

카카오의 핀테크 I. 카카오뱅크: 성장성을 충분히 인정 받은 ‘은행’의 기업 가치

강혜승 heather.kang@miraeeasset.com

같지만 다른 카카오뱅크

성장판 열려 있는 특별한 은행

- 모바일 이용환경에 최적화된 UI, UX를 통해 계좌개설, 예적금, 대출 제공
- 1Q21말 기준 누적 총 고객 수 1,610만명, 한국 은행앱 MAU 1위인 1,335만명
- 1Q21말 자산총계 28.6조원, 자본총계 2.8조원, 여신 21.6조원, 수신 25.4조원
- 금융상품·서비스를 이용자 중심으로 재해석, 카카오의 강력한 고객 기반과 독보적인 ‘연결성’ 바탕으로, 26주 적금, 모임통장 등 차별화된 상품 출시 및 흥행 성공
- 출범 이후 1.5년여만에 흑자 전환. 한국 은행업종 내 보기 드문 가파른 성장 시현

수익 추정

높은 성장 지속 전망

- 대출: 중·저신용층 고객 대상으로 신용대출 확대, 21~25년까지 두 자릿수 대출 성장 전망
- NIM: 탄탄한 저원가성 수신 기반, 확대될 중·저신용층 대출 바탕으로 NIM 상승 예상
- 파트너사와 연계해 금융상품·서비스 판매하는 플랫폼 비즈니스 확대 계획
- 기존 사업인 주식계좌 개설 대행, 제2금융권 연계 대출, 신용카드 모집 대행의 파트너 확대
- 모바일 광고사업, 여행 등 콘텐츠를 금융상품에 결합하는 수익화 전략, 맞춤형 자산관리 서비스 등 플랫폼 비즈니스 확대 계획
- 수수료이익 고성장, 비용 효율성 지속 개선, 총당금 비용 일정 범위 내 안정적 관리 전망
- 순이익: 21F 2,667억원(+135%), 22F 3,811억원(+43%), 25F 6,133억원(+12%) (YoY)

밸류에이션

높은 성장성과 혁신성을 감안한 프리미엄 부여 정당

- 자본규모와 자본효율성(ROE)에 기반한 PBR 밸류에이션 적용이 적합하다고 판단
- ROE 25년에 8.8%로 상승 예상, Sustainable ROE 9.0% 적용: 적정 PBR 1.07배
- 플랫폼 가치, 높은 성장성, MZ세대 선호로 미래 이익 창출력 추가 상승 가능성 등 반영
- 100% 프리미엄 적용한 적정 PBR 멀티플 2.14배 x 22F Book value 5.6조원 = 12조원
- 플랫폼, banking 비즈니스 25F 이익에 각각 PER 멀티플, 35배, 14배 적용시 가치 = 11.5조원
- 유동성 풍부한 환경에 성장성, 혁신성 뛰어난 업종(기업)으로 자금(가치) 이동 추이: 긍정적
- 수급 효과 등으로 상장 초기 주가의 오버슈팅 가능성, 높은 주가 변동의 가능성 있는 것으로 판단

CONTENTS

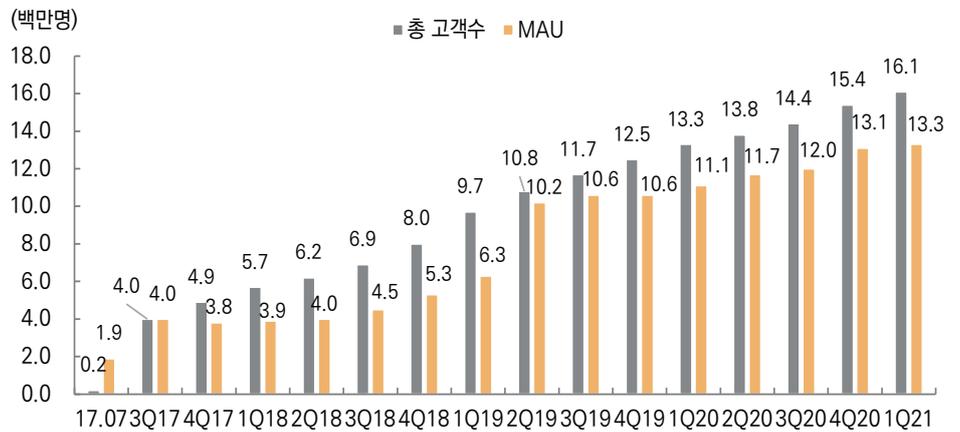
I. 같지만 다른 ‘은행’ 카카오뱅크	3
1. 성장판 열려 있는 특별하고 다른 은행이다	3
2. 그래도 은행은 은행이다	7
3. 앞으로는 속제도 하면서 성장 도모해야 하는 은행	9
II. 수익 추정	13
III. Valuation	18
1. PBR 기반 밸류에이션에 ‘성장성’, ‘혁신성’ 감안해 프리미엄 부여 정당	18
2. 프리미엄 시나리오별 적정 가치: 100% 프리미엄 적용 = 12조원	19
3. 플랫폼 비즈니스 가치 4.9조원, बैं킹 비즈니스 가치 6.6조원 = 11.5조원	20
4. 해외 핀테크, 은행(금융지주사)들과 비교	21
5. 카카오뱅크, 카카오페이, 2개 핀테크 자회사가 각각 상장하는 이례적인 경우	24

I. 같지만 다른 ‘은행’ 카카오뱅크

1. 성장판 열려 있는 특별하고 다른 은행이다

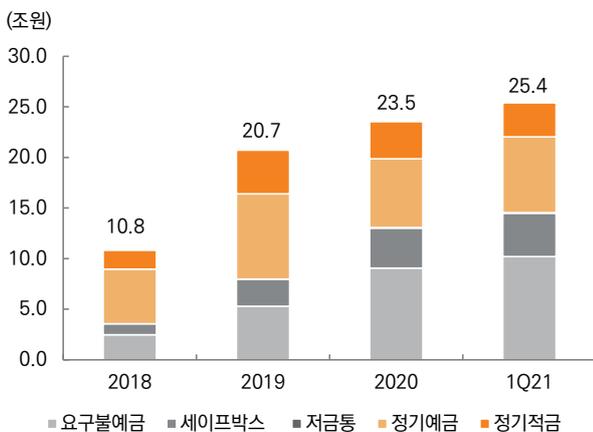
카카오뱅크는 무점포 형태의 인터넷전문은행으로, 모바일 이용환경에 최적화되어 개발된 혁신적인 UI, UX를 통해 계좌개설, 예적금, 비대면 대출 서비스 등을 제공한다. 2021년 3월말 기준 누적 총 고객수는 1,610만명(5월말은 1,653만명), 한국 은행업 MAU 1위인 1,335만명이며, 국내 경제활동인구 대비 침투율 57%이다. 카카오뱅크는, 카카오의 강력한 고객 기반과 독보적인 연결성, 기술 주도 회사로서의 역량, 이용자 중심의 상품 출시, 적시 자본확충(유상증자)을 통한 여신 영업 기반 유지 등을 바탕으로, 출범 이후 1.5년여만에 빠르게 흑자 전환했다. 한국 은행업종 내에서는 근래 보기 드문, 가파른 여수신 성장세를 시현하고 있다.

그림 1. 카카오뱅크: 고객 수, MAU 추이



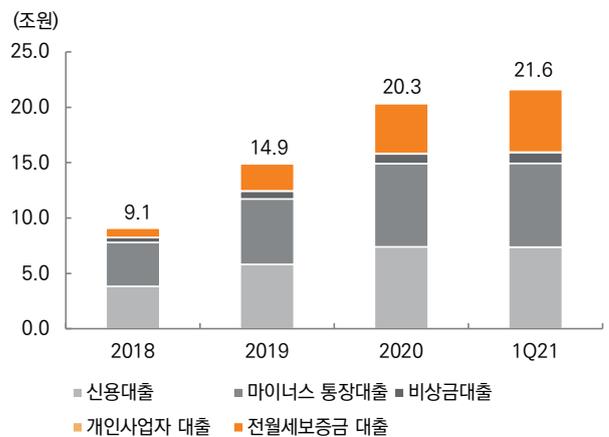
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 카카오뱅크: 수신 구성 및 추이



주: 1) 요구불예금은 모임통장(1Q21말 기준 잔액 2조4,496억원) 및 법인 예금 포함, 2) 세이프박스(1Q21말 기준 잔액 5,012억원) 포함, 3) 정기적금 중 26주 적금(1Q21말 기준 잔액 3,385억원)은 3월22일 별도 상품으로 분리됨
 자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 카카오뱅크: 여신 포트폴리오



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

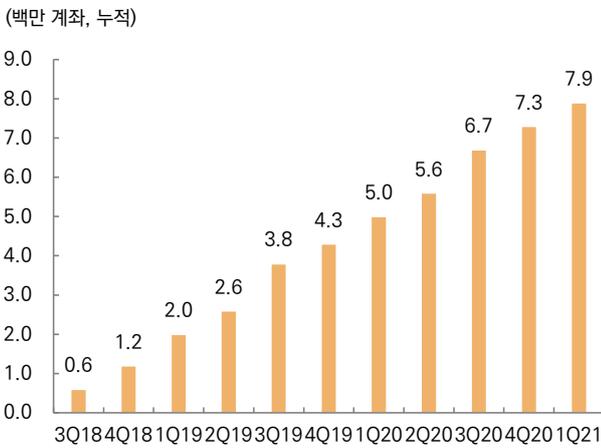
카카오뱅크는 금융상품과 서비스를 이용자 중심으로 재해석하여 차별화된 금융상품 및 서비스를 제공하며 성장한다. 카카오뱅크가 출시한 26주 적금(2018년 6월 출시), 모임통장(2018년 12월 출시), 카카오뱅크 mini(2020년 10월 출시) 등은 기존 상품에 대중 관심이 높은 소셜, 흥미로운 기능 등을 가미함으로써, 고객 효용을 높여 흥행에 성공한 대표적인 사례이다.

표 1. 카카오뱅크: 주요 수신 상품의 판매 성과

	출시 시점	100만 이용자 달성 소요 기간	누적이용자/계좌
26주 적금	2018년 6월	245일	7.9백만명
모임통장	2018년 12월	35일	5.6백만명
저금통	2019년 12월	13일	3.4백만계좌

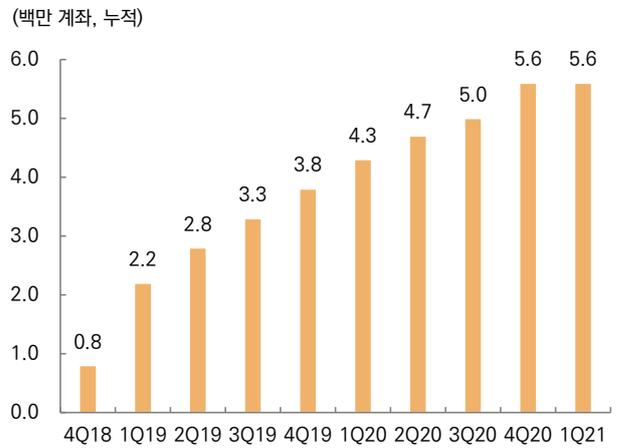
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 카카오뱅크: 26주 적금 누적 계좌 수



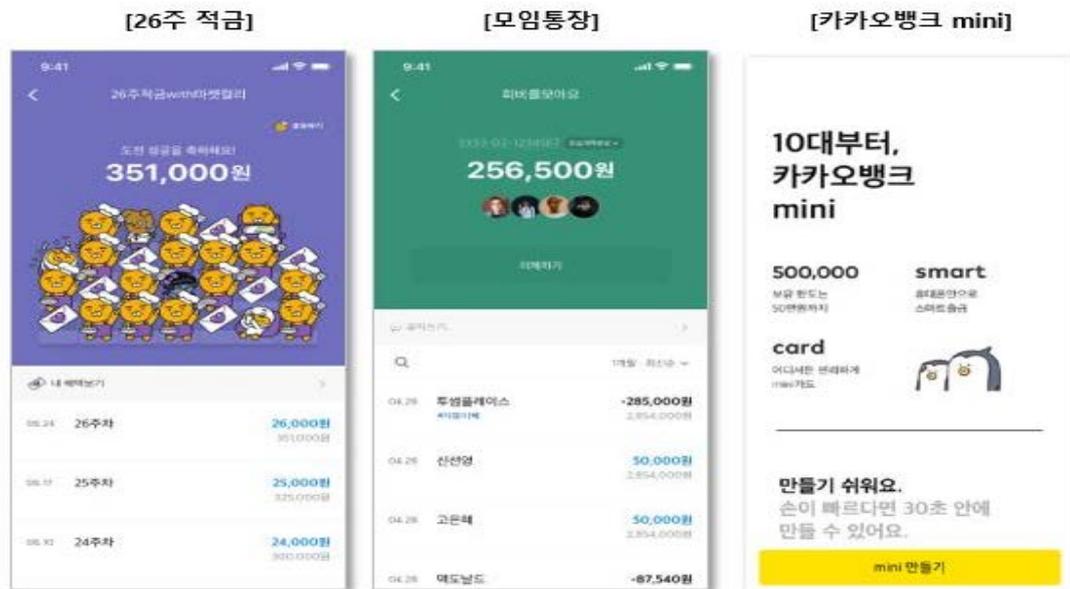
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 카카오뱅크: 모임통장 누적 계좌 수



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 카카오뱅크: 차별적인 상품·서비스



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

플랫폼 비즈니스

카카오뱅크는 기본적인 여수신 상품을 포함한 은행업 상품 및 서비스를 제공함과 동시에 1,653만 명(2021년 5월말 기준)의 고객 기반을 활용, 파트너사와 협업을 통해 증권계좌 개설, 연계 대출, 신용카드 모집, 26주 적금 with 제휴사 등의 플랫폼 비즈니스를 영위한다. 카카오뱅크는 기존 비즈니스의 파트너사를 확대할 계획이며, 펀드, 보험, 투자상품 등 판매 상품도 확대할 계획이다. 또한, 금융 상품 및 서비스에 국한되지 않고, 다른 업종으로도 영역을 넓힐 계획을 갖고 있다. 트래픽과 데이터 분석을 통한 개인 맞춤형 모바일 광고사업, 여행, 레저 콘텐츠 등을 금융상품에 결합시키는 수익화 전략도 갖고 있다. 향후 마이데이터 사업을 신청하여 허가를 받을 경우, 광범위한 고객 데이터에 IT 기술 역량과 경험 등을 접목함으로써 정교화된 맞춤형 금융상품 및 자산관리 서비스 등 더욱 폭넓은 영역으로 사업 확장을 계획하고 있다.

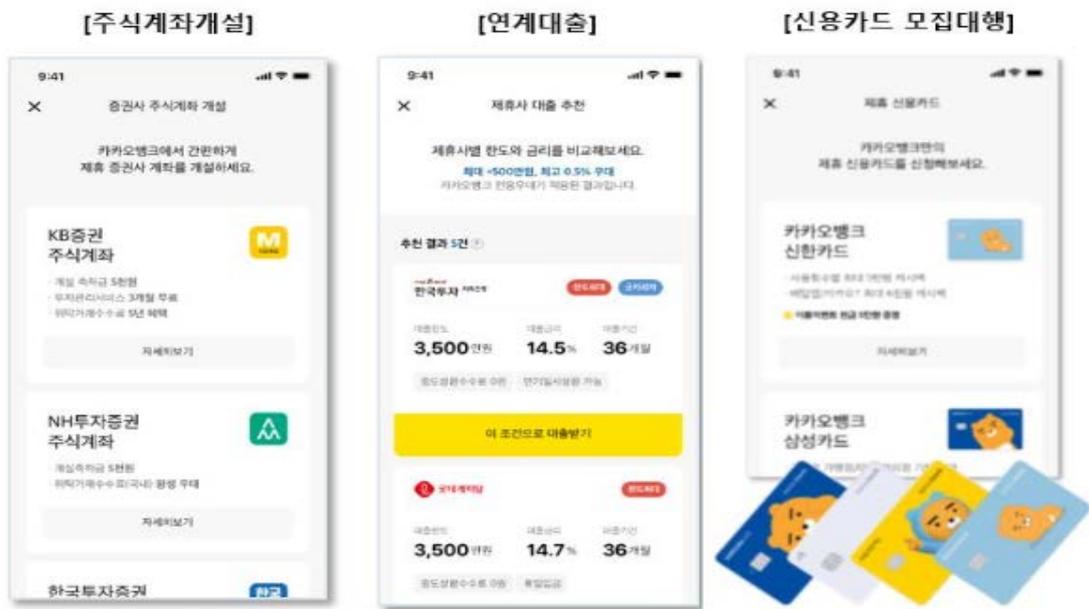
표 2. 카카오뱅크: 플랫폼 비즈니스의 주요 상품서비스 판매 실적

구분	주식계좌 개설 대행	연계대출	제휴 신용카드	미니스탁
출시 시점	2019년 3월	2019년 4월	2020년 4월	2020년 9월
주요 성과	누적 계좌개설수 417.7만좌	누적 실행규모 2.9조원, 누적 실행건수 22.3만건	누적 카드발급수 23.6만개	누적 가입자수 47.5만명

주: 2021년 5월말 기준

자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 카카오뱅크: 플랫폼 비즈니스 주요 상품



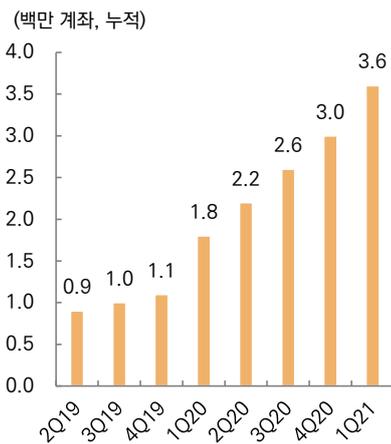
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 카카오뱅크: 플랫폼 비즈니스 상품 내용

구분	내용
증권사 주식계좌 개설 대행	국내 주요 증권사들과의 제휴를 통해 증권사 주식계좌 개설 대행 서비스 제공 카카오뱅크 계좌가 있는 고객이라면 카카오뱅크 앱을 통해 1~2분 내로 파트너사들의 주식계좌 개설 신청이 가능함 현재 기준, 한국투자증권, NH투자증권, KB증권, 하나금융투자의 주식 계좌 개설 신청 가능
제휴사 대출 추천	카카오뱅크의 비상금대출과 신용대출 부결 고객들 중 제휴사의 대출 추천이 가능한 고객에게 카카오뱅크 고객 전용 우대가 적용된 한도와 금리의 제휴사 대출을 연계 10여개 이상의 제휴사 대출 추천 서비스를 제공 중
신용카드 모집 대행	국내 주요 신용카드사들과의 제휴를 통해 제휴 신용카드 제공. 각각 다른 혜택을 제공하므로 고객의 소비 패턴에 맞게 신청이 가능하며, 특히 사회초년생, 대학생 등 금융기록부족자 경우, 카카오뱅크 계좌 보유 현황 정보로 간편하게 신용카드 신청 가능
26주적금 with 제휴사	제휴사 전용 26주적금 상품 출시로 일정 적금 회차 납입을 성공할 경우 파트너사의 쿠폰, 캐시백 등의 혜택을 고객에게 제공 가입기간을 한시적으로 운영하며, 2020년 이마트와마켓컬리와의 파트너 적금을 제공했으며, 새로운 파트너와 지속적으로 서비스를 출시할 예정

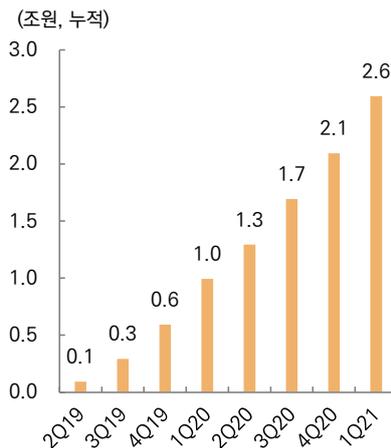
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 카카오뱅크: 주식계좌개설



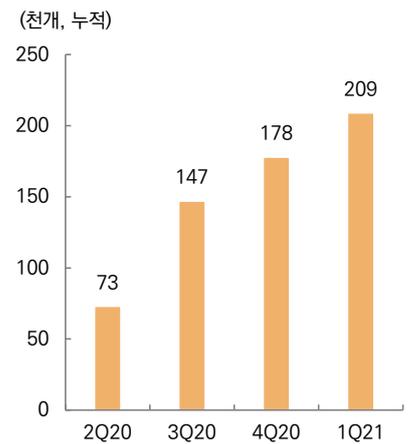
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 카카오뱅크: 연계대출



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 카카오뱅크: 신용카드 모집대행



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

2. 그래도 은행은 은행이다

카카오뱅크는 2015년 11월 예비인가를 거쳐, 2016년 1월 준비법인이 설립되었으며, 2017년 4월 『은행법』에 근거하여 은행업 본인가를 취득하고, 2017년 7월에 인터넷전문은행으로서 정식 영업을 시작했다. 주요 수익모델은 은행업 고유의 예대(여수신)사업이다. 여신의 경우 『인터넷전문은행 설립 및 운영에 관한 특례법』에 근거해 중소기업을 제외한 법인에 대해서는 신용공여를 할 수 없다.

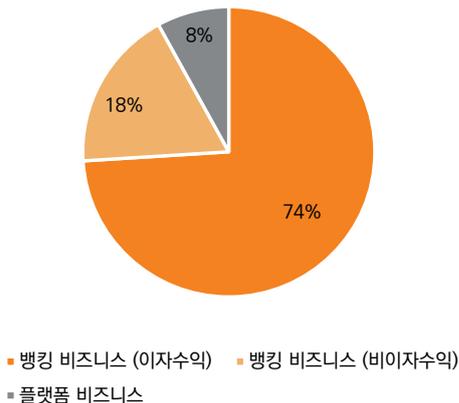
카카오뱅크의 사업영역은 크게 banking 비즈니스와 플랫폼 비즈니스로 구분할 수 있다. Full Banking License를 기반으로 모바일 완결형 banking 서비스를 제공하는 한편, 모바일 앱에 유입된 고객 트래픽과 그에 관련된 데이터 등을 기반으로, 다양한 연계 서비스를 지속 확대하며 플랫폼 비즈니스 수익 비중을 확대하고 있다. 플랫폼 비즈니스로부터 수수료 수익을 창출하는 것으로 추정되는데, 1Q21 ‘수익’ 기준 플랫폼 비즈니스 비중은 8%였다.

표 4. 카카오뱅크: 비즈니스별 주요 상품 및 서비스

구분		주요 상품 및 서비스
banking 비즈니스	수신	입출금통장, 세이프박스, 저금통, 정기예금, 자유적금, 26주 적금, 모입통장
	여신	비상금대출, 마이너스 통장대출, 신용대출, 전월세보증금대출, 개인사업자대출
	기타	WU 빠른해외송금, 해외계좌송금, 프렌즈체크카드, 내신용정보, 내신용정보2(신용점수올리기), 오픈뱅킹, 카카오뱅크 mini
플랫폼 비즈니스		증권사 주식계좌 개설 대행, 제휴사 대출 추천, 제휴 신용카드, 26주적금 with 제휴사

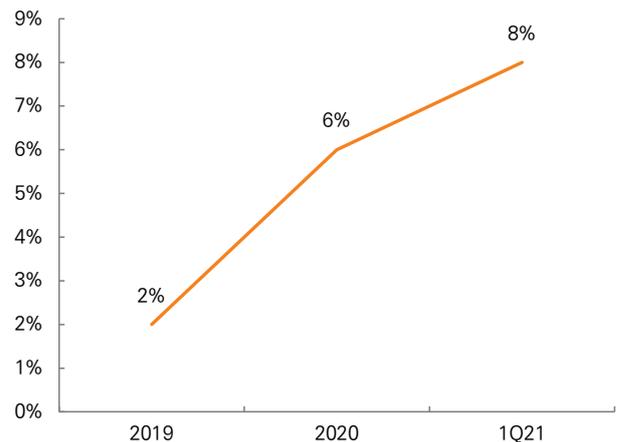
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 카카오뱅크: 비즈니스 부문별 영업수익 구성



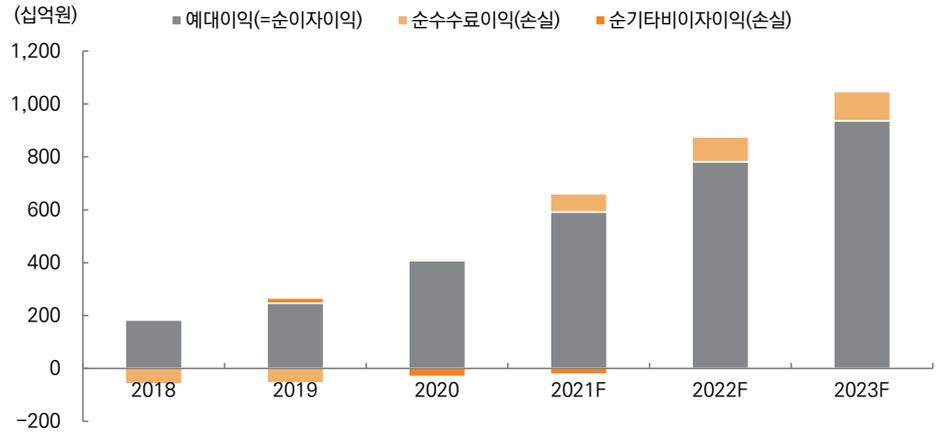
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 카카오뱅크: 플랫폼 비즈니스 영업수익 비중



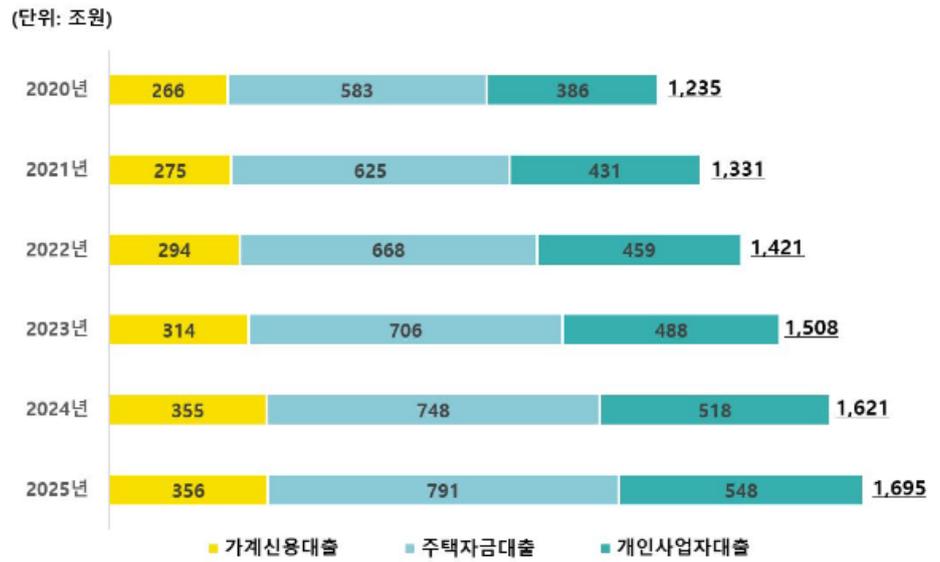
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 카카오뱅크: 순영업수의 추이 및 예상



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 카카오뱅크의 여신 목표 시장 전망

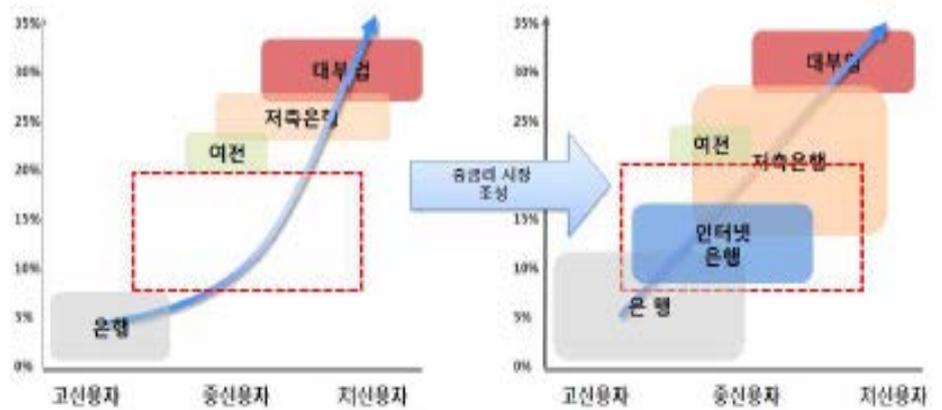


자료: 금융위, 한국은행, 금감원, Frost & Sullivan, 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

3. 앞으로는 속제도 하면서 성장 도모해야 하는 은행

5월 27일 금융당국은, 혁신적 포용금융을 위한 인터넷전문은행(‘인터넷은행’) 중·저신용자 대출 확대 계획을 발표했다. 인터넷은행은 ICT와 금융의 융합을 통해 금융산업의 경쟁과 혁신을 촉진하고, 금융소비자 편익을 증대하기 위한 목적으로 도입됐다. 특히, 빅데이터 등 혁신적인 방식으로 중·저신용자 대상 대출을 적극 공급할 것이라는 기대가 컸었다. 혁신적인 방식은 금융데이터(금융거래실적, CB사 정보 등)뿐만 아니라, 비금융 거래정보, 통신사 데이터 등을 결합해 신용평가모델을 고도화하는 것 등을 말한다. 그러나 금융당국은, 지난 4년간 인터넷은행 영업 결과, 금융 편의성 제고 등에는 기여했으나, 중저신용자 대상 신용공급은 미흡했다고 평가했다.

그림 15. 인터넷은행 진출 기대 효과: 중금리 대출 공급기반 확대, 중금리 신용대출 활성화 (2016년 1월 발표자료)



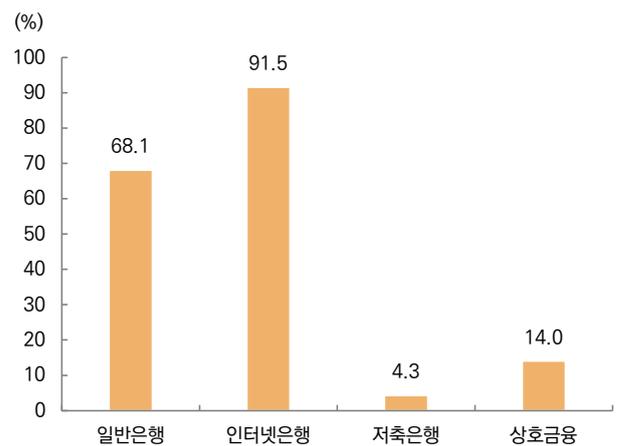
자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 인터넷은행 중금리대출 구성



자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 사이트대출 비중(2020년 공급액 기준)



자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

첫째, 인터넷은행은 중금리대출 공급을 확대했으나, 보증부 정책상품인 사잇돌대출(2020년 91.5%)에 집중하고, 자체상품인 민간 중금리대출(8.5%)에는 소극적이었다. 사잇돌대출은 서울보증보험이 신용위험을 부담하는 상품으로 금융회사가 자체적으로 부담하는 위험은 미미한 반면, 민간 중금리대출은 금융회사가 신용위험을 전적으로 부담한다. 또한, 인터넷은행은 사잇돌대출을 1~3등급 고신용자에게 공급하는데 집중했다. 2020년에 인터넷은행이 공급한 사잇돌대출 1.3조원 중 66.4%를 고신용층인 1~3등급에 공급했다.

둘째, 전체 신용대출에 있어서도 고신용자 대상 영업에 치중한 결과, 시중은행보다 중저신용자 대상 신용대출 비중이 낮은 상황이다. 신용대출 중 중저신용층 비중이 시중은행 평균은 24.2%인데 반해 인터넷은행 평균은 12.1%, 카카오뱅크는 10.2%에 그쳤다.

셋째, 혁신적인 방식으로 기존 은행과 차별화되는 신용평가시스템(CSS: Credit Scoring System)을 구축한다는 계획도 지연되었다. 비금융 대안정보는 제한적으로만 활용되고 있으며, 특히 카카오뱅크는 설립 전 개발된 CSS를 2021년 5월 27일까지도 사용해, 실제 고객 특성을 미반영하고 있었던 것이다.

표 5. 인터넷은행 중금리대출 구성

(십억원)	카카오뱅크 사잇돌	카카오뱅크 민간	카카오뱅크 민간/총중금리대출	케이뱅크 민간
2019년	914	63	6.4%	67
2020년	1,237	115	8.5%	0

자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 사잇돌대출 중 고신용자(KCB 기준 1~3등급) 비중 (2020년 기준)

	인터넷은행 (A)	카카오뱅크	케이뱅크	사잇돌 전체 (B)	A-B
고신용자비중	66.4%	66.4%	0	56.0%	10.4%

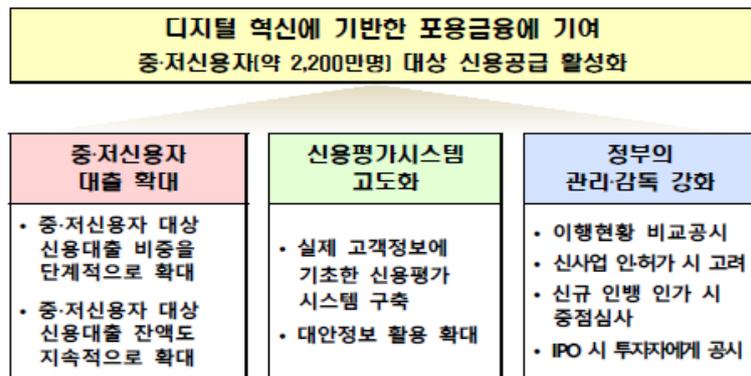
자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 중저신용자 (KCB 기준 4~10등급) 대출 비중 (2020년말 기준)

	인터넷은행 (A)	카카오뱅크	케이뱅크	은행 전체 (수은제외) (B)	A-B
전체 가계대출	15.6%	14.9%	20.4%	24.2%	-8.6%
신용대출	12.1%	10.2%	21.4%	24.2%	-12.1%

자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 인터넷은행 중·저신용자 대출 확대 계획 및 관리·감독 강화



자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

중·저신용자 신용대출 잔액 올해 말까지 3.2조원까지, 비중 2023년말까지 30%로 확대 계획

감독당국은 현황 분석 및 평가를 바탕으로 은행별 중·저신용자 대출 확대 및 CSS 고도화 계획과 관리·감독 강화 방안을 내놴다. 카카오뱅크는 2020년말 10.2%에 불과한 중·저신용자 대상 신용대출 비중을 적극 확대하여, 2023년말 30%로 확대 계획을 갖고 있다. 올해 말까지 중·저신용자 신용대출 잔액을 3.2조원 수준까지 확대하기 위해, 6월부터 12월까지 매월 평균 2,500억원 중·저신용자 대출 순증을 목표로 하고 있다. 카카오뱅크는 올해 2월, 중·저신용자 신용대출 금리를 최대 0.6%p 인하했으며, 대출한도를 5천만원에서 7천만원으로(21년 3월), 또 다시 1억원(21년 6월)으로 확대했다. 반면, 고신용자 신용대출 최저금리를 올해 초에 0.34%p 인상했고, 대출한도를 1.5억원에서 1억원(21년 1월)으로, 1억원에서 7천만원(21년 5월)으로 축소했다.

또한, 카카오뱅크 실제 고객 정보를 기반으로 하며, 중신용자, 금융이력부족자(Thin-filer) 특화 모형이 추가된 새로운 CSS를 개발해 6월부터 적용하고 있다. 카카오뱅크의 고객 데이터와 함께, 이동통신 3사의 통신 정보, PG사 등의 비금융정보도 함께 접목해 중저신용자, 금융이력부족자 대상의 금융서비스를 확대할 계획을 갖고 있다. 2021년 3월부터는 카카오페이와의 협력을 통해 데이터 활용 범위를 확대했으며, 향후 카카오 공동체의 다른 계열사와도 데이터 협력 관계를 늘려 대안정보 활용 범위를 확대할 계획이다.

그림 19. 중·저신용자 대상 신용대출 비중

$$\text{중·저신용자 대상 신용대출 비중(\%)} = \frac{\text{중·저신용자 대상 신용대출}^*}{\text{가계 신용대출}} \times 100$$

* 신용등급 4등급 이하(신용평점 하위 50%(KCB 820점 이하) 차주에 대한 대출

자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 카카오뱅크 중·저신용자 대상 신용대출 확대 계획

(십억원)	사업계획 (2020년말)	2020년말	2021년말	2022년말	2023년말
가계 신용대출 (A)	1,057.5	14,037.6	15,376.1	-	-
중·저신용자 신용대출 (B)	325.5	1,438.0	3,198.2	-	-
비중 (B/A)	30.8%	10.2%	20.8%	25.0%	30.0%

주: 2021년말 가계신용대출, 중·저신용자 신용대출 규모는 가계부채 관리 정책, 시장 상황 등에 따라 변경 가능

자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 케이뱅크 중·저신용자 대상 신용대출 확대 계획

(십억원)	사업계획 (2019년말)	2020년말	2021년말	2022년말	2023년말
가계 신용대출 (A)	641.7	2,728.9	5,615.1	-	-
중·저신용자 신용대출 (B)	337.6	585.2	1,208.4	-	-
비중 (B/A)	52.6%	21.4%	21.5%	25.0%	32.0%

주: 인가신청서 사업계획상 2020년 말 계획은 명시되어 있지 않아 2019년 말 계획 기준으로 비교

자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 토스뱅크 중·저신용자 대상 신용대출 확대 계획

	2021년말	2022년말	2023년말
가계 신용대출 (A)	469.3	-	-
중·저신용자 신용대출 (B)	163.6	-	-
비중 (B/A)	34.9%	42.0%	44.0%

주: 2021년말 가계 신용대출, 중·저신용자 신용대출 규모는 영업개시 시점, 시장상황 등에 따라 변경 가능

자료: 금융위, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

이제부터가 진짜 혁신 실력 평가

카카오뱅크는 최근까지 고신용자 신용대출을 빠르게 늘리며 성장해 왔다. 또한, 감독당국의 평가에 따르면, 그동안 비금융 대안정보 활용은 제한적이었고, 올해 6월 새로운 CSS를 개발해 도입하기 전까지, 설립 전에 개발된 실제 고객의 특성이 반영되지 않은 CSS를 사용하고 있었다. 이를 바탕으로 우리는, 위험·건전성 관리 및 운영 역량, 기존 금융사와는 차별적인 데이터 분석 역량 등을 발휘한 트랙 레코드가 현재로서는 없다고 판단한다. 앞으로, 자본적정성 규제를 받는 ‘은행’으로서 ‘신용평가 모델 고도화’ 및 ‘중·저신용자 신용대출 확대’라는 감독당국의 가이드라인을 충족하며, 위험 관리를 잘 하면서도 성장 및 포용금융을 확대해 나갈 수 있을 것으로 기대한다.

한국은 중국, 브라질, 인도 등 신흥국과는 달리, 언뱅크드 인구가 많지 않고, 이미 오래 전부터 비대면(온라인), 디지털 금융(서비스) 인프라가 상당히 잘 갖추어져 있는 것으로 평가된다. 또한, 온라인 계좌개설, 자금이체·송금, ATM 인출 등이 대부분 무(저)비용으로 활용된지 오래 되었다. 주식 거래, 펀드 가입, 신용카드 발급 등도 비대면화가 이미 진행 중이었으며, 무엇보다 신흥국과는 달리 침투율이 낮은(Underpenetrated) 분야가 많지 않다는 것이다. 이러한 상황에서는, UI, UX를 개선해 편의성을 조금 더 높이는 것도 혁신이겠으나, 빅데이터를 기반으로 한, 중·저신용자 대상 신용평가 모델 고도화, 상환능력 평가 및 위험 관리 역량 강화가 더욱 가치 있는 혁신으로 평가받을 수 있을 것이다.

II. 수익 추정

대출 성장 지속하며 NIM 확대하고, 수수료 이익도 키우고

카카오뱅크가 점차 중·저신용층 고객을 대상으로 신용대출을 공여하며 지속적으로 견조한 대출 성장을 시현하고, 동시에 수익성도 높여갈 것으로 기대한다. 2021년~25년 대출 성장률로 각각 31%, 25%, 15%, 12%, 11% 예상한다. 2.1조원(공모가 밴드 하단 가정)의 공모자금 유입 이후 추가 증자는 없는 것으로 가정했다.

카카오뱅크는 카카오톡의 강력한 ‘연결성’을 바탕으로한 ‘모임통장’, ‘26주 적금 with 제휴사’ 등 차별적 상품으로 수신기반이 탄탄하다. 저원가성 핵심예금인 요구불예금 비중이 1Q21에 57.0%로 커버리지 은행 중 가장 높다. 향후에도 저원가성 핵심예금 효과와 함께, 감독당국의 가이드라인과 자체 계획에 맞추어 중·저신용자 신용대출 규모와 비중을 확대하는 것에 힘입어 NIM을 점차 높여갈 것으로 예상한다. 시장금리가 상승한다면 카카오뱅크를 포함한 은행(금융지주사)업종 전반적으로 NIM 확대, 수익성 제고에 긍정적일 것이나, 반영하지 않았다.

표 11. 카카오뱅크: 수익 추정

(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
순이자이익	33	183	248	408	592	782	937	1,065	1,176
순수수료이익	-38	-60	-54	7	69	94	111	125	139
순기타비이자이익	-5	0	19	-31	-22	2	3	3	4
판매관리비	75	130	162	201	239	268	292	312	328
총당금적립전영업이익	-86	-6	50	183	400	611	759	881	991
총당금전입액	18	15	36	61	85	109	136	162	183
영업이익	-104	-21	13	123	316	502	623	719	808
법인세차감전순이익	-104	-21	13	122	316	503	624	720	809
순이익	-104	-21	14	114	267	381	473	546	613
자산총계	5,842	12,127	22,724	26,650	34,308	41,356	46,646	51,356	56,080
자본총계	668	1,140	1,679	2,797	5,229	5,611	6,084	6,629	7,243

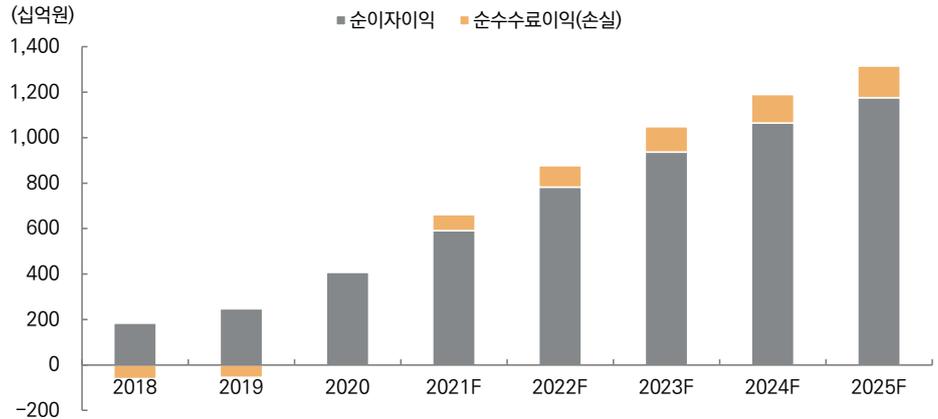
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 카카오뱅크: 성장률 (YoY)

(%)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
순이자이익	464.2	35.0	64.8	45.0	32.1	19.8	13.7	10.4
순수수료이익	적지	적지	흑전	913.1	36.2	17.9	12.3	11.3
순기타비이자이익	N/M	흑전	적전	적지	흑전	42.0	3.8	29.3
판매관리비	72.2	25.1	23.5	19.1	12.0	9.0	7.0	5.0
총당금적립전영업이익	적지	흑전	269.2	118.3	52.6	24.3	16.0	12.5
총당금전입액	-19.1	146.2	67.1	39.0	28.6	25.2	18.6	13.3
영업이익	적지	흑전	824.6	157.7	59.0	24.2	15.4	12.4
법인세차감전순이익	적지	흑전	829.1	158.6	58.9	24.1	15.4	12.4
순이익	적지	흑전	727.5	134.7	42.9	24.1	15.4	12.4
여신 (대출)	96.5	63.8	38.9	30.9	24.7	14.9	11.6	10.6
자산총계	107.6	87.4	17.3	28.7	20.5	12.8	10.1	9.2
자본총계	70.8	47.2	66.6	87.0	7.3	8.4	9.0	9.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 카카오뱅크: 핵심이익(순이자+순수수료이익) 추이 및 예상



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 카카오뱅크: 주요 지표

(%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
NIM	1.68	2.07	1.41	1.68	1.93	2.04	2.10	2.14	2.15
비용-수익 비율	N/M	105	77	52.2	37.4	30.5	27.8	26.2	24.8
Credit cost	0.40	0.16	0.24	0.30	0.33	0.34	0.37	0.39	0.40
예대율	92	84	68	79	93	94	95	96	98
유효 법인세율	-0.2	1.5	-4.3	7.1	15.7	24.2	24.2	24.2	24.2
ROE	-15.6	-2.3	1.0	5.1	6.6	7.0	8.1	8.6	8.8
ROA	-1.8	-0.2	0.1	0.5	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NIM은 2020년 1.68%(+27bps YoY)*에서, 2021년~2025년 각각 1.93%, 2.04%, 2.10%, 2.14%, 2.15%로 전망한다. 따라서, 순이자이익이 2020년 4,080억원(+65% YoY)에서 2021년 5,917억원(+45% YoY), 2022년 7,818억원(+32% YoY), 2023년 9,367억원(+20% YoY), 2024년 1조646억원(+14% YoY), 2025년 1조1,756억원(+10% YoY)으로 전망한다.

*2019년까지 대출채권에 포함되어 있던 RP를 2020년에 제거하면서 NIM 산정 모수에서 빠지면서 NIM이 상승한 것으로 나타나는 착시 효과도 일부 발생

플랫폼 경쟁력에 힘입은 성공적인 연계 상품 판매, 제휴사 및 상품 확대 계획에 기반해 카카오뱅크의 수수료이익 전망을 밝게 본다. ‘주식계좌개설’, ‘제휴사 대출 추천’, ‘신용카드 모집대행’ 등을 통해 전년도 수수료이익이 흑자 전환했다. 현재 진행 중인 연계 상품뿐만 아니라, 카카오뱅크의 강력한 접근성과 혁신적인 소통방식을 기반으로 ‘재미’, ‘흥미’를 더한 또 다른 금융상품 기획 및 판매가 잇따를 것으로 기대한다. 트래픽과 데이터 분석을 통한 개인 맞춤형 모바일 광고사업, 여행, 레저 콘텐츠 등을 금융상품에 결합시킨 banking 커머스 상품 등으로부터 수익 창출을 계획하고 있다. 또한, IT 기술 활용 역량을 바탕으로 OCR 솔루션 판매 등으로 사업을 확장할 것이다.

뿐만 아니라, 금융플랫폼으로서 경쟁력을 높여, 펀드, 보험, 외환, 투자상품 등을 판매할 계획이다. 이 부분에서, 계열사인 카카오페이의 전략 및 사업 영역과 중첩되는데, 구체적인 협업 혹은 고객군·영역 분장, 경쟁력 강화 방안에 대해서는, 현재로서는 불확실하다.

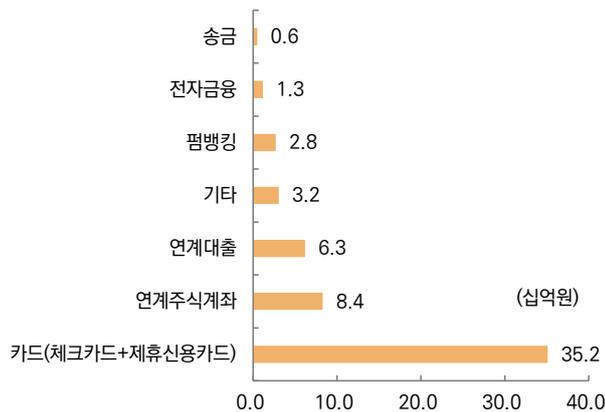
종합적으로, 2020년에 흑자전환하며 68억원의 이익을 낸 순수수수료이익이, 앞서 기술한 제휴사 및 상품 확대 계획에 기반해 2021년 693억원(+913% YoY), 2022년 944억원(+36% YoY), 2023년 1,113억원(+18% YoY), 2024년 1,251억원(+12% YoY), 2025년 1,393억원(+11% YoY)으로 고속 성장할 전망이다.

표 14. 카카오뱅크: 수수료 이익 추정

(십억원, %)		2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	1Q20	1Q21	YoY
수수료 수익	송금	2.5	2.7	3.0	3.2	3.5	0.8	0.6	-23.5
	카드(체크+신용카드)	149.4	164.4	174.6	183.4	192.5	26.2	35.2	34.5
	전자금융	5.4	5.8	6.1	6.4	6.7	1.0	1.3	20.7
	핀뱅킹	11.5	12.1	12.6	13.2	13.7	2.5	2.8	13.8
	연계대출	27.5	33.0	37.5	41.3	44.6	5.2	6.3	20.7
	연계주식계좌	37.6	41.8	45.6	48.3	50.7	1.6	8.4	417.5
	기타	17.7	32.5	36.1	39.0	41.7	1.3	3.2	134.4
	합계	251.7	292.4	315.6	334.7	353.5	38.6	57.7	49.4
수수료 비용	여신업무	4.7	4.9	5.1	5.3	5.6	1.2	1.2	-0.4
	카드(체크+신용카드)	88.6	93.0	96.7	99.7	101.6	23.7	22.3	-5.9
	수신	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	0.0	0.3	7,448.9
	외환	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	321.1
	전자금융	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	0.2	0.2	-4.2
	CD/ATM	56.1	59.3	59.8	60.4	61.0	11.6	13.6	17.5
	지급인지세	4.2	4.5	4.8	5.0	5.1	1.3	1.1	-20.6
	기타	26.2	33.6	35.0	36.4	37.8	3.6	5.7	57.4
합계	182.4	198.0	204.2	209.6	214.2	41.7	44.5	6.6	
순수수료이익	69.3	94.4	111.3	125.1	139.3	-3.1	13.2	N/A	

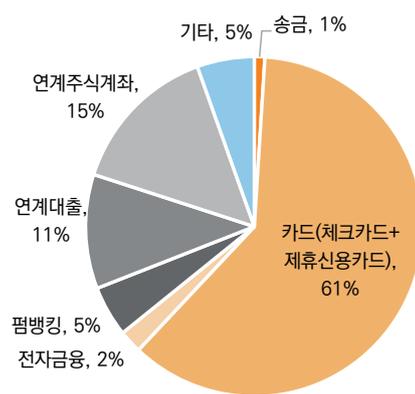
자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 카카오뱅크: 1Q21 수수료 '수익' 규모



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 카카오뱅크: 1Q21 수수료 '수익' 비중



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

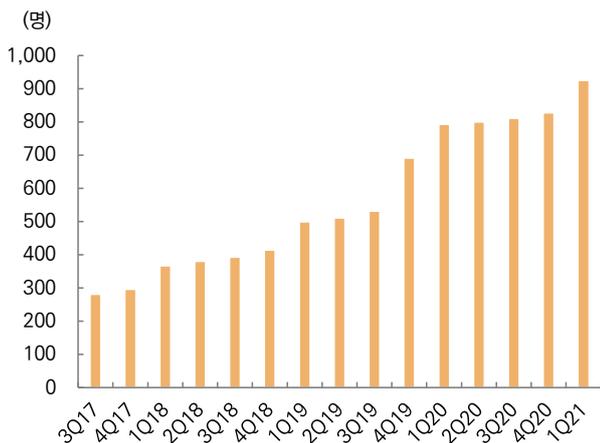
표 15. 카카오뱅크: 분기 수수료 이익 추정

(십억원)		1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
수수료 수익	송금	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
	카드(체크+신용카드)	35.2	37.3	38.1	38.8	38.7	41.1	41.9	42.7	42.7	43.1	44.0	44.9
	전자금융	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6
	핀뱅킹	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.2	3.2
	연계대출	6.3	6.6	7.1	7.6	7.5	7.9	8.5	9.1	8.7	8.9	9.6	10.3
	연계주식계좌	8.4	9.2	9.8	10.3	9.7	10.1	10.8	11.3	10.5	11.0	11.7	12.3
	기타	3.2	4.0	5.5	5.0	7.5	8.0	8.5	8.5	8.6	8.8	9.4	9.4
	합계	57.7	61.9	65.3	66.8	68.4	72.2	74.8	77.0	75.8	77.2	80.1	82.4
수수료 비용	여신업무	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
	카드(체크+신용카드)	22.3	22.3	22.0	22.0	23.4	23.4	23.1	23.1	24.4	24.4	24.0	24.0
	수신	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
	외환	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	전자금융	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	CD/ATM	13.6	13.9	14.2	14.4	14.6	14.7	14.9	15.0	14.7	14.9	15.0	15.2
	지급인지세	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
	기타	5.7	6.0	6.5	8.0	8.2	8.3	8.5	8.7	8.5	8.7	8.8	9.0
합계	44.5	45.0	45.5	47.4	49.2	49.5	49.5	49.9	50.7	51.0	51.1	51.4	
순수수료이익	13.2	16.9	19.8	19.4	19.3	22.7	25.3	27.1	25.1	26.2	29.0	31.0	

자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

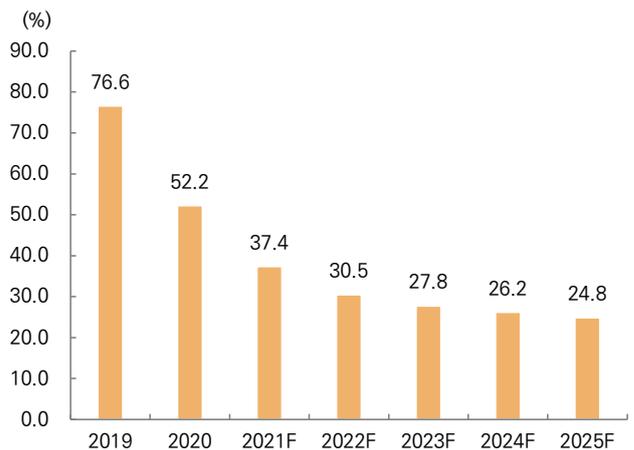
카카오뱅크는 모바일 기반 인터넷은행으로 고정비 부담이 낮은 비용구조가 강점이다. 의외로 분기 평균 임직원 수는 꾸준히 증가해왔으나, 향후 더욱 규모의 경제 효과를 내며, 비용 증가는 제한적일 것으로 예상된다. 카카오뱅크의 비용-수익 비율이 2019년 76.6%에서 2020년 52.2%, 1Q21 48.3%로 개선되었는데, 2021년 37.4%, 2022년 30.5%, 2023년 27.8%, 2024년 26.2%, 2025년 24.8%로 지속해서 개선될 전망이다.

그림 23. 카카오뱅크: 분기 평균 임직원 수



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 카카오뱅크: 비용-수익 비율 추이



자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

그 동안 우량직장인 등 고신용층 신용대출, 혹은 보증부 전세자금대출, 중금리대출 위주로 신용 공여해왔기 때문에 총당금 비용률은 비교적 안정적으로 관리되어 왔다. 2019년 24bps, 2020년 30bps를 기록했다. 중·저신용자 신용대출을 늘려가려는 계획, 반면 카카오뱅크의 데이터 분석 및 위험 관리 능력이 뛰어날 것이라는 긍정적 예상을 반영해, 2021년~2025년 총당금 비용률은 각각 33bps, 34bps, 37bps, 39bps, 40bps의 양호한 수준으로 전망한다.

카카오뱅크의 순이익은 2020년 1,136억원에서, 2021년 2,667억원(+135% YoY), 2022년 3,811억원(+43% YoY), 2023년 4,730억원(+24% YoY), 2024년 5,458억원(+15% YoY), 2025년 6,133억원(+12% YoY)으로 고성장 전망한다.

표 16. 카카오뱅크: DuPont Analysis

(%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
이자수익	0.86	3.27	2.84	2.43	2.42	2.52	2.59	2.64	2.65
이자비용	0.31	1.23	1.42	0.78	0.47	0.46	0.46	0.47	0.47
순이자이익	0.56	2.04	1.42	1.65	1.94	2.07	2.13	2.17	2.19
순수수료이익	-0.65	-0.66	-0.31	0.03	0.23	0.25	0.25	0.26	0.26
순기타비이자이익	-0.08	0.00	0.11	-0.12	-0.07	0.01	0.01	0.01	0.01
총영업이익	-0.18	1.37	1.22	1.56	2.10	2.32	2.39	2.43	2.46
판매관리비	1.29	1.44	0.93	0.81	0.78	0.71	0.66	0.64	0.61
총당금적립전이익	-1.47	-0.07	0.29	0.74	1.31	1.61	1.73	1.80	1.85
총당금전입액	0.31	0.16	0.21	0.25	0.28	0.29	0.31	0.33	0.34
순영업외손익	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
법인세차감전순이익	-1.78	-0.24	0.08	0.50	1.04	1.33	1.42	1.47	1.51
법인세비용	0.00	0.00	0.00	0.04	0.16	0.32	0.34	0.36	0.36
비지배주주지분	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA	-1.79	-0.23	0.08	0.46	0.88	1.01	1.07	1.11	1.14
레버리지 (배)	8.7	9.9	12.4	11.0	7.6	7.0	7.5	7.7	7.7
ROE	-15.65	-2.32	0.97	5.08	6.65	7.03	8.09	8.59	8.84

자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 카카오뱅크: 분기 수익 추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F
순이자이익	54.5	54.4	64.4	74.3	84.4	98.5	107.9	117.2	129.6	140.9	153.6	167.7	178.7
순수수료이익	-14.8	-11.4	-12.9	-15.1	-3.1	-0.7	4.1	6.5	13.2	16.9	19.8	19.4	19.3
순기타비이자이익	4.8	10.9	6.3	-3.2	-4.3	-7.6	-7.4	-11.6	-11.7	-6.5	0.3	-3.8	-1.5
총순영업이익	44.5	53.8	57.8	56.1	77.0	90.2	104.7	112.1	131.1	151.3	173.7	183.4	196.4
판매관리비	32.0	42.6	39.4	48.4	51.0	47.5	48.7	53.5	63.3	55.5	56.0	64.1	70.9
총당금적립전영업이익	12.5	11.2	18.4	7.7	26.0	42.8	56.0	58.6	67.8	95.7	117.7	119.2	125.5
총당금전입액	6.1	10.2	12.0	8.2	7.6	16.5	11.1	25.6	13.8	16.0	17.2	37.7	17.3
영업이익	6.4	1.0	6.4	-0.5	18.4	26.2	44.9	33.0	54.0	79.7	100.6	81.5	108.1
순영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
법인세차감전순이익	6.4	1.0	6.4	-0.6	18.4	26.2	44.9	32.9	54.0	79.9	100.8	81.7	108.3
당기순이익(지배지분)	6.6	3.0	5.8	-1.6	18.5	26.8	40.6	27.8	46.7	69.1	85.6	65.4	82.1

자료: 카카오뱅크, 미래에셋증권 리서치센터

III. Valuation

1. PBR 기반 밸류에이션에 '성장성', '혁신성' 감안해 프리미엄 부여 정당

카카오뱅크는 은행업 라이선스를 보유하고 있는 모바일 기반 인터넷 '은행'이다. 금융업, 특히 은행업은 국가 경제의 근간이 되는 중요한 시스템으로, 자본적정성 관리감독 규제를 받으며, 자본의 규모가 영업활동 및 사업 성장의 중요 변수 중 하나이다. 따라서, 금융업(은행) 가치 평가는 주로, 자본규모와 자본효율성(ROE)에 기반한 PBR(Price-to-Book Ratio) 밸류에이션을 적용한다.

우리는 카카오뱅크가 올해 IPO를 통해 충분한 자본을 확보한 후, 추가 증자 없이 꾸준히 높은 이익 성장을 기록하며 ROE를 꾸준히 높여가 **2025년에 ROE 8.8%를 기록할 것으로 예상**한다. 가치 평가에 있어서 통상 2021년~2023년 예상 ROE를 반영하지만 카카오뱅크의 2021~2023년 ROE는 6.6~8.1% 수준으로 낮아, 8.8%로 더 높아질 것으로 예상되는 2025년 수치를 반영했다. 또한, 성장판이 닫혀 있는 것으로 여겨지는 은행의 경우에는 (실제로는 '은행'만이 아니고, 비은행 부문 사업 포트폴리오를 확대하고 있는 금융지주사이고, 동남아시아 등 해외진출해 성과를 내며 성장을 도모하고 있다고 하더라도) 실제 예상되는 ROE 보다 소폭 낮은 Sustainable ROE를 적용하지만, 카카오뱅크는 반대로 소폭 높은 9.0%를 적용했다.

2022F PBR 2.14배 적용,
12조원 적정 가치 산정

Sustainable ROE 9.0%, 자본비용 8.6%를 적용해 산출된 적정 P/B 멀티플은 1.07배이다. 2022년말 예상 Book value 5.6조원을 감안하면 적정 가치는 6조원으로 산정된다. 그러나, 플랫폼 및 특별하고 '다른' 성장성을 감안하고, MZ세대에 인기가 높아 미래 이익 창출력이 더욱 향상될 가능성을 반영, **100% 프리미엄을 부여해 적정 P/B 멀티플을 2.14배로 높였다**. 2022년말 예상 Book value 5.6조원에 2.14배를 적용하면 12조원의 가치가 도출된다.

표 18. 카카오뱅크: ROE-CoE 기준 P/B 밸류에이션 산정 (Base)

Sustainable ROE	9.0%
Growth	3.0%
Cost of equity	8.6%
Cost of equity	8.6%
Rf	2.0%
Beta	1.1
Market premium	6.0%
산출 P/B (배) (Base)	1.07
2022F Book value (십억원)	5,611
산출 Value (십억원) (Base)	6,011

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 프리미엄 시나리오별 적정 가치: 100% 프리미엄 적용 = 12조원

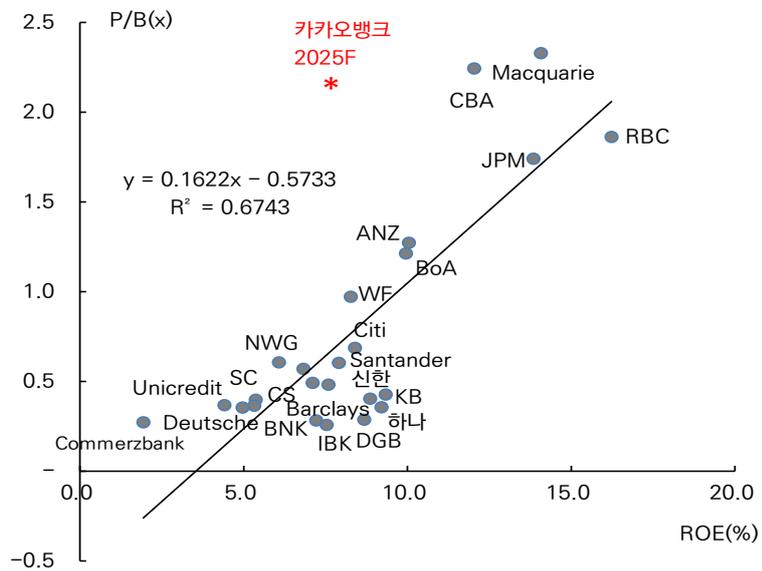
프리미엄 시나리오별로 적정 가치를 산정해보면(표 19 참고), 200% 프리미엄 적용시 18조원의 가치가 도출된다. 공모가 밴드 상단에 해당하는 수준이다. 다만, 글로벌 은행(금융지주사), 디지털뱅크, 디지털뱅크를 자회사로 보유하고 있는 온라인 트레이딩사 등을 통틀어, 예상 ROE가 10% 이내인데, P/B 3.0배 이상에 거래 중인 종목은 아직 찾지 못했다.

표 19. 카카오뱅크: 프리미엄 시나리오별 적정 가치

프리미엄	P/B (배)	Valuation (십억원)
① 0%	1.07	6,011
② 25%	1.34	7,514
③ 50%	1.61	9,017
④ 75%	1.88	10,520
⑤ 100%	2.14	12,023
⑥ 125%	2.41	13,525
⑦ 150%	2.68	15,028
⑧ 175%	2.95	16,531
⑨ 200%	3.21	18,034
...
⑩ 300%	4.29	24,045

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 글로벌 은행(금융지주) P/B vs. ROE



주: 카카오뱅크는 2025F, 그 외 FY2(두번째 예상 회계연도, 대부분 2022F) 기준
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

3. 플랫폼 비즈니스 가치 4.9조원, banking 비즈니스 가치 6.6조원 = 11.5조원

다른 방식으로 카카오뱅크만의 ‘다른’ 성장성, ‘플랫폼 비즈니스의 가치’를 반영해 보았다. 2025년 예상 순수수료이익 전체를 플랫폼 비즈니스로부터의 이익이라고 가정했다. 그리고, 2025년 예상 순이익에서 순수수료이익을 제한 값을 banking 비즈니스로부터의 이익이라고 가정했다. (이는 플랫폼 비즈니스 이익을 실제보다 과대 계상하는 결과를 낳게 되지만, 카카오뱅크의 특별한 플랫폼 가치 및 성장성을 평가해보는 관점으로, 적절하다고 판단한다.)

플랫폼 비즈니스는 확장성과 성장성이 뛰어나다고 보아, 2025년 예상 이익에 PER(Price-to-Earnings Ratio) 25.0배~35.0배의 높은 멀티플 시나리오를 적용했다. banking 비즈니스는 10.0배~14.0배의 PER을 적용해 평가했다.

플랫폼 비즈니스로부터의 예상 이익(2025년)에 35.0배를 적용하면 약 4.9조원의 가치가 도출된다. banking 비즈니스로부터의 예상 이익(2025년)에 14.0배(2025년 예상 banking 비즈니스 이익에 7.0배 적용이 적절하다고 판단하나, 높은 성장성을 충분히 반영해 100% 프리미엄 부여)를 적용하면 약 6.6조원의 가치가 도출된다. 합산하면 가치는 11.5조원이다.

표 20. 카카오뱅크: 플랫폼 비즈니스, banking 비즈니스로 나누어 가치 산정

2025F 순수수료이익 전체=플랫폼 비즈니스 이익, 순이익-순수수료이익=banking 비즈니스 이익이라고 가정 (십억원)

[플랫폼 비즈니스 가치 평가]					
2025F 순수수료이익 (1)	139				
P/E (배) (2)	25.0	27.5	30.0	32.5	35.0
(1) x (2) = A	3,482	3,830	4,179	4,527	4,875
[banking 비즈니스 가치 평가]					
2025F 순이익 - 순수수료이익 (3)	474				
P/E (배) (4)	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0
(3) x (4) = B: banking 비즈니스 가치	4,741	5,215	5,689	6,163	6,637
적정 가치 (A + B) 범위	8,223	9,045	9,867	10,689	11,512

자료: 미래에셋증권 리서치센터

4. 해외 핀테크, 은행(금융지주사)들과 비교

금융의 디지털 전환, 기술 기반 혁신 상품 출현은 이제 막 시작된 변화이며, 장기적이고 구조적으로 지속될 트렌드라 판단한다. 그런데 금융은 각 국가별로 발달 단계, 제도 및 정책이 상이하고, 경쟁 강도, 인프라와 문화 등이 다르다. 따라서, 전세계적인 수요와 공급에 따라 가격이 결정되는 소비재, commodity 시장과는 달리, 하나의 통합된 시장으로 보기 어려우며, 국가별 배경을 감안해 평가해야 할 것이다. 핀테크도 마찬가지이다.

금융 상품과 서비스의 가격이 높은 국가(예. 미국, 유럽 등) 혹은 분야(예. 신용카드 리빙빙, 당좌예금 수수료, 계좌 유지 수수료, ATM 수수료, 할부 대출 등)에서, 핀테크 기업이 혁신을 통해 가격을 낮추거나 무료화 할 수 있을 때 파괴력이 크다. 당좌예금 계좌 수수료와 ATM 수수를 무료화하며 고객을 확보하는 미국과 유럽의 디지털뱅크, 소비 대안대출 BNPL(Buy Now, Pay Later: 후불 할부 결제) 핀테크 등이 이에 해당된다.

또한, 핀테크의 가장 큰 경제·사회적 효용은, 금융소외계층, 즉, 언뱅크드(Unbanked), 언더뱅크드(Underbanked), 금융이력부족자(Thin-filer) 인구가 많은 국가 및 지역에서, 기술과 데이터를 활용해 금융 포용을 확대할 때 나타난다. 이러한 국가 및 지역은 핀테크 성장의 비옥한 땅인 것이다. 기존 금융회사의 기존 고객을 뺏어오는 것이 아니라 ‘새로운 고객을 발굴’하고, ‘새로운 시장을 개척, 형성’ 해가는 것이기 때문에 성장 잠재력이 매우 크다. 주로 신흥국의 경우이다. 중국의 앤트그룹(마이뱅크 대주주), 텐센트의 위뱅크 등 핀테크 비즈니스, 브라질의 누뱅크, 팍세구로, 스톤코, 인도의 페이티엠 등이다.

한국은 미국, 유럽 대비 금융 상품 및 서비스의 가격이 높은 국가는 아니라는 판단이다. 경쟁과 규제 등으로 금융 상품 및 서비스의 가격은 낮아지고, 무료화되었다. 또한, 중국, 브라질, 인도 등 대비 상대적으로 언뱅크드, 언더뱅크드 인구 규모가 크지도 않다. 언더서브드 된 고객군이라면, 중·저신용층, 혹은 자영업자 세그먼트가 아닐까 판단한다. 비현금·디지털 결제화 하며 구조적으로 성장하는 모멘텀은 전세계적으로 공통 현상이다. 다만, 한국은 비현금·디지털 결제 이용률이 이미 높은 국가 중 하나여서, 성장 여력이 미국, 유럽, 일본 등과 비교해 두드러지지는 않을 수 있다는 판단이다.

기술과 데이터를 기반으로 한 금융 포용 확대는 주로, 디지털 결제 서비스부터 출발한다. 이는, 전 세계적으로 공통된 트렌드이다. 결제는 소비생활에 연관되어 있고, 소비자·판매자의 양면 시장이며, 이용자가 방대하고 이용 빈도가 높아 빅데이터가 축적되는 구조이다. 따라서, 디지털 결제 사업이 Backbone으로 역할을 한다. 결제 관련 데이터와 여타 다방면의 비금융 데이터를 결합해, 기존 은행들이 신용 공여 하지 않았던 (신용이력이 없는) 소비자, 가맹점(판매자, 각경제 종사자 등) 고객들을 대상으로 신용평가를 하고 대출(신용 공여)을 할 수 있는 ‘확장성’이 있는 것이다.

또한, 결제 및 송금은 자주 이용하기 때문에 편의성이 중요하며, 네트워크 효과가 작동하게 된다. 따라서, 결제 계좌를 ‘디지털 월렛화’한다. 디지털 결제(페이먼트) 사업자들이 SNS 기능과 결합한 다던가, 결제뿐 아니라 다른 금융상품, 증권 및 암호화폐 거래 서비스 등을 엮어, 고객을 락인하고 플랫폼 경쟁력 제고 전략을 취하는 추세다.

카카오뱅크의 계열사로 카카오페이가 있다. 데이터 등에서 협업을 할 수는 있겠지만, 기본적으로 사업 영역, 전략이 겹친다. ‘카카오’라는 빅테크의 핵심 경쟁력이 카카오톡의 강력한 고객 기반과 독보적인 연결성, 높은 관여 및 활동성이라고 본다면, 카카오톡과 더욱 밀접한 앱은 카카오페이인 것으로 판단한다. 카카오뱅크는 별도 앱이다.

그림 26. 카카오뱅크: 주주 구성

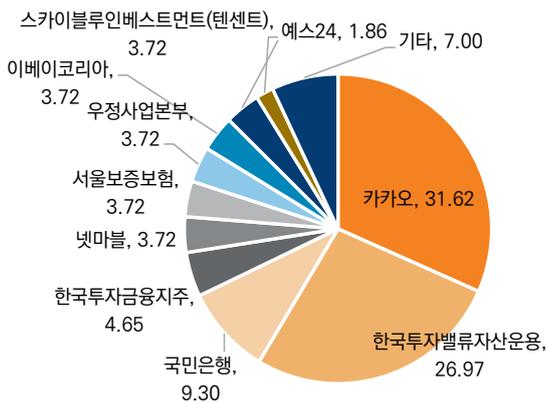
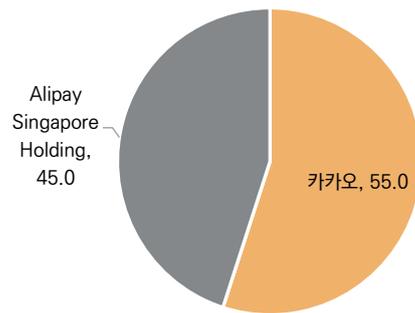


그림 27. 카카오페이: 주주 구성



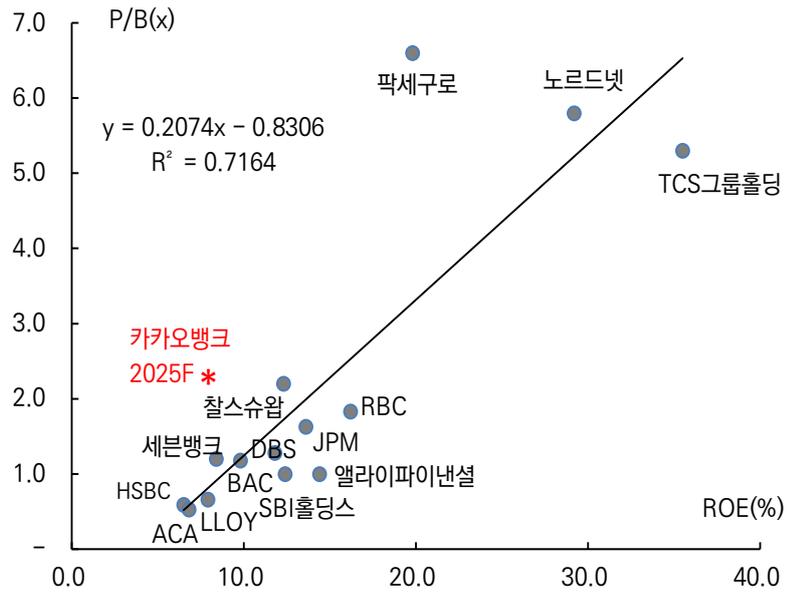
주: 2021년 6월 27일 기준
 자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2021년 7월 2일 기준
 자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

공모가 산정 비교 기업:
 팍세구로디지털, 로켓컴퍼니스,
 TCS홀딩, 노르디넷

카카오뱅크의 공모가 산정에 있어서, 1) PBR을 투자 지표로 가치 산정을 하면서 ROE를 전혀 감안하지 않은 채, 단순히 비교 대상 기업들의 PBR 평균을 기준으로 한 점 (블룸버그 컨센서스 기준 비교 기업들의 2021F~2023F ROE는 16%~40%: 예상 ROE가 매우 높은 로켓컴퍼니스 제외) 2) 카카오뱅크는 여수신(예대사업)이 주된 기능이자 수익모델로, 상대적으로 엄격하고 보수적인 자본 적정성 관리감독 규제를 받는 은행인데, 비교 대상 기업들은 그렇지 않은 점 등을 감안하면, 카카오뱅크의 뛰어난 성장성과 혁신성을 인정하더라도, 쉽게 설득되지 않는 면이 있다.

그림 28. 해외 비교 기업 (인터넷뱅크, 인터넷뱅크 모회사 포함) P/B vs. ROE



주: 카카오뱅크는 2025F, 그 외 FY2(두번째 예상 회계연도, 대부분 2022F) 기준
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

5. 카카오뱅크, 카카오페이, 2개 핀테크 자회사가 각각 상장하는 이례적인 경우

무엇보다, 현재까지 빅테크의 핀테크 자회사 2개사가 각각 별도로 상장하는 경우는 없었던 것으로 파악된다. 카카오뱅크, 카카오페이가 빅테크 카카오의 별개 핀테크 자회사이며, 각각 상장하는 이례적인 경우이다. 카카오뱅크와 카카오페이 합산 가치를 감안해야 하는 것이다. 카카오는 카카오페이가 지분 55.0%, 카카오뱅크 지분 31.6%(6월27일 기준)를 보유하고 있다. 카카오페이증권, 디지털보험사가 될 KP보험서비스는 카카오페이의 자회사이다. 반면, 한국 은행지주를 포함해 카카오뱅크 비교 기업들은 대부분 지주사나 그룹 형태로 투자 대상 기업 산하에 은행뿐 아니라 증권(브로커리지, 투자 플랫폼), 보험, 연금 등 비은행 사업 포트폴리오도 보유하고 있는 경우이다.

2020년 11월초에 상장하려다가 무기한 연기된 알리바바의 핀테크 자회사 **앤티그룹(Ant Group)**도 결제사업을 근간으로 대출 등 다른 금융, 생활서비스 분야로 영역을 확장해왔으며, 산하에 인터넷뱅크인 마이뱅크를 보유하고 있다. 공모가 산정에 있어 비교 대상 기업 중 하나인 **팍세구로디지털(PagSeguro Digital)**은 미국 증시에 상장된 브라질 핀테크 기업이며, 모회사는 UOL로 브라질의 대표 포털 기업이다. 팍세구로디지털도 기본적으로 디지털 결제 기업이며 PagBank라는 디지털뱅크(구 Banco BBN)를 인수해 운영 중이다. 미국의 **로켓컴퍼니스(Rocket Companies)**는 모기지 ‘은행이 아닌’, 모기지 서비스 기업이다. 온라인 개인 대출 서비스를 제공하는데, Cross River Bank와 제휴해 실제 Cross River Bank의 Book으로 대출을 하는 구조이다. **TCS그룹홀딩(TCS Group Holding)**은 러시아에서 금융플랫폼인 Tinkoff를 운영하는 지주사이다. Tinkoff 플랫폼은 Tinkoff Bank, Tinkoff Investment, Tinkoff Business, Tinkoff Insurance 등을 제공한다. **노르드넷(Nordnet)**은 스웨덴, 노르웨이, 덴마크, 핀란드에서 저축, 투자, 대출, 연금 서비스를 제공하는 디지털 플랫폼 운영사이다. 은행뿐 아니라 증권, 보험, 연금 사업 라이선스를 모두 보유하고 있다. 노르딕 국가의 디지털 금융플랫폼사 중 유일하게 다국가에서 사업을 운영하는 핀테크이다.

표 21. 글로벌 Peer 밸류에이션 (1): 증권신고서 상 공모가 산정 비교 기업

		팍세구로디지털	로켓컴퍼니스	TCS그룹홀딩	노르드넷
코드		PAGS US	RKT US	TCS LI	SAVE SS
국가 (본사)		브라질	미국	러시아	스웨덴
주가 (지역통화)		55.31	17.27	86.22	131.60
시가총액 (지역통화, 십억)		18.2	34.3	17.2	32.9
시가총액 (십억달러)		18.2	34.3	17.2	3.8
매출액	2020	5,707	15,981	198,863	3,451
(지역통화, 백만)	2021F	9,736	11,552	183,280	3,396
	2022F	12,421	9,171	227,748	3,160
	2023F	15,197	9,766	290,148	3,305
영업이익	2020	1,953	9,718	56,249	1,447
(지역통화, 백만)	2021F	2,511	5,585	68,872	2,159
	2022F	4,081	4,077	87,334	1,887
	2023F	6,045	3,980	109,765	2,073
순이익	2020	2,800	198	44,209	1,274
(지역통화, 백만)	2021F	1,720	4,077	56,467	1,840
	2022F	2,669	3,565	72,997	1,623
	2023F	3,704	2,627	90,866	1,723
영업이익률 (%)	2020	34.2	60.8	28.3	41.9
	2021F	25.8	48.3	37.6	63.6
	2022F	32.9	44.5	38.3	59.7
	2023F	39.8	40.8	37.8	62.7
순이익률 (%)	2020	49.1	1.2	22.2	36.9
	2021F	17.7	35.3	30.8	54.2
	2022F	21.5	38.9	32.1	51.4
	2023F	24.4	26.9	31.3	52.1
P/E (배)	2020	16.1	11.5	10.8	28.4
	2021F	55.1	8.5	22.5	18.2
	2022F	36.0	11.4	17.4	20.7
	2023F	26.0	11.1	13.5	19.9
P/B (배)	2020	5.6	4.8	3.8	7.7
	2021F	8.8	2.1	7.3	6.2
	2022F	7.3	1.5	5.5	5.9
	2023F	6.1	0.8	4.2	5.5
ROE (%)	2020	18.8	9.9	39.7	32.3
	2021F	15.7	849.6	36.9	38.8
	2022F	20.0	512.2	35.7	29.5
	2023F	23.1	450.9	33.9	29.3
ROA (%)	2020	10.5	0.7	6.1	0.8
	2021F	5.4	13.0	6.1	1.0
	2022F	6.6	10.1	6.5	0.8
	2023F	12.8	9.7	6.7	0.8
EPS 성장률 (%)	2020	45.1	N/A	16.5	134.6
	2021F	20.5	-50.5	27.7	46.5
	2022F	53.1	-25.8	29.2	-12.0
	2023F	38.3	3.3	28.7	3.8
배당수익률 (%)	2020	0.0	N/A	2.4	0.0
	2021F	0.0	1.6	0.2	4.1
	2022F	0.4	0.1	1.8	3.5
	2023F	1.4	0.2	2.3	3.6
EV/EBITDA (배)	2020	42.3	2.6	N/A	16.1
	2021F	29.7	10.2	N/A	12.3
	2022F	20.0	14.2	N/A	13.3
	2023F	14.8	12.0	N/A	N/A

주: 2021년 7월 20일 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

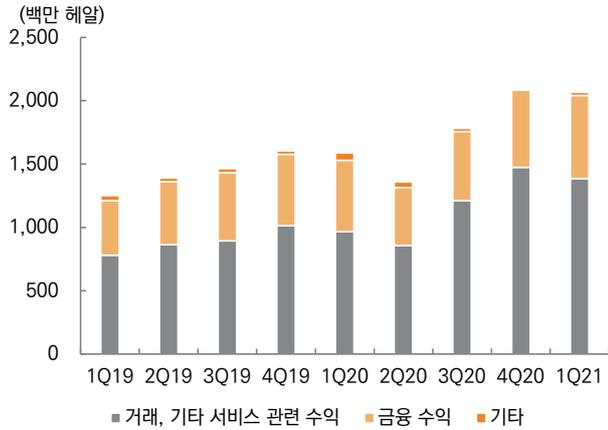
표 22. 글로벌 Peer 밸류에이션 (2): 인터넷뱅크(세븐뱅크) 혹은 인터넷뱅크 자회사를 보유하고 있는 온라인 트레이딩사와 핀테크 기업

		찰스슈왑	앨라이파이낸셜	세븐뱅크	SBI홀딩스
코드		SCHW US	ALLY US	8410 JP	8473 JP
국가 (본사)		미국	미국	일본	일본
주가 (지역통화)		67.94	50.90	239.00	2,563.00
시가총액 (지역통화, 십억)		128.2	18.9	281.9	627.1
시가총액 (십억달러)		128.2	18.9	2.6	5.7
매출액	2020	12,109	10,882	148,550	368,055
(지역통화, 백만)	2021F	18,291	7,932	135,000	481,298
	2022F	18,793	8,255	135,000	490,605
	2023F	20,426	8,544	135,000	496,112
영업이익	2020	4,300	1,414	39,840	96,446
(지역통화, 백만)	2021F	7,894	3,033	N/A	104,005
	2022F	8,430	2,493	N/A	107,596
	2023F	10,546	2,491	N/A	107,888
순이익	2020	3,488	1,187	26,201	37,487
(지역통화, 백만)	2021F	5,749	2,818	20,150	63,727
	2022F	6,326	2,195	19,650	67,888
	2023F	7,514	2,163	19,525	70,966
영업이익률 (%)	2020	35.5	13.0	26.8	26.2
	2021F	43.2	38.2	N/A	21.6
	2022F	44.9	30.2	N/A	21.9
	2023F	51.6	29.2	N/A	21.7
순이익률 (%)	2020	28.8	10.9	17.6	10.2
	2021F	31.4	35.5	14.9	13.2
	2022F	33.7	26.6	14.6	13.8
	2023F	36.8	25.3	14.5	14.3
P/E (배)	2020	21.8	11.3	12.6	9.7
	2021F	21.9	6.9	13.9	8.4
	2022F	20.1	7.6	14.3	8.0
	2023F	17.0	6.9	14.4	7.7
P/B (배)	2020	1.4	0.9	1.5	0.8
	2021F	2.2	1.1	1.2	1.1
	2022F	2.2	1.0	1.1	1.0
	2023F	2.1	0.9	1.1	0.9
ROE (%)	2020	8.5	7.5	12.0	8.3
	2021F	11.3	18.3	8.4	11.2
	2022F	11.8	14.4	8.1	11.5
	2023F	13.8	14.1	7.8	11.3
ROA (%)	2020	0.8	0.6	2.3	0.7
	2021F	1.5	1.6	2.1	N/A
	2022F	2.8	1.2	2.0	N/A
	2023F	N/A	1.2	2.0	N/A
EPS 성장률 (%)	2020	-9.7	-13.8	99.3	-29.5
	2021F	26.4	145.0	-22.1	-10.0
	2022F	9.1	-9.7	-2.5	4.3
	2023F	18.1	9.4	-0.7	3.8
배당수익률 (%)	2020	1.4	2.1	3.9	6.3
	2021F	1.1	1.6	4.6	4.8
	2022F	1.2	1.9	4.6	5.0
	2023F	1.2	2.0	4.6	5.2
EV/EBITDA (배)	2020	9.2	3.5	N/A	3.8
	2021F	13.3	39.9	N/A	N/A
	2022F	12.1	45.0	N/A	N/A
	2023F	10.0	49.3	N/A	N/A

주: 2021년 7월 20일 종가 기준, 세븐뱅크와 SBI홀딩스는 3월 31일이 회계연도말

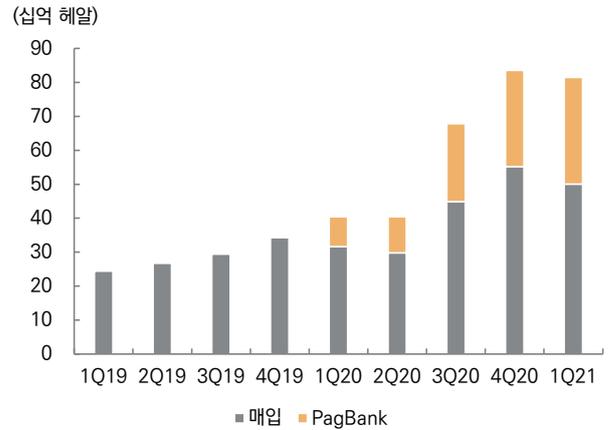
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 팍세구로디지털 매출액 Breakdown



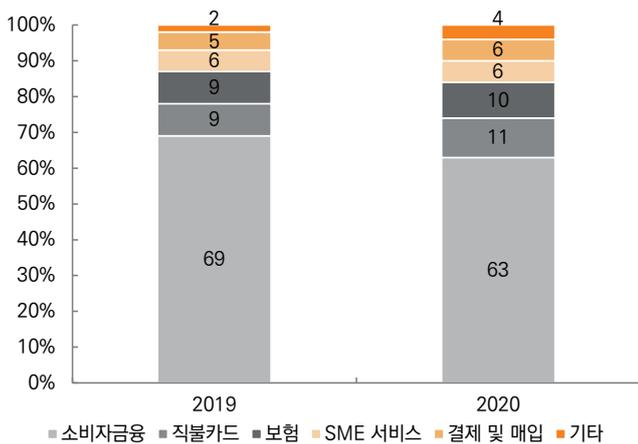
자료: PacSeguro, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 팍세구로디지털 TPV



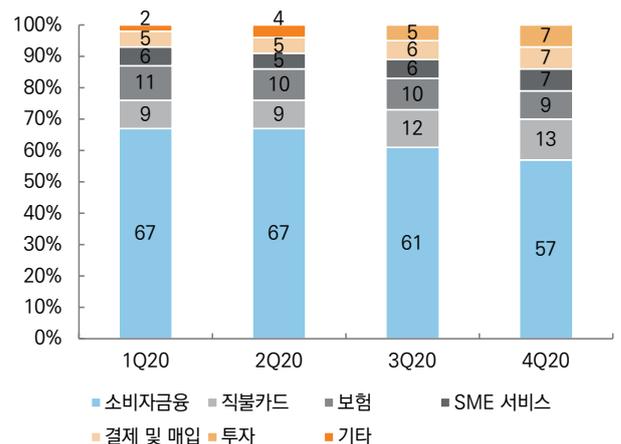
자료: PagSeguro, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. TCS그룹홀딩 매출액 Breakdown (연간)



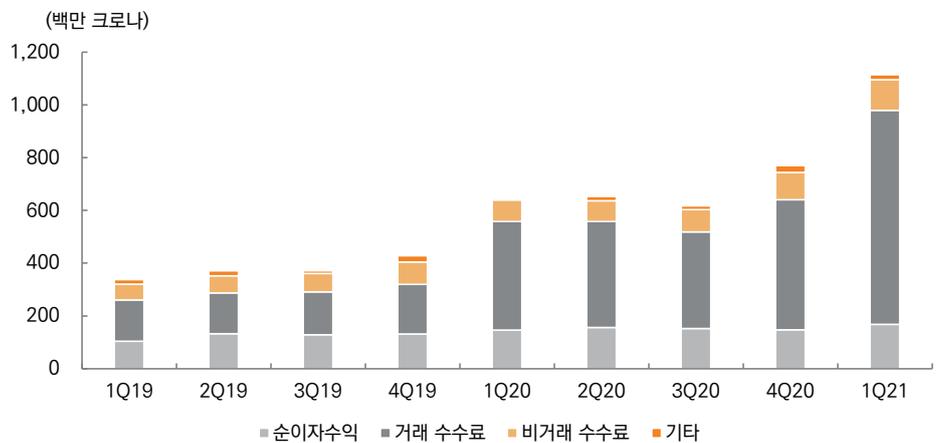
자료: TCS Group Holding, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. TCS그룹홀딩 매출액 Breakdown (분기)



자료: TCS Group Holding, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. Nordnet 조정 매출액



자료: Nordnet, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 글로벌 은행(금융지주) 주가 및 Performance

국가	종목	티커	주가 (지역통화)	시가총액 (십억달러)	52주 High	52주 Low	주가 수익률(%)						
							YTD	1개월	3개월	6개월	1년	2년	3년
인터넷 뱅크	Schwab (Charles) Corp	SCHW US	66.68	125.78	76.37	32.66	25.7	-4.5	1.2	12.6	99.4	61.2	33.8
	Ally Financial Inc	ALLY US	47.98	17.79	56.61	19.86	34.5	-3.1	-0.2	16.2	125.4	52.9	86.5
	SBI Holdings Inc	8473 JP	2,591.0	5.79	3,350.0	2,173.0	5.9	-4.7	-15.7	-4.4	16.8	6.7	2.8
	Seven Bank Ltd	8410 JP	238.0	2.56	281.0	215.0	9.2	3.0	0.8	7.2	-14.7	-11.7	-20.7
미국	JP Morgan Chase & Co	JPM US	146.97	444.90	167.44	91.38	15.7	-0.6	-3.7	6.5	49.7	37.8	44.8
	Bank of America Corp	BAC US	36.93	316.46	43.49	22.95	21.8	-4.8	-5.7	12.7	59.0	31.7	31.3
	Citigroup Inc	C US	65.08	135.49	80.29	40.49	5.5	-3.7	-9.8	2.2	29.6	-1.6	3.5
	Wells Fargo & Co	WFC US	43.05	176.85	48.13	20.76	42.6	3.1	-1.9	31.9	72.5	-0.1	-15.7
	Morgan Stanley	MS US	89.35	166.24	94.27	45.86	30.4	6.3	11.6	19.1	70.5	112.5	92.6
	Goldman Sachs Group Inc	GS US	354.72	125.70	393.26	185.52	34.5	1.7	3.4	20.6	67.8	73.4	62.4
	Truist Financial Corp	TFC US	52.18	69.65	62.69	34.86	8.9	-1.2	-9.1	0.1	43.7	11.2	16.5
	Royal Bank of Canada	RY CN	125.54	140.25	129.40	90.74	20.0	-0.3	6.4	16.5	31.0	30.2	39.9
영국	HSBC Holdings Plc	HSBA LN	391.80	109.40	462.00	281.50	3.4	-8.8	-8.5	-4.8	3.2	-37.7	-38.7
	Lloyds Banking Group Plc	LLOY LN	43.50	42.20	50.44	23.60	19.4	-6.3	-0.6	20.8	42.3	-20.6	-24.2
	Barclays Plc	BARC LN	159.32	37.02	190.30	88.90	8.6	-7.3	-15.1	8.5	36.9	5.1	-9.1
	Natwest Group Plc	NWGN LN	192.15	30.43	213.80	90.54	14.6	-4.9	-3.3	22.2	59.3	-8.0	-8.7
	Standard Chartered Plc	STAN LN	419.10	17.87	533.20	334.30	-10.0	-10.6	-15.4	-12.1	-5.4	-39.9	-35.3
프랑스	BNP Paribas	BNP FP	47.79	70.45	57.92	28.79	10.9	-11.1	-6.0	7.6	25.7	16.1	1.2
	Credit Agricole Sa	ACA FP	11.10	40.47	13.49	6.51	7.5	-6.0	-9.2	8.7	21.5	9.4	10.4
	Societe Generale Sa	GLE FP	23.04	23.19	27.03	10.77	35.4	-7.9	7.1	34.9	46.8	5.2	-28.2
독일	Deutsche Bank Ag-Registered	DBK GR	9.91	24.17	12.59	6.75	10.8	-9.5	-0.6	7.9	11.6	43.8	-1.7
	Commerzbank Ag	CBK GR	5.28	7.79	6.89	3.92	0.2	-14.0	8.0	-9.0	14.0	-15.0	-36.1
스위스	UBS Group Ag-Registered	UBS US	14.54	53.83	16.58	10.13	4.2	-6.3	-8.8	-1.2	23.6	32.4	8.7
	Credit Suisse Group Ag-Reg	CSGN SW	8.80	25.40	13.43	8.41	-22.4	-6.5	-6.2	-27.8	-11.4	-24.6	-38.6
스페인	Banco Santander Sa	SAN SM	2.93	60.02	3.51	1.43	16.6	-10.8	3.8	10.1	39.8	-20.8	-28.2
	Banco Bilbao Vizcaya Argenta	BBVA SM	4.91	38.65	5.55	2.10	23.4	-5.9	15.5	22.9	55.9	12.5	-5.4
이탈리아	Intesa Sanpaolo	ISP IM	2.14	48.99	2.49	1.37	12.2	-8.8	-4.5	11.4	15.7	8.1	-0.8
	Unicredit Spa	UCG IM	9.06	23.92	11.04	6.09	18.5	-9.6	10.8	11.8	2.5	-18.1	-32.7
네덜란드	ING Group NV	INGA NA	10.08	46.42	11.68	5.65	31.9	-7.9	-0.6	28.8	53.4	4.0	-10.6
호주	Commonwealth Bank of Austral	CBA AU	97.68	127.19	106.57	62.64	19.0	-5.8	11.3	15.8	35.7	29.3	48.3
	Westpac Banking	WBC AU	24.69	66.48	27.12	16.00	27.5	-8.1	-2.2	14.4	39.6	-5.1	-5.1
	National Australia Bank Ltd	NAB AU	25.65	62.11	27.84	16.56	13.5	-4.5	-3.2	7.3	44.0	1.4	5.9
	Aust And Nz Banking Group	ANZ AU	27.15	56.73	29.64	16.40	19.6	-6.3	-5.3	11.0	48.8	8.3	7.2
	Macquarie Group Ltd	MQG AU	153.71	41.61	162.09	118.36	11.0	-0.4	-1.5	11.0	23.6	29.1	37.5
브라질	Itau Unibanco Holding S-Pref	ITUB4 BZ	28.90	50.98	34.34	22.10	-8.3	-10.5	5.0	-5.9	6.6	-13.7	9.3
UAE	First Abu Dhabi Bank Pjsc	FAB DH	16.30	48.46	17.14	10.36	26.4	-1.9	12.0	8.2	55.5	16.1	44.8
중국	Ind & Comm BK of China-H	1398 HK	4.45	246.19	5.75	3.96	-11.5	-11.9	-19.1	-13.3	-8.6	-9.8	-5.0
	China Merchants Bank-H	3968 HK	63.80	199.25	72.45	35.60	30.2	-3.8	1.9	4.4	65.3	70.2	142.1
	China Construction Bank-H	939 HK	5.53	180.00	6.74	4.93	-6.1	-10.8	-15.6	-11.1	-9.2	0.1	-3.8
	Agricultural Bank of China-H	1288 HK	2.65	158.04	3.30	2.38	-6.7	-1.9	-15.3	-12.3	-8.9	-6.4	-10.6
일본	Mitsubishi UFG Financial Gro	8306 JP	579.9	71.93	664.2	392.8	27.1	-3.8	-0.9	18.4	36.9	22.5	0.1
	Sumitomo Mitsui Financial Gr	8316 JP	3,712.0	46.58	4,354.0	2,800.0	16.4	-3.8	-3.0	9.7	21.1	8.5	0.0
	Mizuho Financial Group Inc	8411 JP	1,571.0	36.43	1,732.5	1,256.0	20.2	-1.8	2.4	11.3	14.4	10.4	-5.1
	Resona Holdings Inc	8308 JP	417.1	9.57	501.0	335.2	15.7	-4.8	-7.8	10.0	9.7	2.0	-20.1
싱가포르	DBS Group Holdings Ltd	DBS SP	29.58	55.67	30.88	19.45	18.1	-0.6	1.9	12.1	38.9	20.9	29.5
	Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	11.86	39.19	12.77	8.36	17.9	-1.6	-0.5	11.9	29.2	11.0	18.5
	United Overseas Bank Ltd	UOB SP	25.69	31.57	26.84	18.85	13.7	-0.6	-2.2	7.5	25.0	4.4	11.1

주: 2021년 7월 19일 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 글로벌 은행(금융지주) Valuation

국가	종목	티커	P/B(x)		ROE (%)			P/E (x)		EPS 성장률 (%)			ROA(%)			배당수익률(%)	
			FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY1	FY2
인터넷 뱅크	Schwab (Charles) Corp	SCHW US	2.17	2.14	10.7	11.3	11.8	21.6	19.8	-8.3	25.9	9.2	0.90	1.47	2.76	1.1	1.2
	Ally Financial Inc	ALLY US	1.13	1.02	5.9	16.6	14.4	7.2	7.5	-18.5	118.9	-3.7	0.58	1.37	1.14	1.7	1.9
	SBI Holdings Inc	8473 JP	1.07	0.99	16.9	11.2	11.5	8.5	8.1	108.2	-10.0	4.3	1.40	N/A	N/A	4.7	4.9
	Seven Bank Ltd	8410 JP	1.16	1.12	11.1	8.7	8.5	13.5	13.6	-0.6	-20.2	-0.7	2.86	2.20	2.17	4.6	4.6
미국	JP Morgan Chase & Co	JPM US	1.70	1.63	10.0	16.5	13.6	10.7	12.3	-17.2	55.2	-13.6	0.81	1.19	0.95	2.6	2.8
	Bank of America Corp	BAC US	1.22	1.18	6.5	10.9	9.8	11.7	12.1	-36.4	68.7	-3.2	0.63	0.95	0.85	2.1	2.4
	Citigroup Inc	C US	0.69	0.65	5.1	10.8	8.2	6.7	8.2	-36.7	99.7	-18.7	0.47	0.91	0.66	3.2	3.4
	Wells Fargo & Co	WFC US	1.00	0.95	1.3	10.0	8.3	10.4	11.9	-90.1	913.4	-13.1	0.18	0.94	0.77	1.4	2.3
	Morgan Stanley	MS US	1.64	1.59	11.5	13.5	12.7	12.3	12.4	32.1	10.0	-0.7	1.01	1.16	1.05	2.2	3.0
	Goldman Sachs Group Inc	GS US	1.30	1.20	9.0	20.0	13.3	7.0	9.6	2.3	106.0	-27.2	0.65	1.36	0.92	1.8	2.3
	Truist Financial Corp	TFC US	1.11	1.05	7.4	10.0	9.7	10.9	10.8	-13.0	26.3	0.4	0.97	1.30	1.23	3.6	3.7
	Royal Bank of Canada	RY CN	2.02	1.83	13.9	18.1	16.2	11.6	11.6	-10.3	36.3	-0.5	0.68	0.94	0.84	3.4	3.7
영국	HSBC Holdings Plc	HSBA LN	0.61	0.59	2.3	5.4	6.5	9.5	8.6	-58.9	86.2	10.5	0.20	0.37	0.43	4.4	5.2
	Lloyds Banking Group Plc	LLOY LN	0.68	0.66	1.8	8.7	7.9	6.9	7.8	-82.7	364.2	-11.1	0.07	0.48	0.42	4.8	5.5
	Barclays Plc	BARC LN	0.48	0.46	2.5	7.0	7.1	6.5	6.7	-61.5	157.8	-2.9	0.12	0.30	0.31	3.6	5.0
	Natwest Group Plc	NWVG LN	0.60	0.58	-1.6	5.0	6.1	9.7	9.1	-87.6	314.9	6.5	-0.08	0.22	0.27	5.0	6.1
	Standard Chartered Plc	STAN LN	0.39	0.37	1.8	4.6	5.4	8.0	6.9	-52.8	99.7	16.5	0.17	0.30	0.35	3.5	4.5
프랑스	BNP Paribas	BNP FP	0.56	0.54	6.0	6.5	6.8	8.2	7.5	-24.7	26.3	9.2	0.29	0.28	0.30	6.7	6.9
	Credit Agricole Sa	ACA FP	0.55	0.53	4.6	6.5	6.8	8.0	7.6	-17.4	21.0	5.6	0.18	0.20	0.20	6.5	7.0
	Societe Generale Sa	GLE FP	0.36	0.34	-0.3	5.1	5.4	8.0	6.9	-125.4	380.3	16.5	0.00	0.15	0.19	5.9	6.3
독일	Deutsche Bank Ag-Registered	DBK GR	0.37	0.35	-0.6	2.4	4.4	10.9	8.3	19.3	164.8	30.3	-0.01	0.14	0.22	1.8	3.1
	Commerzbank Ag	CBK GR	0.26	0.26	-10.5	0.4	2.1	29.1	10.5	-161.7	149.7	177.3	-0.04	0.06	0.14	0.0	1.2
스위스	UBS Group Ag-Registered	UBS US	0.84	0.78	10.1	9.8	9.9	8.4	8.1	24.3	10.0	2.8	0.56	0.50	0.51	2.7	2.8
	Credit Suisse Group Ag-Reg	CSGN SW	0.49	0.47	5.5	3.9	7.6	9.0	6.0	13.5	-42.4	49.7	0.38	0.24	0.41	2.1	2.9
스페인	Banco Santander Sa	SAN SM	0.60	0.57	-9.5	6.8	7.9	8.0	7.2	-41.6	40.1	10.4	-0.60	0.44	0.48	4.8	6.0
	Banco Bilbao Vizcaya Argenta	BBVA SM	0.69	0.65	2.9	6.6	7.4	10.2	8.9	-37.9	17.3	15.4	0.22	0.47	0.55	4.0	4.5
이탈리아	Intesa Sanpaolo	ISP IM	0.66	0.65	6.1	6.6	7.3	10.5	9.2	-15.6	-17.7	14.8	0.38	0.40	0.43	7.3	8.0
	Unicredit Spa	UCG IM	0.35	0.34	0.7	3.6	5.0	9.4	7.1	-102.9	1,672.1	32.3	0.09	0.24	0.31	4.3	5.2
네덜란드	ING Group NV	INGA NA	0.70	0.68	4.4	7.5	7.6	9.4	9.1	-48.2	67.6	4.2	0.27	0.44	0.43	8.8	6.3
호주	Commonwealth Bank of Austral	CBA AU	2.29	2.24	10.7	11.7	12.1	20.6	18.9	-12.3	12.5	8.8	0.78	0.85	0.87	3.7	4.0
	Westpac Banking Corp	WBC AU	1.26	1.22	4.2	9.6	9.4	14.2	13.9	-63.2	138.2	2.4	0.31	0.75	0.73	4.7	5.0
	National Australia Bank Ltd	NAB AU	1.35	1.32	N/A	10.6	10.6	13.6	13.5	-33.5	58.4	1.1	N/A	0.74	0.73	4.8	5.1
	Aust And Nz Banking Group	ANZ AU	1.22	1.18	N/A	9.9	10.0	13.2	12.6	-37.4	54.7	5.1	N/A	0.60	0.61	5.1	5.3
	Macquarie Group Ltd	MQG AU	2.42	2.31	13.5	13.4	14.1	18.3	16.8	-23.1	38.4	8.6	1.07	1.19	1.26	3.6	3.9
브라질	Itau Unibanco Holding S-Pref	ITUB4 BZ	1.91	1.76	13.6	17.6	18.3	11.4	10.0	-30.0	28.7	14.1	0.96	1.12	1.20	3.5	5.3
UAE	First Abu Dhabi Bank Pjsc	FAB DH	1.77	1.73	9.5	11.2	12.1	17.5	15.6	-19.1	0.1	12.1	1.05	1.04	1.07	4.4	4.6
중국	Ind & Comm BK of China-H	1398 HK	0.46	0.42	11.0	11.4	11.3	4.1	3.8	0.0	5.6	7.6	0.93	0.96	0.94	7.6	8.0
	China Merchants Bank-H	3968 HK	1.87	1.63	15.3	16.5	16.5	12.1	10.6	2.8	15.8	15.1	1.23	1.28	1.32	2.7	3.1
	China Construction Bank-H	939 HK	0.46	0.43	11.3	11.9	11.9	4.0	3.7	1.0	7.9	7.8	0.94	0.99	0.97	7.5	8.0
	Agricultural Bank of China-H	1288 HK	0.38	0.35	10.5	10.8	10.8	3.5	3.3	0.0	6.9	7.0	0.75	0.80	0.79	8.9	9.4
일본	Mitsubishi UFG Financial Gro	8306 JP	0.43	0.41	4.3	4.9	5.1	8.8	8.1	47.7	9.2	8.3	0.22	0.24	0.25	4.6	4.9
	Sumitomo Mitsui Financial Gr	8316 JP	0.42	0.40	4.5	5.3	5.8	8.1	7.0	-26.9	22.9	15.2	0.23	0.30	0.30	5.4	5.7
	Mizuho Financial Group Inc	8411 JP	0.42	0.41	4.7	5.6	5.7	7.7	7.2	5.1	10.1	6.2	0.20	0.21	0.21	5.0	5.3
	Resona Holdings Inc	8308 JP	0.41	0.39	5.7	6.1	6.2	6.7	6.3	-18.2	14.1	7.9	0.22	0.22	0.22	5.0	5.3
싱가포르	DBS Group Holdings Ltd	DBS SP	1.35	1.28	9.2	11.5	11.8	11.8	11.0	-26.7	38.3	7.8	0.80	0.97	0.98	3.9	4.6
	Oversea-Chinese Banking Corp	OCBC SP	1.04	0.99	7.1	9.8	10.1	10.9	10.1	-28.4	36.3	7.7	0.68	0.95	1.00	4.3	4.8
	United Overseas Bank Ltd	UOB SP	1.03	0.98	7.3	9.4	10.1	11.2	10.0	-31.1	35.7	12.2	0.70	0.86	0.93	4.3	5.1

주: 2021년 7월 19일 종가 기준

주: Commonwealth는 6월 30일이 회계연도말, Westpac, National Australia Bank, Aust And Nz Banking은 9월 30일이 회계연도말, Macquarie와 일본 은행은 3월 31일이 회계연도말

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 한국 은행(금융지주) Valuation 표

		KB금융	신한지주	하나금융	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융
코드		105560	055550	086790	024110	138930	139130	175330
투자의견		매수						
목표주가 (원)		72,000	50,000	60,500	12,500	9,100	11,500	10,000
현재주가 (원)		50,800	37,550	42,050	10,200	7,400	8,850	7,130
Upside(Downside) (%)		41.7	33.2	43.9	22.5	23.0	29.5	40.3
시가총액 (십억원)		21,123	19,398	12,625	7,592	2,412	1,502	1,404
외국인지분율(%)		67.5	60.2	67.9	12.8	38.3	48.3	40.8
P/B (배)	2019	0.55	0.46	0.45	0.30	0.29	0.34	0.40
	2020	0.50	0.45	0.41	0.32	0.28	0.32	0.37
	2021F	0.46	0.42	0.38	0.30	0.27	0.30	0.34
	2022F	0.42	0.39	0.34	0.28	0.25	0.28	0.30
	2023F	0.38	0.35	0.31	0.26	0.24	0.26	0.27
P/E (배)	2019	6.4	5.2	5.3	4.2	4.3	4.6	3.9
	2020	6.1	5.4	4.8	4.7	4.6	4.5	3.9
	2021F	4.8	4.7	4.1	4.1	3.6	3.6	3.0
	2022F	4.7	4.5	3.9	4.0	3.4	3.3	2.9
	2023F	4.6	4.4	3.7	4.0	3.4	3.3	2.9
P/PPOP (배)	2019	4.1	3.0	3.1	1.7	1.9	2.5	2.1
	2020	3.7	2.9	2.7	1.9	2.0	2.0	2.1
	2021F	3.0	2.8	2.5	2.0	1.7	1.8	1.7
	2022F	2.9	2.7	2.3	1.9	1.6	1.6	1.6
	2023F	2.8	2.6	2.2	1.8	1.5	1.6	1.6
배당수익률 (%)	2019	4.4	4.9	5.0	6.6	4.9	4.6	4.2
	2020	3.5	4.0	4.4	4.6	4.3	4.4	5.2
	2021F	6.0	5.6	6.5	6.2	6.2	6.2	7.4
	2022F	6.5	6.3	7.3	6.6	7.0	7.2	8.3
	2023F	6.8	6.7	8.1	6.9	7.7	7.5	9.1
ROE (%)	2019	8.9	9.1	8.6	7.4	7.1	7.6	10.3
	2020	8.5	8.2	9.0	6.4	6.1	7.3	10.0
	2021F	9.8	9.2	9.6	7.6	7.6	8.7	11.6
	2022F	9.3	8.9	9.2	7.2	7.5	8.7	10.8
	2023F	8.7	8.4	8.8	6.8	7.2	8.1	10.0
ROA (%)	2019	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	0.7
	2020	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.7
	2021F	0.7	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5	0.9
	2022F	0.7	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5	0.9
	2023F	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	0.9
EPS 성장률 (%)	2019	8.2	7.7	6.5	-9.1	12.0	-14.6	17.5
	2020	4.8	-3.7	10.3	-11.2	-7.6	1.5	2.1
	2021F	26.6	15.5	17.1	16.5	30.7	27.0	26.7
	2022F	3.7	3.5	4.6	1.4	3.3	6.3	3.5
	2023F	2.1	3.1	4.8	1.4	1.0	0.7	3.0
PPOP margin (%)	2019	1.0	1.2	1.0	1.3	1.2	0.9	1.3
	2020	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.3
	2021F	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.0	1.5
	2022F	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.0	1.6
	2023F	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.0	1.6

주: P/B, P/E, P/PPOP, 배당수익률, 외국인 지분율 2021년 7월 20일 종가 기준

자료: 각 사, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 한국 은행(금융지주) 목표주가 산정

	KB금융	신한지주	하나금융	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융
Code	105560	055550	086790	024110	138930	139130	175330
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가 (원)	72,000	50,000	60,500	12,500	9,100	11,500	10,000
현재주가 (원)	50,800	37,550	42,050	10,200	7,400	8,850	7,130
Upside (Downside)	41.7	33.2	43.9	22.5	23.0	29.5	40.3
주요 가정							
목표 P/B (배)	0.65	0.56	0.54	0.37	0.33	0.39	0.47
2021F BPS (원)	111,294	89,024	111,329	34,001	27,796	29,390	21,140
Sustainable ROE (%)	8.2	7.9	7.7	6.4	6.6	7.3	8.2
CoE (%)	11.6	12.5	12.5	13.9	14.0	14.0	14.0
Rf	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Beta	1.60	1.75	1.75	1.98	2.00	2.00	2.00
Marker Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Growth rate (%)	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0
목표주가 기준 P/B, P/E, 배당 수익률							
2021F P/B (배)	0.65	0.56	0.54	0.37	0.33	0.39	0.47
2022F P/B (배)	0.59	0.51	0.49	0.34	0.31	0.36	0.42
2023F P/B (배)	0.54	0.47	0.45	0.32	0.29	0.34	0.38
2021F P/E (배)	6.9	6.3	5.9	5.0	4.4	4.6	4.3
2022F P/E (배)	6.6	6.1	5.6	4.9	4.2	4.3	4.1
2023F P/E (배)	6.5	5.9	5.4	4.8	4.2	4.3	4.0
2021F 배당 수익률 (%)	4.2	4.2	4.5	5.0	5.1	4.8	5.3
2022F 배당 수익률 (%)	4.6	4.7	5.0	5.4	5.7	5.6	5.9
2023F 배당 수익률 (%)	4.8	5.0	5.6	5.6	6.3	5.8	6.5

주: 2021년 7월 20일 종가 기준

자료: 각 사, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 기업은행, 신한지주, 하나금융지주, KB금융(클) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.