,640,000주를 포함해서 407,653,037주이다.

자본조정항목		자본금	(십억원)
주식발행초과금		자본금	
11월 17일	196.8	11월 17일	53.2
10월 27일	393.6	10월 27일	106.4
10월 27일	196.8	10월 27일	53.2

3건의 유상증자액을 재무상태표에 포함해주기 위해 나눠서 계산해준다. 3건의 증자 모두 액면가는 동일하게 5,000원이므로 각각 532억원, 1064억원, 532억원을 포함한 2128억원을 기존 자본금에 추가로 더해준다.

나머지 발행액 23,500원과 액면가의 차이인 18,500원은 각각 1968억원, 3936억원, 1968억원으로, 자본조정항목 새로운 계정 주식발행초과금에 7872억원을 적립한다.

3분기 자료에 변동분을 반영해서 2020년 자본금은 기존 자본금 1조 8255억원에 1968억원을 더해 자본금 2조 308억원을 가정했다. 마찬가지로 자본조정항목도 나머지 항목은 동일하다 가정하고, 변동분 7872억을 더해서 7979억원을 가정했다.

기타포괄손익누계액은 세부항목을 조정하기 어려워, 큰 차이가 없다고 가정해서 3분기와 동일한 자료를 사용했다. 손익계산서에서 마감한 당기순이익을 더해서 55억원을 가정했다. 이렇게 최종으로 마감한 자본 항목은 2조 8625억원이다.

IV. Valuation

재무상태표 추정

(십억원)	203Q	204Q
자본금	1825.5	2038.3
자본조정	-10.6	797.9
주식발행할인금	-24.4	-24.4
주식발행초과금		787.3
스톡옵션	35	35
기타포괄손익누계액	20.9	20.9
이익잉여금	-41.6	5.5

주당순자산가치 추정

주당순자산가치 추정 (십억원)	
204Q 자본	2862.5
무형자산	52.3
유통주식수	407,653,037
주당순자산가치	**₩6,894**

무형자산의 경우 지난 분기동안 변동폭이 적었으므로 3분기와 동일한 523억원을 가정하기로 했다. 위에 과정에서 구한 자본금 2조 8623억원에 무형자산분 523억원을 감해서 카카오뱅크의 순자산 2조 8102억원을 도출했다.

카카오뱅크의 순자산 2조 8102억원을 유상증자 포함 유통주식수 **407,653,037**주로 나누어 주당 순자산가치 6,984원을 구했다.

PBR

동사에 대한 PBR은 국내에 상장 된 인터넷 전문은행이 없다는 특수성을 감안해서 외국의 인터넷 전문은행들의 PBR을 산술평균하여 추정하였다.

기업	국가	PBR	시중은행	Premium(%)
Chales Schwabb	미국	2.52	1.33	89%
Ant group	중국	4.4	1.15	283%
Pre IPO	한국	3.36	0.49	586%
Sevenbank	일본	1.6	0.58	176%
PBR 평균		**2.97**		**506%**
Premium 평균		**1.88**		**283.5%**

이번 기업가치평가에 있어서 현재 유상증자에 대한 PBR과 괴리가 적은 단순 PBR평균을 주식적정가치를 평가하는데 있어 사용하기로 했다.

IV. Valuation

Target Price

Valuation	
Forward 4Q20 BPS	6,894
Target PBR	2.97
Target Price	**20,474**

앞서 구한 BPS와 PBR을 곱하여 목표주가 20,474원을 산정하였다.

Basel Ⅲ

추가적으로 신규 상장규모와 주식수를 예측해보기 위해 바젤3 BIS 비율을 살펴보았다.

바젤3 (%, 십억원)	비율	자본	위험가중자산
현재 총자본비율	13.07%	2862.5	21902
희망 총자본비율	**16%**	**3504.3**	**21902**
현재 자기자본비율	12.81%	2806.6	21902
희망 자기자본비율	**13.4%**	**2934.9**	**21902**

총자본비율을 기준으로 자본 증자액을 살펴보기로 한다. 현재 총자본비율은 13.07%로 총자본비율 기준 위험가중자산은 21조 9020억이다. 동일한 위험가중자산을 보유한다고 가정했을 때 현재 시중은행의 총자본비율 수준으로 올리기 위해선 자본이 3조 5043억이 필요하다. 이 차이만큼 카카오뱅크의 상장 신주발행이 예상된다.

신규발행 (십억원)	
현재 총자본	2862.5
증자예상분	**641.8**
주식적정가	₩20,474
예상 발행 주식수	**31,347,074주**

위에서 계산한 증자예상분과 주식 적정가로 예상 발행 주식수를 도출했다.

공모가밴드 (십억원)	공모가	예상 증자액	총자본비율
상단	₩24,500	768.0	16.6%
하단	₩16,500	517.2	15.4%

과열된 공모시장과 카카오라는 프리미엄을 생각해 공모수요프리미엄을 상하 20%로 가정했다. 공모가밴드 상단에 위치하면 카카오뱅크는 7680억을 신규 자본으로 유치할 수 있고, 하단에 위치하면 5172억을 유치할 수 있다. 이에 따른 총자본 비율은 15.4%-16.6%로 시중은행과의 차이를 좁힐 수 있을 것이다.

<Notice>

본 보고서에 수록된 내용은 자본시장연구회가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그에 대한 정확성과 완정성을 보장할 수 없으므로 투자에 있어 참고자료로만 활용하시기 바랍니다. 따라서, 유가증권 투자에 있어 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 한국외국어대학교 금융학회 '자본시장연구회'에 있으며, 어떠한 경우에도 무단 배포, 무단 복제 될 수 없음을 알립니다.