



2023년 11월 9일 | 기업분석_Earnings Review

BUY (유지)

목표주가(12M)	28,000원(하향)
현재주가(11.8)	23,000원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,421.62
52주최고/최저(원)	29,650/18,160
시가총액(십억원)	10,965.6
시가총액비중(%)	0.57
발행주식수(천주)	476,767.1
60일 평균거래량(천주)	1,013.2
60일 평균거래대금(십억원)	23.7
외국인 지분율(%)	15.25
주요주주 지분율(%)	
카카오	27.17
한국투자증권	27.17

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	455	588
순이익(십억원)	337	435
EPS(원)	7.06	9.12
BPS(원)	12,681	13,495

Financial Data

	(십억원, %, 배, 원)		
투자지표	2021	2022	2023F
총영업이익	635	920	1,159
세전이익	257	352	451
지배순이익	204	263	341
EPS	462	553	715
(증감률)	57.2	19.5	29.3
수정BPS	11,620	11,988	12,623
DPS	0	80	120
PER	127.6	44.0	32.2
PBR	5.1	2.0	1.8
ROE	4.9	4.7	5.8
ROA	0.7	0.7	0.8
배당수익률	0.0	0.3	0.5
			0.7

카카오뱅크 (323410)

호실적 시현했지만 불확실성은 multiple 하락 요인

3분기 실적 컨센서스 상회. 높은 성장과 NIM 상승, 건전성 안정화 등 전 부문 양호

카카오뱅크에 대한 투자의견 매수를 유지하지만 목표주가를 28,000원으로 15.2% 하향. 호실적 시현에도 불구하고 목표가를 하향한 이유는 여러 불확실성이 multiple 하락 요인으로 작용할 것으로 판단했기 때문. 3분기 순익은 전분기대비 16.4% 증가한 954억원을 시현해 컨센서스를 크게 상회. 그 배경은 1) 9.3%의 높은 대출성장에도 불구하고 NIM이 5bp 상승해 순이자이익이 전분기대비 13.3%나 확대됐고, 2) 체크카드 취급고 증가 등에 따라 수수료이익도 모처럼 분기 중 흑자전환했으며(플랫폼수익인 연계대출수수료와 광고수익도 증가), 3) 미래 경기전망 반영 추가 충당금 150억원을 적립했지만 건전성이 크게 악화되지 않으면서 경상 대손비용도 크게 늘지 않았기 때문. 3분기말 중저신용자 연체율은 약 1.7% 내외로 추정되는데 토스뱅크와 케이뱅크의 3~4%대 대비 현저히 낮고, 총연체율과 NPL비율이 0.49%와 0.41%로 전분기대비 오히려 하락했을 뿐만 아니라 매·상각전 실질 연체와 NPL 순증 규모도 이전 분기 대비 거의 늘지 않을 정도로 자산건전성은 매우 안정적이었음. 3분기 예대율은 약 87%로 2분기의 83%에서 약 4%p 확대되는데 그쳐 4분기에는 90% 수준까지 상향될 것으로 전망. 따라서 4분기에도 NIM은 소폭 추가 개선될 수 있을 것으로 기대. 올해 연간 추정 순익은 약 3,410억원으로 이는 전년대비 약 30% 가량 증익되는 수치임

호실적에도 목표가를 하향한 이유는 지배구조 및 성장성에서 불확실성이 크기 때문

이처럼 양호한 실적에도 불구하고 우리가 카카오뱅크의 목표가를 하향하는 이유는 지배구조 및 성장성 등에서 불확실성이 크다고 판단했기 때문. 카카오뱅크가 현 ROE 6% 내외의 기준 전통은행 대비 상대적으로 낮은 수익성에도 불구하고 PBR이 1.8배를 기록하고 있는 이유는 높은 성장성 및 플랫폼 가치에 대한 기대 때문. 동사의 조달 역량과 높은 자본비율, 대출전략 방향성 등은 편더멘털 측면에서 시장성장을 크게 상회하는 고성장을 계속 향유할 수 있을 것이라는 점은 의심의 여지가 없음. 다만 최근 불거지고 있는 가계부채 억제 이슈는 결국 개별은행에도 영향을 미칠 수 밖에 없다고 판단. 가계대출 수요가 여전히 높은 가운데 상생금융 압박 속에 대출금리까지 인하될 경우 결국에는 총량규제 카드가 나올 공산이 크고, 이는 개별은행별로 성장률에 제약이 가해질 수 있다는 것을 의미하기 때문. 여기에 최근 이슈화되고 있는 대주주 리스크도 multiple에 영향을 미칠 수 밖에 없음. 감독당국이 카카오 법인의 처벌을 적극 검토하고 있다고 알려지고 있는데 실제 처벌 확정시에도 행정소송 등으로 수년간의 시간이 소요될 것이라는 점을 감안하면 빠른 시일내에 지분이 매각될 가능성은 낮음. 물론 벌금형 전력이 있어도 금융당국이 경미한 사안으로 판단할 경우 대주주 지위 유지가 가능하지만 그럴 개연성은 낮다고 판단. 만약 향후에 대주주 변경이 발생한다고 해도 카카오뱅크의 영업 환경에는 거의 영향을 미치지 않겠지만 지배구조 변화 및 매각가 이슈 등이 발생할 경우 현재의 multiple에 대한 고찰이 이루어질 수도 있다고 판단. 우리의 변경된 목표가 28,000원은 동사의 2025년 추정 BPS 대비 2.0배를 적용한 것임



Analyst 최정우, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 김현수 hskim02@hanafn.com

도표 1. 카카오뱅크 2023년 3분기 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	(QoQ)	(YoY)
순이자이익	188	201	217	247	277	262	254	288	13.3	16.8
순수수료이익	9	11	6	0	-6	-1	-2	4	NA	NA
기타비이자이익	-13	-12	-11	-12	3	19	25	16	-38.0	NA
총영업이익	183	199	212	235	274	280	278	308	11.0	31.3
판관비	98	79	91	94	130	93	107	107	-0.4	14.2
총전영업이익	84	120	121	141	144	187	170	201	18.3	42.7
영업외이익	0	0	1	0	-2	-1	-3	-1	NA	NA
대손상각비	32	32	47	37	58	51	59	74	26.1	102.2
세전이익	52	88	76	105	84	135	108	127	16.9	21.1
법인세비용	16	21	19	26	23	33	26	31	18.5	20.8
비지매주주지분이익	0	0	0	0	0	0	0	0	NA	NA
당기순이익	36	67	57	79	61	102	82	95	16.4	21.2

자료: 하나증권

도표 2. 카카오뱅크 3분기 실적 항목별 특이 요인

항목	주요내용
순이자이익	대출성장은 QoQ 9.3%, NIM 2.31%로 전분기대비 5bp 상승. 예대율은 2 분기 83%에서 3 분기 87%로 상승
순수수료이익	체크카드 취급고 증가, 광고수익 24 억원(전분기대비 4 억원 증가). 연계대출수수료도 전분기대비 5% 증가
기타비이자이익	상각채권 매각액 130 억원(전분기대비 80 억원 증가), 유가증권 관련익 330 억원(전분기대비 130 억원 감소, MMF 평잔 감소에 기인)
대손상각비	미래 경기전망 반영 추가 총당금 150 억원(전분기대비 110 억원 증가)

자료: 하나증권

도표 3. 카카오뱅크 대출 증가율 추이

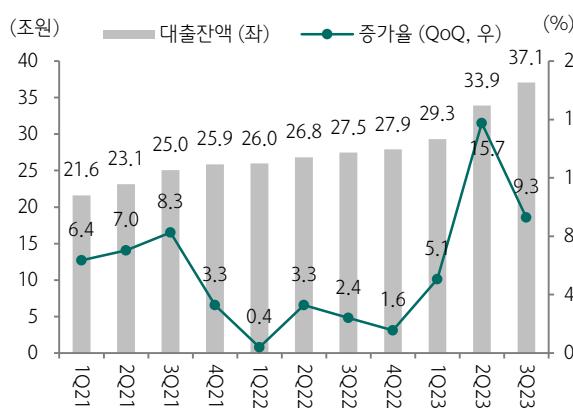
주: 전분기대비 성장을 기준
자료: 하나증권

도표 4. 카카오뱅크 NIM 추이

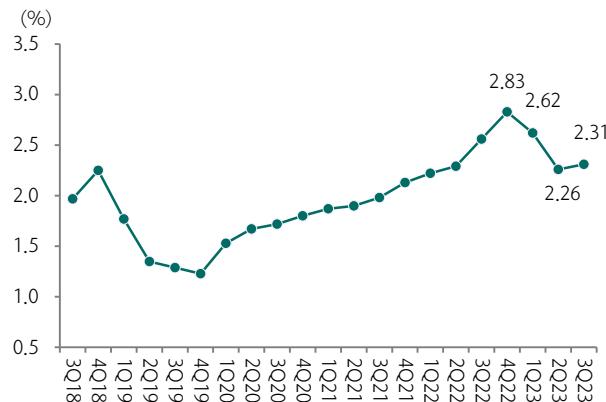
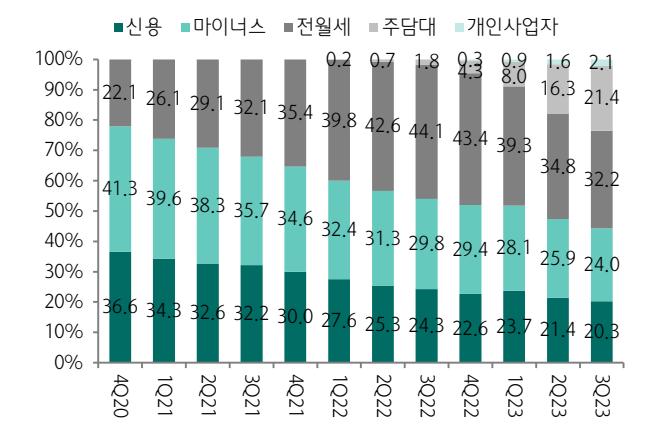
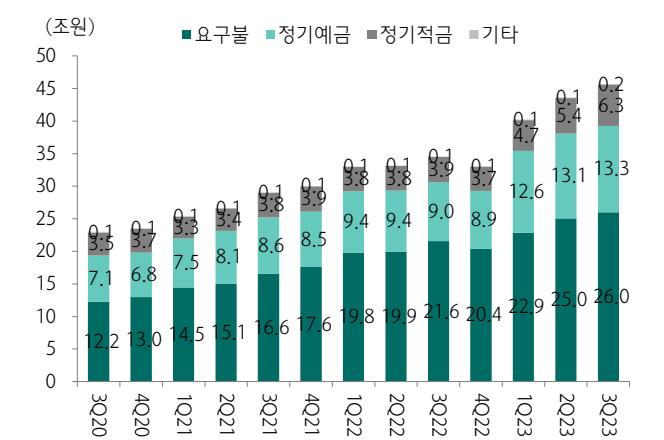
주: 분기 NIM 기준
자료: 하나증권

도표 5. 카카오뱅크 대출포트폴리오 비중 추이



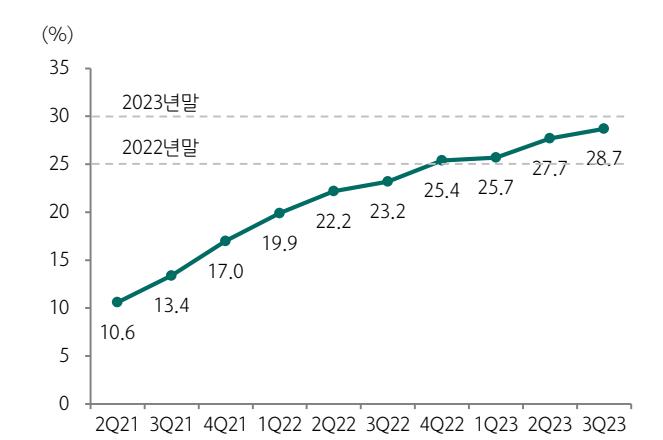
자료: 하나증권

도표 6. 카카오뱅크 상품별 수신 추이



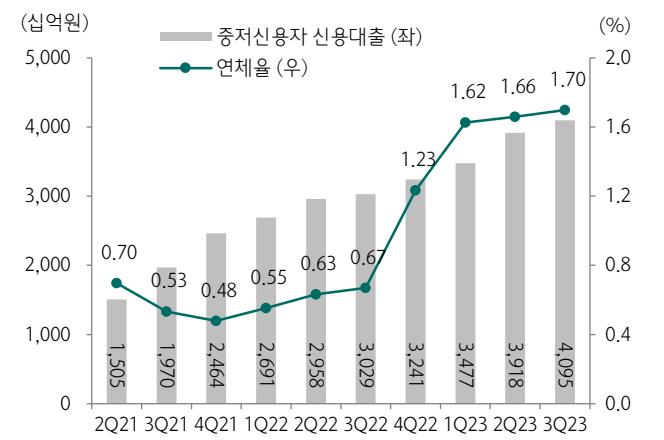
자료: 하나증권

도표 7. 카카오뱅크 가계대출 중 중저신용자 대출 비중 추이



자료: 하나증권

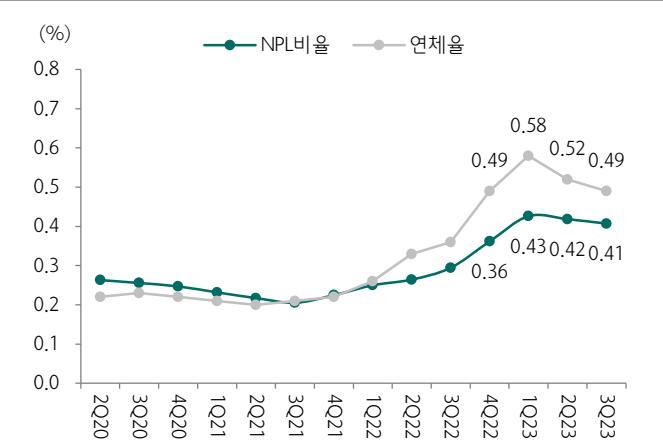
도표 8. 카카오뱅크 중저신용자 신용대출 잔액 및 연체율 추이



주: 1Q23~3Q23 연체율은 하나증권 추정치

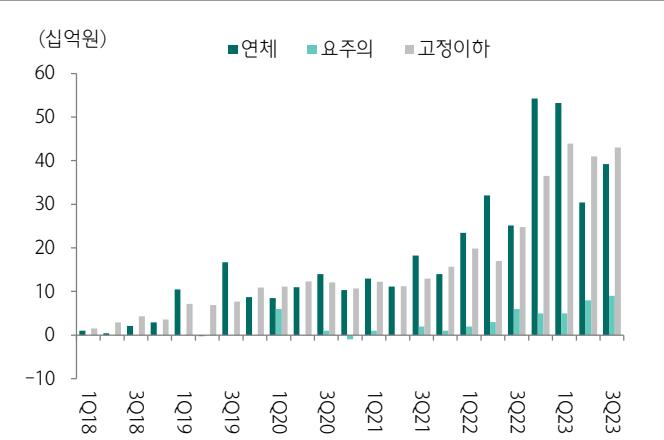
자료: 하나증권

도표 9. 카카오뱅크 표면 연체율 및 NPL비율 추이



자료: 하나증권

도표 10. 카카오뱅크 실질 연체 및 실질 고정이하여신 순증액 추이



주: 매상각 전 실질 순증액 기준

자료: 하나증권

추정 재무제표

포괄손익계산서

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순이자이익	621	942	1,102	1,253	1,424
순수수료이익	52	10	6	20	35
당기손익인식상품이익	8	36	108	87	87
비이자이익	-46	-69	-58	-61	-68
총영업이익	635	920	1,159	1,299	1,478
일반판로비	286	394	454	508	557
순영업이익	349	526	704	792	921
영업외손익	0	-1	-3	-3	-3
총당금적립전이익	349	525	701	789	918
대손충당금적립액	92	173	250	268	319
경상이익	257	352	451	521	599
법인세비용	53	89	111	125	144
비자배주주지분	0	0	0	0	0
당기순이익	204	263	341	396	456

Dupont Analysis

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순이자이익	1.7	2.4	2.2	2.2	2.2
순수수료이익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
당기손익인식상품이익	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
기타비이자이익	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
총영업이익	1.7	2.2	2.1	2.1	2.1
일반판로비	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
순영업이익	1.0	1.3	1.4	1.4	1.4
영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총전이익	1.0	1.3	1.4	1.4	1.4
대손상각비	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
세전이익	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
법인세비용	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
비자배주주지분이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7

Valuation

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(원)	462	553	715	830	956
PPPS(원)	809	1,131	1,500	1,683	1,955
BVPS(원)	11,620	11,988	12,623	13,333	14,119
PER(x)	127.6	44.0	32.2	27.7	24.1
PPR(x)	72.9	21.5	15.3	13.7	11.8
PBR(x)	5.1	2.0	1.8	1.7	1.6
배당률(%)	0.0	1.6	2.4	3.4	4.6
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.5	0.7	1.0

자료: 하나증권

재무상태표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
현금 및 예치금	1,219	1,382	1,451	1,523	1,599
당기손익인식금융자산	1,502	1,324	1,324	1,324	1,324
단기마마금융자산	0	0	0	0	0
매도가능자산 및 기타	6,139	7,693	8,595	9,587	10,678
대출채권	26,362	28,053	37,872	43,553	50,086
유형자산	70	173	176	180	183
기타자산	748	890	935	982	1,031
자산총계	34,538	38,192	49,029	55,825	63,578
예수금	30,026	33,056	43,358	49,673	56,889
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타부채	-1,009	-579	-347	-205	-42
부채총계	29,017	32,477	43,011	49,468	56,847
자본금	2,376	2,384	2,384	2,384	2,384
(보통주)	2,376	2,384	2,384	2,384	2,384
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	2,956	2,987	2,987	2,987	2,987
이익잉여금	190	453	756	1,095	1,469
자본조정	-1	-109	-109	-109	-109
외부주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,521	5,715	6,018	6,356	6,731

성장성

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
총자산증가율	35.2	9.6	27.4	13.5	13.6
총매출증가율	27.6	6.4	35.0	15.0	15.0
총수익증가율	27.6	10.1	31.2	14.6	14.5
당기순이익증가율	79.6	28.9	29.5	16.1	15.1

효율성/생산성

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
대출금/예수금	87.8	84.9	87.3	87.7	88.0
비용수익비율	45.0	42.8	39.2	39.1	37.7
1인당영업이익(백만원)	616	659	791	845	915

수익성

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
ROE	4.9	4.7	5.8	6.4	7.0
ROA	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
ROA(총당금전)	1.1	1.4	1.6	1.5	1.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

카카오뱅크



날짜	투자의견	목표주가	평균	피리올 최고/최저
23.11.9	BUY	28,000		
23.4.5	BUY	33,000	-25.97%	-10.15%
23.1.18	BUY	35,000	-25.98%	-17.43%
22.12.8	BUY	30,000	-10.85%	-1.83%
22.11.3	BUY	26,000	-1.21%	10.38%
22.9.23	BUY	33,000	-44.64%	-33.64%
22.7.7	BUY	40,000	-27.21%	-17.00%
22.5.24	BUY	48,000	-24.49%	-13.54%

Compliance Notice

- 당사는 하나금융지주의 계열사입니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정우)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정우)는 2023년 11월 9일 현재 해당 회사의 유기증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신이 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 동락 가능
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 동락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 동락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 8일