

# 카카오뱅크

## 323410

Aug 05, 2021

Buy 신규  
TP: 45,000원 신규

### Company Data

상장일	2021.08.06
확정공모가	39,000 원
공모주식수	6,545 만주
모집총액	25,526 억원
예정 시가총액(08.06)	185,289 억원
기관투자자 수요예측 경쟁률	1733 대 1
일반투자자 청약 경쟁률	183 대 1
자본금	23,755 억원
액면가	5,000 원
주식수(상장 후)	47,510 만주
의무보유확약 지분율	73.0%
유통가능물량 지분율	27.0%
주요주주 (공모 후)	
카카오	27.3%
한국투자밸류자산운용	23.3%
한국투자금융지주	4.0%

## 처음 가보는 길

### 카카오뱅크 투자 의견 'Buy', 목표주가 45,000원 제시

카카오뱅크를 분석하면서 제일 고민이 된 점은 당연히 valuation이었음. 한국 역사상 경험해 보지 못한 인터넷전문은행으로서, 이제 실적 가시화를 시현한 금융 플랫폼으로서, 가치평가 방식 및 비중을 결정하기가 쉽지 않았음. 결론적으로 필자는 카카오뱅크가 '금융 플랫폼'의 확장성을 보유한 은행이라고 봄. 물론 모든 성장에는 성장통이 있기 마련, 그렇지만 지난 4년간 카카오뱅크가 혁신적인 기술력을 바탕으로 보여준 성장성과 가능성은 긍정적으로 평가되어야 한다고 생각. 이에 필자는 카카오뱅크의 valuation은 간단·명료하게 접근. 과거 우리가 경험했던 디지털 금융의 성장성에 대한 기대감으로 형성된 valuation을 카카오뱅크에 적용함.

이에 2021년 12월 기준 카카오뱅크 BPS(11,622원)에 과거 디지털금융이 받았던 가치(PBR 4.0배)를 반영하여, 카카오뱅크의 목표주가를 45,000원으로 산정.

### '금융 플랫폼'의 확장성은 이제 시작이다

필자는 '금융 플랫폼'으로서 카카오뱅크의 성장을 기대함. 1) 지난 2017년 인터넷전문은행이 출범한 이후 매달 가장 많은 고객이 방문하는 금융 앱이 카카오뱅크인 점과, 국내 전체 앱 1위 MAU를 보유한 카카오특과의 네트워크 효과 및 락인(Lock-in) 효과를 통한 확장성은 이제 시작이라고 생각하며, 2) 플랫폼 생태계상 카카오뱅크는 금융 플랫폼 생산자 역할을 담당하면서 이미 26주적금·모임통장·저금통 등 이용자 중심의 차별적 서비스를 통한 반복된 성공 경험이 향후 빠른 성장의 밑거름이 될 것으로 기대되고, 3) 무엇보다 IT 개발인력이 전체의 45%를 차지하는 만큼 유연한 인하우스 중심의 자체 개발 시스템이 주는 장점을 잘 살릴 수 있을 것으로 예상되기 때문임.



금융·미드스몰캡 김지영

3771-9735, jykim79@iprovest.com

RA 박성국

3771-9303, guuuuuk@iprovest.com

# CON- TENTS

3	<b>Executive Summary</b>
6	<b>1. 시작하며</b> 2018년을 돌아보며
9	<b>2. 금융플랫폼으로서 확장성은 이제 시작</b> 1) 카카오뱅크: 가장 많은 고객이 방문하는 금융 앱 2) 플랫폼 생산자 역할이 기대되는 카카오뱅크 3) 유연한 인하우스 중심의 자체 개발 시스템이 주는 장점
18	<b>3. 은행으로 지켜봐야 할 것들이 있는 건 사실이지만</b> 1) 중신용자대출 시장 확대 기대 2) 주택담보대출에서 봐야 할 것들 3) 소호대출(자영업자대출) 및 오토론 기대
24	<b>4. 인터넷전문은행으로는 1 등이다</b>
26	<b>5. Valuation 에 대한 고민</b>



## Summary

### ‘금융 플랫폼’의 확장성은 이제 시작이다

필자는 ‘금융 플랫폼’으로서 카카오뱅크의 성장을 기대한다. 1) 지난 2017년 인터넷 전문은행이 출범한 이후 매달 가장 많은 고객이 방문하는 금융 앱이 카카오뱅크인 점과, 국내 전체 앱 1위 MAU를 보유한 카카오특과의 네트워크 효과 및 락인(Lock-in) 효과를 통한 확정성은 이제 시작이라고 생각하며, 2) 플랫폼 생태계상 카카오뱅크는 금융 플랫폼 생산자 역할을 담당하면서 이미 26주적금·모임통장·저금통 등 이용자 중심의 차별적 서비스를 통한 반복된 성공 경험이 향후 빠른 성장의 밑거름이 될 것으로 기대되고, 3) 무엇보다 IT 개발인력이 전체의 45%를 차지하는 만큼 유연한 인하우스 중심의 자체 개발 시스템이 주는 장점을 잘 살릴 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

### 은행으로 지켜봐야 할 것들이 있는 건 사실이지만...

카카오뱅크는 예비투자설명서를 통해 올해 하반기부터 중신용 대출, 주택담보대출, 개인사업자, 오토론 등 신규 상품 출시를 통해 대출상품 라인업을 강화할 계획이라고 발표했다. 이에 필자는 대출상품 라인업 강화에 따른 카카오뱅크의 성장이 기대된다. 무엇보다 기존에 없던 대출상품을 새롭게 출시하면서 카카오뱅크의 목표 시장이 점차 확대되는 효과와 고객들에게 선택권을 증가시킨 점에서 향후 성장 가능성도 높다고 판단한다..

### 카카오뱅크는 인터넷전문은행으로는 1등이다

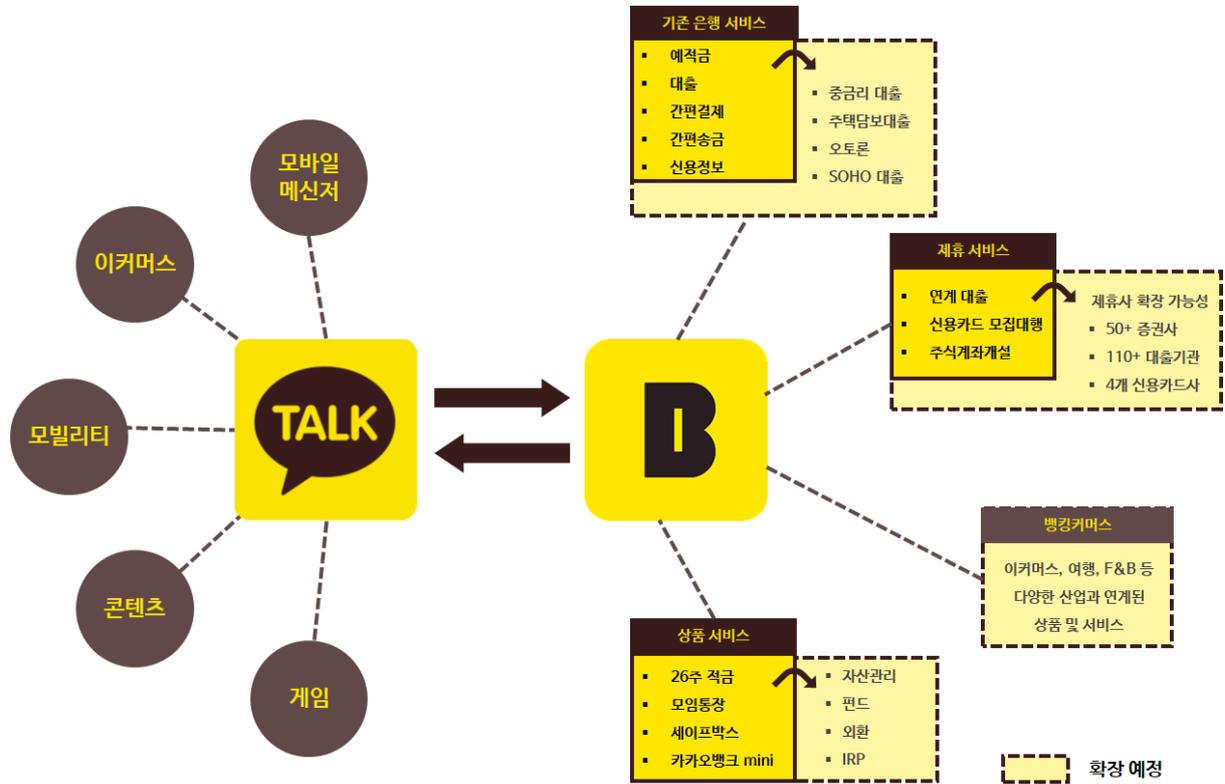
세계적으로 디지털 경제의 가파른 성장과 밀레니얼(MZ) 세대의 핵심 경제인구 부상으로 인해 금융의 디지털 트랜스포메이션이 빠르게 진행되고 있으며, 코로나19사태로 인해 그 속도는 더 가팔라졌다. 한국도 비대면 금융거래가 꾸준히 증가하고 있다는 점에서 향후 인터넷전문은행의 성장도 긍정적으로 기대된다. 카카오뱅크는 자본력, 브랜드 가치, 고객군 등 인터넷전문은행 1등으로서 프리미엄을 이어갈 것으로 전망한다.

### 카카오뱅크 투자의견 ‘Buy’, 목표주가 45,000원 제시

카카오뱅크를 분석하면서 제일 고민이 된 점은 당연히 valuation이었다. 한국 역사상 경험해보지 못한 인터넷전문은행으로서, 이제 실적 가시화를 시현한 금융플랫폼으로서, 가치평가를 어떤 방식으로 해야 할지, 어디에 비중을 좀 더 두어야 할 지 결정하기가 쉽지 않았다. 결론적으로 필자는 카카오뱅크가 ‘금융 플랫폼’의 확장성을 보유한 은행이라고 본다. 물론 모든 성장에는 성장통이 있기 마련이다. 그렇지만 지난 4년간 카카오뱅크가 혁신적인 기술력을 바탕으로 보여준 성장성과 가능성은 긍정적으로 평가되어야 한다고 생각한다. 이에 필자는 카카오뱅크의 valuation은 간단, 명료하게 접근하기로 했다. 과거 우리가 경험했었던 디지털 금융의 성장성에 대한 기대감으로 형성된 valuation을 카카오뱅크에 적용했다. 이에 2021년 12월 기준 카카오뱅크 BPS(11,622원)에 과거 디지털금융이 받았던 가치(PBR 4.0배)를 반영하여, 카카오뱅크의 목표주가를 45,000원으로 산정했다.

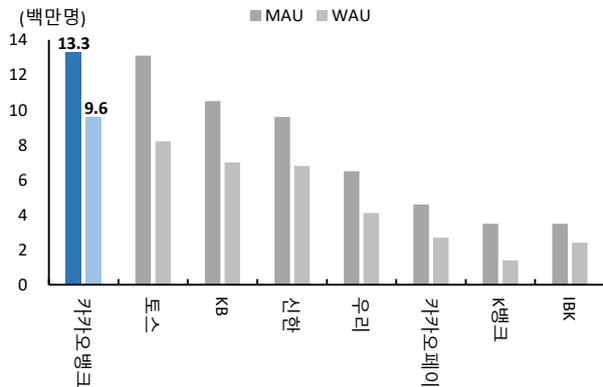
## Key Chart

[도표] 금융 플랫폼으로 확장성이 기대되는 카카오뱅크



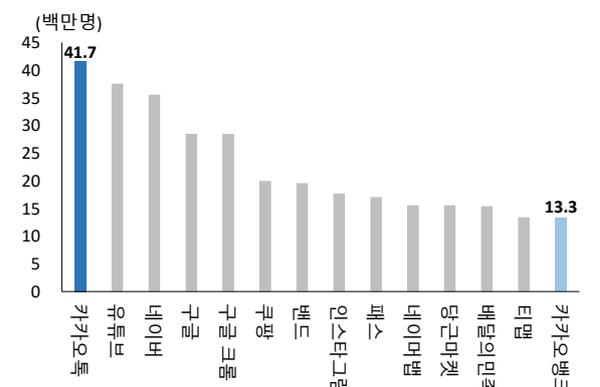
자료: 교보증권 리서치센터

[도표] 국내 금융 앱 MAU&WAU (2021년 3월 한 달 기준)



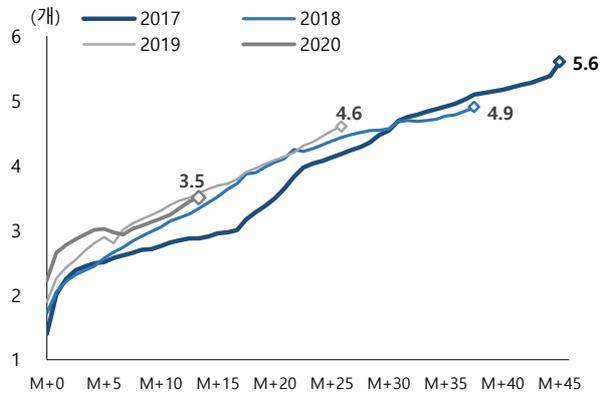
자료: Company Data, 닐슨 미디어, 교보증권 리서치센터

[도표] 국내 전체 앱 MAU (2021년 3월 한 달 기준)



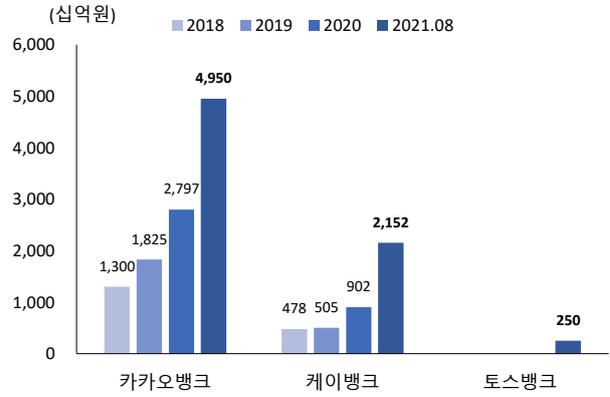
자료: Company Data, 닐슨 미디어, 교보증권 리서치센터

[도표] 카카오뱅크 가입연도별 고객당 상품가입수



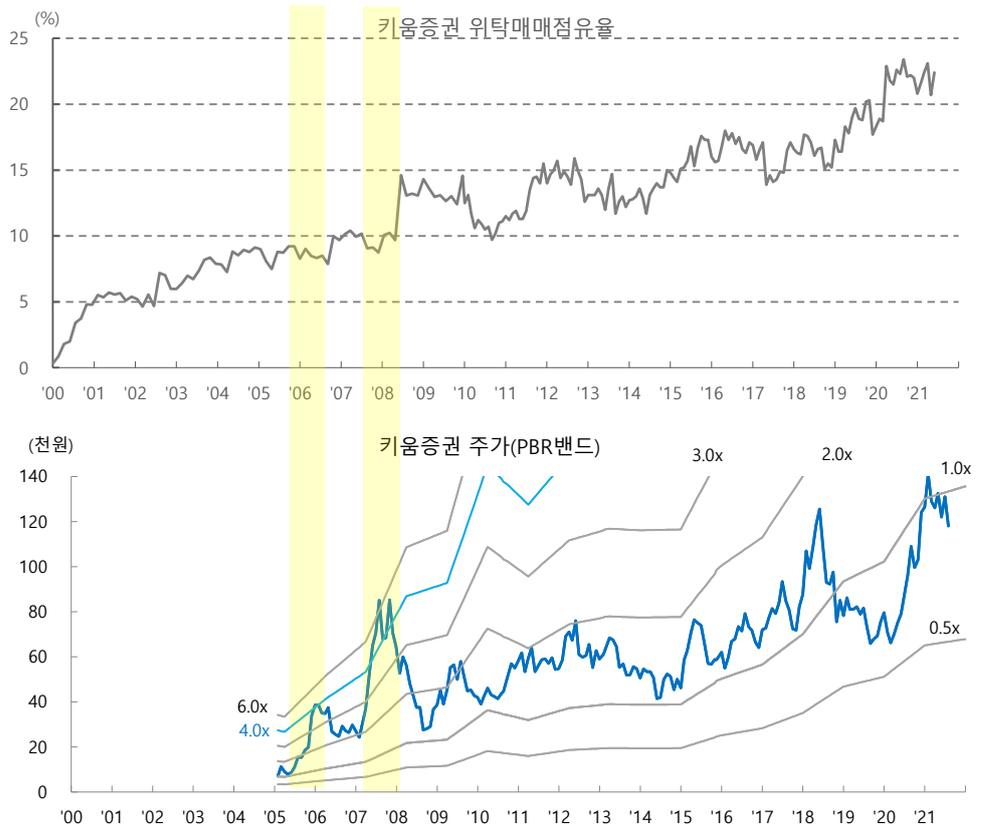
자료: Company Data, 닐슨 미디어, 교보증권 리서치센터

[도표] 인터넷전문은행 자본금+자본잉여금 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표] 키움증권 위탁매매점유율 및 주가(PBR 밴드) 추이



자료: 교보증권 리서치센터

## 1. 시작하며

### 지난 2018년 보고서를 돌아보며

필자는 카카오뱅크 상장을 앞두고, valuation에 대한 고민이 깊어지면서 새삼 2018년 8월 27일에 발간했던 ‘인터넷전문은행: 금융패러다임의 변화는 이미 시작됐다!’ 콜라보 보고서를 다시 읽어 보았다.

그 당시 인터넷/통신을 담당하던 애널리스트와 함께 ‘인터넷전문은행’ 보고서를 썼는데, 세미나를 다니면서 속으로 매우 놀랐던 경험을 했다. 바로 투자자들이 인터넷전문은행인 카카오뱅크를 바라보는 시선의 격차가 너무나 컸기 때문이었다. 운용사의 담당 매니저 및 인하우스 업종 애널리스트들이 카카오뱅크를 두고, 한 쪽은 은행 관점에서 가치가 너무 고평가 되어 있다고 하는 반면, 한 쪽은 인터넷 산업의 특성에 무게를 두며 미국 아마존이나 중국 텐센트 같은 가치를 주는 게 당연하다는 입장이었다.

물론 여러 의견을 나누면서 두 입장 모두 이해를 하게 되었다. 하지만 솔직히 처음엔 금융 애널리스트로서 인터넷전문은행에 대한 고평가가 좀처럼 쉽게 이해되질 않았다. 우선 이미 금융 인프라가 높은 한국에서 수익이 언제 나올지 모르는 인터넷은행을 플랫폼과 같은 가치를 줄 수 있을까?, 경기에 민감하고 내수산업인 은행의 특성상 정부의 규제가 중요한 편인데, 어느 선까지 성장이 허용될까?, 마지막으로 IMF, 카드사태, 글로벌 금융위기, 저축은행사태, 그리고 이번 코로나19 등 다양한 금융위기 및 경기둔화 우려 속에 은행의 성장과 역경을 지켜본 필자는 아직 제대로 이익 실현도 하지 않은 인터넷전문은행의 가치를 높게 평가한다는 게 이해가 되질 않았다.

하지만 그 혼란 속에서 인터넷산업(플랫폼)이 가지는 확장성이 무엇인지는 조금 배울 수 있었다. 필자는 위의 보고서를 작성하면서 실제로 인터넷전문은행 앱을 직접 다운받아 써 보면서, 향후 인터넷전문은행이 어떤 모습으로 성장할 지 다음과 같이 분석했다.

한국의 금융인프라는 우수한 편이다. 그렇다면 한국의 인터넷전문은행은 어떤 모습으로 성공할 수 있을까? 필자는 향후 한국의 인터넷전문은행이 세가지 사업부분에서 시간차를 두고 성장하는 모습을 보일 것으로 전망했다.

#### 1) 우선 서브뱅크(Sub-Bank)로의 성장이 기대된다고 했다.

역사적으로 혁신적인 편의성이 주는 혜택은 새로운 패러다임의 변화를 가져왔었다. 2015년에 시행된 증권사 MTS(Mobile Trading System) 비대면 계좌개설 도입 이후, 지점 방문이 어려워 계좌개설이 어려웠던 고객들의 쉬워진 가입에 따른 신규 고객층 증가로 증권사의 MTS 비대면 계좌개설이 폭발적으로 증가했다. 그리고 젊은 고객 층 외 40~60대 고객 층은 이미 주거래은행이 있는 경우가 많기 때문에 서브뱅크 개념을 도입했던 것이다.

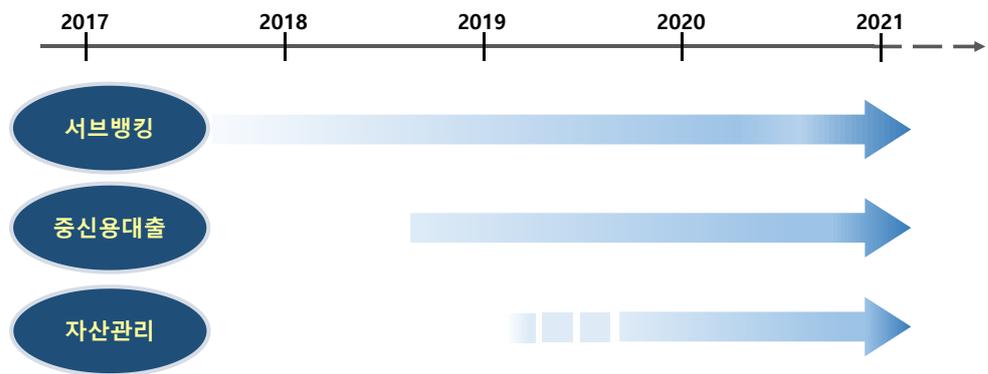
#### 2) 중신용대출은 고객 정보가 1~2년 정도 쌓인 후 본격적인 성장을 할 거라고 예상했다.

중신용자의 특성상 정보가 부족한 경우가 많고, 그 당시 개인정보 규제로 인해 ICT기업의 빅데이터 분석이 쉽지 않은 점에서 활성화까지 일정 시간이 필요하다고 판단했기 때문이다

3) 자산관리는 시간은 좀 걸리겠지만 향후 가야 할 길이라고 분석했다.

필자는 한국 인터넷전문은행의 자산관리는 시간은 좀 걸리겠지만 향후 시너지 효과는 클 것으로 보았다.

[도표 1] 향후 한국 인터넷전문은행 사업성장 전망



자료: 각 증권사, 교보증권 리서치센터

### 예상보다 빠른 카카오뱅크 성과

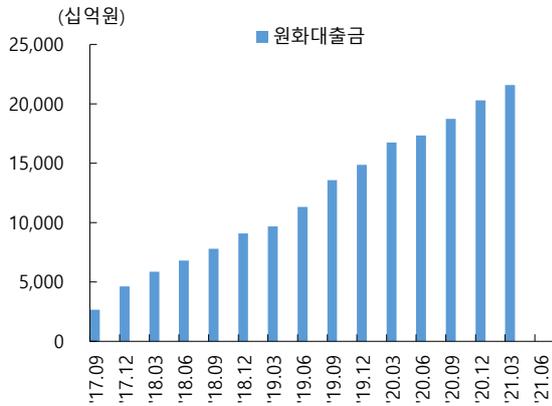
결론부터 말하자면 지난 4년간 인터넷전문은행인 카카오뱅크는 예상보다 빠른 성장과 수익 실현을 보여주었다고 판단한다.

2021년 3월 한 달 기준 카카오뱅크의 고객수는 1,600만명이고, MAU(Monthly Active Users: 한 달 동안 서비스 이용자수)는 1,330만명으로, 출범 이후 연평균(단순평균) 각각 48.9%, 59.2%의 성장을 기록했다.

2021년 3월말 기준 카카오뱅크의 총 대출잔액은 22조원으로 2017년 출범대비 64% 증가했고, 2020년 연간 영업수익도 8,042억원으로 2017년대비 127% 증가했다. 당기순이익은 출범한지 2년여 만에 흑자전환에 성공하면서 2019년 137억원, 2020년 1,136억원을 시현했으며, 2021년 1분기에는 467억원으로 전년동기대비 152.6% 증가세를 기록했다. 카카오뱅크의 명목순이자마진(NIM)은 2021년 1분기 1.87%로 전년대비 2bp 상승했다.

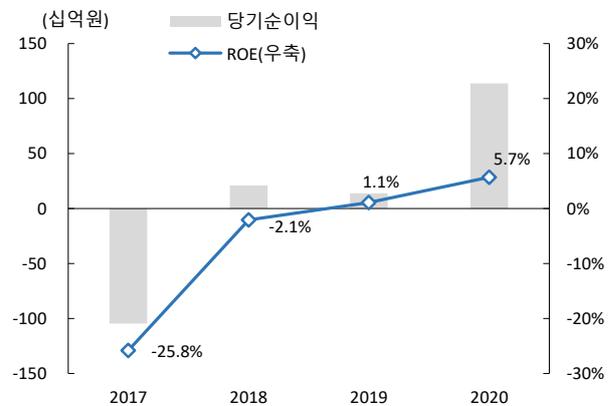
총영업이익경비율(CIR)은 2018년 104.3%에서 2021년 3월말 기준 48.3%로 56.0%p나 개선되었는데, 지점이 없는 장점을 살려 비용효율성도 높아졌다. 2021년 3월말 기준 여신 건전성은 고정이하여신비율 0.23%이며, 연체율 또한 0.21%으로 양호한 건전성 지표를 유지하고 있다. 출범초기 우려했던 바젤 III 기준 적용도 양호한 수준을 시현했는데, 2021년 1분기 카카오뱅크의 총자본비율은 19.85%, 기본자본비율은 19.37%로 규제비율을 상회하고 있다(총자본비율 10.5%, 기본자본비율 8.5%).

[도표 2] 카카오뱅크 원화대출금 추이



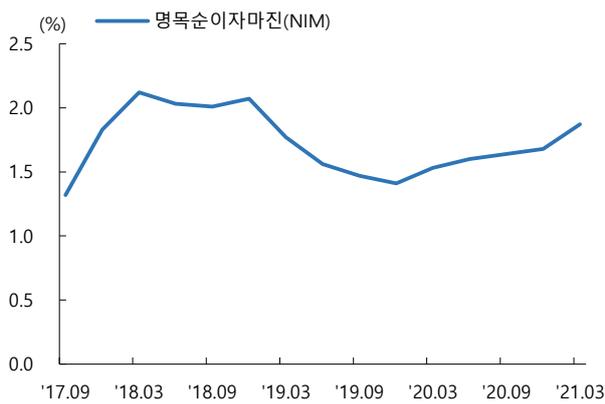
자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 카카오뱅크 당기순이익 및 ROE 추이



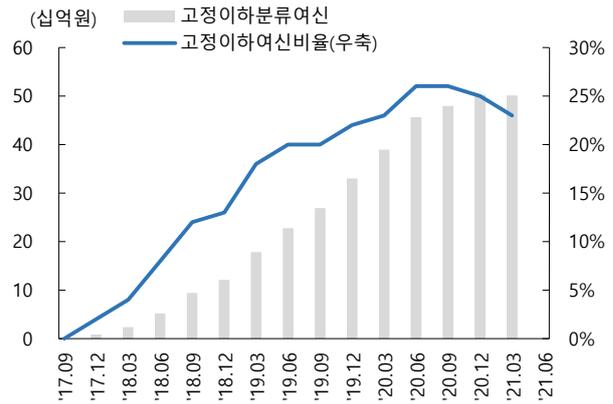
자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 카카오뱅크 순이자마진(NIM) 추이



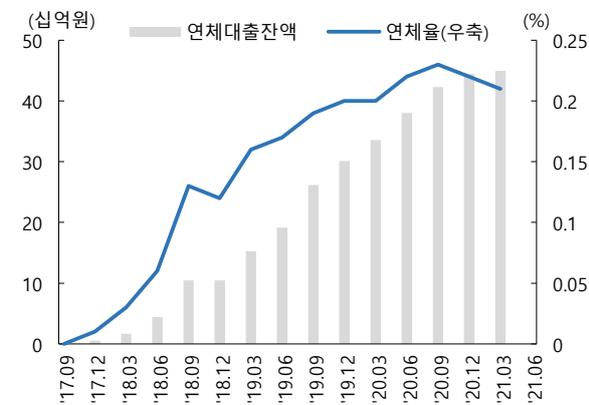
자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 카카오뱅크 고정이하여신 규모 및 비중 추이



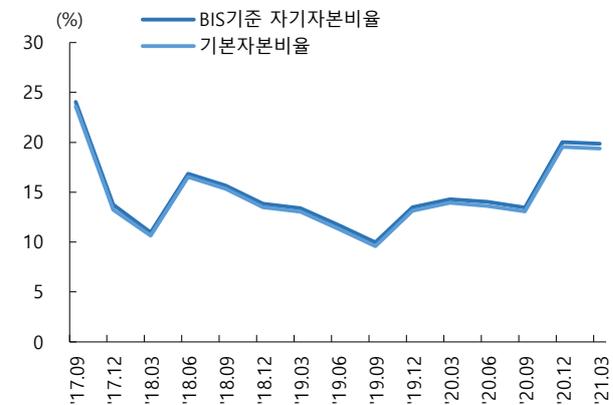
자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 카카오뱅크 연체대출잔액 및 연체율 추이



자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 카카오뱅크 BIS 비율 추이



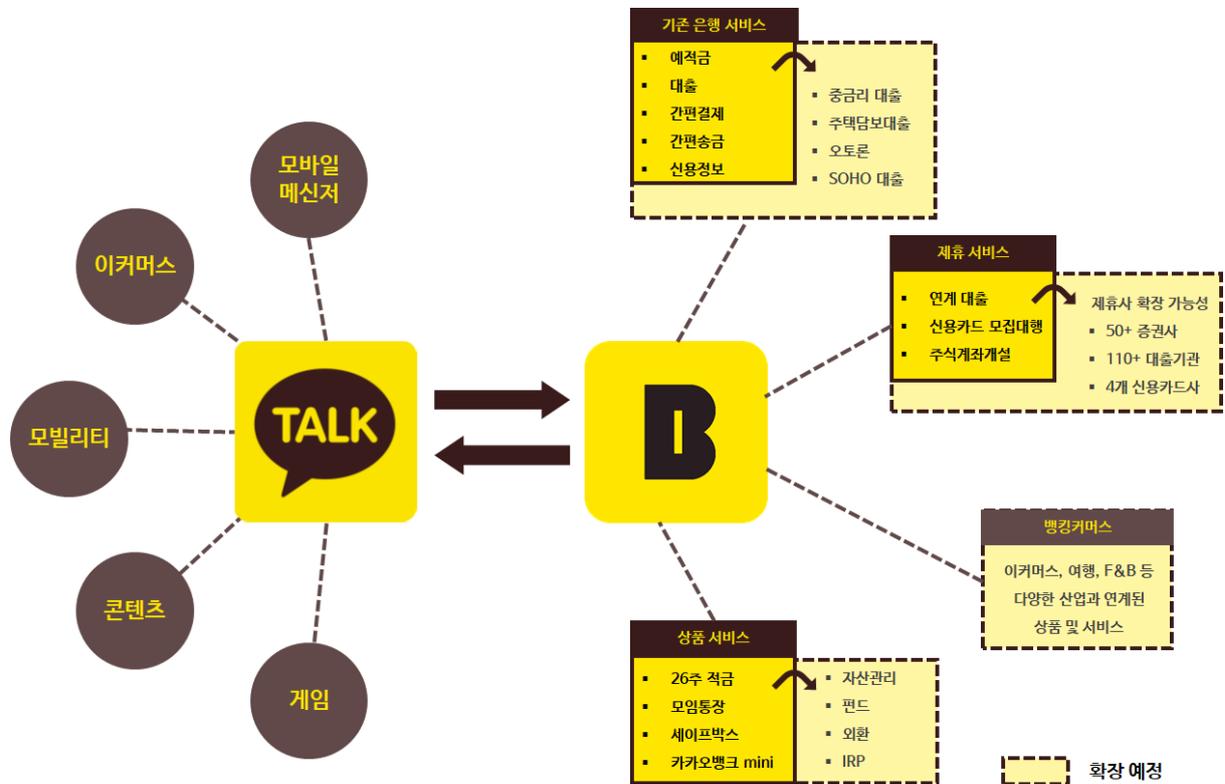
자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

## 2. '금융 플랫폼'의 확장성은 이제 시작이다

필자는 카카오뱅크가 이번 IPO를 통해 마련한 자금을 바탕으로, 향후 '금융 플랫폼'으로서 확장성을 지속할 것으로 전망한다.

- 1) 지난 2017년 인터넷 전문은행이 출범한 이후 매달 가장 많은 고객이 방문하는 금융 앱이 카카오뱅크인 점과, 국내 전체 앱 1위 MAU를 보유한 카카오톡과의 네트워크 효과\* 및 락인(Lock-in)\*\* 효과를 통한 확장성은 이제 시작이라고 생각한다.  
(\*다수간 상호교류(SNS, 상거래)가 가능하고 사용자 증가할수록 서비스 이용 편익 더욱 증대되는 효과)  
(\*\*새로운 상품이 나와도 전환비용으로 인해 기존 상품을 계속 사용하게 되는 효과)
- 2) 플랫폼 생태계상 카카오뱅크는 금융 플랫폼 생산자 역할을 담당하며, 향후 기존서비스 영역 확대와 차별적인 신규 서비스(상품 등) 개발 등을 통한 경쟁력 강화와 사업 확장이 예상되는데, 이미 26주적금·모임통장·저금통 등 이용자 중심의 차별적 서비스를 통한 반복된 성공 경험이 향후 빠른 성장의 밑거름이 될 것으로 기대되기 때문이다.
- 3) 무엇보다 IT 시스템관련 개발과 운용 과정을 '인하우스 중심'으로 자체 개발 시스템을 구축한 만큼 이용자 및 트래픽이 급격하게 증가하는 상황에서 안정적인 서비스 제공을 위한 빠르고 유연한 대응이 가능한 운영체계를 확보한 점도 긍정적으로 판단한다.

[도표 8] 금융 플랫폼으로 확장성이 기대되는 카카오뱅크



자료: 교보증권 리서치센터

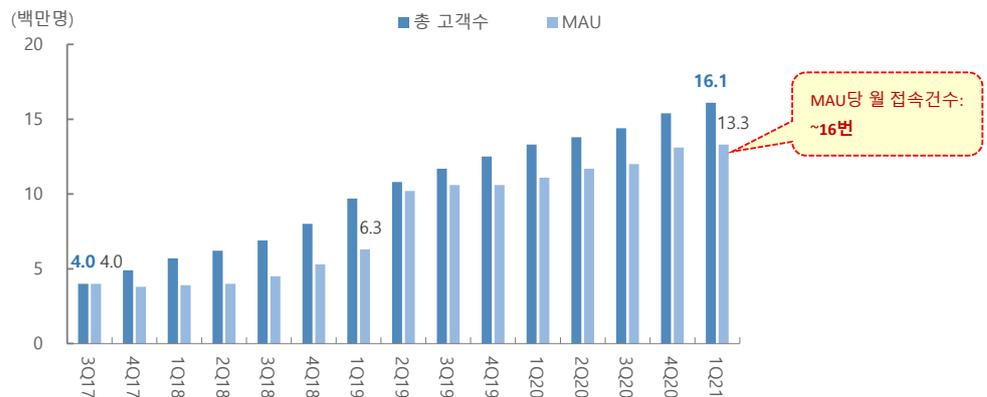
1) 카카오뱅크: 가장 많은 고객이 방문하는 금융 앱

필자는 ‘금융 플랫폼’으로서 카카오뱅크의 성장이 기대된다. ① 지난 2017년 인터넷 전문은행이 출범한 이후 매달 가장 많은 고객이 방문하는 금융 앱이 카카오뱅크인 점과, ② 국내 전체 앱 1위 MAU를 보유한 카카오특과의 네트워크 효과 및 락인(Lock-in) 효과를 통한 확정성은 이제 시작이라고 생각하기 때문이다.

2021년 3월 한 달 기준 카카오뱅크의 고객수는 1,600만명이고, MAU(Monthly Active Users: 한 달 동안 해당 서비스를 이용한 순수한 이용자수)는 1,330만명으로, 출범 이후 연평균(단순평균) 각각 48.9%, 59.2%의 성장을 보였다. 이에 카카오뱅크는 국내 전체 앱 MAU 순위에서도 14위를 기록했으며, 참고로 카카오특의 MAU는 4,170만명으로 1위를 유지하고 있다.

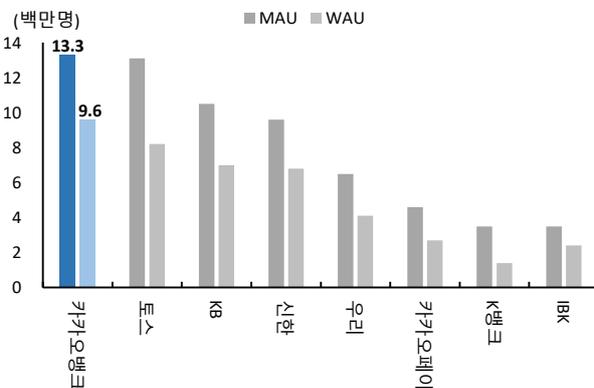
플랫폼 사업자에게 이용자수와 트래픽은 향후 운영 효율성과 사업 확장성을 좌우하는 핵심 요소인 만큼, 카카오뱅크는 은행업 라이선스를 기반으로 연계사업을 꾸준히 확장함으로써 향후 플랫폼으로서의 성장동력을 강화할 수 있을 것으로 기대된다.

[도표 9] 카카오뱅크 고객 수 및 MAU 추이



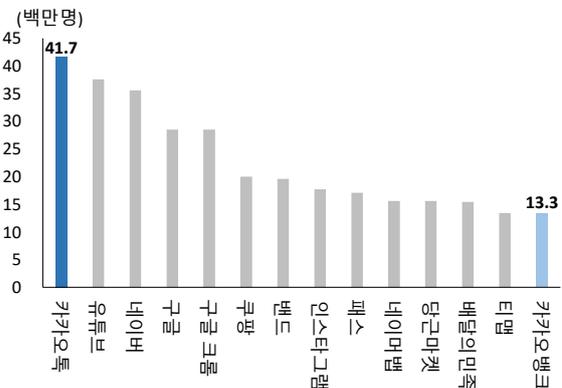
자료: Company Data, 닐슨 미디어, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 국내 금융 앱 MAU&WAU (2021년 3월 한 달 기준)



자료: Company Data, 닐슨 미디어, 교보증권 리서치센터

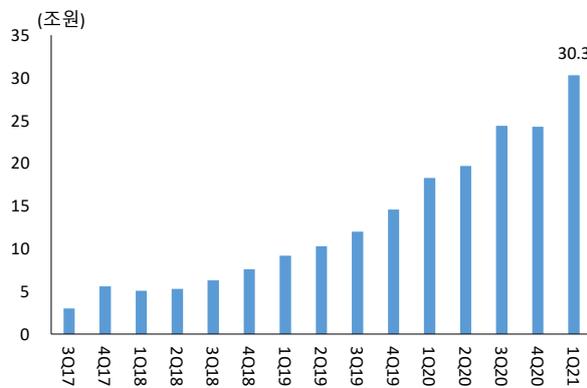
[도표 11] 국내 전체 앱 MAU (2021년 3월 한 달 기준)



자료: Company Data, 닐슨 미디어, 교보증권 리서치센터

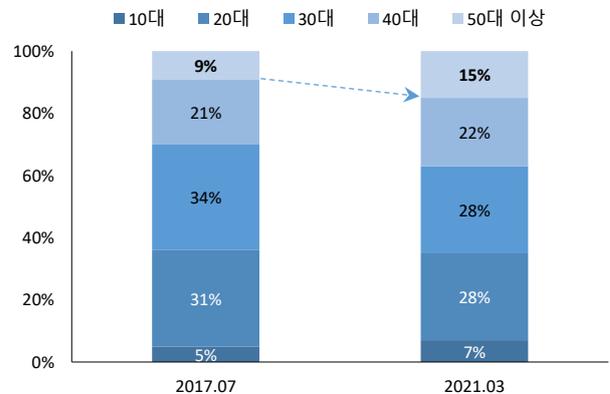
카카오뱅크는 이용 고객수 증가에 힘입어 2020년기준 월간 계좌이체 금액이 30.3조원으로 2017년 말대비 5.4배로 성장했으며, 국내 모바일뱅킹 기준 이체건수도 6억5,200만건으로 점유율 17%를 달성했다. 고객군도 전 연령층을 대상으로 한 다변화가 진행 중이다. 코로나19에 따른 영향 등으로 소비 행태가 변화하면서, 50대 이상 고객은 더이상 금융서비스를 모바일로 사용하는데 어려움을 크게 느끼지 않게 되었다. 실제로 2020년 카카오뱅크의 신규 고객의 20%가 50대 이상이었으며, 카카오뱅크의 이용자 연령층을 보더라도 2017년 대비 50대 이상 비중이 9%에서 15%로 확대된 것을 확인할 수 있다(도표13참고).

[도표 12] 카카오뱅크 월간 계좌이체 금액 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

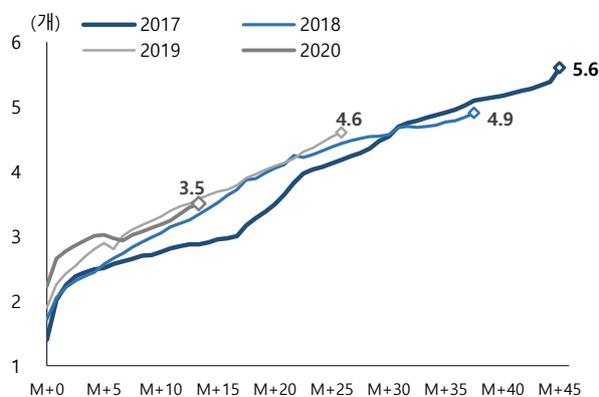
[도표 13] 카카오뱅크 이용자 연령층



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

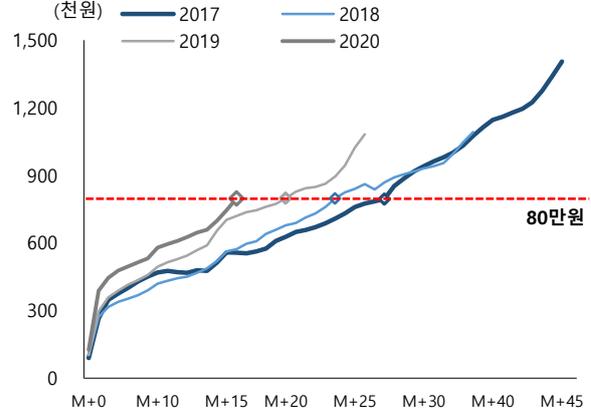
필자는 카카오뱅크의 이용자 경험도 긍정적인 효과를 시현하고 있다고 판단한다. ① <도표14>를 보면 고객의 신규 유입 이후 기간이 경과하면서 추가로 가입하는 상품수가 꾸준히 증가하고 있으며, ② 고객당 요구불예금 잔액 또한 함께 늘어나는 추세이며, 무엇보다 과거대비 최근에 가입한 신규 고객일수록 요구불예금 잔액이 더욱 빠르게 증가하는 모습을 보이기 때문이다.

[도표 14] 카카오뱅크 가입연도별 고객당 상품가입수



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 카카오뱅크 가입연도별 고객당 요구불잔액 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

## 2) 플랫폼 생산자 역할이 기대되는 카카오뱅크

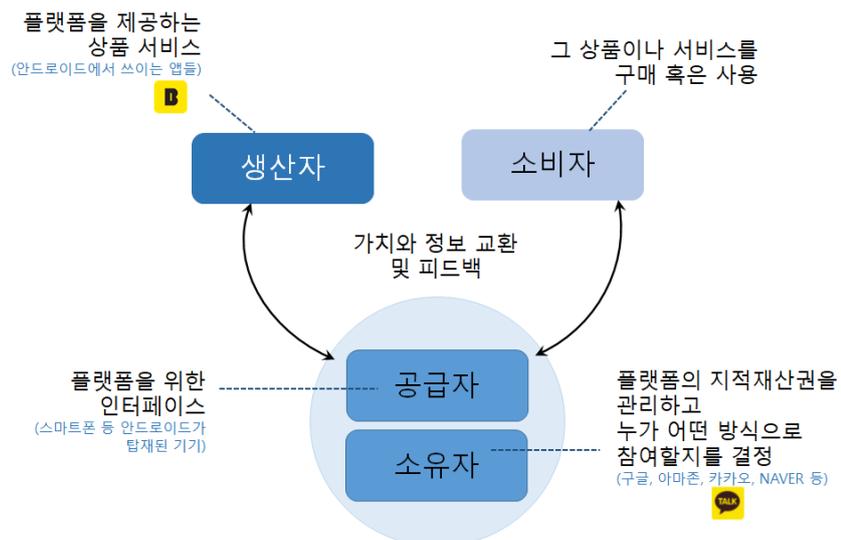
필자는 카카오뱅크가 플랫폼 생태계상에서 플랫폼 생산자 역할을 담당하며, 기존서비스 영역 확대와 차별적인 신규 서비스(상품 등) 개발 등을 통한 ‘금융 플랫폼’으로서 경쟁력 강화와 사업 확장이 기대된다.

디지털 경제에서 플랫폼 비즈니스는 보통 생태계로 설명한다. 여기서 ‘플랫폼’이란, 공급자와 수요자가 직접 참여해서 각종 재화나 서비스 등 각자가 제공하는 다양한 가치를 상호 거래할 수 있도록 지원하는 온라인 또는 오프라인 환경을 총칭한다. 비즈니스 측면에서는 긍정적인 네트워크 효과를 통해 고객에게 좋은 가치를 제공하고, 고객이 증가하면 이를 통해 다시 공급자가 늘어나면서 양면 네트워크가 형성되어야 진정한 플랫폼이라고 할 수 있다(도표16 참조).

다시 말하자면 ‘금융 플랫폼’이란 고객의 디지털 활동에 자연스럽게 스며들어 금융상품과 서비스를 제공하는 플랫폼이라 할 수 있다. 이를 싱가포르의 DBS는 ‘보이지 않은 banking (Invisible Banking)’이라고도 한다. 한국도 여러 금융회사에 흩어져 있는 개인정보를 하나의 앱에 모아 볼 수 있는 마이데이터 사업이 본격적으로 시작되면, 금융이 플랫폼화 되는 속도도 더욱더 빨라질 것으로 전망된다(예금보험공사 ‘금융의 디지털 트랜스포메이션’ 보고서 참조).

결국 고객은 ‘금융 플랫폼’을 통해 획기적인 디지털 금융을 경험하고 실질적 혜택을 누릴 수 있게 될 것이다. 고객이 디지털 금융 서비스에 만족할 경우 그 결과 해당 금융회사를 다시 찾을 것이고, 지인에게 관련 상품과 서비스를 적극 추천하는 과정이 발생하면서 금융 플랫폼 안에서 네트워크 효과를 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

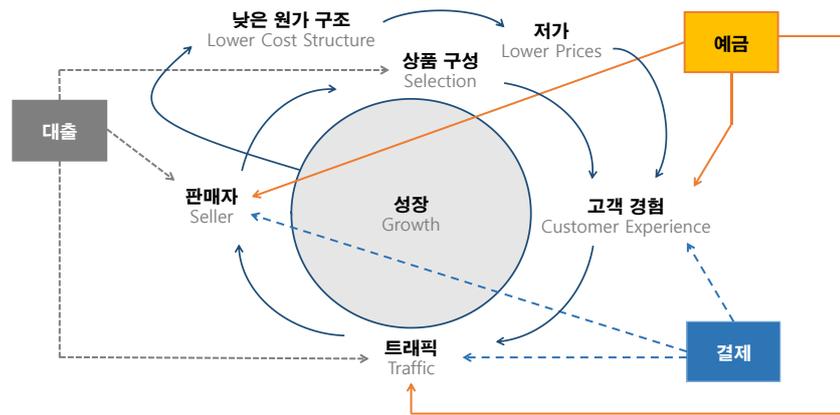
[도표 16] 플랫폼 생태계 구조



자료: '한 권으로 읽는 디지털 혁명 4.0' 참조, 교보증권 리서치센터

아마존 비즈니스 모델 속에 금융 비즈니스와의 관계를 보면, 결국 아마존의 경제권을 확대하기 위해 금융 비즈니스를 활용하고 있음을 알 수 있다. 아마존이 ‘상품 구성’을 늘리면, 고객 선택지가 늘어나고 고객의 만족도가 높아진다. 고객 만족도가 올라가면 ‘트래픽(traffic)’이 증가하고, 아마존에 사람이 몰린다. 그렇게 되면 아마존에서 물건을 판매하고 싶어하는 사람이 늘어나고, 고객의 선택지도 점점 더 증가하고, 고객 만족도가 올라가는 순환구조가 만들어진다.

[도표 17] 아마존 비즈니스 모델과 금융 비즈니스의 관계

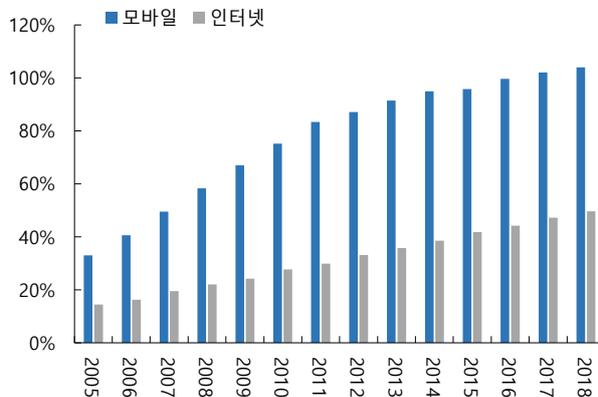


자료: '아마존 뱅크가 온다' 참조, 교보증권 리서치센터

최근 금융의 디지털 트랜스포메이션이 일어나는 이유는 크게 두 가지를 들 수 있다. 1) 디지털 경제의 가파른 성장과 2) 밀레니얼(MZ) 세대의 경제인구 부상이다.

기술혁신과 더불어 전세계 디지털 경제가 가파르게 성장한 배경에서 인터넷 및 모바일 이용률 급증과 전자상거래 규모 증가도 한 몫하고 있다. 2018년 기준 모바일 이용률은 이미 107.0%(100명당 기준)를 기록했고, 전자상거래 규모도 약2.9조 달러로 전년 대비 22.9% 증가하면서 향후 꾸준한 증가세를 기록할 것으로 예상된다.

[도표 18] 인터넷 및 모바일 이용률



자료: UNCTAD, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 전 세계 전자상거래 규모 및 비중

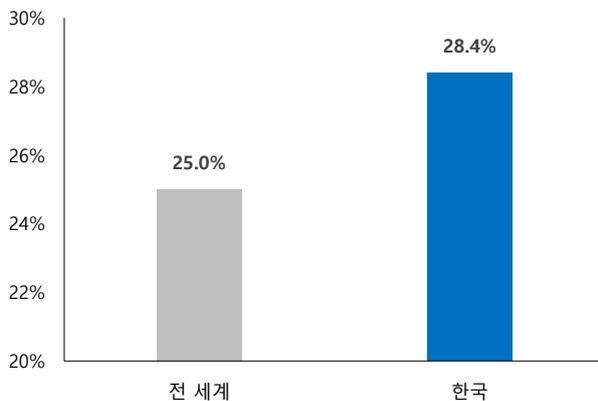


자료: eMarketer, 교보증권 리서치센터

최근 주요국에서는 디지털 경제가 확대되는 가운데 성장한 밀레니얼 세대(1980년대 초반~200년대 초반 태어난 세대)가 핵심적인 경제인구로 부상하고 있다. 2018년 기준 전 세계 인구에서 밀레니얼 세대가 차지하는 비중은 25.0%이며, 한국도 전체 인구의 28.4%를 차지하고 있다.

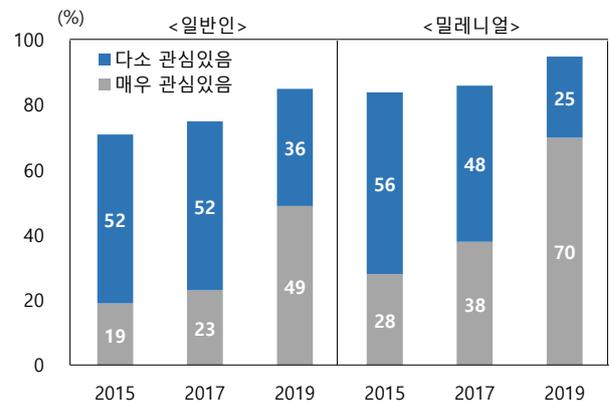
스마트폰 및 인터넷 등 다양한 디지털 디바이스, 소셜 미디어 등에 익숙한 밀레니얼 세대의 경우 금융·경제 활동 전반에 걸쳐 소비·저축 성향 등에서 기존 세대와는 차별화된 특성을 보유하고 있다. 스마트폰을 활용한 금융·경제 활동에 익숙하고, 기존 은행에 대한 신뢰가 높지 않지만, 저축이나 투자에 대한 관심은 높은 편이다. 또한 사회적 가치에 대한 자신의 신념을 표출할 수 있는 금융자산에 대한 투자에 대한 관심도 높다(한국은행 ‘우리나라 은행산업의 미래와 시사점’ 참고).

[도표 20] 밀레니얼 세대 인구 비중(2018년 기준)



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 지속가능 투자에 대한 관심도



자료: Morgan Stanley, 교보증권 리서치센터

앞서 필자는 카카오뱅크가 플랫폼 생태계상에서 플랫폼 생산자 역할을 담당하면서 금융 플랫폼으로 경쟁력 강화와 사업 확장이 예상했는데, 이미 성공 사례들을 축적하고 있는 점에서 긍정적이라고 생각한다.

- 1) 26주적금·모임통장·저금통 등 이용자 중심의 차별적 서비스를 통한 반복된 성공 경험이 향후 빠른 성장의 밑거름이 될 수 있다고 보며,
- 2) 주식계좌개설, 연계대출, 신용카드 모집대행 등, 플랫폼 서비스 이익이 증가하고 있고,
- 3) 26주 적금 with 제휴사 및 오딘(카카오게임)과 이벤트 등 성공적인 콜라보 상품을 통한 향후 새로운 콜라보 상품을 통한 시장 개척도 가능해 보이며,
- 3) 마지막으로 감성 마케팅 상품을 통한 밀레니엄 세대 공략 가능성도 높아 보이기 때문이다.

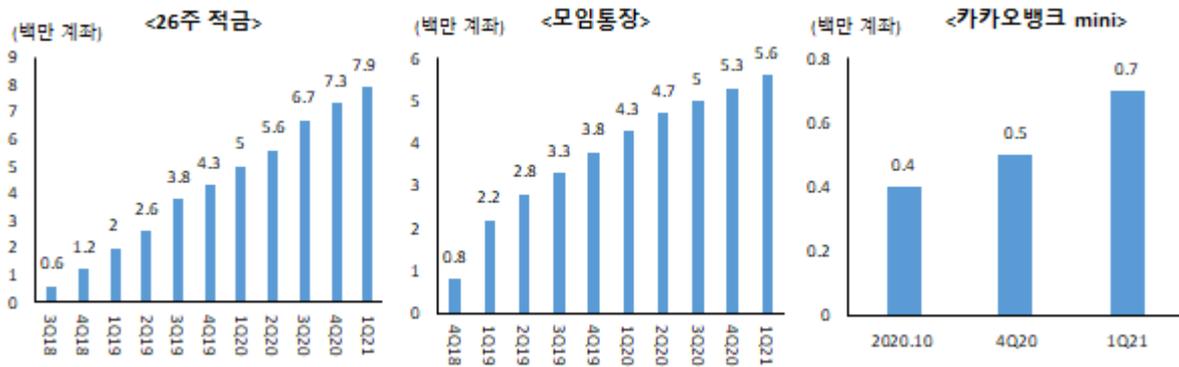
[도표 22] 카카오뱅크의 26 주적금·모임통장·저금통 내용

상품명	내용	특징	출시일 / 백만 계좌 달성
26 주 적금	26 주 동안 매주 일정 금액만큼 자동으로 증액하여 적금	매주 납입 성공시 상황에 카카오프렌즈 캐릭터 생성	2018.06 / 2019.02
모임통장	카카오톡 초대 기능을 활용한 모임 회비 관리 상품	카카오뱅크 계좌를 보유하지 않더라도 회비 내역 확인 가능	2019.12 / 2019.01
카카오뱅크 mini	청소년을 대상으로 하는 카카오뱅크 서비스	이체 편의성 확대, 한도 설정 및 유해업소 결제 차단 기능	2020.10 / 2021.06 (85 만 계좌)

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 카카오뱅크의 26 주적금·모임통장·저금통 성장 추이

(누적기준)



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 카카오뱅크의 성공적인 콜라보 상품, 그리고 밀레니엄 대상 상품

**26주 적금 with 제휴사**

#new #26주적금with이마트  
26주적금 with 이마트 최대 8만8천원 이마트 쇼핑 혜택  
2020.08.18 ~ 08.31

#new #26주적금with마켓컬리  
26주적금 with 마켓컬리 최대 3만8천원 쇼핑 혜택  
2020.12.10 ~ 12.23

**카카오뱅크X카카오게임즈**

내 계좌  
0원  
이체 카드신청

KakaoBank x kakagames  
스퀘어 온라인 인기

**밀레니얼 세대 대상 이벤트**

카카오뱅크와 함께하는 첫 기부  
mini가 모이면 기부가 커!진다

#mrs #기부  
mini가 모이면 기부가 커진다  
2020.12.18 ~ 12.27

10대부터, 카카오뱅크 mini  
mini 만들면 조르디 신상 이모티콘 100%

#new #10대 #mrs  
카카오뱅크 mini 오몬이벤트  
2020.10.19 ~ 11.30

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 카카오 Ecosystem 활용 사례

분야	계열사	내용
Customer acquisition	카카오 (카카오 프렌즈)	◆ 카카오프렌즈 캐릭터를 카카오뱅크 앱, 체크카드 및 OTP에 사용하여 고객 친밀감 및 신뢰도 강화
	카카오 (카카오톡)	◆ 카카오톡 API를 활용한 회원가입 ◆ 카카오톡 친구목록 기반 모임통장 출시
Big data analysis	카카오모빌리티	◆ 택시 호출 이용 데이터 확보 ◆ 여신 금리/한도 설정, 신용평가 및 상품, 서비스, 제휴 프로모션 개발에 활용
	카카오커머스	◆ 구매 내역 데이터 확보 ◆ 여신 금리/한도 설정, 신용평가 및 상품, 서비스, 제휴 프로모션 개발에 활용
	카카오페이	◆ 카카오뱅크-카카오페이 데이터 제휴 ◆ 양사 간 신용평가모형 개발 및 고도화
Business synergy	카카오 (카카오톡)	◆ 카카오톡 친구목록 API 및 메시지 API를 사용하여 빠르고 간편한 카톡이체 서비스 구현
	카카오모빌리티	◆ 카카오T 앱 내 T포인트 충전수단으로 카카오뱅크 계좌만 이용 가능 ◆ 파트너십을 통한 트래픽/거래량 증대
Tech	카카오 (카카오i 모빌리티)	◆ 카카오i 오픈빌더 기반 AI챗봇 구축 ◆ AI챗봇이 고객 문의사항의 50%이상 대응

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

### 3) 유연한 인하우스 중심의 자체 개발 시스템이 주는 장점

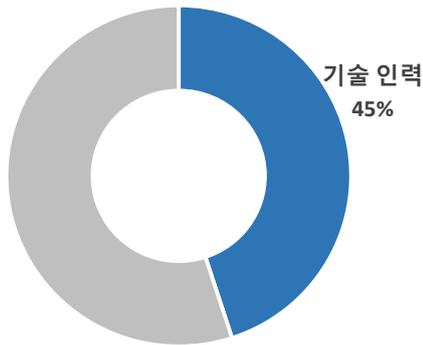
필자는 카카오뱅크가 IT 시스템관련 개발과 운용 과정을 인하우스 중심으로 자체 개발 시스템을 구축한 만큼 이용자 및 트래픽이 급격하게 증가하는 상화에서도 안정적인 서비스 제공이 가능해 보이고, 편의성 높은 UX/UI(사용자경험)유지가 가능하도록 유연성 높은 운영체계를 확보한 점에서 긍정적이라고 판단한다. 그리고 전체 직원 중 45%가 IT관련 개발자라는 점에서 기존 은행과는 다른 인력 구조이다.

2017년 출범 당시 카카오뱅크는 은행 입출금 등을 관리하는 핵심 전산 시트템에 리눅스(Linux) 운영체계를 도입했는데, 리눅스는 온라인에서 무료로 공개되는 오픈소스 형태로 다른 운영체계보다 설치 비용이 30% 저렴하다.

또한 리눅스는 컴퓨터 운영체제(Operating System) 중 하나로, 우리가 수많은 종류의 컴퓨터를 사용하면서 같은 방법으로 사용할 수 있는 이유가 바로 컴퓨터 운영체제 덕분이다. 기업용으로만 사용되던 유닉스를 중소기업이나 개인용 컴퓨터에서도 작동할 수 있게끔 만든 운영체제가 바로 리눅스이다. 리눅스를 사용하는 이유가 바로 리눅스가 가진 장점 때문인데, 첫 번째 오픈소스 기반 운영체제로 누구나 사용할 수 있고, 두 번째 다중사용자/처리시스템으로 시스템 하나에 많은 사용자들이 같이 접속하고 그 접속한 사용자들은 많은 응용프로그램을 실행 가능하게 해주는데, 다중사용자와 다중 작업 등 여러 개의 서버를 동시에 돌릴 수 있으며 멀티로 실행이 가능하다보니 다양한 개발 결과물이 나오면서 사용빈도를 높일 수 있으며, 세 번째 장

점은 이식성으로 대부분이 C언어로 작성되어 있고, C언어를 컴파일할 수 있다면 쉽게 시스템에 이식이 가능하다는 점이다(출처: 아린쌤 블로그 참조).

[도표 26] 카카오뱅크 인력 중 개발자 비중



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 리눅스(Linux)가 사용되는 곳



자료: 신문기사 참조, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 카카오뱅크 혁신금융서비스 지정 내용

(단위: 십억원)

금융관련 기술개발 협력을 위한 금융기술연구소 (2020.04)	
서비스 주요내용	카카오뱅크 내에 금융기술연구소를 설립하여 동 연구소가 핀테크 및 IT기업과 협업하여 신기술에 기반한 금융서비스를 연구개발할 수 있도록 지원
특례 내용	금융회사 등은 원칙적으로 망분리 환경을 기초로 보안인프라를 구축·유지하여야 하나, 금융회사 내부망과 독립구성운영되는 금융기술연구소의 경우에는 망분리의 예외를 인정
기대 효과	금융회사와 핀테크 기업 등 간의 협력으로 인공지능·생체인증보안 등 디지털 신기술 연구개발을 폭넓게 수행함으로써 새로운 금융 혁신 서비스 창출의 기반이 될 것으로 기대
안면인식기술을 활용한 비대면 실명확인 서비스 (2020.12)	
서비스 주요내용	안면인식기술을 활용하여 실명확인 절차를 간소화하는 서비스
특례 내용	실명확인증표의 사진과 얼굴촬영화면을 대조하는 안면인식기술을 비대면 실명확인 방법으로 활용할 수 있도록 특례를 부여
기대 효과	영상통화에 익숙하지 않은 고객이나, 영상통화가 어려운 금융회사 비업무시간에도 편리하게 계좌를 개설할 수 있어 고객의 금융 편의성이 증진

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

## 2. 은행으로 지켜봐야 할 것들이 있는 건 사실이지만,

### 대출상품 라인업 강화에 따른 성장 기회

카카오뱅크는 예비투자설명서를 통해 올해 하반기부터 중신용 대출, 주택담보대출, 개인사업자, 오토론 등 신규 상품 출시를 통해 대출상품 라인업을 강화할 계획이라고 발표했다.

이에 필자는 대출상품 라인업 강화에 따른 카카오뱅크의 성장이 기대된다. 무엇보다 기존에 없던 대출상품을 새롭게 출시하면서 카카오뱅크의 **목표 시장이 점차 확대되는 효과**와 **고객들에게 선택권을 증가**시킨 점에서 향후 성장 가능성도 높다고 판단한다.

첫 째, 중신용자대출과 관련해서는 저축은행 및 카드사로부터의 유입과 정부 규제 개선에 따른 중금리대출 증가 수혜가 있을 전망이다.

둘 째, 주택담보대출의 경우 아파트 분양시장이 2021년까지 호조를 보이고 있는 만큼, 향후 2~3년간 신규입주물량 증가에 따른 대출 성장이 예상되고, 최근 은행권의 ‘비대면 주택담보대출’ 출시에 따른 시장 관심 및 경쟁도 전망된다.

마지막으로, 개인사업자관련 소호대출과 자동차대출(오토론)의 성장도 기대된다.

[도표 29] 카카오뱅크 상품 파이프라인

대출상품	출시 지점	실적(대출 잔액)	Implication
고신용	(2017.07)	2017 4.1조원 (+3.4배) 2020 13.9조원	신규 대출 시장 점유율 <b>13%</b> 우량 고객 확보 및 안정적 기반 형성
전월세	(2018.01)	2018 0.8조원 (+5.3배) 2020 4.5조원	신규 대출 시장 점유율 <b>4%</b> 은행권 최초 100% 디지털화 → "모바일 완결성"
중신용	단기 목표	시중은행 수준의 시장 점유율 달성 목표 기존 상품의 성공 재현	포용적 금융의 실천 금융 소외계층 대상 대출 공급 확대
주택담보대출			Game-changer 100% 디지털화 달성, 장기적 고객 관계 형성 및 인당 Ticket Size 확대
개인사업자	중기 목표		고객 특화 금융 상품 신규 고객군 유입/ 인당 Ticket Size 확대/교차판매 시그널 창출
오토론			

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

### 1) 중신용자대출 시장 확대 기대

앞서 필자는 지난 ‘인터넷전문은행(2018년)’ 보고서를 통해 인터넷전문은행이 중신용자 대출 확대는 최소한 1~2년의 시간이 소요된 후에 본격적인 성장을 전망하였다. 인터넷전문은행들이 중신용자대출 상품을 개발하기 까지 일정 시간이 필요하다고 판단했기 때문이다.

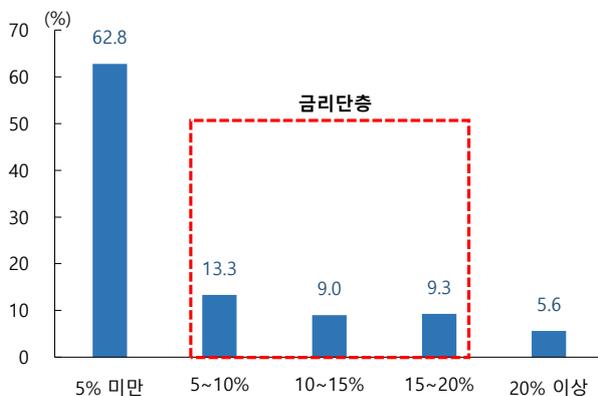
- ① 중신용자의 특성상 정보가 부족한 경우가 많아 대출이 진행되기 어려움이 존재하고,
- ② 지난 몇 년 간 개인정보 규제로 인해 정보통신기술(ICT)기업의 경우 당초 빅데이터 분석을 통한 중신용자 대출상품 개발이 쉽지 않았기 때문이다.

금융권이 중신용자 대출 시장으로 진출이 쉽지 않은 이유는 위에서 말했듯이 신용정보가 부족하기 때문이다. 보통 가계신용대출시장은 가입자의 신용만을 토대로 대출이 진행되는데 중신용자의 경우 과거 금융거래 실적이 없어 신용위험을 정확하게 평가하기 어려운 경우가 많기 때문이다. 실제로 신용조회회사는 최근 3년간 금융권 대출실적이 없고 동시에 지난 2년간 신용카드 사용실적이 없는 사람을 신용정보 부족자로 분류하고 있으며, 주로 대학생·사회 초년생·주부 등 금융이력이 짧거나 본인명의 거래가 드문 고객으로 일괄 신용 중등급을 부여하고 있다(나이스평가정보 기준).

한국은행에서 발표한 금융안정보고서에 따르면, 국내 신용대출시장의 구조적 문제로 금리단층 현상은 일부 중신용자 대출금리 구간(연7~13%내외)에서 여전히 관찰되고 있음을 알 수 있다(금리단층: 고신용층은 5% 미만 저금리, 중·저신용층은 20% 전후 고금리로 대출을 실행하는 현상).

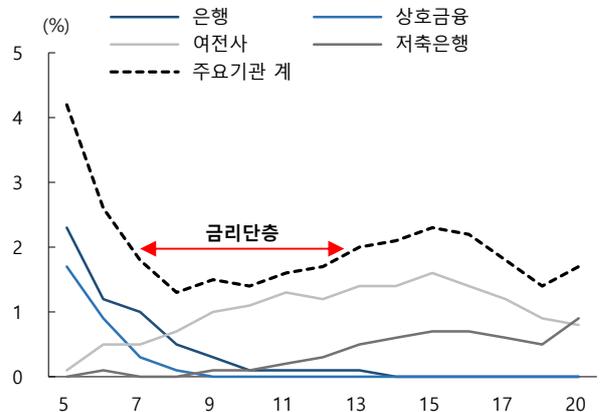
<도표 >에 따르면, 금리구간별 대출비중은 금리 5% 이하와 15% 이상이 각각 62.8%, 14.9%로 약77.7%이고, 5~15% 구간의 대출비중은 22.3% 수준이다. 한국은행은 이렇게 금리단층이 지속되는 이유로 해당 대출금리 구간을 주력으로 하는 금융업권 및 상품이 충분하지 않는데 있다고 하였다.

[도표 30] 가계신용대출 금리구간별 대출잔액 비중



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 업권별·금리구간별 대출잔액 비중



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

이에 카카오뱅크는 8월 중으로 중신용자를 대상으로 신용대출 및 소액마이뉴스통장 대출 상품을 내놓을 예정이다. 해당 상품은 근로소득자를 위한 ‘자채 중신용대출’ 상품으로 연소득 2000만원 이상, 재직기간 1년 이상 근로소득자를 대상으로 한다. 기존 카카오뱅크의 중신용대출보다 대출 대상자의 범위를 확대할 계획이다. 이에 카카오뱅크는 20년 1.4조원이었던 중저신용 고객 대상 대출 잔액을 올해 말 3.2조원 수준으로 확대할 예정이다. 또한 카카오뱅크는 하반기 직업과 소득에 상관 없이 만 19세 이상 누구나 신청 가능한 중신용자 대출 소액한도 대출 상품도 출시할 계획이다.

또한 카카오뱅크는 중금리 대출 확대를 위한 새로운 신용평가모형을 도입했다. 새로 도입한 신용평가모형은 카카오뱅크 대출 신청 고객들의 금융 거래 데이터를 분석해 반영했는데, ① 이동통신 3사가 보유한 통신료 납부 정보 등 통신정보를 추가하고, ② 중저신용자와 금융 이력 부족자를 위한 별도 평가 모델도 개발해 적용했다. ③ 올해 하반기에는 휴대폰 소액결제정보, 개인 사업자 매출 데이터 분석 결과도 반영할 예정이다. ④ 2022년에는 카카오의 전 관계사가 보유한 비금융정보도 분석해 추가할 계획이다.

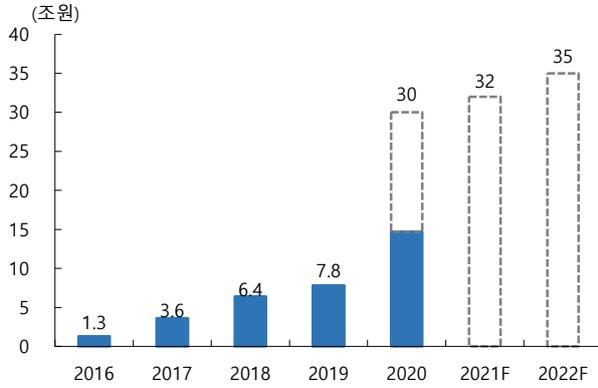
정부는 지난 4월 21일 ‘중금리대출 제도개선 방안’을 통해 중·저신용층에 대한 중금리대출을 늘리고 대출금리도 낮추어 나가겠다고 발표했다. 기본 방향은 1) 기존 중금리대출 제도 개편을 통해 중금리대출 공급 확대를 유도하고, 2) 대출금리 인하를 위해 디지털기술 발전을 활용할 방침이며, 3) 법정최고금리 인하를 통해 저신용층 차주 흡수를 유도할 계획이다. 이에 제도 개편을 통한 중금리대출 잔액은 2022년 35조원까지 증가할 것으로 추정했다.

[도표 32] 중금리대출 제도개선방안 기본 방향 (단위: 십억원)

기본 방향	구체적 방안
기존 중금리대출 제도 개편 : 중저신용층 확대 공급	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶사잇돌-민간중금리 대출을 중저신용층 중심으로 공급 유도</li> <li>▶중금리대출 현황을 반영할 수 있도록 민간중금리 기준을 변경하고, 업권별 금리요건도 합리화</li> <li>▶은행권 인센티브 강화를 통해 중금리대출 공급 확대 유도</li> </ul>
디지털기술 발전 활용 : 대출금리 인하 등 유도	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶인터넷전문은행의 중저신용층 대출 공급 활성화</li> <li>▶저축은행 공동 CSS, 사잇돌대출에서 축적된 Big Data, 대안 신용평가 모형 등을 활용하여 신용평가 모형 고도화</li> <li>▶디지털기술을 활용한 비금융 데이터 제공, 대출이동 인프라, 금리비교 서비스 등을 통해 중저신용층의 금리 인하 유도</li> </ul>
법정최고금리 인하 : 저신용층 차주 흡수 유도	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶대출원가 분석을 통해 합리적 금리 산정을 유도하여 중저신용층의 대출금리 인하 유도</li> <li>▶은행창구에서 제 2 금융권 대출금리 한도를 한번에 확인할 수 있는 연계대출을 활성화함으로써 중금리대출 공급을 확대</li> <li>▶대부업권 등에서 탈락한 일부 차주를 제 2 금융권이 흡수하도록 관련 제도 개선</li> </ul>

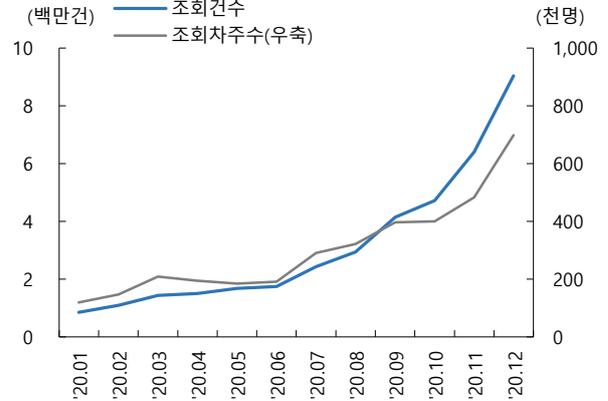
자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 중금리대출 잔액 추이 및 전망



자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 금융플랫폼을 통한 대출조회 및 차주수

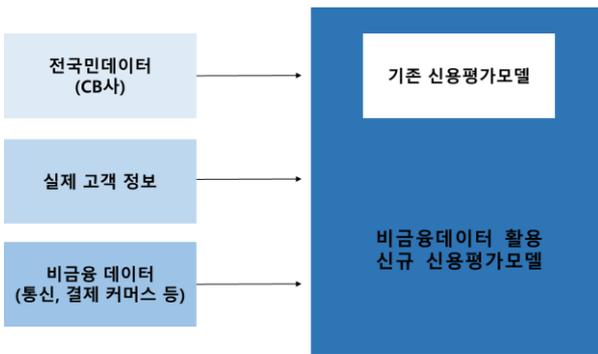


자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

물론 우려도 존재한다. 중금리대출의 경우 과거 경기가 둔화되면 연체율이 상승하면서 결국 은행의 자산건전성에 문제가 발생할 수도 있기 때문이다. 동일한 익스포저를 가정할 경우, 일반적으로 중·저신용자의 부도율이 고신용자 대비 높기 때문에, 중·저신용자 대출의 증가는 대손충당금의 증가로 이어질 수 있다.

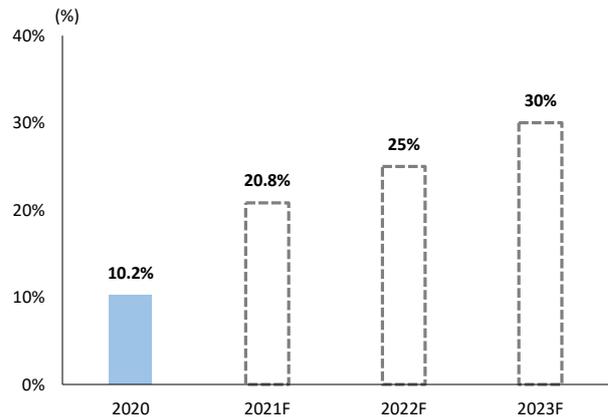
이에 카카오뱅크는 향후 건강보험료 납부, 연말정산 등의 공공정보와 카카오페이를 비롯한 계열회사의 비금융데이터 등을 추가로 적용하는 등 대안정보의 활용범위를 단계적으로 확대함으로써 신용평가시스템(CSS)의 변별력을 지속적으로 강화할 계획이다.

[도표 35] 카카오뱅크의 비금융정보를 활용한 신용평가모형



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 카카오뱅크 중·저신용자 신용대출 확대 계획



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

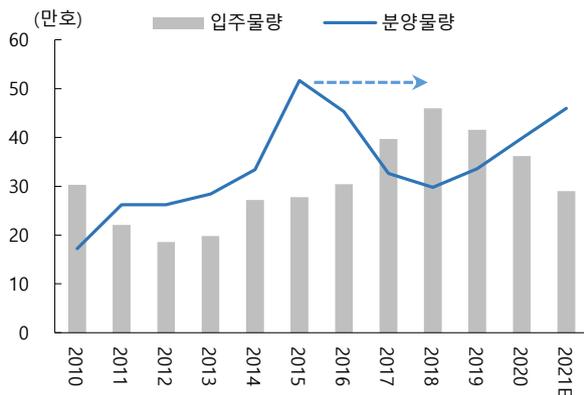
## 2) 주택담보대출에서 봐야 할 것들

주택담보대출의 경우 1)아파트 분양시장이 2021년까지 호조를 보이고 있는 만큼 향후 2~3년간 신규입주물량 증가에 따른 주택담보대출 시장 성장이 기대되며, 2)최근 은행권의 본격적인 비대면 주택담보대출 출시 경쟁에 따른 시장 관심도 커질 것으로 예상된다.

먼저 지난해 12월부터 비대면 아파트담보대출을 출시한 케이뱅크의 경우 반 년만에 누적대출액이 7천억을 돌파했다는 점에서 향후 비대면 주택담보대출 시장의 성장 가능성을 보여줬다고 판단한다.

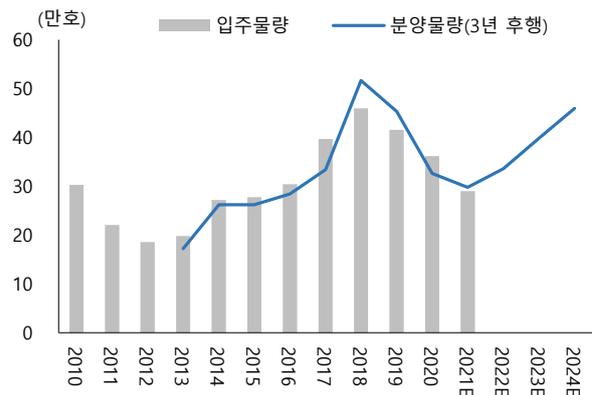
또한 그 동안 주택담보대출의 경우 절차가 복잡하고 등기 작업 등 제출해야 하는 서류가 많아, 비대면 대출로 전환이 쉽지 않았다. 하지만 최근 은행권에서 출시한 ‘비대면 주담대’ 상품을 살펴보면, 전자등기와 전자상환위임장 등의 시스템을 구축하건, 등기업무를 법무법인이나 권리보험사 등에 외주를 주는 방식으로 주담대 시스템을 비대면화 해 나가기 시작했다.

[도표 37] 국내 아파트 입주 및 분양물량 추이



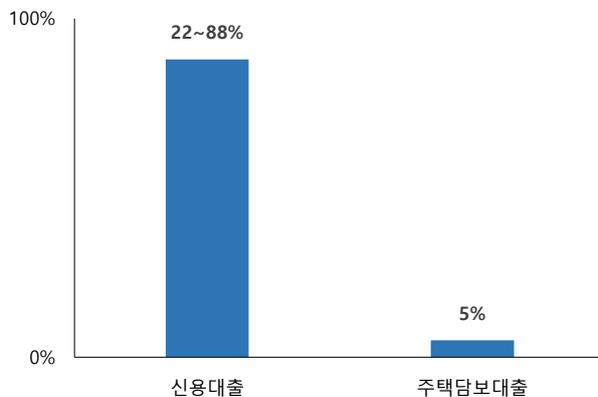
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 향후 입주물량 증가에 따른 주담대 성장 가능성 있음



자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 은행권 비대면 대출 비중



자료: 신문기사 참조, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 은행권 '21년 하반기 비대면 주담대 출시 경쟁

항목	내용
국민은행	비대면 주담대 범위, 소유자 공동명의, 규제지역 공시가격 9억원 초과 주택 등으로 확대
농협은행	시세 형성된 빌라-오피스텔까지 비대면 담보 대출 확대, 비대면 대환대출 서비스 도입
신한은행	8~9월 중 비대면 주담대 서비스 구축
카카오뱅크	앱으로 고객이 신청한 뒤 결과까지 확인하는 100% 비대면 주담대 연내 출시 예정
케이뱅크	3분기 비대면 전세대출·청년 전세대출 출시 예정

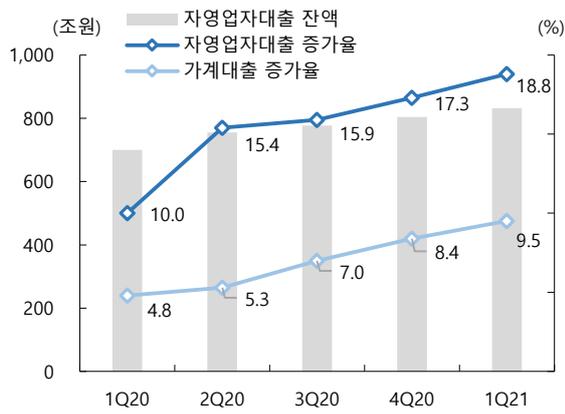
자료: 신문기사 참조, 교보증권 리서치센터

### 3) 소호대출(자영업자대출) 및 오토론 기대

2021년 3월말 자영업자대출 규모는 831.8조원이고 차주 수는 245.6만명으로, 이 중 개인사업자대출이 541.0조원, 가계대출은 290.8조원이다. 코로나19 사태 이후 자영업자대출은 가계대출 증가를 상회하는 꾸준한 증가세를 보였다(도표43 참조). 특히 코로나19 영향으로 2020년 2분기 이후 신규 차주 수가 급격히 증가하는 모습을 보여 우려가 존재했다. 그러나 <도표 44>에서 신규 차주 비중을 살펴보면 비중이 상승하긴 했으나, 2021년 1분기 기준 차주 수 비중(29.2%) 대비 대출금액 비중(15.9%)로 높지 않음을 알 수 있다.

또한 대출종류별 연체율에서도 자영업자(개인사업자대출)의 연체율이 0.24%로 낮은 모습을 기록했다. 물론 신규 대출 증가와 정부의 금융지원이 있었지만, 과거 글로벌 금융위기 당시 연체율(약0.8%)보다 낮다는 점은 긍정적으로 평가된다.

[도표 41] 자영업자대출 증가율



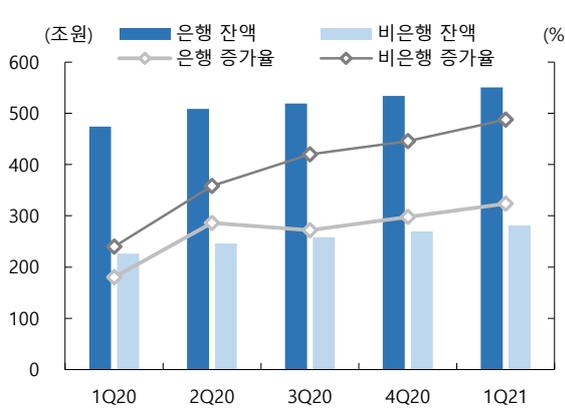
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 신규 차주 비중



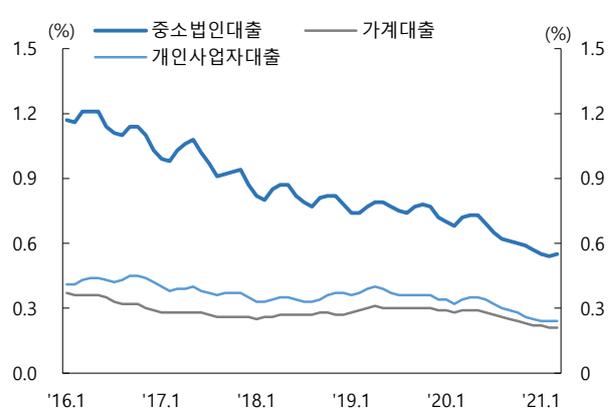
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 업권별 자영업자 대출 잔액 및 증가율



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

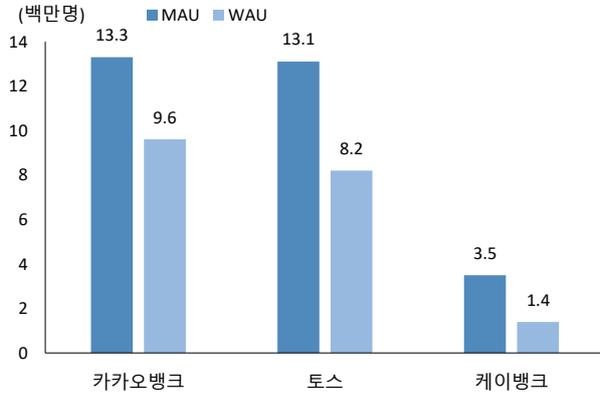
[도표 44] 대출종류별 연체율



자료: 금융기관 업무보고서, 교보증권 리서치센터

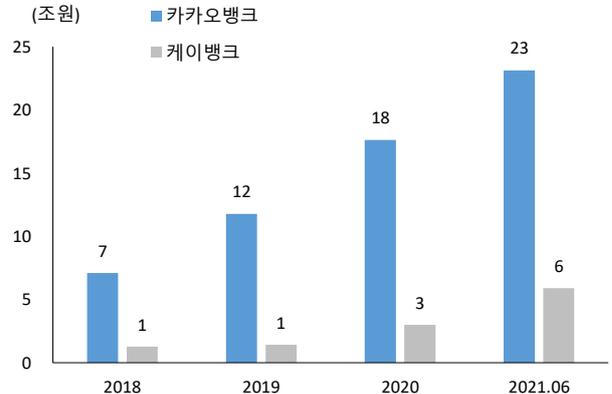
### 3. 카카오뱅크는 인터넷전문은행으로는 1등이다

[도표 45] 국내 인터넷전문은행 MAU & WAU (2021년 3월 기준)



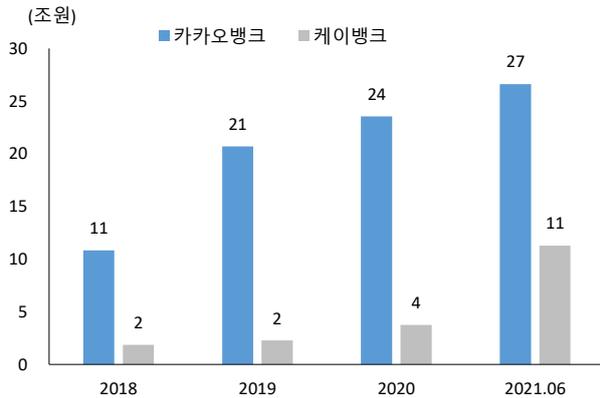
자료: Company Data, 닐슨 코리아, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 인터넷전문은행 원화대출금 추이



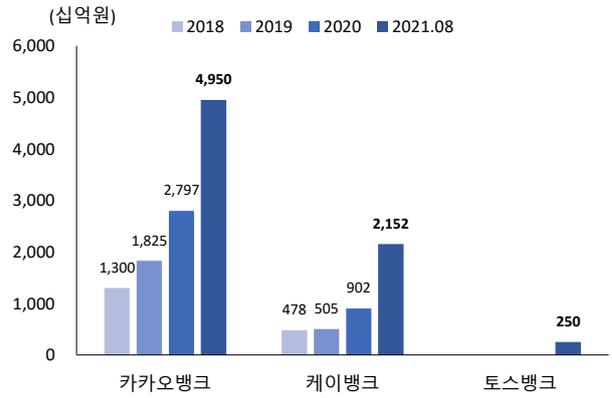
자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 인터넷전문은행 원화예수금 추이



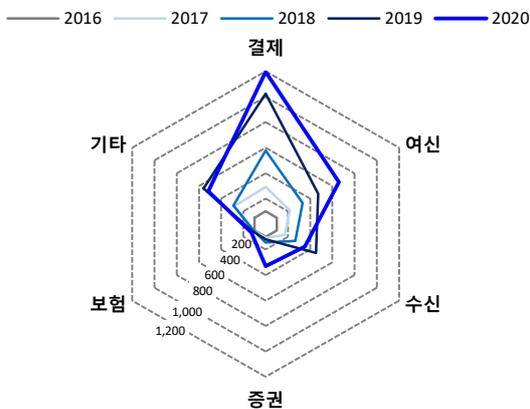
자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 인터넷전문은행 자본금+자본잉여금 추이



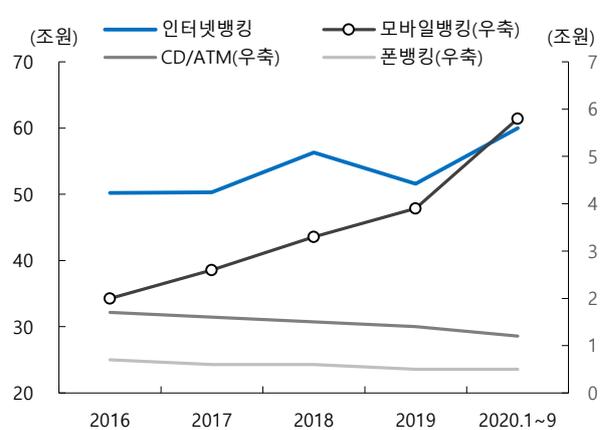
자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 비대면 금융거래의 부문별 증가 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 은행의 비대면 채널별 거래규모



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

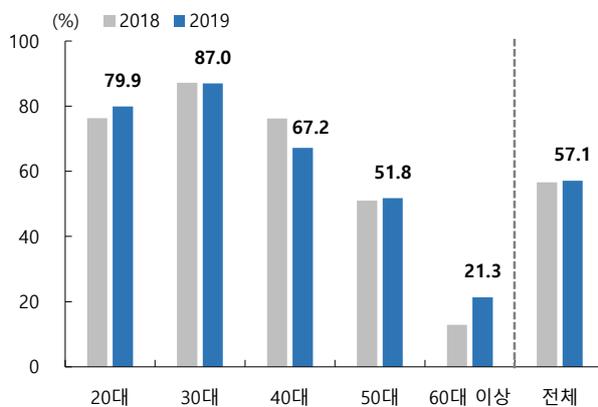
[도표 51] 한국의 인터넷전문은행 3개사 강약점 분석

(단위: 십억원)

	카카오뱅크	케이뱅크	토스뱅크
강점	<p>(1) 카카오특과의 연계 통한 서비스 제공 고객 편의성 제고 (모임통장, 26주 적금 등)</p> <p>(2) 선발 업체로서의 강점 보유. 다양한 연령 층에 걸쳐 시장을 선점. 자본 우위를 통한 선순환 구조 확보</p> <p>(3) 카카오 생태계와의 연계를 통한 금융 및 비금융 데이터 확보 가능. 모빌리티 등과 협업시, 경쟁 플랫폼이 보유하지 못한 정보/ 고객 군 확보 가능</p>	<p>(1) 업비트와의 제휴를 통한 저원가성 수신 및 젊은 고객 층 확보가능. 높은 저원가성 수신은 가격 경쟁력</p> <p>(2) 업계 최초 비대면 아파트 담보대출 출시 하여 성장 여력을 증명했고, 대환대출로 정부 규제에서도 제외 가능</p> <p>(3) 주주인 BC 카드로부터 가맹점 데이터, KT로부터 통신 데이터 등을 신용평가에 활용 가능. KT는뱅크샐러드 등 다양한 핀테크기업에도 투자</p>	<p>(1) 토스는 은행기능 외에 금융전반적인 부분을 아우르는 Super App을 지향. 기존 송금, 결제+주식투자+은행 추가</p> <p>(2) 카뱅, 케뱅과 달리 주주기업의 이해관계가 없어 다른 금융사들과 제휴를 통한 오픈 플랫폼 강화에 유리할 수 있음</p>
약점	<p>(1) 아직 카카오 생태계와의 연계를 통한 정보 우위가 아직 구현되지 못하고 있음</p> <p>(2) 업계 1위 사업자로 규모가 더 커질 경우 정부 규제에 노출도 가능성 높음.</p> <p>(3) 카카오페이와 기능이 중첩되고 있음 경쟁관계로 교통정리 필요한 상황</p>	<p>(1) 정부의 가상화폐 거래소 규제가 강화될 경우 작년 하반기부터 가파른 성장의 동력원이었던 가상화폐 거래소 발 자금 및 고객 유입관련 리스크 증가 가능</p> <p>(2) 카뱅크의 규모 차이에서 발생한 차별화된 상품개발력 등 미흡으로, 확보된 고객 및 수신 의 락인과 외형 확대가 부진</p> <p>(3) 경쟁사대비 의사결정이 느림 이유는 주주구성 때문. 지배구조가 KT 위주로 정리되었음에도 불구하고, 유상증자 및 신규 서비스 출시까지 상당한 시간이 소요</p>	<p>(1) 경쟁사 대비 취약한 자본력 비바리퍼블리카의 주요 주주는 FI. 자산 성장 속도가 더딜 수 밖에 없음.</p> <p>(2) 리스크 관리 역량 확인 필요. 작은 자본/후발주자 위치로 인해 마진 높은 중금리대출에 초점 둘 가능성 높음. 이 경우 리스크 측면에서 우려존재</p> <p>(3) 수익을 창출하는 Product 부재</p> <p>(4) 대주주지분을 하락에 따른 지배구조 리스크 발생 가능성 존재</p>

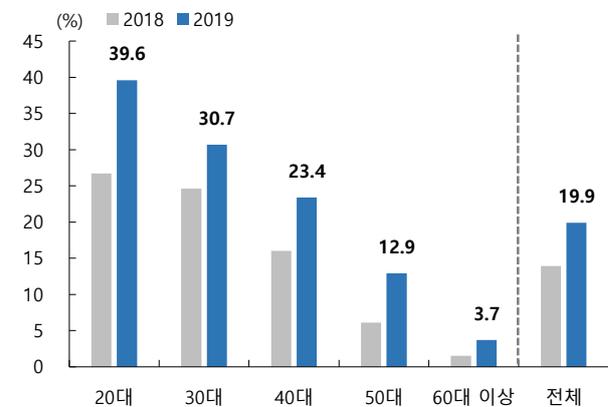
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 52] 일반은행의 연령별 모바일뱅킹 이용 행태



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 인터넷전문은행의 연령별 모바일뱅킹 이용 행태



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

## 5. Valuation에 대한 고민

### 카카오뱅크 투자의견 'Buy', 목표주가 45,000원 제시

필자는 카카오뱅크에 대하여 투자의견 'Buy', 목표주가 45,000원을 제시한다. 카카오뱅크의 목표 주가 산정에는 적정 PBR을 이용한 Valuation 방법을 사용했으며, 확정 공모가(39,000원) 대비 15.4%의 상승여력이 있는 것으로 판단된다.

### Valuation에 대한 고민

카카오뱅크를 분석하면서 제일 고민이 된 점은 당연히 valuation이었다. 은행 라이선스를 보유하고 산업에 진출한 만큼 기본적으로 은행의 전통적인 가치평가 방법을 고려하지 않을 수 없었다. 그런데 한국 역사상 경험해 보지 못한 인터넷전문은행으로서, 이제 실적 가치화를 시현한 금융플랫폼으로서, 가치평가를 어떤 방식으로 해야 할지, 어디에 비중을 좀 더 두어야 할지 결정하기가 쉽지 않았다.

은행은 기본적으로 규제산업에 속한다. 은행이 규제산업인 이유는 한 나라의 경제 속에서 은행의 역할이 꽤 크고 그 만큼 중요하기 때문이다. 전통적으로 은행은 자금중개기능 활성화를 통해 실물 경제를 견인하고, 동시에 서비스 산업 확대, 양질의 일자리 제공 등 경제 부가가치를 창출하는 역할을 담당해왔다. 경제에 미치는 영향이 큰 만큼 제대로 관리되지 않을 경우 그 영향도 큰 편이다. 만약 은행의 경영 건전성이 저하될 경우 동 리스크가 실물에 영향을 주면서 사회 전반적인 시스템 리스크로 증폭될 가능성이 높기 때문이다. 우리가 경험했던 IMF, 카드 사태, 저축은행사태, 글로벌 금융위기 등은 금융사의 리스크가 사회적으로 얼마나 큰 영향을 줄 수 있는지 단적으로 보여주는 사례이다.

과거와 달리 빅테크 또는 핀테크 기업이 제공하는 금융서비스의 경우 기존대비 높은 편의성·편리성을 제공하는 것도 사실이다. 하지만 모든 시스템이 IT기술로 진행되는 만큼 향후 금융 시스템의 복잡성이 더욱 심화될 수 있고, 이에 따라 신규 리스크가 발생하거나 리스크 확산 경로가 새롭게 형성될 가능성도 존재한다. 이렇게 발생한 신규 리스크의 경우 과거와 달리 원인 파악 및 대체 과정에서 리스크의 불확실성이 또 다른 악재로 작용할 수도 있다.

### 우려와 기대 속에 성장성과 수익성을 보여준 카카오뱅크

필자는 과거 2018년에 썼던 '인터넷전문은행' 보고서를 통해 카카오뱅크를 바라보는 투자자의 시각 차이가 얼마나 컸었는지 직접 체험했다. 하지만 지난 4년간 기대와 우려 속에서도 카카오뱅크는 성장성을 보여주었고, 참신한 금융상품 출시를 통해 고객군 확대하였으며, 실질적으로 이익 실현도 보여주었다. 향후 디지털뱅킹 시장의 성장 가속화는 지속될 전망이다. 디지털 금융에 익숙한 20~30대 젊은 연령층(밀레니얼 세대)가 전세계적 핵심 경제인구로 부상하고 있고, 코로나19로 인해 모바일 환경에 익숙해진 금융소비자의 고객경험이 미래 디지털 기반의 금융 서비스 확대에 힘을 실어 줄 것으로 예상되기 때문이다.

필자는 카카오뱅크가 ‘금융 플랫폼’의 확장성을 보유한 은행이라고 본다. 카카오뱅크는 이번 IPO를 통해 확보한 자금을 바탕으로 대출상품 라인업 강화와 IT 인력투자 등을 통해 미래 성장성을 보여줄 방침이다. 물론 모든 성장에는 성장통이 있기 마련이다. 그렇지만 지난 4년간 카카오뱅크가 혁신적인 기술력을 바탕으로 보여준 성장성과 가능성은 긍정적으로 평가되어야 한다고 생각한다. 이에 필자는 단순히 ‘쉽지 않을 거야’, ‘어디 한번 해봐’ 라는 관점보다는 “카카오뱅크’라면 어떻게 해결할까?’, ‘발표했던 성장과 방향은 잘 지켜지고 있는 건가?’라는 관점에서 한번 지켜보기로 결심했다.

그렇다면 다시 카카오뱅크의 valuation에 대한 고민으로 돌아와서, 과연 우리는 과거에 디지털 금융을 경험한 적은 한 번도 없었던 걸까?

있었다! PC기반으로 인터넷이 성장할 때, 증권 위탁매매거래시스템인 HTS(홈트레이딩시스템)을 통해 성장 가능성을 보여준 국내 최초의 온라인 종합증권사인 키움증권이 있었다. 키움증권은 2000년 1월 국내 최초 온라인 종합증권사로 영업을 시작한 이래, 지속적인 Retail 고객 기반 확대를 바탕으로 성장을 보여준 사례이다.

키움증권과 카카오뱅크의 공통점은 크게 세 가지 이다.

### 1) 키움증권도 카카오뱅크처럼 오프라인 지점이 하나도 없었다.

지점이 없다 보니 고정비가 절약되면서 비용 효율성이 경쟁사대비 높은 편이다. 이에 키움증권은 관리 비용을 최소화하여 경쟁력 있는 업계 최저 수수료를 제공할 수 있었다.

### 2) HTS 프로그램의 편리성

실제로 HTS를 사용하는 Retail 고객은 온라인 증권사를 선택할 때 낮은 수수료도 중요하지만, 그 외 HTS 프로그램의 편리성 · 시스템 프로그램의 우수성 · 증권사의 접근성 등도 중요하게 고려한다. 키움증권은 국내 최초로 온라인 위탁매매를 특화 하여 설립한 증권사인만큼, 시스템의 안정화 · 백업 시스템의 완비 · 시스템 다운 시 대체 거래수단 확보 등 정교한 트레이딩 시스템을 개발/운용해오면서 우수한 ‘트레이딩시스템’을 갖추려고 노력했다. 카카오뱅크도 경쟁력으로 혁신적인 IT기술이 주는 편리성을 강조한다.

### 3) 2011년 키움증권의 주요 고객 연령층은 20~30대가 66%를 차지했었다.

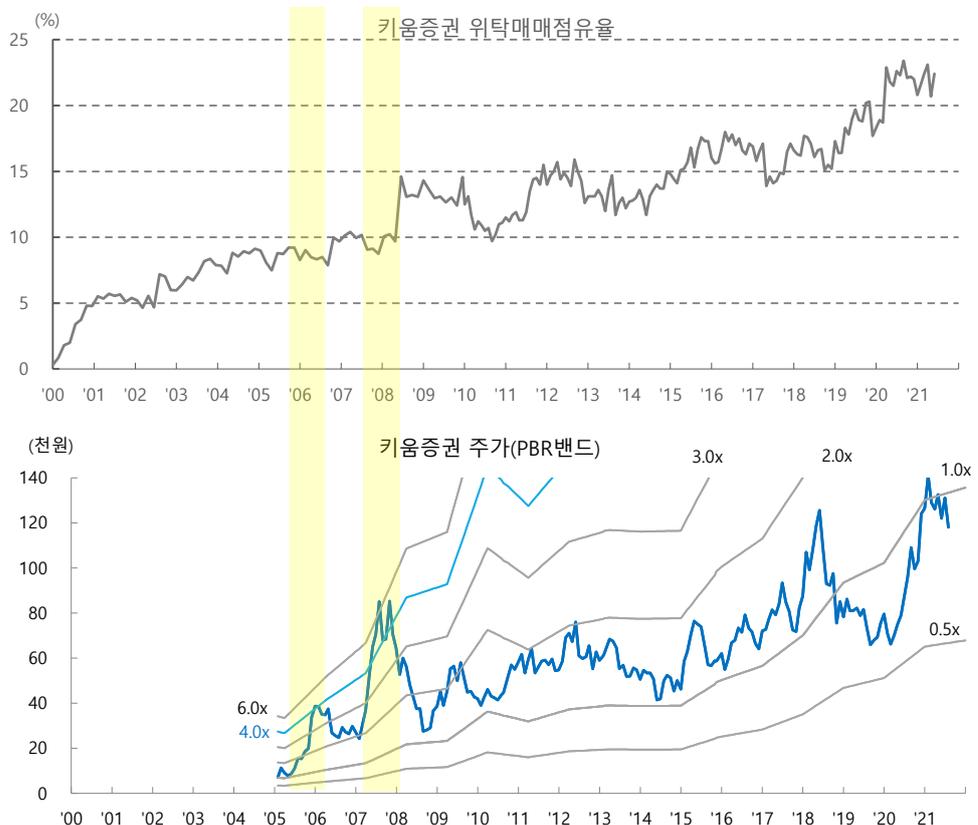
코로나19로 인해 40~50대 고객이 늘기는 했지만, 카카오뱅크의 고객층에서 20~30대 비중은 여전히 높은 편이다(2017년 7월 65% → 2021년 3월 56%). 2011년 기준 키움증권도 20~30대 비중은 66%였다. 대학생도 포함한, 이제 막 경제활동을 시작한 20대부터, 결혼 및 출산을 위한 소비로 금융자산이 많지 않았던 30대가 주요 고객층이었던 것이다. 금융자산이 많지 않다는 점은 개인당 고객예탁금 규모가 대형증권사대비 적었음을 의미한다. 그런데 그 당시 키움증권의 신규계좌 유입경로를 살펴보면 55%가 지인의 소개이며, 그 다음은 인터넷 검색이 19%를 차지하고, 광고 및 직원 권유는 각각 8%, 4% 수준이다. 약 74%가 키움증권의 인지도 및 고객간 정보교환을 통해 키움증권 HTS에 가입했고, 기존 고객의 만족이 신규 고객 유치로 이어진다는 점에서 의미가 있었다. 플랫폼 회사들이 말하는 네트워크 효과와 락인 효과를 우린 키움증권을 통해서 이미 경험했던 것이다.

그렇다고 키움증권이 마냥 순조로운 성장만 기록했던 건 아니었다. 자본규모가 성장의 밑거름이 되는 금융업의 특성상 고객이 늘어나는 만큼, 위탁매매점유율을 늘리기 위해 유상증자도 꾸준히 할 수 밖에 없었다. 물론 배당을 많이 줄 수도 없었는데, 지난 10년간 키움증권의 배당수익률은 약1.4% 내외 수준이다. 하지만 위에서 말한 세 가지 특성을 바탕으로 키움증권의 위탁매매 점유율은 놀라운 성장을 보여줬다. 전체 약정기준 위탁매매 점유율은 2000년 4.8%에서 2006년 9.7%까지 상승했고, 2011년 15.5%, 2021년 6월 22.4%까지 성장했다.

그럼 여기서 키움증권의 PBR밴드를 살펴보자. 키움증권은 2004년 월 코스닥에 상장했다. 그 당시 키움증권의 위탁매매 점유율은 8.5% 내외였다. 대형증권사의 점유율이 5% 내외였던 점과 경쟁사의 경쟁(최저 수수료 출시 및 소액의 경우 무료 수수료 제공)을 감안한다면, 키움증권의 경우 10% 내외 점유율이 상한선이라 여겨졌다. 하지만 키움증권은 위의 카카오뱅크와 비슷한 세 가지 특징이 강점으로 부각되면서 2005년 PBR 4.12배를 기록했고, 한국 역사상 주식시장 호황으로 기억되는 2007년에는 PBR 5.27배를 기록하기도 했다.

이에 필자는 카카오뱅크의 valuation은 간단·명료하게 접근하기로 했다. 과거 우리가 경험했던 디지털 금융의 성장성에 대한 기대감으로 형성된 valuation을 카카오뱅크에 적용했다. 이에 2021년 12월 기준 카카오뱅크 BPS(11,622원)에 과거 디지털금융이 받았던 가치(PBR 4.0배)를 반영하여, 카카오뱅크의 목표주가를 45,000원으로 산정했다.

[도표 54] 키움증권 위탁매매점유율 및 주가(PBR 밴드) 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 55] 국내 은행과의 valuation 비교 (단위: 십억원)

(원,십억원,배,%)	신한지주 (055550)	KB 금융 (105560)	하나금융 (086790)	우리금융 (316140)	카카오뱅크 (323410)
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	57,000	72,000	64,000	16,400	45,000
현재주가(8/4)(원)	39,050	52,700	44,000	11,200	39,000
상승여력(%)	46.0%	36.6%	45.5%	46.4%	15.4%
당기순이익(FY2019)	3,403.5	3,311.8	2,391.6	2,037.6	13.7
당기순이익(FY2020)	3,414.6	3,455.2	2,637.2	1,515.2	113.6
당기순이익(FY2021E)	4,351.5	4,185.0	3,397.9	2,200.3	196.9
ROE(FY2019)	9.3%	9.0%	8.8%	9.2%	1.0%
ROE(FY2020)	8.3%	8.8%	9.1%	7.0%	5.1%
ROE(FY2021E)	10.0%	9.9%	10.8%	9.9%	4.7%
PER(FY2019)	6.4	6.2	4.9	4.1	na
PER(FY2020)	5.0	5.3	3.9	4.3	na
PER(FY2021E)	4.8	5.3	3.9	3.4	94.6
PBR(FY2019)	0.55	0.54	0.41	0.37	na
PBR(FY2020)	0.41	0.45	0.35	0.31	5.71
PBR(FY2021E)	0.46	0.50	0.40	0.33	3.36
DPS(FY2019)	1,850	2,210	2,100	700	0
DPS(FY2020)	1,470	1,770	1,850	450	0
DPS(FY2021E)	2,100	2,790	2,980	760	0
배당수익률(FY2019)	4.0%	4.5%	5.4%	5.7%	na
배당수익률(FY2020)	4.6%	4.1%	5.4%	4.6%	na
배당수익률(FY2021E)	5.4%	5.3%	6.8%	6.8%	na

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 56] 증권신고서상 valuation 비교 (단위: 십억원)

항목	Rocket Companies, Inc	Pagseguro Digital Ltd	TCS Group Holding PLC	Nordnet AB Publ	카카오뱅크
사업 내용	미국 소매여성 플랫폼	브라질 금융 기술 회사	러시아 디지털 은행	스웨덴 디지털 금융 플랫폼	대한민국 디지털 은행
자산	408,376	46,763	125,629	223,044	286,164
부채	322,619	27,225	107,059	217,452	257,669
자본	85,758	19,538	18,570	5,592	28,495
영업이익	103,704	3,898	8,224	1,921	540
당기순이익	2,154	2,706	6,463	1,557	467
ROE	3.5	14.9	39.6	32.3	5.7
배당수익률	0	0	2.4	0	0
P/E	4.7	75.0	10.9	21.0	-
P/B	4.5	10.4	3.8	7.7	-

자료: 교보증권 리서치센터

[카카오뱅크 323410]

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
이자수익	49.0	293.9	494.6	599.4	696.4	976.8	1,340.3
이자비용	17.8	110.5	247.0	191.4	129.6	131.8	104.2
총당금 적립전 이자이익	31.2	183.4	247.6	408.0	566.8	845.0	1,236.1
대손충당금증가액	-67.5	9.5	36.4	60.9	76.6	122.1	202.9
순이자이익	98.6	173.9	211.1	347.1	490.3	722.9	1,033.2
비이자부문이익	-36.8	-48.9	-5.5	21.1	62.2	67.2	76.2
판매관리비	56.7	129.8	162.5	200.6	249.5	315.3	394.8
영업이익	-85.5	-21.2	13.3	122.6	252.2	423.7	663.2
영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
법인세차감전이익	-85.5	-21.3	13.2	122.3	252.2	423.7	663.2
법인세등	0.3	-0.3	-0.6	8.7	55.3	102.5	160.5
총순이익	-85.8	-21.0	13.7	113.6	196.9	321.2	502.7
외부주주지분이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-85.8	-21.0	13.7	113.6	196.9	321.2	502.7

재무상태표

12월 결산(십억원)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
현금과 예치금	423.4	1,640.5	226.1	1,195.9	886.4	922.4	959.8
유가증권	523.7	1,099.7	2,877.1	4,261.4	4,921.3	5,161.8	5,414.1
대출채권	4,621.6	9,082.0	19,193.7	20,662.7	28,605.2	47,471.0	73,371.6
(총당금)	18.3	32.3	57.2	90.6	101.2	117.1	143.4
고정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자산	240.5	272.5	379.8	482.9	573.1	596.4	620.6
자산총계	5,841.8	12,126.7	22,723.8	26,649.0	34,884.8	54,034.5	80,222.6
예수금	5,048.3	10,811.6	20,711.9	23,539.3	26,498.5	28,069.1	29,732.8
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타부채	125.7	174.7	333.2	312.8	2,833.6	20,095.4	44,117.1
부채총계	5,174.0	10,986.3	21,045.1	23,852.0	29,332.1	48,164.5	73,849.9
자본금	800.0	1,300.0	1,825.5	2,038.3	2,375.5	2,375.5	2,375.5
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	759.8	2,988.0	2,988.0	2,988.0
이익잉여금	-119.8	-141.2	-127.5	-13.8	183.1	500.3	1,003.1
자본조정	-11.5	-18.7	-22.1	4.9	6.2	6.2	6.2
기타포괄손익누계액	0.0	0.3	2.8	7.8	-0.5	-0.5	-0.5
자기자본	667.9	1,140.4	1,678.7	2,797.0	5,552.7	5,870.0	6,372.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배지분 자기자본	667.9	1,140.4	1,678.7	2,797.0	5,552.7	5,870.0	6,372.8

주요 투자지표

12월 결산(원배,%)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
ROA(%)	-2.9%	-0.2%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
ROE(%)	-25.7%	-2.3%	1.0%	5.1%	4.7%	5.6%	8.2%
EPS(원)	-127	-31	34	277	412	672	1,052
BPS(원)	988	1,687	4,098	6,828	11,622	12,286	13,338
PER(배)	n.a	n.a	n.a	140.6	94.6	58.0	37.1
PBR(배)	n.a	n.a	n.a	5.7	3.4	3.2	2.9
DPS(원)	n.a	n.a	n.a	0	0	0	0
배당성장률(%)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
배당수익률(%)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

카카오뱅크 최근 2년간 목표주가 변동추이

최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021-08-05	Buy	45,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2021.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.0%	3.3%	1.7%	0.0%

[ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하