



Mobile Banking



Bank Building



금융, 인터넷/모바일 * 디지털 트랜스포메이션, 금융을 바꾼다

디지털 트랜스포메이션, 금융업에 기회지만 금융회사에는 위협
금융권 혁신이 없을 경우, 금융주의 저평가 현상은 지속될 것
전통 금융회사 vs. 혁신금융기업, 데이터를 지배하는 자가 승리

금융·대체투자. 구경희, 3773-9083

유통·인터넷. 조용선, 3773-8826

스몰캡. 윤혁진, 3773-9025





Analyst
구경희

kh.koo@sk.com
02-3773-9083



Analyst
조용선

yongsun.cho@sk.com
02-3773-8826



Analyst
윤혁진

Hjyon2019@sk.com
02-3773-9025

금융, 인터넷/모바일

디지털 트랜스포메이션, 금융을 바꾼다

글로벌 경제의 변화를 이끌고 있는 '디지털 트랜스포메이션'은 금융 소비를 늘리면서 금융업에 기회 요인이 될 전망이다. 하지만 금융회사에게는 경쟁 심화, 신규 진입 등을 통해 큰 위협으로 작용. 전통 금융회사 vs. 혁신금융기업의 금융업 헤게모니 쟁탈전에서 관건은 데이터 활용 능력. 네이버·카카오(디지털 생태계 지배자), 카카오뱅크(혁신금융), 웹캐시·아톤(핀테크) 등에 주목

금융업의 빅 이슈: 디지털 트랜스포메이션, 디지털 금융 플랫폼

디지털 트랜스포메이션^{주)}은 금융회사의 모든 수익모델, 경영전략, 업무시스템을 디지털 기반으로 바꿀 것이다. 디지털 금융 플랫폼은 '디지털 생태계를 바탕으로 다양한 금융 콘텐츠를 만들고 플랫폼 형태로 고객과 가치를 교환하는 금융업 모델'을 의미한다. 기술 발전과 디지털 기업의 금융업 진출은 향후 금융업이 진정한 플랫폼 비즈니스로 성장하는데 큰 역할을 할 전망이다.

디지털 트랜스포메이션은 금융업 자체에는 기회, 금융회사에게는 큰 위협

디지털 트랜스포메이션은 금융 소비를 늘리면서 금융업에 성장 기회로 작용한다. 하지만 금융회사 입장에서는 경쟁 심화, 시장 잠식 등으로 위협 요인이다. 2018년부터 금융주가 저조한 근본적인 이유는 바로 '디지털 트랜스포메이션 리스크'다. 기존 금융권에 뚜렷한 혁신이 없을 경우, 주식시장에서 금융주의 저평가 현상은 당분간 지속될 가능성이 높다.

전통 금융회사 vs. 혁신금융기업, 데이터를 지배하는 자가 승리한다

앞으로 기존 금융회사들은 대형 디지털 기업, 테크핀 등 혁신금융기업들과 경쟁해야 한다. 금융업 헤게모니 쟁탈전에서 가장 중요한 것은 데이터 활용 능력이다. 혁신금융기업들이 전통 금융회사보다 유리한 점은 1) 다양한 데이터와 그 활용 능력, 2) 계열사간 고객 전파력, 3) 정부정책의 흐름 등이다.

10년 후 금융회사는 수익구조, 조직구성, 고객접점이 지금과 많이 다를 것

미래의 금융회사들은 ①종합 금융컨설팅, ②핵심 비즈니스 특화, ③기존의 백화점식 금융, ④혁신금융 Player 등의 카테고리로 분화할 것이다. 성공적인 변화를 위해서는 많은 모바일고객, 킬러 콘텐츠, 고객특화 서비스, 경쟁력 있는 제휴사 등이 필요하다.

혁신금융기업, 디지털 생태계 지배자, 핀테크 기업들에 주목하자

카카오뱅크를 비롯한 혁신금융기업들의 도전은 더욱 강해질 전망이다. 디지털 트랜스포메이션이 금융업계에 이식되면서 네이버, 카카오 등 디지털 생태계의 지배자, 웹캐시, 아톤 등 핀테크 기업들의 미래도 유망할 것이다.

주) 디지털 트랜스포메이션(Digital Transformation): 여러 가지 의미가 있지만, 이 리포트에서는 기업들의 모든 수익모델, 경영전략, 업무시스템 등이 디지털 기반으로 변화한다는 개념으로 사용 (p.6 참조)

Contents

1. 결론 및 요약	3
2. 디지털 트랜스포메이션과 디지털 금융 플랫폼의 의미	6
3. 디지털 트랜스포메이션, 금융에 위기이자 기회	9
4. 플랫폼은 공급자와 수요자가 가치를 교환하는 생태계	16
5. 디지털 금융 플랫폼으로의 진화는 현재 진행형	22
6. 금융업 대전(大戰): 전통 금융회사 vs. 혁신금융기업	29
7. 지금으로부터 10 년 후 금융회사의 모습	35
8. 혁신금융기업, 디지털 생태계 지배자, 핀테크 기업들	45
Company Aalysis	
카카오(035720)	57
NAVER(035420)	68
웹케시(053580)	77
아톤(158430)	87
카카오뱅크(비상장)	95

1. 결론 및 요약

(1) 디지털 트랜스포메이션과 디지털 금융 플랫폼

금융업의 디지털 트랜스포메이션(Digital Transformation)은 단순히 금융회사들이 디지털 수단을 이용하여 업무를 처리한다는 것이 아니라, ‘수익모델, 경영전략, 업무시스템 등 모든 것이 디지털 기반으로 변화한다는 개념’을 의미한다.

디지털 금융 플랫폼은 디지털 생태계를 바탕으로 다양한 금융 콘텐츠를 만들고 플랫폼 형태로 고객과 가치를 교환하는 금융업 모델을 의미한다. 과거에는 ‘소비자와 금융회사의 교류’만 있었을 뿐 ‘소비자 간의 교류’가 부족했기 때문에, 금융회사가 진정한 플랫폼이 되지 못했다. 1) 기술의 발전과 2) 인터넷·모바일 플랫폼 사업자의 금융업 진출은 금융업이 진정한 플랫폼 비즈니스로 성장하는데 중요한 역할을 할 전망이다.

(2) 디지털 트랜스포메이션은 금융업에 기회, 기존 금융회사에게 위기

디지털 트랜스포메이션은 향후 금융업에 여러 가지 변화를 가져올 전망이다. 그 변화들은 금융업이라는 산업 자체에 좋은 기회가 될 것이다. 1) 다른 업종과 융합된 서비스, 2) 편의성 제고, 3) 자산관리의 보편화 등으로 ‘금융 소비’가 늘어나기 때문이다.

반면 현재 금융업을 영위하고 있는 금융회사들의 입장에서는 큰 위협 요인이다. 1) 경쟁 심화로 인한 마진 압박, 2) 혁신금융기업들의 시장점유율 잠식, 3) 변화에 대응하지 못하는 기업들의 도태가 예상되기 때문이다. 2018년 이후 주식시장에서 금융주가 실적에 비해서 저조한 근본적인 이유는 바로 ‘디지털 트랜스포메이션 리스크’다. 기존 금융권에 뚜렷한 혁신이 없을 경우, 주식시장에서 금융주의 저평가 현상은 당분간 지속될 가능성이 높다.

앞으로 ‘금융’의 의미는 더 확장될 것이고, 기존의 금융회사들은 ‘법적으로는 서비스업이지만 실질적으로는 금융회사’, 즉 테크핀 기업들과도 경쟁해야 한다. 상장 금융회사들은 기존 경쟁자들뿐 아니라 혁신금융기업들과의 경쟁에서도 살아 남아야 한다.

(3) 금융업 대전(大戰): 전통 금융회사 vs. 혁신금융기업

앞으로 펼쳐질 금융업 헤게모니 쟁탈전에서 혁신금융기업과 전통 금융회사 중 어느 쪽이 이길 것이라고 예측하기는 어렵다. 각자의 장단점이 매우 뚜렷하기 때문이다. 우리가 단언할 수 있는 것은 데이터를 지배하는 자가 승리할 것이라는 점이다. 이 측면에서

보면 혁신금융기업들이 유리한 측면이 다소 많다. 그 이유는 1) 다양한 데이터와 그 활용 능력, 2) 데이터를 활용한 계열사간 고객 전파력이 강하고, 3) 정부 정책의 흐름 등이 혁신금융기업에 유리하게 흘러가고 있기 때문이다. 미래의 금융회사들은 고객 데이터를 기반으로 마케팅, 영업조직 구성, 리스크관리 등 금융회사의 모든 운영 시스템을 형성할 것이다.

(4) 성공한 디지털 금융 플랫폼이 되기 위한 조건

성공한 디지털 금융 플랫폼이 되기 위해서는 다음과 같은 조건들을 충족해야 한다. 첫째, 많은 모바일 고객을 확보해야 한다. 둘째, 킬러 콘텐츠(Killer Contents)를 갖고 있어야 한다. 셋째, 소비자들의 눈높이에 맞는 고객 특화서비스를 제공해야 한다. 넷째, 고객 편의성 제고를 위해 경쟁력 있는 제휴 플랫폼과 협업해야 한다. 그 외에도 고객 리스크의 관리, AI/빅데이터 등 미래형 기술을 잘 활용하는 것은 필수다.

(5) 10년 후 금융회사의 모습은 지금과 큰 차이가 있을 전망

10년 후 금융회사들은 ①종합 금융컨설팅회사, ②핵심 비즈니스 특화 모델, ③기존의 백화점식 금융회사, ④혁신금융 Player 등 네 가지 카테고리로 분화할 것이다. 그 이유는 경쟁 심화로 금융회사들이 자원을 계속 투입하기 어려운 사업부문이 발생할 것이며, 고객들의 금융 니즈(Needs)가 변화할 것이기 때문이다. 미래의 금융회사 모습은 회사 조직 구성, 점포의 모습, 수익구조 등에서 지금과 큰 차이가 있을 전망이다.

(6) 혁신금융기업, 디지털 생태계 지배자, 경쟁력 있는 테크핀 업체들

디지털 트랜스포메이션은 이미 시장에서 자리잡은 카카오뱅크(비상장)를 비롯하여 토스뱅크(예비인가), AIM,뱅크샐러드, 브로콜리 등 신진 테크핀 기업들에게 기회요인으로 작용하고 있다. 카카오(035720), NAVER(035420) 등 기존 디지털 플랫폼 시장의 강자들은 지속적으로 금융업 진입을 확대할 전망이고, 이는 기업가치에 긍정적으로 작용할 전망이다. 디지털 금융과 관련된 핀테크 기업들 중에서는 웹캐시(053580), 아톤(158430) 등이 유망하다.

그 간 카카오(035720)의 판더멘탈을 주도했던 것이 콘텐츠(카카오페이지)와 광고(비즈보드)였다면 올해의 키워드는 ‘테크핀’과 ‘디지털 금융 플랫폼’이 될 것이다. 특히 대표적인 규제 산업 중 하나인 모빌리티 부문에서 난제를 해결한 경험, 영업개시 3년 만에 흑자 전환한 카카오뱅크의 사례에 비추어 보아 카카오페이가 보여줄 금융업 전반에 대한 확장성 또한 유효할 것으로 예상된다. 올해 카카오페이 큰 폭의 적자축소와 더불어

하반기 종합자산관리 서비스가 본격화된다면 카카오는 또 다른 리레이팅 구간을 기대해 볼 만 하다.

NAVER(035420)는 다각화된 세그먼트와 지역 커버리지가 특징이다. 가장 강력한 잠재력을 보유한 커머스 그리고 이를 기반으로 한 결제 플랫폼에 주목해야 한다. 올해 네이버 커머스 거래액은 약 24 조원으로 이커머스 기업인 이베이코리아, 쿠팡을 여전히 상회할 것으로 예상된다. 네이버페이는 이미 월 결제액 1.5 조원, 월 결제자 수 1,100 만명을 돌파한 상황이다. 강력한 트래픽 유입을 기반으로 한 빅데이터 핸들링에 특화된 동사는 커머스-결제-금융은 물론 향후 데이터사업자로서의 시장 우위를 점할 것이다.

웹케이(053580)는 B2B 핀테크 비즈니스 기업으로 은행업무와 기업의 ERP 시스템을 직접 연결해 자금과 재정의 효율적이고 투명한 관리를 도와주는 기업이다. 공공/초대기업을 대상으로 하는 인하우스뱅크, 중견기업을 대상으로 하는 브랜치, 중소기업/소상공인을 대상으로 하는 경리나라 등의 상품을 기업에 제공하고 있다. 인하우스 뱅크는 SAP 과 협약을 통해 향후 5 년간 고속성장이 예상되며 구독경제 상품인 경리나라는 유료가입자의 낮은 해지율과 신규가입 증가를 통해 2020 년 흑자전환, 2021 년 30 억원의 이익 증가가 예상된다. 웹케이의 제품들은 아주 높은 락인효과가 있어 장기적으로 안정적인 성장이 기대된다.

아톤(158430)은 은행, 증권사, 통신사 대상으로 보안솔루션을 제공하는 핀테크 전문업체다. 동사의 보안솔루션은 금융서비스 및 거래에 필요한 보안카드, 공인인증서, OTP 기기를 대체할 수 있는 서비스로 별도기기 없이 PIN 번호를 통해 간편인증이 가능하다. 올해 상반기 중 아톤의 핀테크 보안솔루션 고객사가(은행 1 곳, 증권사 1 곳) 확대되어 외형성장이 기대된다. 또한 마진이 높은 핀테크 보안솔루션과 핀테크 플랫폼 매출 비중이 증가 중이며, 티머니 솔루션 및 스마트 금융 비중은 감소하는 추세로 영업이익률이 점진적으로 증가할 것으로 판단한다. 2020 년 매출액은 425 억원(+30.8% YoY), 영업이익 100 억원(+143.9% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

카카오뱅크의 빠른 성장은 카카오의 디지털 플랫폼과 시너지를 발휘한 수익모델이 성공적으로 자리잡은 결과다. 2026 년 정도에는 업계 내 중형 은행이 되어, 세계적으로도 인터넷은행 중 성공 사례로 꼽힐 전망이다. 다만 이와 같은 성과를 이루기 위해서는 국내에서 비대면 채널을 통한 주택담보대출이 활성화되어야 할 것이다. 2021 년 상장된다고 가정할 경우, 예상 PBR 3.1 배인 약 7.8 조원 정도의 기업가치 형성이 가능하다고 판단한다.

2. 디지털 트랜스포메이션과 디지털 금융 플랫폼의 의미

(1) 디지털 트랜스포메이션(Digital Transformation)이란?

이 리포트에서 디지털 트랜스포메이션(Digital Transformation)은 “기업들의 모든 수익 모델, 경영전략, 업무시스템 등이 디지털 기반으로 변화한다는 개념”을 의미한다. 간혹 클라우드 컴퓨팅에 국한된 용어로 사용되기도 하지만, 여기서는 단순한 전산화(Digitization) 수준을 뛰어 넘어 빅데이터와 AI 를 활용하고 디지털 플랫폼으로 연계, 전환된다는 뜻으로 사용했다.

디지털 트랜스포메이션은 신조어이기 때문에, 모두가 비슷하지만 조금씩은 다른 개념으로 사용하고 있다. IBM 은 디지털 트랜스포메이션을 “기업이 디지털과 물리적인 요소들을 통합하여 비즈니스 모델을 변화시키고, 산업에 새로운 방향을 정립하는 전략”이라고 정의한다. 컨설팅회사인 AT 커니는 “모바일, 클라우드, 빅데이터, AI, IoT 등 디지털 신기술로 촉발되는 경영 환경 변화에 선제적으로 대응함으로써 현행 비즈니스의 경쟁력을 획기적으로 높이거나 새로운 비즈니스를 통한 신규 성장을 추구하는 기업 활동”으로 정의하고 있다.

금융업계에서 디지털 트랜스포메이션이라 함은 모든 금융이 “디지털 기반”을 통해서 이루어진다는 것이다. 사실 지금도 대부분의 금융업무는 디지털화된 수단을 통해서 이루어지고 있다. 다만 여전히 오프라인 채널(점포, 영업인력)을 통해 많은 금융 비즈니스가 이루어지고 있는데, 이러한 대면 채널이 사라지는 것이 아니라 금융회사의 영업방식, 업무 시스템, 기업 문화 등이 모두 디지털 기반으로 바뀌는 것을 의미한다.

일반적으로 디지털 트랜스포메이션은 ‘디지털라이제이션(Digitization)’과 ‘디지털리제이션(Digitalization)’ 단계로 나뉜다. 전자는 단순한 ‘전산화’인 반면, 후자는 우리가 주목해야 할 클라우드 컴퓨팅, IoT, AI 및 빅데이터의 활용 등을 뜻한다. 그 동안 제조, 물류, 유통, 교육, 행정 등 전 산업에서 확산되어 왔던 디지털 트랜스포메이션은 금융의 영역에서도 본격화되고 있다.

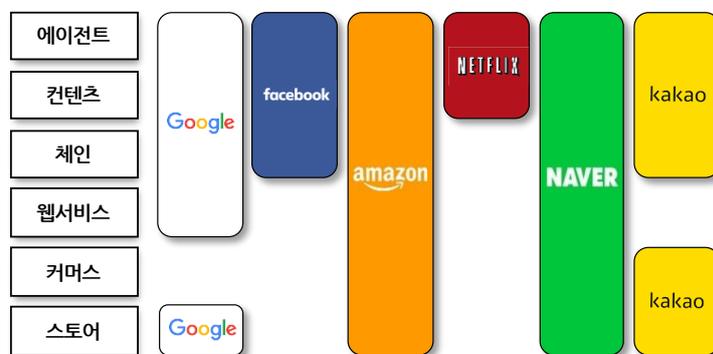
(2) 디지털 금융 플랫폼(Digital Financial Platform)이란?

디지털 금융은 ‘고객에게 디지털 수단을 통해 금융 서비스를 제공하는 비즈니스’를 의미한다. 플랫폼은 ‘사업자가 구축한 네트워크를 바탕으로 참여자들이 상호 교류를 통해 가치를 창출하는 사업형태’를 의미한다. 결국 디지털 금융 플랫폼은 디지털 생태계를

바탕으로 다양한 금융 콘텐츠를 만들고, 플랫폼 형태로 고객과 가치를 교환하는 금융업 모델을 의미한다. 금융 플랫폼이 기존의 금융회사와 전혀 다른 존재라는 의미가 아니라, 금융회사의 1) 금융 콘텐츠, 2) 플랫폼 형태, 3) 가치 교환이 증시된다는 재해석의 개념이다.

플랫폼 비즈니스 모델의 유형을 특정하는 것은 쉽지 않다. 플랫폼의 개념 자체가 상대적이고 유동적이기 때문이다. 플랫폼 비즈니스의 분류 방법은 다양하다. 주요 활동 기준에 따라 스토어(Store), 체인(Chain), 커머스(Commerce), 에이전트(Agent), 웹서비스형(Web service) 비즈니스 모델로 분류할 수 있다. 아래 <그림>을 보면 이해하기 쉽다. 넷플릭스는 에이전트와 콘텐츠형 플랫폼으로 분류할 수 있으며, 아마존과 네이버는 거의 전 부문에 걸쳐서 활동하고 있는 플랫폼이다. 그런데 이 같은 분류는 디지털 플랫폼의 초기 단계에는 유의미했지만, 영역의 블러링(Blurring)^{주1}이 상당히 진척된 현재에는 큰 의미가 없다. 예를 들어 구글은 스토어형의 구글 플레이와 에이전트형의 구글 애드 및 유튜브, 웹서비스형의 구글 닥스를 모두 운영 중이며, 이들은 동시에 체인형의 특징을 띠고 있다.

활동 기준에 의한 디지털 플랫폼의 형태 분류: 주요 플랫폼 기업들의 예시



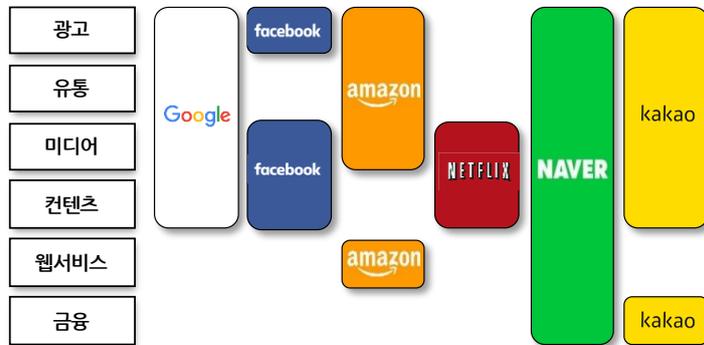
자료: SK 증권

- 주. 1. 에이전트형은 중개 및 대리인형 비즈니스이며, 광고, 상품, 콘텐츠, 커뮤니케이션 중개도 포함
- 2. 체인형은 유통 플랫폼의 일종으로, 단순한 상거래 아닌 다자(1 차, 2 차 제작자, 벤더, 소비자 등) 간 연결을 추구하는 플랫폼 형태
- 3. 웹서비스는 네트워크와 클라우드 상에서 컴퓨터와 시스템의 상호작용 및 호환을 지원하는 플랫폼으로, 구글독스, 아마존웹서비스, 네이버클라우드 등이 있음
- 4. 커머스와 스토어 역시 유통 플랫폼을 기반으로 하나, 전자는 '페이' 등 상거래에 결제 기능을 포섭, 후자는 상점의 기능이 보다 부각되며 어플리케이션이나 게임 등 무형 가치 판매 중개도 포함

^{주1} 블러링(Blurring): 각 비즈니스의 통합화로 사업 영역 간의 구분이 모호해지는 현상

플랫폼 비즈니스는 영위하는 업종에 따라 광고 플랫폼, 유통 플랫폼, 미디어플랫폼, 결제 플랫폼, 금융 플랫폼으로 분류하기도 한다. 웹서비스 플랫폼은 비즈니스 활동 기준에 의해 분류하기도 하고, 업종별 분류에도 포함될 수도 있다. 아마존의 경우 광고, 유통, 미디어, 웹서비스 업종을 영위하는 플랫폼이다. 국내의 NAVER 와 카카오는 광고, 유통, 미디어, 콘텐츠, 금융에 걸쳐 다양한 업종을 영위하고 있는 플랫폼이다. 이렇게 거대 플랫폼 기업들이 여러 가지 활동 영역, 그리고 다양한 업종을 동시에 영위하고 있어, 이제는 과거 기준에 의한 플랫폼 비즈니스의 모델 분류는 크게 중요하지 않다.

디지털 플랫폼의 진입 업종에 의한 구분



자료 SK 증권

주: 구글, 아마존도 금융업에 진출했으나 유의미한 시장점유율이 아니어서 표시하지 않음.

금융업도 플랫폼 비즈니스로 분류할 수 있다. 금융업이야 말로 사업자(은행, 증권 등)가 구축한 네트워크를 바탕으로 이윤을 창출한다는 점에서 플랫폼 비즈니스의 바탕을 갖추고 있다. 다만 그 동안 ‘소비자와 금융회사의 교류’만 있었을 뿐 ‘소비자 간의 교류’가 부족했기 때문에 진정한 플랫폼으로서의 역할을 하지 못했던 것이다. 1) 기술의 발전과 2) 인터넷·모바일 플랫폼 사업자의 금융업 진출은 향후 금융업이 진정한 플랫폼 비즈니스로 성장하는데 중요한 역할을 할 전망이다.

금융업은 타 업종과 비교할 때 정부의 인허가가 필요한 규제 산업이라는 가장 큰 차이점이 있다. 따라서 기존의 인터넷·모바일 플랫폼 사업자가 금융업에 진입할 때 다소 긴 인허가 시간이 필요했다. 그 동안 이들이 송금과 결제 부문에 집중했던 것은 이 같은 이유 때문이기도 하다. 그러나 최근 카카오가 증권업, 토스가 은행업 인가를 받으면서, 금융업 내에서 기존 사업자와 신규 이종 사업자 간의 경쟁은 본격화될 전망이다. 먼 미래에 2019~2020 년은 금융업계의 지각변동이 시작된 시점으로 기록될 것이다.

3. 디지털 트랜스포메이션, 금융에 위기이자 기회

(1) 금융업 자체에는 기회이지만 개별 금융회사에는 위협 요인

디지털 트랜스포메이션은 금융업에 기회 요인이다. 왜냐하면 1) 다른 업종과 융합된 서비스의 제공, 2) 모바일 접근성 개선으로 인한 편의성 제고, 3) 자산관리의 보편화 등 많은 메리트가 생기면서 고객들의 '금융 소비'가 늘어나기 때문이다.

금융업 자체에는 기회인 반면 개별 금융회사들에게 디지털 트랜스포메이션은 위협 요인이다. 왜냐하면 1) 경쟁 심화로 인한 마진(수수료율, NIM 등) 압박, 2) 혁신 기업들의 금융업 진입으로 인한 시장점유율 잠식이 예상되는데다, 3) 시장 변화에 대응하지 못하는 금융회사들이 도태될 수 있기 때문이다.

디지털 트랜스포메이션이 금융업, 금융회사에 미치는 영향

<금융업 자체로는 기회 요인>

1. 다른 업종과 융합된 새로운 금융 서비스의 제공 가능
 2. 모바일 접근성 개선으로 인한 고객 편의성 제고
 3. 고객 자산관리 개념의 보편화로 인한 고객 수 증가
- ➔ 복합적인 시너지로 인한 금융 소비의 증가

<개별 금융회사 입장에서는 위협 요인>

1. 경쟁 심화로 인한 마진(수수료율, NIM) 압박
2. 혁신 기업, 테크핀 등 신규 진입자들에 의한 시장점유율 잠식
3. 시장 변화에 대응하지 못하는 금융회사들의 도태

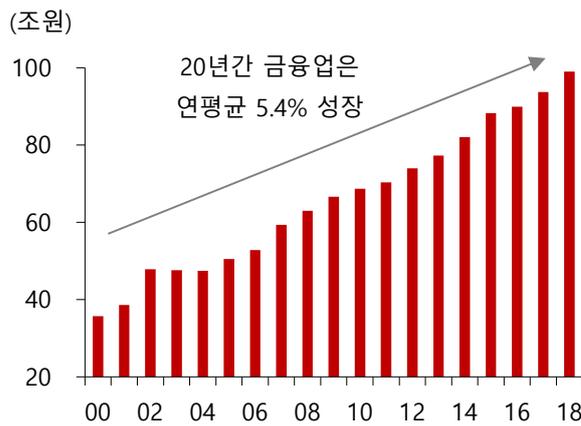
자료 SK 증권

(2) 21 세기 정보화 시대는 오히려 금융업을 성장시켰다

디지털 트랜스포메이션은 금융 소비를 늘리면서 금융업 자체에 긍정적인 영향을 줄 전망이다. 그 이유는 본격적인 정보화 시대인 2000년대 들어 금융업이 발달한 사례 때문이다. 지난 정보화 혁명은 기술의 발전을 통해 소비자들의 금융 접근성, 편의성, 가격 등을 개선시키면서 금융 소비를 촉진하는 결과를 가져왔다.

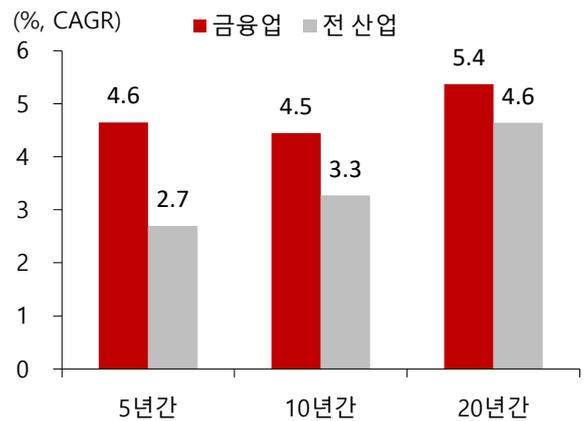
최근 주식투자자들은 금융주의 부진 때문에 금융업이 불황이라는 선입관을 갖고 있다. 그러나 데이터는 한국의 금융업이 불황이 아니고, 오히려 타 산업에 비해 호황이라는 것을 말해주고 있다. 2019년 기준으로 지난 20년, 10년, 5년 평균 성장률을 비교해보면 금융업의 성장률은 전산업 평균치를 크게 상회한다. 특히 최근으로 올수록 금융업과 전산업의 성장률 격차는 더 커지고 있다. 그 결과 국내 GDP에서 금융업이 차지하는 비중은 2000년 3.9%에서 2010년 4.8%, 2019년 5.7%로 점차 상승했다. 이는 국내 금융업의 성장률이 산업 평균치를 상회한다는 것을 의미한다. 투자자들이 금융업이 불황이라고 인식하는 이유는 주식시장에서 금융주의 성과가 부진하기 때문일 뿐, 경제 전체적인 관점에서 금융업은 상대적으로 호황이다. 앞에서 거론했듯이 기술의 발전이 금융 접근성, 고객 편의성을 높이면서 금융 소비를 촉진했기 때문이다.

금융업의 국내총생산 추이



자료: 한국은행, SK 증권

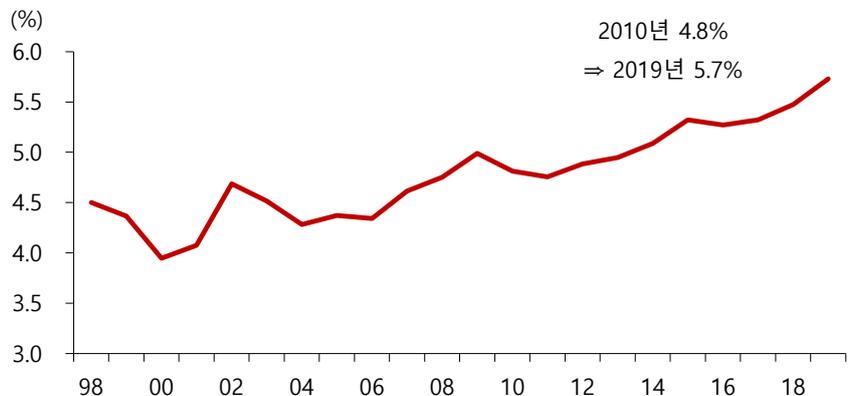
2019년 기준 금융업과 전 산업의 총생산 증가율(CAGR)



자료: 한국은행, SK 증권

주: 5년은 2015~2019년, 10년은 2010~2019년, 20년은 2000~2019년

국내 GDP에서 금융업이 차지하는 비중 추이



자료: 한국은행, SK 증권

(3) 주식시장에서는 금융주가 KOSPI 를 Underperform

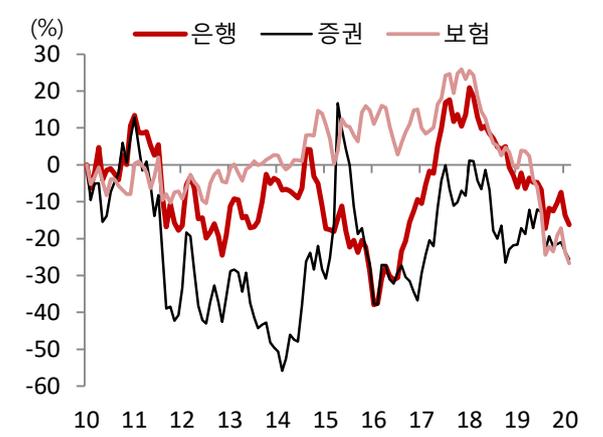
주식시장 참여자들이 ‘금융업이 불황’이라고 느끼는 이유는 글로벌 금융위기 이후 금융주가 KOSPI 를 하회하는 실적을 기록하고 있기 때문이다. 아래 왼쪽 그림에서 보듯이 금융업종의 장기 주가 흐름은 KOSPI 에 크게 못 미친다. 혹자들은 금융주의 배당수익률이 높기 때문에 Total Return 으로 보면 다른 결과가 나올 수 있다고 생각하지만, 실제로는 큰 차이가 없다. 2008 년말 이후 2020 년 2 월말까지 금융업종지수는 총 22%의 Total Return 을 기록하여, 같은 기간 KOSPI 수익률(+97%)을 크게 하회했다.

2010 년 이후 KOSPI 와 금융업종지수 비교



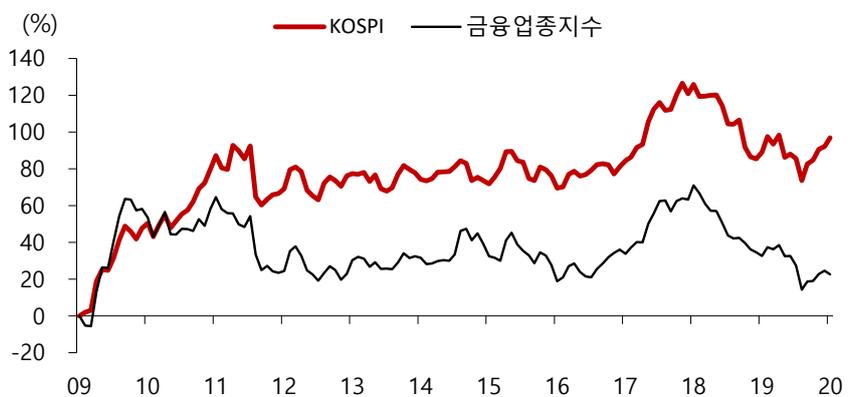
자료: FnGuide, SK 증권
 주: 2010 년을 0 으로 놓고 계산

2010 년 이후 금융업종 내 주가지수 비교



자료: FnGuide, SK 증권
 주: 2010 년을 0 으로 놓고 계산

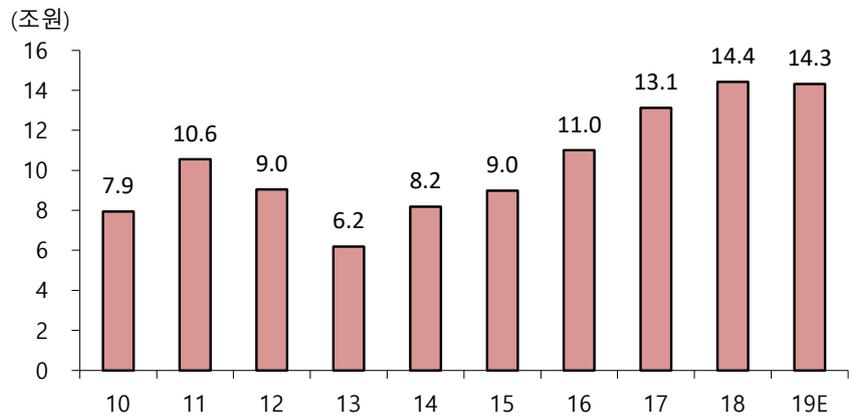
2008 년말 이후 KOSPI 와 금융업종지수의 배당포함 Total Return 수익률(누적)



자료: FnGuide, SK 증권
 주: Total Return 은 배당수익을 포함한 총 수익 개념의 성과

그 동안 금융업의 GDP 증가율이 전 산업 평균치를 상회했음에도 불구하고 금융주 성과가 KOSPI를 하회한 것은 단순히 이익 감소 때문만은 아니었다. 그 보다는 금융주의 **밸류에이션(Valuation)**이 내려간 것이 주가 부진에 더 큰 영향을 미쳤다. 금융업종을 대표하는 상위권 10개사의 연결순이익은 2013년을 바닥으로 꾸준히 증가했다. 그럼에도 불구하고 밸류에이션은 전혀 개선되지 않고 오히려 악화되고 있다. 대표적으로 은행업종을 살펴보면, 은행업종 PBR은 2010년까지만 해도 1.0~1.1배에서 형성되었으나 최근에는 0.4배 미만으로 하락했다. 은행업종의 PER는 5배가 무너진 상황이다. 금융주의 부진이 실적 부진 때문이라고 하기에는 밸류에이션의 하락 폭이 너무 크다.

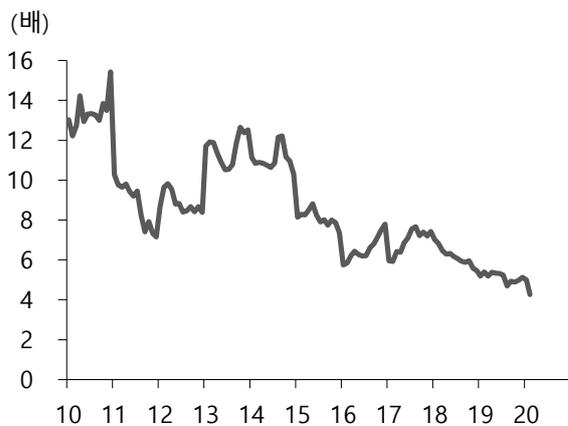
금융업종 상위 10개사의 연결순이익 추이



자료 FnGuide, 각 기업 SK증권

주: KB 금융, 신한지주, 하나금융, 기업은행, 한국금융지주, 미래에셋대우, 삼성증권, NH투자증권, 삼성화재, 삼성생명 기준

은행업종의 PER 추이



자료: 각 기업 KRX, SK증권 추정

은행업종의 PBR 추이



자료: 각 기업 KRX, SK증권 추정

(4) 과거 증권업 환경이 급변했던 2000년 사례

특히 2018년 이후 주식시장에서 금융주의 밸류에이션이 하락하고 있는 근본적인 이유는 바로 '디지털 트랜스포메이션 리스크'다. 2016~2017년 회복세를 보이던 금융업종의 밸류에이션이 2018년부터 다시 낮아진 데에는 1) 낮은 배당률로 인한 ROE 하락, 2) 금리 하락의 악영향(은행은 NIM 축소, 보험사는 투자수익률 하락)이 표면적인 이유로 작용했다. 하지만 금융주 밸류에이션 하락의 배경에는 3) '금융환경 변화'에 대한 불확실성이 자리잡고 있다. 그리고 금융환경이 변할 것이라는 전망의 근거는 디지털 트랜스포메이션의 부각이다.

금융환경의 변화가 주가에 악영향을 준 사례는 지난 2000년 인터넷전문증권사의 등장으로 증권업계의 부진한 실적이 이어졌던 당시를 보면 된다. 1998년 일부 소형사들에 이어 1999년 5월 대형사들이 인터넷 주문 수수료 인하(0.25%)에 동참했다. 그리고 1999년 12월 이베스트증권(당시 이트레이드)과 2000년 1월 키움증권(당시 키움닷컴) 등 디스카운트 브로커들이 등장했다.

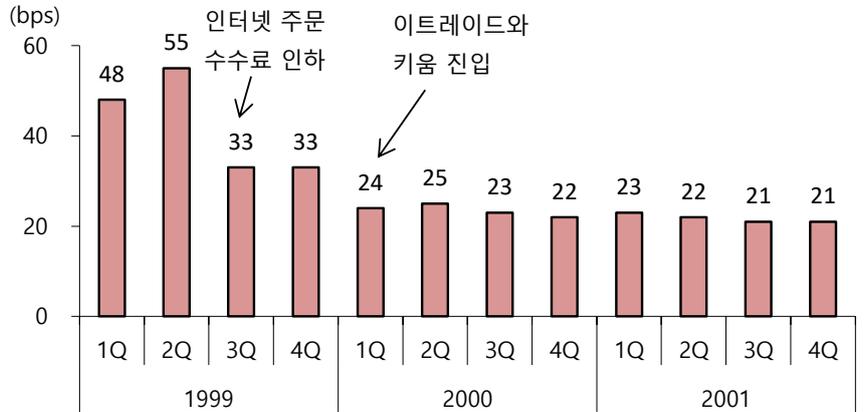
모든 결과를 알고 있는 지금 입장에서 2000년 당시 애널리스트들의 반응, 또는 언론의 뉴스를 보면 놀랄만큼 안이했다는 생각이 든다. 다음은 2000년 5월 2일 언론 기사의 일부이다.

OO 증권 리서치센터 A 팀장은 "온라인증권사들이 제시하고 있는 위탁수수료를 0.29~0.30%는 현재 중소형사의 사정상 적자가 날수 밖에 없는 수준"이라고 분석했다. 결국 "온라인 증권사의 가격파괴를 따라가는 증권사가 많지 않을 것"이란 전망이다.

□□증권 B 연구원도 "지난 3월에도 수수료 인하 바람은 세종증권에 그친 것처럼 이번 키움닷컴의 가격파괴도 업계전체로 번질 가능성은 별로 없다"고 진단했다. B 연구원은 특히 키움닷컴의 수수료율 파괴는 특히 한시적인 만큼 아직 대응할 시간적 여유가 있다는 점을 강조했다.

결과적으로 이러한 분석은 기대에 불과했으며, 당시 증권주는 온라인증권사의 등장 이후 5년 동안 부진했다. 주가 부진이 선행하고 실적 둔화가 곧이어 나타났다. 상위권 5대 증권사의 세전이익은 1999년 2.7조원에서 2000년 2,940억원, 2001년 4,540억원으로 급감했다. 이는 당시 증권사 수익원의 대부분을 차지하던 주식위탁수수료가 감소한 결과다. 상위권 5대 증권사의 주식위탁수수료는 1999년 3.0조원에서 2000년 1.6조원, 2001년 1.1조원으로 급격히 줄어든 바 있다. 이는 1999년 유례 없는 호황에 의한 기저효과가 크지만, 위탁수수료율이 하락한 효과가 실적 악화에 크게 작용했다.

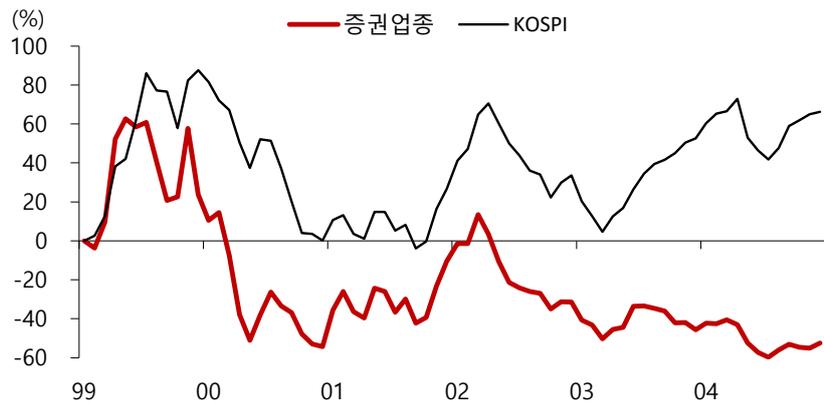
1999~2001년 증권업계 상위 5개사의 평균 위탁수수료율



자료: 금감원, SK 증권

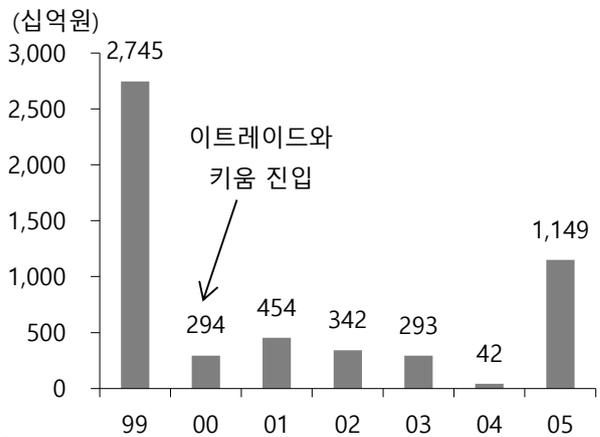
주: 미래에셋대우, 삼성증권, NH투자증권, KB증권, 대신증권 기준

1999~2004년 증권업종지수와 KOSPI의 상승률 비교



자료: KRX, SK 증권

1999~2005년 5대 증권사의 세전이익 추이



자료: 금감원, SK 증권

주: KB 증권, 미래에셋대우, 삼성증권, NH투자증권, 대신증권 기준

1999~2005년 5대 증권사의 주식위탁수수료 추이



자료: 금감원, SK 증권

주: KB 증권, 미래에셋대우, 삼성증권, NH투자증권, 대신증권 기준

현재 금융주의 실적이 2000년 당시 증권사들처럼 악화되고 있는 것은 아니다. 다만 투자자들은 금융회사들의 미래에 대해 불확실성을 크게 느끼고 있다. 그 불확실성은 바로 디지털 트랜스포메이션이 기존 금융회사들의 입지를 약화시킬 것이라는 예상이다. 언제나 주가의 변화는 펀더멘탈의 변화보다 먼저 진행된다. 단지 최근의 금융업 환경 변화는 2000년 증권업계에 나타난 변화보다 느리게 진행되고 있어 금융업종 종사자들이 피부로 느끼지 못하고 있을 뿐이다. 기존 금융권에 뚜렷한 혁신이 없을 경우, 주식시장에서 당분간 금융주의 저평가 현상은 지속될 가능성이 높다.

역설적이지만 금융회사들은 느린 변화에 적응하는 것이 더 어렵다. 굳이 시장의 변화를 따라가지 않아도 괜찮다고 오판할 수 있기 때문이다. 최근 디지털 트랜스포메이션으로 인한 금융환경 변화는 주식 투자자, 금융권 참가자들이 느끼기에 서서히 진행되고 있다. 디지털 트랜스포메이션이 대출금리, 예금금리, 펀드판매수수료, 주식주문수수료, 보험료 등에 조금씩 부담으로 작용하고 있지만, 금리 하락, 규제 강화 등 다른 변화와 섞여서 진행되고 있기 때문에 오히려 인지하기 힘들다. 이러한 점 때문에 금융회사 입장에서는 더 대비하기 힘든 측면이 있다.

4. 플랫폼은 공급자와 수요자가 가치를 교환하는 생태계

(1) 디지털 플랫폼의 역사와 정의

디지털 트랜스포메이션 현상을 이해하고 금융업에 미치는 영향을 예측하기 위해 디지털 플랫폼의 역사와 정의에 대해 간략히 살펴볼 필요가 있다. 1970년대 후반 ‘컴퓨팅 플랫폼’^{주2} 기업들이 나타났고, 1989년 팀 버너스-리가 ‘웹’을 구현했다. 그리고 드디어 1990년대 초반 넷스케이프, 야후, 아마존, 이베이, 구글 등 ‘디지털 플랫폼’의 원류 기업들이 생겨났다. 그로부터 30년 가까운 시간이 흐른 지금도 초창기 플랫폼 기업의 상당수는 건재한 상태다. 지금도 디지털 플랫폼은 ‘승강장’이나 ‘중간 지대’라는 본원적 의미에서 크게 벗어나지는 않는다.

컴퓨팅 플랫폼과 디지털 플랫폼의 변곡점

컴퓨팅 플랫폼의 개막

1975	빌 게이츠, 마이크로소프트 창립
1976	스티브 잡스와 워즈니악, 애플 컴퓨터 창업 (애플 I 출시)
1979	최초의 킬러 소프트웨어, 비지칼크 출시
1980	IBM, PC 사업 시작
1984	마이클 델, 델 컴퓨터 창업

디지털 플랫폼의 개막

1989	팀 버너스-리, 월드 와이드 웹 구현
1994	마크 앤드리센, 넷스케이프 커뮤니케이션스 창업
1995	제리 양과 데이빗 파일로, 야후 창업 제프 베조스, 아마존 창업 피에르 오미디아르, 이베이 창업
1997	마이크로소프트, 핫메일 인수 리드 해스팅스, 마크 팬돌프, 넷플릭스 설립
1998	마이크로소프트, 윈도우 98 발표, 익스플로러의 브라우저 시장 잠식 (넷스케이프, AOL 에 매각) 래리 페이지, 세르게이 브린, 구글 설립
1999	마이크로소프트, MSN 메신저 서비스 시작
2000	야후, 구글을 공식 검색엔진으로 사용 구글, 전세계 검색건수의 40% 점유
2001	이베이, 옥션 인수

자료: 거의 모든 IT의 역사 SK증권

^{주2} 소프트웨어가 구동 가능한 하드웨어 아키텍처, OS, 프로그램 언어를 총괄하는 개념. 1975년 마이크로소프트 창립, 1976년 애플 I 출시, 1980년 IBM의 PC 사업 시작 등이 컴퓨팅 플랫폼의 분기점

2000년대 ‘소셜 미디어’의 등장과 ‘모바일’의 확산은 현재의 플랫폼 기업들에게 큰 영향을 미쳤다. 2004년 페이스북의 시작, 2006년 트위터의 개시와 구글의 유튜브 인수, 2009년 우버 창립 등이 그 것이다. 소셜 미디어와 모바일의 확산 결과, 현재 우리는 디지털 플랫폼을 ‘인터넷·모바일을 기반으로 서비스 공급자와 수요자가 가치를 교환하는 생태계’로 정의한다. 디지털 플랫폼의 유형은 포털, 메신저 그리고 다양한 형태의 앱(App)으로서 존재하며, 매개가 되는 서비스는 콘텐츠, 상품, 재화, 인력, 엔터테인먼트에 이르기까지 매우 다양하다.

(2) 디지털 플랫폼, 영역의 번짐 효과가 확산될 전망

디지털 플랫폼은 1990년대에 기틀이 완성되고 지난 20여년 간 확산과 분화의 과정을 겪었다. 앞으로 디지털 플랫폼은 더 많은 변화가 예상되는데, 가장 큰 변화는 영역의 번짐 효과(Blurring Effect)다. 웹과 포털이 세상에 침투한 이래 플랫폼 비즈니스는 C-P-N-D^{주3}, 즉 콘텐츠-플랫폼-네트워크-디바이스 가치사슬 내에서 변혁을 주도했다. 그러나 최근 들어 C-P-N-D 구분의 의미가 퇴색되는 현상이 나타나고 있다. 디바이스 영역의 대표 주자인 애플은 iOS라는 배타적 운영체제를 보유하고 있고, 앱스토어라는 플랫폼, 애플 TV+를 통해 콘텐츠 제작까지 진출했다. 글로벌 소셜미디어 1위사 페이스북은 인스타그램(Instagram), 왓츠앱(WhatsApp) 인수를 통해 숏폼(Short form, 짧은 재생시간의 영상) 콘텐츠와 메시징 앱 시장에서 절대적 지위를 확보했음에도 불구하고, 오кул러스(Oculus)를 통해 VR(Virtual Reality)/AR(Augmented Reality) 콘텐츠 및 디바이스 영역으로 진출하고 있다.

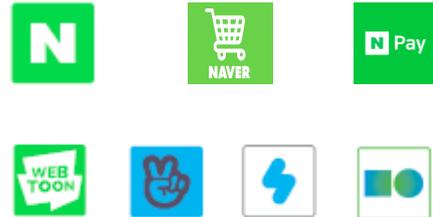
영역의 번짐(Blurring) 효과 때문에 많은 경우 플랫폼의 형태가 한 가지로 규정되지 않으며, 커머스이면서 에이전트이거나, 에이전트이면서 웹서비스형인 플랫폼이 존재한다. 플랫폼 비즈니스 개념은 상대적이고 유동적이다. 국내 기반의 플랫폼 기업만 보더라도 그렇다. NAVER와 카카오는 콘텐츠(네이버웹툰, V-LIVE, 카카오페이지, 카카오게임즈), 커머스(네이버페이, 카카오페이), 스토어(네이버쇼핑), 에이전트(카카오모빌리티), 웹서비스(네이버클라우드) 등에 걸쳐 분포되어 있다.

^{주3} Contents(콘텐츠) - Platform(플랫폼) - Network(네트워크) - Device(디바이스)

영역이 불명확한 플랫폼 - 카카오

kakao**commerce** kakaopay corp.
 kakao**page** kakao**games**
 kakao**mobility**

영역이 불명확한 플랫폼 - NAVER

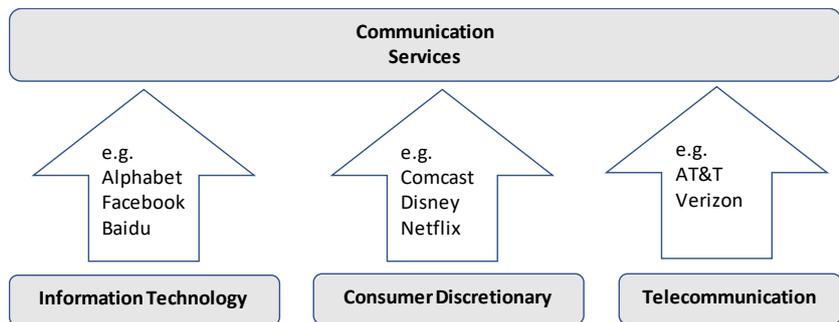


자료: 카카오, SK 증권

자료: NAVER, SK 증권

지난 2018 년 MSCI GICS ^{주4} 내에 Communication Services 섹터가 신설된 것은 이 같은 ‘번짐 효과’가 보편화 되었다는 증거다. 기존 산업 영역의 블러링(Blurring)이 상당 부분 진척되어 커뮤니케이션 섹터에는 페이스북, 알파벳(구글), 텐센트 등이 포함되었고, 기존 통신업은 그 하위 섹터로 분류된다. 결론적으로, 플랫폼 기업을 어느 한 영역으로 구분하는 것은 점점 의미가 사라지게 되었다.

MSCI GICS의 산업 구분: 커뮤니케이션 섹터로 통합 재편



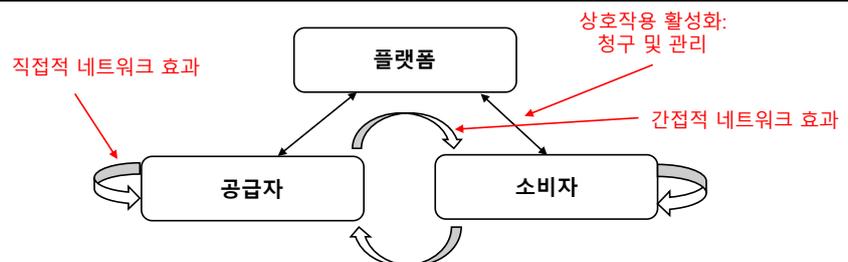
자료: MSCI, SK 증권

^{주4} Global Industry Classification Standard(국제 산업 분류 기준)

(3) 디지털 플랫폼의 네트워크 효과는 더욱 공고해짐

C-P-N-D의 영역이 모호해진 반면, 플랫폼 비즈니스의 본질인 직·간접 네트워크 효과는 더욱 공고해지고 있다. 플랫폼의 네트워크 효과는 직·간접적 네트워크 효과로 구분된다. 직접적 네트워크 효과는 동일한 재화나 서비스를 이용하는 집단의 규모에 따라 그 가치가 상승하는 것이다. 간접적 네트워크 효과는 어쩌면 당연하겠지만 수요자가 많을수록 공급자도 늘어남을 의미한다. 공급자의 증가가 수요자의 증가를 견인하는 케이스도 간접 네트워크 효과다. 직·간접적 네트워크 효과를 본 대표적인 사례가 국내 최대인 4,500만 MAU(Monthly Active Users, 월 활성 이용자)를 보유한 카카오톡이다.

직접적, 간접적 네트워크 효과



플랫폼	공급자	소비자
포털	광고주	광고 소비자
웹툰 플랫폼	창작자	웹툰 소비자
커머스 플랫폼	생산자	제품 소비자
메시징 앱	(다양한) 공급자	(다양한) 소비자

자료: Rotterdam School of Management, SK 증권

(4) 강력한 플랫폼 기업의 진입은 그 산업에 위기이자 기회

특정 산업에 강력한 디지털 플랫폼이 새로 진입하는 것은 기존 업체들에게 매우 강력한 위기가 될 수 있다. 미국의 홈 비디오 시장을 예로 들어보자. 넷플릭스의 DVD 배송과 더 나아가 스트리밍 전환으로 인해 기존 비디오 대여업 1위 업체인 블록버스터는 2010년 파산 신청으로 내몰렸다. 미국 유통업의 결과는 조금 다르다. 아마존의 영향으로 시어즈(Sears Roebuck)는 몰락했지만, 월마트(Walmart)는 디지털 트랜스포메이션에 성공하며 안정적인 유통 플랫폼으로서의 지위를 유지했다. 이처럼 디지털 트랜스포메이션, 혹은 디지털 플랫폼의 진입은 어떤 측면에서 위기이며 또 다른 측면에서 기회가 되기도 한다. 기존 기업들이 1) 시장 변화를 얼마나 잘 파악하는지, 그리고 2) 변화에 대응하기 위해 얼마나 우수한 혁신을 시도하는지에 따라 결과는 달라질 것이다.

1995년의 아마존 본사



자료: Telegraph, SK 증권

디지털 플랫폼 전환 이전의 넷플릭스(2007)

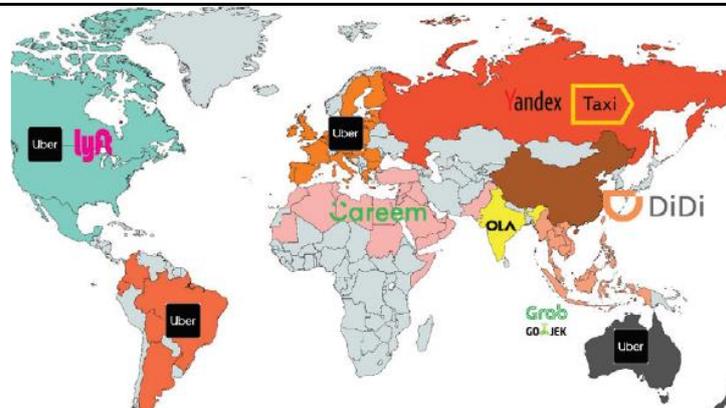


자료: Telegraph, SK 증권

(5) 경쟁 심화로 인한 불확실성의 확산 - 1990년대와 지금은 다르다

일반적으로 디지털 플랫폼은 제조업, 도소매업 대비 초기 투자비용이 낮다. 초기 형태의 이베이, 아마존, 구글을 돌이켜보면 생산 설비나 재고 비용, 창고 시설 등이 필요했다. 그렇기 때문에 낮은 자본력으로도 기존 업계 침투가 가능했던 것이다. 그러나 디지털 트랜스포메이션에 성공했다하더라도, 그것이 지속 가능한 디지털 플랫폼임을 보장하지는 않는다. 1990년대의 초기 플랫폼 기업은 수년 내 수익화에 성공했지만, 2010년을 전후로 설립된 기업 중에는 아직까지 이익을 창출한 경험이 없거나 자본잠식에 이르는 경우가 많다. 글로벌 수준의 기업들 중에서도 우버, 위워크, 슬랙, 쿠팡 등 여러 업종에 걸쳐 아직 정상적 이익을 창출하지 못하는 기업들이 존재한다. 초기 플랫폼 시기와 최근 10년의 상황이 너무 달라졌기 때문이다. 1990년대에 비해 지금은 동일한 서비스를 기반으로 한 경쟁 기업이 너무 많다. 이 때문에 외형은 고성장함에도 불구하고 이익을 창출하지 못하는 기업들이 생기는 새로운 구간이 형성된 것이다.

우버와 동일한 서비스 경쟁 중인 모빌리티 플랫폼 현황



자료: Mapchart, SK 증권

(6) 플랫폼의 지배자들이 금융업계로 온다

국내외 플랫폼 사업자들의 금융업 진입, 테크핀으로의 진화 양상은 매우 뚜렷하다. 가장 초기 단계인 송금 및 결제 부문에는 주요 플랫폼 기업군이 대부분 진입했다. 해외에는 알리페이, 텐페이, 구글페이, 페이스북페이 등이 있으며 국내에는 네이버페이, 카카오페이가 대표적이다. 특히 이커머스를 기반으로 하는 알리바바의 경우, 알리페이와 마이뱅크 등을 통해 거의 모든 금융 영역에 진출한 상태다.

국내 플랫폼 사업자의 경우 카카오의 진입이 활발하다. 은행업 인가 후 1년 반 정도의 설립 과정을 거쳐 2017년 7월 본격적으로 영업을 개시했고, 같은 해에 카카오페이도 설립했다. 2020년에는 카카오페이증권이 공식 출범했으며, 향후 보험, 자산관리 영역에도 진출할 전망이다. 네이버의 경우 국내에서 활성화된 부문은 커머스를 기반으로 한 네이버페이이며, 해외에서는 라인파이낸셜을 통해 증권, 보험, 대출, 은행업에 진출했거나 연내 진출 예정이다. 국내에서는 향후 '네이버통장'을 기반으로 미니보험, 미니펀드(p.50 참조) 상품 판매, 궁극적으로는 자산관리 플랫폼으로의 진화를 목표로 하고 있다.

국내외 주요 테크핀의 금융업 진입 현황

	송금/결제	대출	은행	증권	보험	자산관리
	진입	진입				
	진입	일부진입	진입예정			
	진입	진입	진입			
	진입	진입	진입	진입	진입	진입
	진입	진입예정	진입예정	진입	진입	진입예정
	진입	진입	진입	진입	진입예정	진입예정

자료 SK 증권

주: NAVER의 경우 은행, 대출, 증권, 보험 등 분야는 라인파이낸셜(대만 및 일본)의 비즈니스를 의미

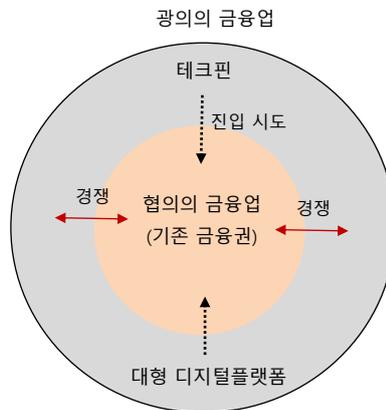
5. 디지털 금융 플랫폼으로의 진화는 현재 진행형

(1) 금융 콘텐츠를 만들고 플랫폼 형태로 고객과 소통하는 기업

앞으로 ‘금융’의 의미는 더 확장될 것이다. 금융회사(Financial Company)를 사전적으로 정의하면 ‘자금의 융통, 공급을 행하는 영리사업자’를 의미한다. 국내법에 의하면 금융회사는 ‘법률(은행법, 자본시장법, 보험업법 등)에 따라 금융업무를 하는 회사로서 대통령령으로 정하는 회사’를 의미한다. 금융업은 타 업종과의 특수성이 인정되기 때문에 감독기관 및 법률에 의해 매우 엄격한 규제 안에서 영업이 이루어진다는 특징이 있다.

그러나 법적인 측면이 아니라 실질적인 측면, 즉 자금의 수요-공급을 매칭하고 이동시키는 역할의 차원에서 본 금융회사의 의미는 훨씬 더 넓다. 현재 간편 송금 부문에서 강자로 자리매김한 토스(비바리퍼블리카), 카카오페이는 ‘서비스업’으로 분류되어 있다. 하지만 카카오페이 홈페이지를 클릭하면 가장 먼저 ‘마음놓고 금융하다’라는 슬로건이 뜬다. 향후 기존의 금융회사들은 ‘법적으로는 서비스 기업이지만 실질적으로는 금융회사’들과 경쟁해야 할 것이다.

금융업 의미 확산과 신규 진입자들의 경쟁



자료: SK 증권

세상이 변하고 있기 때문에 금융업의 의미를 다시 정립해야 할 필요가 있다. 금융회사의 미래 지향적인 의미는 디지털 금융 플랫폼이다. 디지털 금융 플랫폼은 디지털 생태계를 바탕으로 다양한 금융 콘텐츠를 만들고 플랫폼 형태로 고객과 가치를 교환하는 금융업 모델을 의미한다. 디지털 금융 플랫폼이 기존의 금융회사와 전혀 다른 존재라는 의미라기보다, 앞으로 금융회사는 1) 금융 콘텐츠, 2) 플랫폼, 3) 고객과 가치 교환이 중시된다는 재해석의 개념이다. 과거에는 ‘소비자와 금융회사의 교류’만 있었을 뿐 ‘소비

자 간의 교류'가 부족했기 때문에, 금융회사가 진정한 플랫폼으로서의 역할을 하지 못했다. 1) 기술의 발전과 2) 인터넷·모바일 플랫폼 사업자의 금융업 진출은 향후 금융업이 진정한 플랫폼 비즈니스로 성장하는데 중요한 역할을 할 전망이다.

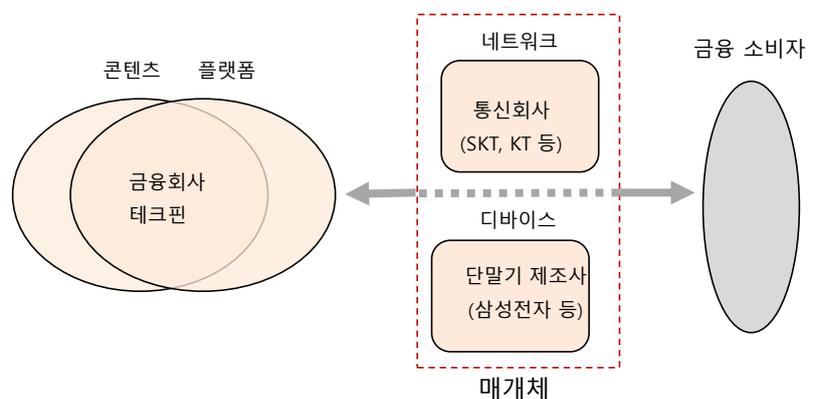
다양한 금융 콘텐츠로 고객과 가치를 교환한다는 것은 여러 공급자와 수요자가 참여해 연결과 상호작용을 통해 각자가 얻고자 하는 가치를 교환하는 상생의 생태계에서 벌어지는 일이다. 넓은 의미에서 보면 테크핀 기업, 금융회사도 모두 디지털 금융 플랫폼이다. 이들을 통해 주식 주문, 금융상품투자, 송금 등 다양한 금융거래가 이뤄지기 때문이다. 실질적인 측면에서 '금융'의 의미는 더 확산될 것이고, 금융의 주 무대는 이미 오프라인에서 온라인으로 이동 중이다.

(2) 금융은 디지털 생태계에서 콘텐츠와 플랫폼 역할을 수행

앞에서 거론한대로 디지털 생태계는 C-P-N-D 로 구분된다. C는 콘텐츠(Contents), P는 플랫폼(Platform), N은 네트워크(Network), D는 디바이스(Device)다. 이 중에서 금융회사는 콘텐츠, 플랫폼 비즈니스를 구현할 수 있다. 금융상품 판매로 예를 들면, 자산운용사는 콘텐츠를 만들고 은행과 증권사는 판매 플랫폼과 자체 콘텐츠를 제작하는 영역에 걸쳐 있는 셈이다. 따라서 금융 플랫폼은 금융 콘텐츠를 만들고 플랫폼 형태로 고객과 소통하는 기업으로 재해석할 수 있다. 물론 그 과정은 오프라인과 디지털 생태계(네트워크, 디바이스), 양 분야 모두에서 이루어지고 있다.

아직 금융업에서는 C-P-N-D 체인 내에서 영역의 변질 효과(Blurring Effect)는 크게 나타나지 않고 있다. 인허가 산업이라는 특성이 있고, 법적으로 금융회사가 비금융업을 겸영하는 것이 매우 제한되어 있기 때문이다.

디지털 생태계 구조(C-P-N-D) 하에서의 금융 플랫폼

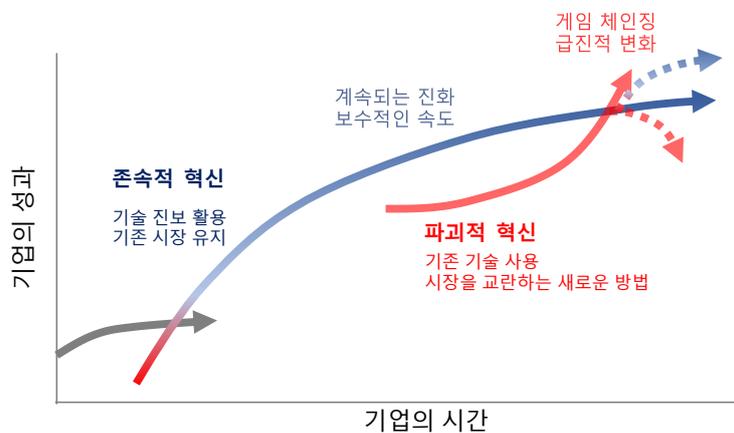


자료 SK증권

(3) 디지털 금융 플랫폼으로의 혁신은 다양한 방법을 혼용해야 한다

금융회사가 디지털 금융 플랫폼으로 진화할 때 어떻게 하면 지속 가능한 사업 모델을 구축할 수 있을지 생각해 볼 필요가 있다. 그 동안 높게 형성된 투자자들의 기대감으로 인해 디지털 생태계에서 불완전한 플랫폼 모델이 양산되는 부작용이 나오고 있기 때문이다. 기존 금융회사가 디지털 금융 플랫폼으로 진화하기 위해서는 혁신이 필요하다. 기업 혁신의 모델에는 1) 존속적 혁신, 2) 효율적 혁신, 3) 파괴적 혁신 등 세 가지 모델이 있다.

세 가지 혁신의 모델의 기본 개념도



자료: Christensen Institute, SK 증권

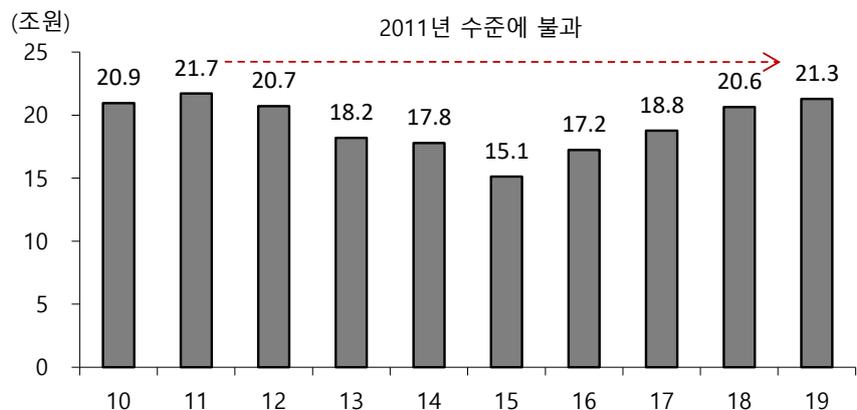
첫째, 존속적 혁신(Sustaining Innovation)은 기존의 제품과 서비스를 업그레이드하는 혁신을 의미한다. 둘째, 효율적 혁신(Efficient Innovation)은 생산비, 인건비, 원가 등을 절감하여 이윤을 창출하는 혁신을 말한다. 셋째, 파괴적 혁신(Disruptive Innovation)은 기존 모델과 다른 속성(편의성, 접근성)을 소비자에게 제공하여, 완전히 새로운 시장을 창조하는 것이다.

투자자들과 경영자들은 주로 ‘파괴적 혁신’에 가장 중요한 가치를 주고 있다. 하지만 수많은 점포와 영업직원들을 보유한 금융회사가 한 순간에 온라인전문금융을 표방하면서 모든 영업조직을 조정할 수 있을까? 현실적으로 큰 회사일수록 파괴적 혁신은 어려운 미션이다. 기존 기업이 아니라 신규 기업들에게도 파괴적 혁신이 항상 옳은 것은 아니다. 파괴적 혁신만을 추구한 스타트업 기업들이 이용자 수, 매출액 등 외형 지표만을 확대하다가 소리 소문 없이 사라진 경우도 많다. 최근 글로벌 금융시장에서도 이익 창출의 경험이 없는 파괴적 혁신 기업들의 기업가치가 절하되는 사례가 늘고 있다.

신규 진입자가 아니라 기존 금융회사라면 1) 핵심 사업영역(Core Business)과 2) 전략적 사업영역(Strategic Business)에 세 가지(존속적, 효율적, 파괴적) 혁신을 적절히 적용해야 할 것이다. 예를 들어 기존에 캐쉬카우(Cash Cow) 역할을 하는 영역에서는 효율적 혁신을 시도하고, 초기 비용은 들지만 미래를 위해 운영하는 전략적 사업부문에는 파괴적 혁신을 적용하는 방법이 있다.

금융회사 입장에서 핵심사업 부문의 파괴적 혁신은 매우 어렵다. 예를 들어 은행들의 경우, 핵심사업인 예대업무(예금, 대출 비즈니스)의 성장을 둔화로 고민하고 있다. 국내 4대 시중은행들의 이자순이익은 아래 그림에서 보듯이 2011년 이후 답보 상태다. 이렇게 핵심사업이 저성장 국면에 빠졌음에도 불구하고 은행들은 예대업무에서 파괴적 혁신을 시도하기 어렵다. 예를 들어 어떤 은행이 모든 점포 수를 지금 당장 반으로 줄이고 영업 직원들을 줄이는 파괴적 혁신을 계획한다고 가정해보자. 이 계획은 내부 반발로 인해 시도하기도 어려울뿐더러, 시행한다고 해도 사회적인 공감을 얻지 못할 가능성이 높다.

2010년 이후 4대 시중은행 이자이익(핵심사업) 추이



자료: 금감원 각 은행 SK증권
 주: 4대 은행은 국민, 신한, 하나, 우리은행

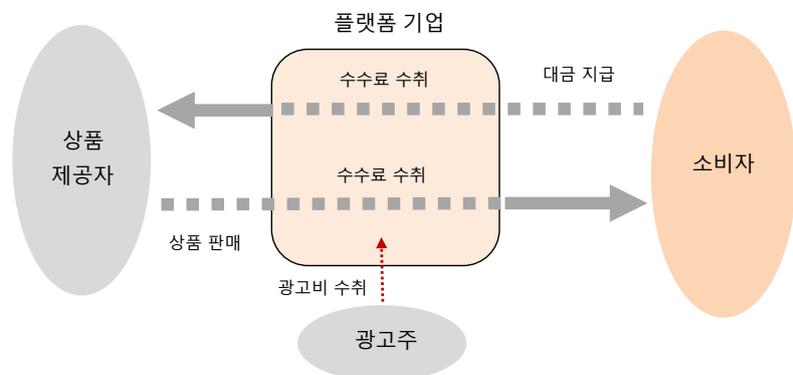
(4) 금융업은 완벽한 개방 참여형 구조의 플랫폼이 되기는 어렵다

금융회사는 모바일 생태계에서 일반적으로 플랫폼 기업이라고 부르는 회사들과는 달리 완벽한 개방 참여형^{주5} 구조의 플랫폼이 되기 어려운 근본적인 한계가 있다. 금융회사는 고객에 대한 최종 판매 책임을 갖고 있기 때문이다.

^{주5} 여기에서 말하는 '개방 참여'는 인터페이스나 코드의 개방 여부가 아니라, 상품의 공급자가 플랫폼을 이용해서 자유롭게 수요자와 접촉할 수 있는 시스템을 의미

온라인 쇼핑몰, 또는 배달앱 등 일반적인 오픈마켓 플랫폼은 다음 <그림>과 같은 구조를 갖고 있다. 상품(또는 서비스)의 제공자가 플랫폼 기업을 통해 소비자에게 상품을 판매, 제공하고 플랫폼 기업은 1) 판매수수료, 2) 광고수입, 3) 회비 등을 통해 수익을 얻는다. 일부 배달앱과 같이 4) 구매자에게 수수료를 수취하는 경우도 있다. 쇼핑몰이나 배달앱과 같은 플랫폼은 판매 제품에 하자가 있을 경우 환불, 취소 등과 관련하여 구매자와 상품제공자 사이에서 최대한 개입하지만, 최종적인 책임은 상품제공자가 지게 된다. 어찌 보면 그래서 플랫폼인 것이다.

일반적인 오픈마켓 플랫폼의 사업 구조(쇼핑몰, 배달앱)

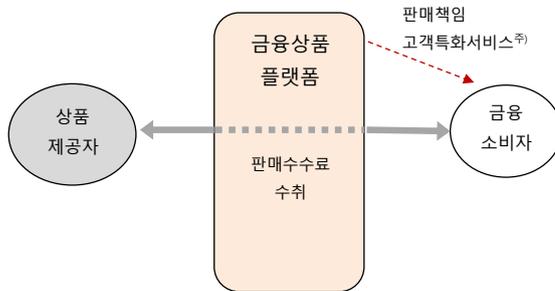


자료 SK증권

금융 플랫폼의 경우는 금융상품 판매에 대해 최종 책임을 지기 때문에 일반적인 플랫폼과 구조가 다르다. 펀드 판매를 예로 들어 보자. 금융 플랫폼은 펀드 판매에 의한 수수료를 상품제공자(자산운용사)가 아닌 소비자(투자자)로부터 수취한다. 그 과정에서 불완전판매 이슈가 발생했을 경우, 상품제공자가 아닌 플랫폼이 판매자로서의 책임을 지게 된다. 금융 플랫폼은 ‘플랫폼’으로서의 기능뿐 아니라 **‘최종 판매 책임자’가 되기 때문에, 자기 플랫폼을 제한적으로 개방할 수 밖에 없다.**

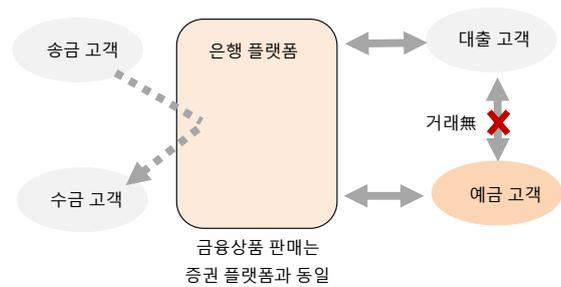
은행의 경우에는 송금 고객과 수금고객, 대출고객과 예금고객 사이에서 모든 거래에 대한 책임을 져야 하기 때문에, 완전 개방형 플랫폼과는 거리가 더 멀다. 특히 은행의 대출고객은 예금주와 아무런 관계가 없고, 부실 대출에서 발생하는 책임은 예금주가 아닌 은행이 지는 구조다. 기존 경제 개념에서 보면 은행이야말로 진정한 플랫폼 비즈니스이지만, 완전한 개방형 플랫폼 구조를 만들기에는 적합하지 않은 측면이 있다. 금융업종 내에서 완전한 개방형 플랫폼 구조에 적합한 비즈니스는 P2P 금융, 크라우드 펀드 (Crowd Fund) 등이 있다. 이들은 자금의 제공자와 소비자 사이에 문제가 발생한다고 해도 플랫폼 기업이 선관주의(Due diligence) 의무를 다했다면 책임지지 않아도 된다.

금융상품 판매 플랫폼의 비즈니스



자료 SK 증권
주. 고객특화서비스는 리서치, 컨설팅, PB 서비스 등 다양

은행 플랫폼의 비즈니스



자료 SK 증권

(5) 성공하는 금융 플랫폼이 갖춰야 할 조건들

그렇다면 디지털 금융 플랫폼으로의 진화에 성공하기 위해서는 어떤 조건을 갖춰야 할까? 첫째, **많은 모바일 고객 수를 확보**해야 한다. 과거에도 고객 수는 중요했지만 여러 공급자와 수요자가 참여해 연결과 상호작용을 통해 가치를 교환하는 시대에는 그 어느 때보다 고객 수가 더 중요하다. 고객 수를 늘리기 위해서는 많은 제휴 플랫폼을 확보할 필요가 있다.

둘째, **킬러 콘텐츠(Killer Contents: 확실한 경쟁력을 바탕으로 시장을 지배하는 상품이나 서비스)가 필요**하다. 다양한 콘텐츠를 보유하는 것도 중요하지만, 고객에게 기억될 킬러 콘텐츠 하나는 있어야 한다.

셋째, **고객 특화 서비스에 강점**을 가져야 한다. 고객 서비스는 리서치, 자산배분, 고객 특화 상품 선정, 판매 후 서비스 등 다양한 방면에서 이루어져야 한다. 넷째, 고객 편의성 제고를 위해 **경쟁력 있는 제휴사를 확보**해야 할 것이다. 예를 들어 인터넷은행이 비대면 등기 기술을 가진 제휴사를 확보하여 금리를 낮춘 모바일 주택담보대출 상품을 출시한다면 시장에서 큰 반응을 일으킬 것이다.

성공적인 금융 플랫폼의 조건

1. 많은 모바일 고객을 확보해야 한다
 2. 킬러 콘텐츠(Killer Contents)가 필요하다
 3. 고객 특화 서비스에 강점을 가져야 한다.
 4. 고객 편의성 제고를 위해 경쟁력 있는 제휴사를 확보야 한다.
-

자료 SK증권

그 외에도 고객 리스크의 관리가 중요하고, AI와 빅데이터 등 미래형 기술을 잘 활용하는 것은 필수다. 최근 사모펀드 이슈, DLF 문제 등에서 나타났지만, 금융회사는 고객의 리스크를 잘 관리할 능력이 있어야 한다. 고객 리스크 관리에 실패할 경우 초기에 성공적인 성과를 냈다 하더라도 한 순간에 고객을 잃을 수 있다. 이는 금융 역사를 통해서도 여러 번 증명된 사실이다.

6. 금융업 대전(大戰): 전통 금융회사 vs. 혁신금융기업

(1) 전통 금융회사 vs. 혁신금융기업의 헤게모니 경쟁

지금까지 거론한 내용을 통해 나온 중간 결론은 첫째, 기존 금융회사들은 디지털 금융 플랫폼으로 진화할 것이고 많은 투자를 실행할 것이라는 점이다. 둘째, 대형 디지털 기업 중심으로 신규 금융업 진출이 늘고 있고 앞으로 더 빠르게 늘어날 것이라는 점이다. 그렇다면 앞으로 펼쳐질 금융업 헤게모니 쟁탈전에서 혁신금융기업과 기존 금융회사 중 누가 승리할 것이고, 승자가 되기 위한 핵심 요건은 무엇일까?

기존 금융회사(리딩 컴퍼니의 경우)들의 장점은 1) 긴 업력에서 나오는 위기관리 능력, 2) 많은 고객 수와 큰 외형, 3) 고객의 과거 금융 데이터를 확보하고 있다는 점이다. 단점은 1) 기존의 인원, 점포를 유지하기 위한 판관비 부담이 크다는 점, 2) 이미 감독 당국의 강한 규제를 받고 있다는 점이다.

반면 혁신금융기업들의 경우 장점은 1) 판관비 부담이 작아 손익분기점 도달이 쉽고, 2) 비금융 계열사들과 시너지 효과(고객 전파력)를 발휘할 수 있으며, 3) 기존 금융권에 비해 다양한 데이터와 그 활용 능력을 보유하고 있다는 점이다. 단점은 1) 초기 고객 유치 비용이 많이 들고, 2) 기존 고객 데이터가 부족하며, 3) 일정 규모 도달 시 규제가 강화될 수도 있다는(기존 회사 수준으로) 점이다.

기존 금융회사와 혁신금융기업/대형플랫폼의 장단점

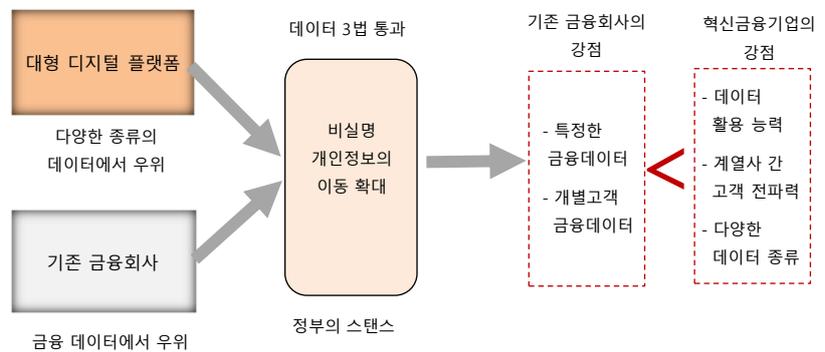
	기존 금융회사	대형 디지털 플랫폼과 혁신금융기업
장점	- 긴 업력에서 나오는 위기관리 능력 - 많은 고객 수와 큰 외형 - 고객의 과거 금융 데이터 를 확보	- 판관비 부담이 작아 손익분기점 도달이 용이 - 비금융 계열사들과 시너지 효과(고객 전파력) - 다양한 데이터와 그 활용 능력 을 보유
단점	- 인원 점포를 유지하기 위한 판관비 부담 - 감독 당국의 강한 규제	- 초기에 고객 유치 비용이 많이 소요 - 고객의 기존 데이터 부족 - 일정 규모에 도달하면 규제가 강화될 수 있음

자료 SK 증권

기존 금융회사들과 혁신금융기업들의 장단점이 명확해, 누가 헤게모니 싸움에서 유리할지 예측하기는 매우 어렵다. 다만 단언할 수 있는 것은 향후 데이터를 지배하는 자가 금융업 헤게모니 쟁탈전에서 승리할 가능성이 높다는 점이다. 왜냐하면 디지털 트랜스포메이션으로 인한 미래 금융업의 환경 하에서는 고객 데이터를 기반으로 마케팅, 영업

조직 구성, 리스크관리 등 금융회사의 모든 운영 시스템이 형성될 것이기 때문이다. 이런 측면을 감안하면 혁신금융기업들이 유리하다고 본다. 그 이유는 1) 다양한 데이터와 그 활용 능력, 2) 데이터를 활용한 계열사간 고객 전파력이 중요하며, 3) 정부 정책의 흐름이 혁신금융기업에 유리하게 흘러가고 있기 때문이다. 이 세 가지 사안에 대해서는 자세히 알아볼 필요가 있다.

기존 금융회사와 혁신금융기업의 데이터 관련 강점 비교



자료 SK증권

주. 고객 전파력은 기존 사업에서의 고객을 신규 사업에서의 고객으로 끌어들이 수 있는 능력을 지칭

(2) 데이터 활용 능력은 대형 디지털 플랫폼 기업들이 우위

첫째, 빅데이터 시대에서는 ‘누가 더 자산이 많은지’가 아니라, ‘누가 더 많은 데이터를 갖고 있는지, 그리고 이를 얼마나 잘 활용하는지’에 따라 금융업의 경쟁력이 좌우될 것이다. 앞으로 MyData 사업(본인신용정보관리업 - 데이터 분석 및 컨설팅, 개인정보자기결정권 대리 행사, 맞춤형 금융상품 추천 등, p.32 참조)이 가능해지면서, 금융회사들은 실시간으로 모든 가용 데이터에 접근하여 분석하고, 고객에게 정교한 맞춤형 서비스를 제공하는 것이 가능해진다. 데이터의 활용 측면에서는 그 동안 디지털 생태계에서 경쟁력을 발휘한 대형 플랫폼 기업들이 우위를 갖고 있다고 판단한다.

향후 카카오페이는 MyData 사업에 진출하여 소비자 금융자산 통합조회 서비스, 자산 관리 서비스를 확대할 가능성이 높다. 카카오페이는 이미 결제, 송금, 멤버십, 청구서, 인증, 금융투자업을 영위 중이다. 이 사업들과 시너지 효과를 낼 수 있는 신용조회, 통합조회 서비스 확대를 위해서는 MyData 사업권 취득이 필수적이다. 소비패턴, 재무현황, 위험성향 분석 결과를 금융 계열사를 통해 맞춤형 금융상품을 제시할 수 있기 때문이다. 비실명 정보 활용이 가능해지면서 기존 금융권회사들이 조심스럽게 대응했던 중신용자에 대한 접근도 가능해질 전망이다. 이는 카카오뱅크, 케이뱅크 등 신설 은행들

에게 기회가 될 것이다.

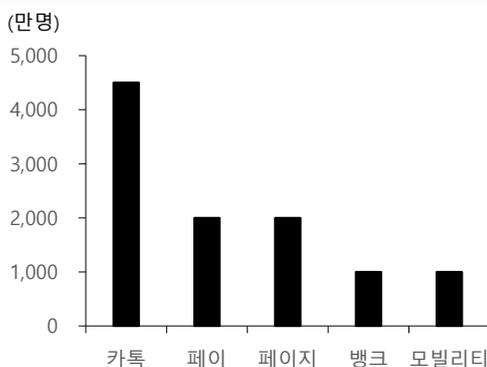
NAVER 도 고객 데이터 활용 능력이 우수하다. 네이버페이는 1,000 만명 이상의 MAU(활성고객)와 연간 21 조원(2019 년)의 상거래액을 갖고 있다. 가장 높은 R&D 수준의 IT 플랫폼 기업이 커머스 부문에서도 1 위의 시장지위를 갖고 있다는 것은 소비자 데이터의 분석과 활용, 유통에 있어서 크게 유리하다.

(3) 계열사간 고객 전파력이 좋은 혁신금융기업

대형 플랫폼 사업자들이 유리한 두 번째 이유는 월등한 고객 수를 활용한 계열사간 고객 전파력에 있다. 카카오는 약 4,500 만명의 MAU 를 보유한 국내 최대의 디지털 플랫폼 기업이다. 이를 바탕으로 설립 3 년차인 카카오뱅크 MAU 는 1,000 만명을 상회했고, 카카오페이의 MAU 는 2,000 만명을 넘어섰다. 1,000 만명 이상의 MAU 를 보유한 카카오모빌리티가 택시 중개업 내에서 단숨에 1 위 사업자로 등극했던 것처럼 금융 분야에서도 '게임 체인저'가 될 가능성이 있다. 지배적 위치에 있는 플랫폼 사업자가 보유한 트래픽과 그 전파력은 금융업에서도 작용할 전망이다.

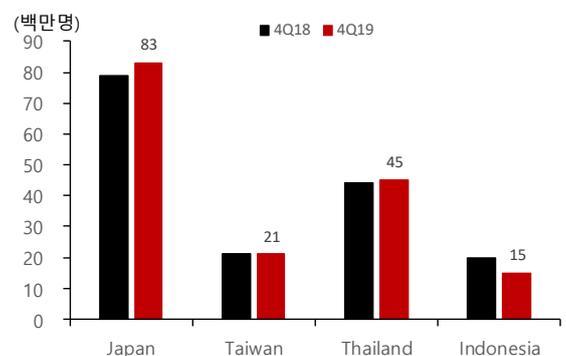
NAVER 는 포털 중심 사업자이자 커머스 최강자라는 점에서 카카오와 약간 다르지만, 디지털 생태계의 지배자라는 공통점이 있다. 1,900 만명 이상의 소셜로그인 MAU 는 향후 공인 인증을 비롯한 데이터 사업 시장 선점에서 유리하다. 커머스 부문에서 독보적 1 위 사업자이기에 네이버페이의 동반 성장이 예상되며, 높은 기술력에 기반한 데이터 핸들링에 특화되어 커머스 데이터를 활용한 금융 자산관리 서비스 시장 진출에도 유리하다. NAVER 는 국내 은행, 증권업 진출에는 아직 미온적이다. 그 대신 일본 및 아세안 지역에서 높은 MAU 를 보유한 LINE 의 자회사 라인파이낸셜이 영역을 확대하고 있다. NAVER 는 이미 2018 년 일본에서 보험 및 간편송금 서비스를 시작했고, 같은 해 증권업에도 진출했다. 2019 년 대만에서는 '라인뱅크' 설립을 인가 받았다.

카카오의 MAU



자료 카카오, SK 증권

LINE(NAVER 자회사)의 지역별 MAU



자료 LINE, SK 증권

(4) 데이터 3 법의 통과는 신규 금융업 진입자에게 매우 중요

셋째, 정부의 정책도 신규 금융업 진입자에게 유리하게 흘러가고 있다. 대표적인 사례는 2020년 1월 국회를 통과하여 7월부터 시행될 예정인 개정 데이터 3 법이다. 데이터 3 법은 금융업에 신규 진입자뿐 아니라 기존 금융회사에게도 매우 중요한 법이다. 데이터 3 법은 1) 정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법(이하 정보통신망법), 2) 개인정보보호법, 3) 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법(이하 신용정보법)을 지칭한다. 법 개정의 핵심은 추가 정보의 결합 없이는 개인을 식별할 수 없도록 안전하게 처리된 가명정보를 활용하여 새로운 서비스, 기술, 제품개발이 가능하도록 제도적 근거를 마련하는 것이다. 향후 정부기관인 '개인정보 보호위원회'의 지위가 격상되어 관련 분야의 통합 컨트롤 타워 역할을 할 전망이다.

데이터 3 법 개정의 핵심

개정 법안	주요 내용
개인정보보호법	- 가명정보를 본인 동의 없이 제품 및 서비스 개발에 활용 가능 - 개인정보 범위 명확화, 개인정보 보호위원회 컨트롤 타워 지정
정보통신망법	- 산재된 개인정보 관련 규제를 개인정보보호법으로 이관 - 개인정보 규제 감독권을 개인정보보호위원회로 이관
신용정보보호법	- MyData 사업을 위한 빅데이터 분석 이용 법적 근거 명확화 - 신용주체자의 본인 정보 통제 기능 강화, 금융분야 규제 정비

자료: 국회의안정보시스템, 한국신용정보원, SK 증권

신용정보법 개정으로 MyData 사업, 즉 본인신용정보관리업이 허용되었다. 금년 3월 중 가명정보를 거래할 수 있는 플랫폼인 데이터 거래소를 출범할 예정이다. MyData 사업에서는 첫째, 개인의 자기정보통제권이 강화된다. 그 동안 금융사가 개인의 동의 하에 정보를 보관하고 가공했다면, 향후에는 개인이 자신의 데이터를 통제하고 능동적으로 활용할 수 있게 된다. 대표적인 것이 '자기정보이동권'인데, 개인은 자신이 원하는 만큼 자신의 정보(예: 은행, 카드 거래 및 결제내역)를 특정 기업에 제공하라는 권리를 금융회사에 행사할 수 있다. 둘째, MyData 사업이 생기면서 다양한 개인 데이터를 금융 데이터화 할 수 있는 길이 열렸다. 미국의 경우 개인의 소비 패턴과 카드 사용 패턴으로부터 대출금 연체 가능성을 예측하는 기술도 생겨나고 있다.

MyData 산업은 글로벌 차원에서 정부당국과 핀테크 기업의 주도 하에 금융, 통신, 의료 분야를 중심으로 확산되고 있다. 영국은 공개 데이터를 활용한 혁신적인 서비스 개발을 목표로 2013년부터 MIL(MiData Innovation Lab)을 운영하고 있다. 데이터를 활용해 건강관리를 받거나 통신 데이터를 활용해 원거리에 있는 가족의 상태를 확인할

수도 있다. 대표적인 기업인 GoCompare 는 2015 년부터 에너지, 금융, 통신 등 개인 정보를 활용해 각종 서비스를 비교, 검토할 수 있는 App 을 운영 중이다. 일본은 MyData 은행가 개인 정보를 집적해 여러 회사에 제공하고, 정보공개에 동의한 이들은 현금, 포인트 등 소정의 사례를 제공받는다. 금융업계는 결합 데이터를 활용해 새로운 금융상품을 개발하거나 요율 체계 세분화, 개인화된 상품 추천 등이 가능하다.

영국 MIL(MiData Innovation Lab) 제공 서비스

서비스 종류	서비스 내용
MI Health	- 건강 정보에 대한 의료관계자 정보공유 - 정보 주체의 건강상태에 대한 장기 데이터를 확인하여 정확한 컨설팅 및 의료조치 가능
MI Finances	- 여신 판단 시뮬레이션에 근거하여 대출 전에 주의사항 전달 - 과도한 대출을 사전에 예측하여 회피, 다중 채무 해소에 도움
Relative Calm	- 원거리에 있는 사람의 행동 상태 확인 가능 예) 연로한 부모님의 활동상황, 주택온도 확인 등 확인
MI Move	- 주소 변동 시 전력, 가스, 통신, 카드사에 신주소 자동 통지

자료: MiData, 한국신용정보원 SK 증권

미국의 Smart Disclosure(스마트 공시)는 소비자가 제품, 서비스 이용 시 다양한 데이터를 활용할 수 있도록 접근 기회를 제공한다. 정부는 공공기관이 보유한 정보를 정보 주체에 제공하고 민간기업이 Smart Disclosure 와 데이터 표준을 수립하도록 장려한다. 이 뿐 아니라 미 당국은 Blue Button(의료 데이터 다운로드), Green Button(에너지 데이터 다운로드), MyStudentData Button(교육 데이터 다운로드)으로 구분된 가시성 높은 개인정보를 제공하고 있다. 정부 사업 외 대표적인 미국 데이터 중개기업으로 Yodlee 가 있으며 미국 상위 16 개 은행 등 1,100 여개 기업과 제휴하고 4,500 만명 이상의 사용자를 보유 중이다. 한편, 개인의 금융자산, 비금융자산을 통합 관리하는 윈스톱 자산관리 플랫폼 서비스의 대표격으로 Mint.com 이 있다.

미국 CMS, 백악관, 산업계 주도의 MyData



자료: Smart Disclosure, 한국신용정보원 SK 증권

주: CMS(Center for Medicare & Medicaid Services, 보건의료재정청)

한편 오픈 뱅킹(개방형 금융결제망)의 실시도 디지털 플랫폼 기업들이 금융업 내에서 기존 기업들과 경쟁하는데 있어서 약점을 상쇄해줄 전망이다. 혁신금융기업들의 가장 큰 약점이라면 고객들의 기존 데이터가 부족하다는 점인데, 오픈뱅킹으로 인해 그 약점이 어느 정도 완화되었다. 오픈 뱅킹은 조회나 이체 등 은행의 핵심 금융기능을 표준화해 다른 사업자에 개방하는 시스템이다. 즉 금융회사별로 일일이 앱을 설치할 필요 없이 한 앱(금융회사 또는 테크핀 업체)에 자신의 모든 금융계좌를 등록해 결제, 송금, 이체 업무를 할 수 있다. 2019년 12월 실시된 오픈뱅킹에는 기존 금융사들은 물론 카카오페이, 토스,뱅크샐러드 등 여러 테크핀 업체들이 참여했다.

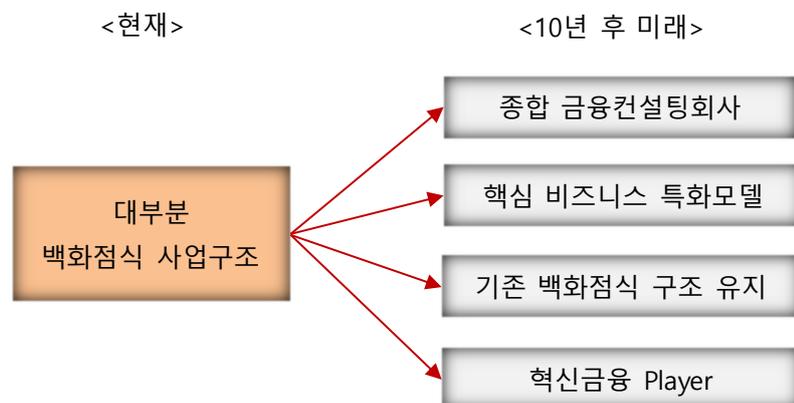
7. 지금으로부터 10년 후 금융회사의 모습

(1) 종합 금융컨설팅, 디스카운트 플레이어, 전통적 회사 등으로 분화

지금으로부터 10년 후인 2030년에는 금융회사의 모습이 지금과 많이 다를 것이다. 현재 국내 금융회사들은 대부분 '백화점식 사업구조'를 갖고 있다. 대형사부터 소형사까지 가계금융, 기업금융, 금융상품판매, IB 등 모든 사업을 영위한다. 외형에 차이가 있을 뿐 고객층에서 겹치는 경우가 대부분이다.

향후 금융회사들은 네 가지 카테고리로 분화할 것이다. 네 가지 카테고리는 ① 종합 금융컨설팅회사, ② 핵심 비즈니스 특화 모델, ③ 기존의 백화점식 금융모델, ④ 혁신금융 Player 등이다. 이 네 가지 카테고리가 명확히 구분된다기보다는 경계가 희미한(Blur) 구조가 유지되겠지만, 지금보다는 분화될 가능성이 높다. 이런 변화를 예상하는 이유는 두 가지다. 첫째, 경쟁 심화로 수익성이 저하되는 사업부문이 발생할 것이며, 금융회사들은 이러한 사업부문에 계속 자원을 투입할 만큼 여유롭지 않을 것이다. 둘째, 고객들이 금융회사에 바라는 니즈(Needs)가 변화할 것이기 때문이다.

현재와 10년후 금융회사의 비교

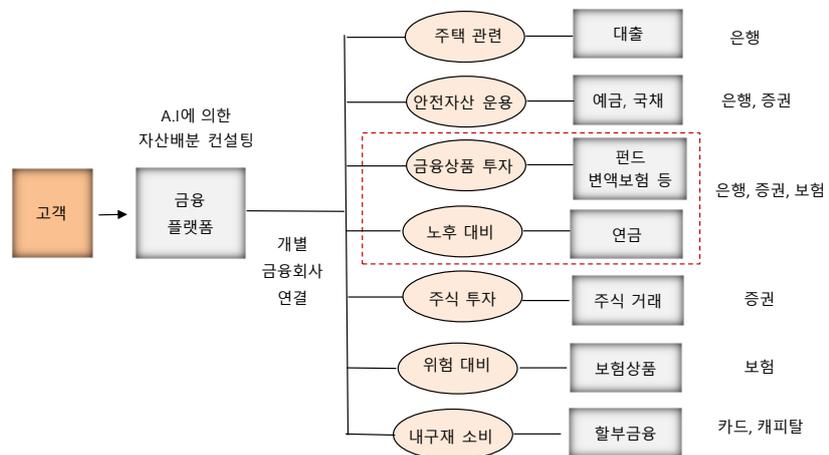


자료 SK증권

금융업계의 가장 큰 변화는 대형사 위주로 종합 금융컨설팅회사로 진화하는 기업들이 늘어날 것이라는 점이다. 지금은 금융 고객들이 각자 자신의 성향, 자산 규모, 현금흐름 등을 감안하여 자산배분을 한 후에, 선택 자산군의 특성에 맞게 따로 금융회사를 찾아가서 거래한다. 금융회사는 고객들에게 어떤 상품(또는 자산)에 투자하는 게 적절할지, 자산배분은 어떻게 할지 자문 서비스를 제공하는 하지만, 그 과정은 제한적이다.

10년 후에는 고객의 니즈가 ‘한 금융사를 통해 종합 금융컨설팅 서비스를 받는’ 개념으로 바뀔 가능성이 높다. 은행, 증권, 보험 등 어느 금융회사를 찾아가든지 자산배분 컨설팅을 받고 이에 따라 각 개별 금융회사 상품을 소개하는 서비스를 제공할 것이다. 이 과정에서 개별 고객에 대한 자산배분 서비스는 직원의 대면 서비스일 수도 있지만, 점차 AI가 담당하는 경우가 늘어날 것이다. 이러한 변화에 부응해야 하기 때문에 각 금융회사에서는 투자자산에 대한 리서치, 고객별 금융상품 추천 알고리즘, 경쟁력 있는 제휴사, 채널 경쟁력 등 갖춰야 할 것들이 많다. 어찌 보면 이러한 개별 사안에서의 능력이 금융 플랫폼의 경쟁력이다.

종합 금융컨설팅을 원하는 고객들의 투자 과정



자료 SK증권

향후 종합 금융컨설팅에 주력하는 금융회사들의 금융상품 판매 방식은 마치 번들형 (Bundle) 판매 방법과 비슷해질 것으로 보인다. 케이블TV의 번들형 판매는 예를 들어 이런 식이다. 스포츠, 드라마, 예능, 예술, 뉴스 섹터를 개별적으로 보려면 섹터당 월 10,000 원이 필요하나, 월 35,000 원을 내면 모든 기본 채널을 볼 수 있다. 단 최신 영화 채널은 월 10,000 원을 추가해야 한다.

케이블TV의 사업 모델이 금융업에 적용된다면 다음과 같을 것이다.

<사례> A 금융회사에서 주식형 펀드와 노후연금, 변액보험에 각각 가입하면 각각 연 40bps의 판매보수를 받는다. 만약 2억원 이상의 금액을 자산배분컨설팅형으로 예치하면 판매보수는 총 자산의 30bps로 할인되고, 제휴 은행과 거래시 예금금리 0.1%를 더 받거나 주택담보대출시 금리 0.1%를 할인 받을 수 있다. 특별 PB 서비스(강연회 초청, 세무 컨설팅, 리서치 제공)를 원하는 고객에게는 연 1bp의 특별요금을 추가로 받고 무한대로 제공한다.

종합 금융컨설팅회사로 진화하지 않는 금융회사들은 2) 특화업무 집중형, 또는 3) 기존의 백화점식 금융회사들로 나뉠 전망이다. 사실 현재의 대부분 금융회사들은 백화점식 영업 형태를 갖고 있고, 일부는 특화업무 집중형의 모습을 갖고 있다. 현재 백화점식 업무를 시행하는 회사 중 일부는 수익성 낮은 사업부문을 정리하고 경쟁력을 보유한 부문에 집중하는 경향이 늘어날 전망이다. 예를 들어 최근 몇년간 메리츠증권은 소매 점포를 줄이고 IB 사업에 집중했으며, 대신증권은 부동산 비즈니스를 그룹의 핵심영역으로 규정하고 이에 주력하고 있다. 이러한 현상은 시간이 갈수록 보편화될 것이어서, 현재 백화점식 업무를 시행중인 금융회사 중 많은 수가 특화업무 집중형으로 변화할 것으로 예상된다.

그리고 마지막으로 4) 혁신금융 Player 들이 늘어날 전망이다. 은행에서는 카카오뱅크, 케이뱅크 등 인터넷전문은행들이 영업 4년차를 맞이했으며, 2021년 중순에는 토스뱅크가 영업을 개시할 예정이다. 증권업계에서는 디지털 생태계의 강자인 카카오, 토스 등이 시장을 확대할 예정이다. 카카오페이는 최근 바로투자증권을 인수한 후 카카오페이증권으로 사명을 바꾸고 이벤트 영업을 실시하는 중이다. 카카오페이증권은 사업 초기에 카카오페이와의 플랫폼 연결을 강화하고 투자솔루션, 자문형 자산배분 서비스 등 자산관리에 서비스에 주력할 것으로 보인다. 토스는 최근 토스증권 설립 건이 금융감독원 외부평가위원회 심사를 마친 것으로 언론을 통해 알려졌다. 토스도 점포망 없이 모기업의 고객을 주요 타겟으로 한 소액 자산관리 중심의 사업 모델을 구축할 것으로 예상된다.

(2) 고객 채널과 금융점포, 회사 조직, 수익 구조 등에 큰 변화 예상

장기적으로 금융회사들은 고객 니즈(Needs)의 변화에 부응하기 위해 다음과 같은 세 가지 형태 변화를 겪을 전망이다. 첫째, 대 고객 채널의 비중과 금융점포의 형태 변화다. 둘째, 회사 조직의 변화가 예상된다. 셋째, 금융회사들의 수익구조가 현재와 많이 달라질 전망이다.

10년 후 예상되는 금융회사의 변화

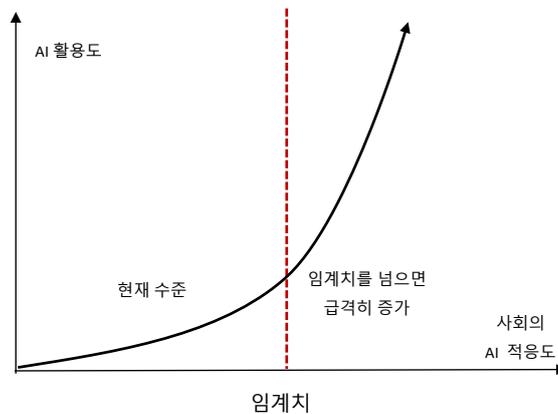
1. 대 고객 채널의 비중과 금융점포의 형태 변화
2. 회사 조직의 변화
3. 수익 구조의 변화

자료 SK증권

첫째, 금융회사와 고객의 접점, 즉 대 고객 채널의 비중과 금융점포의 형태에 큰 변화가 있을 것이다. 고객들의 금융점포 방문 횟수는 갈수록 줄어들고 있다. 고객들은 지금보다 발전한 형태의 Home Display, 모바일 기기를 통하여 금융회사의 A.I와 직접 교류할 것이다. 현재 금융회사들의 홈페이지, 모바일 앱은 고객들이 필요한 거래를 찾아가는 형태로 되어 있다면, 10년 후에는 모든 금융회사들의 플랫폼이 A.I가 주도하는 Interactive(대화)형 모델로 바뀔 것이다.

지금도 거의 모든 금융회사들의 홈페이지, 모바일앱에서는 계좌개설, 예금, 대출, 상품 구매 등 다양한 금융거래가 가능하다. 그리고 문자 상담, 챗봇(Chatbot) 등을 통한 거래도 일부 가능하다. 그런데 아직 Interactive(대화)형 채널이 보편화되지 않은 이유는 1) 기술적으로 대화 과정이 부자연스러운 경우가 많고, 2) 아직까지 사회에 'A.I와의 대화'가 일반적이지 않다는 점이 걸림돌로 작용하고 있다. 그러나 빠른 속도로 A.I 기술이 발전하고 있고, 우리 사회도 익숙해지고 있기 때문에 A.I 활용도가 일정 수준의 임계치(Threshold)를 넘을 경우, 한 순간에 급격히 늘어날 것으로 예상된다. 10년 후에는 금융 소비자들이 A.I와 투자 관련 대화를 하는 것을 자연스럽게 생각할 것이다.

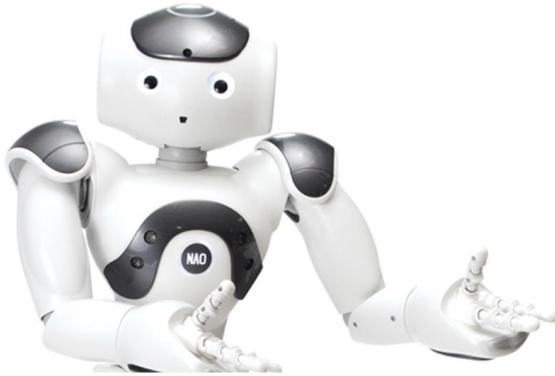
AI 활용도에 대한 적응도와 활용도의 비교



자료 SK증권

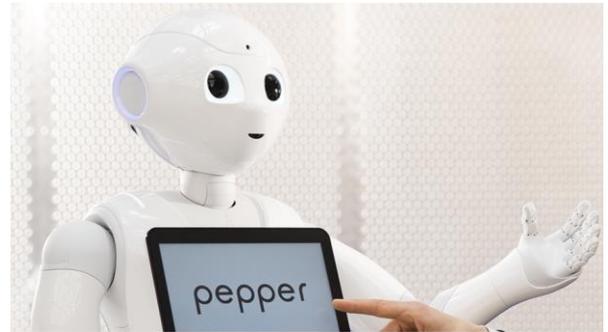
아무리 비대면 채널이 발달해도 오프라인 채널, 즉 금융점포는 계속 존재할 것이다. 하지만 10년 후 금융점포의 모습은 지금과 많이 다를 전망이다. 점포 내 상당 수의 고객 창구는 A.I가 고객과 상담할 것이다. A.I의 모습은 로봇일 수도 있고 터치형 디스플레이일 수도 있으나, 이는 중요하지 않다. 중요한 것은 미래의 금융 창구는 인간과 A.I가 혼용될 것이라는 점이다. 아래의 그림은 Softbank Robotics가 개발한 휴머노이드 로봇 NAO와 Pepper의 모습이다. 실제로 금융회사에 판매되어 일부 역할을 담당 중이다. 금융 창구의 로봇은 아직까지 일종의 '홍보 수단'으로 사용되고 있으나, 10년 내에 주요 고객 응대 수단으로 자리잡을 것이다.

Softbank Robotics의 NAO



자료: Softbank Robotics, SK 증권

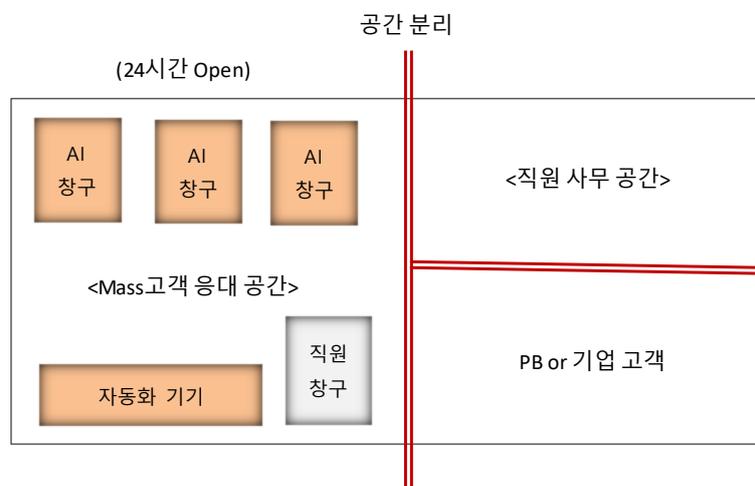
Softbank Robotics의 Pepper



자료: Softbank Robotics, SK 증권

10년 후에는 금융점포의 구조도 지금과 많이 다를 것으로 예상된다. 그 차이는 1) 점포 형태 변화, 2) 점포당 인원의 감소, 3) 점포 운영 시간의 확대 등이다. 지금도 어느 정도 진행되어 있지만, ▶Mass 고객을 위한 공간과 ▶직원 공간, ▶PB 및 도매 고객을 위한 공간은 더 구분될 것이다. 그리고 Mass 고객을 위한 공간 중 AI 창구는 24시간 오픈할 수도 있다. 인력이 투입되지 않는 한 영업시간을 구분하는 의미가 희석되기 때문이다. 다음 장의 사진은 전북은행 여의도지점의 모습인데, 미래 지향적 금융점포의 초기 모델이다. 향후에는 아래 사진의 직원들이 AI(로봇 or 대화형 디스플레이)로 일부 대체될 것으로 예상된다.

미래 금융점포 구조



자료: SK 증권

전북은행 여의도 지점의 모습 (1)



자료: 전북은행 SK 증권

전북은행 여의도 지점의 모습 (2)

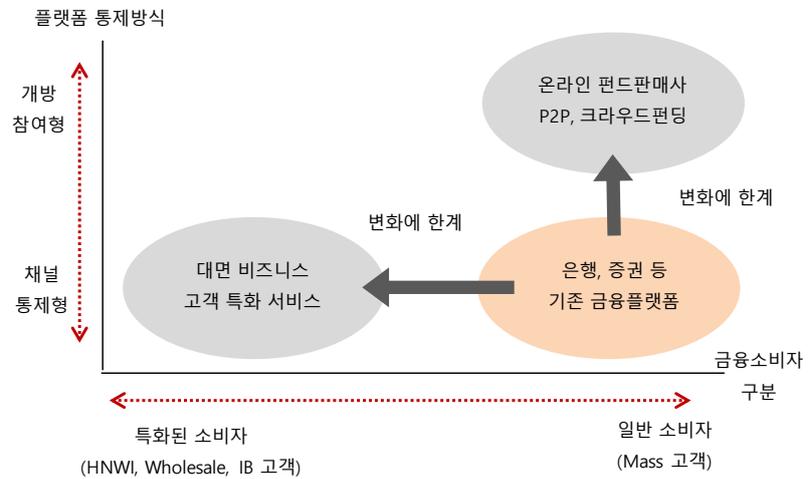


자료: 전북은행 SK 증권

이런 흐름으로 간다고 하면 1) 금융 점포의 면적은 지금보다 크게 줄어들 것이며, 2) 건물의 2층 이상으로 이동하는 경우가 많아질 것이다. 직원 공간, PB-기업고객을 위한 공간은 모든 점포가 갖고 있을 필요는 없다. 주요 거점 점포들을 제외하면 대부분의 점포들은 소형화할 것이다. 그렇기 때문에 금융 점포의 수가 줄지 않고 재배치될 가능성이 높다. 전반적으로 금융회사들의 점포 유지비용은 지금보다 줄어들 가능성이 높다.

금융회사들이 디지털 플랫폼의 형태로 된다고 해도 고액자산가(HNWI, High Net Worth Individual) 고객과 Wholesale (도매영업, 일반적으로 기관투자자 대상 영업), 그리고 IB(Investment Banking) 등 '특화된 소비자' 대상 비즈니스는 일반 개인 고객을 대상으로 하는 것과 달리 기존의 대면 채널 중심으로 유지할 가능성이 높다. 고액자산가 고객의 경우 '개별 서비스'를 원하는 경우가 많고, Wholesale 과 IB 는 익명성, 비밀 보장 등이 중요한 비즈니스이기 때문이다. 향후 디지털 금융 플랫폼들이 고액자산가, 기관고객, IB 비즈니스 등을 디지털 생태계로 유인할 방법을 고심할 것이다. 그러나 해법을 찾기 상당히 난해할 것으로 판단된다. 앞에서 거론했듯이 금융 플랫폼은 판매 책임 문제 때문에 완전한 개방 참여형 플랫폼이 되기 어렵고, 오히려 채널 통제형 플랫폼에 가깝다.

소비자 구분, 플랫폼 통제방식에 따른 디지털 플랫폼 매트릭스에서 금융 플랫폼의 위치



자료: SK 증권

주: 개방참여형, 채널통제형이란 단어는 삼성경제연구소 "기업생태계와 플랫폼 전략 (2012 년)"에서 인용

(3) 금융회사 조직의 변화도 따라올 것

고객 니즈의 변화, 기술의 발전은 금융회사 조직의 변화를 유발할 것이다. 경영진은 항상 필요한 곳에 인력과 자원을 투입할 것이기 때문이다. 10 년 후 금융회사의 조직은 다음과 같은 변화를 보일 전망이다. 첫째, 지금보다 고객과 직접 대면하는 직원의 비중이 낮아질 것이다. 둘째, A.I 또는 데이터 관리와 관련된 직원이 증가할 것이다. 셋째, 고객지원 서비스 조직이 확대될 것이다. 고객지원 서비스는 투자자산 분석, 고객에 적합한 금융상품 제조, 선정, 추천 등과 관련된 업무를 지칭한다. 넷째, 리스크를 관리하는 조직이 더 커질 것이다. 고객 리스크 관리가 갈수록 중요해지기 때문이다.

10년 후 예상되는 금융회사 조직의 변화

1. 고객과 직접 대면하는 조직의 비중축소
2. A.I, 데이터 관리와 관련된 직원의 증가
3. 고객지원 서비스(투자자산 분석, 금융 상품 제조-선정-추천) 조직의 확대
4. 리스크를 관리하는 조직의 확대

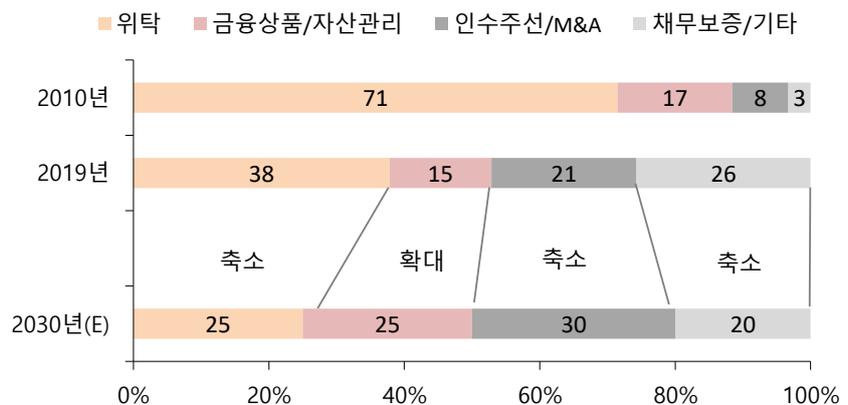
자료: SK 증권

(4) 지금과 10년 후의 수익구조에는 차이가 있을 전망

향후 10년 후에는 금융회사들의 수익구조에도 지금과 큰 차이가 있을 전망이다. 은행의 경우 수익원에는 큰 변화가 예상되지는 않는다. 전반적인 저금리로 이자이익의 비중이 소폭 줄고 그 대신 외환, 신탁 등의 이익이 지금보다 늘어나는 정도다. 은행 수익구조의 변화는 주로 '지리적인 차원'에서 발생할 전망이다. 최근 KEB 하나금융은 베트남 BIDV의 지분 15%를 1조원에 취득했다. KB 금융은 캄보디아의 소액대출기업인 MDI PRASAC 70%를 7,000억원에 인수했다. 신한은행은 2019년 베트남현지법인인 1,258억원의 순이익을 기록했다. 국내 시장에 과도하게 집중된 은행들은 동남아를 중심으로 해외 수익 비중을 높일 것으로 예상된다.

증권의 경우 수수료 부문에서 큰 변화가 있을 전망이다. 우선 위탁수수료의 비중은 지금보다 더 낮아져서 전체의 25% 정도를 차지할 것으로 보인다. 혁신금융기업들의 영향으로 지속적인 위탁수수료율의 인하가 진행될 가능성이 높다. 브로커리지의 빈 자리를 고객자산관리/금융상품판매가 차지하면서 위탁수수료와 비슷한 비중을 점유할 전망이다. 이 부문은 고객 니즈가 늘고 있는 만큼, 수익의 확대도 동반할 것으로 예상된다. IB 수수료의 비중은 지금보다 더 높아질 전망인데, 그 중에서는 인수주선/M&A와 같은 수수료의 비중이 늘어날 것이다. 반면 현재 증권사들이 많이 의존하고 있는 채무보증/기타 수수료는 현재보다 비중이 낮아질 가능성이 높다. 경쟁 심화로 인해 프로젝트별 수익성이 낮아질 수 있기 때문이다.

증권사 수수료 구조의 변화 추정



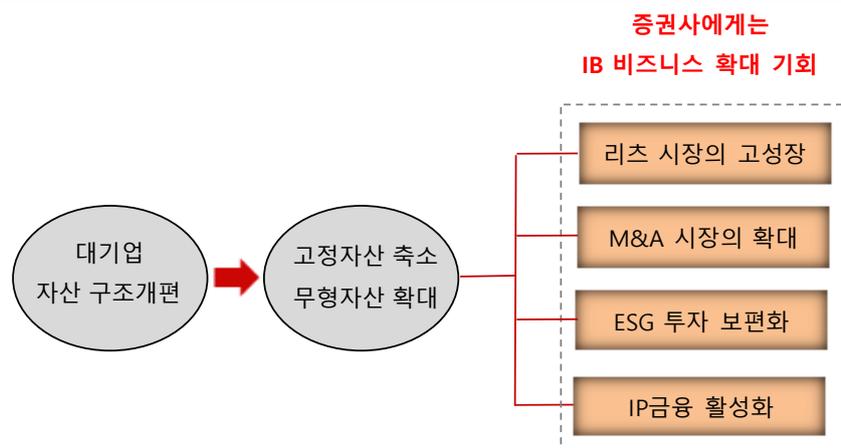
자료: SK 증권

주: 2030년 추정치는 명확한 수치가 아니라 대략적인 변화를 의미

증권업계의 수익구조 변화가 예상되는 이유는 ‘디지털 트랜스포메이션 → 대기업 자산 구조 개편’의 과정을 통해 증권업계에 1) 리츠(REITs) 시장의 고성장, 2) M&A 시장의 확대, 3) ESG(환경, 사회, 지배구조) 투자 보편화, 4) IP(Intellectual Property, 지식재산권) 금융 활성화 등의 변화가 예상되기 때문이다.

국내 기업들은 현재 사업구조를 디지털 트랜스포메이션 시대에 적합한 구조로 개편하는 중이다. 기업들의 사업구조 개편 과정에서는 ‘자산구조의 개편’이 동행한다. 2020년대 기업 자산구조 개편의 핵심은 ‘고정자산의 축소와 무형자산의 확대’다. 그 과정에서 금융권, 특히 증권업계에는 대체투자를 중심으로 각종 사업 기회가 늘어날 것이어서, 이 기회를 잘 활용하는 증권사들이 성장할 것이다. 이와 관련된 내용은 SK 증권에서 2020년 1월 13일 발간한 <대기업의 자산구조 개편과 증권업계의 기회>에 정리되어 있다.

디지털 트랜스포메이션으로 인한 대기업 자산 구조개편, 그리고 증권업계의 영향



자료: SK 증권

(5) 제도 변화에 따라 기관 고객들의 니즈도 바뀔 수 있음

개인 고객이 아닌 기관고객들의 니즈는 어떻게 변할 것인가? 만약 MiFID II의 글로벌 시행이 현실화된다면, 기관고객들은 증권 회사에 주는 수수료를 감축하려는 시도를 할 것이다. 왜냐하면 MiFID II 하에서는 본인들이 증권 회사에 주는 수수료를 상세히 분류해서 고객들에게 알려줘야 하기 때문이다. MiFID II는 기관 대상 비즈니스의 수익성을 훼손할 가능성이 있어, 향후 글로벌 적용 여부에 대해 증권회사들이 관심 있게 지켜 봐야 한다.

2018년부터 유럽과 영국에서 시행 중인 MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II), 즉 '2 단계 금융상품시장 준칙'은 유럽에서 금융상품을 운용하는 기관 투자자들이 지켜야 하는 준칙을 강화한 것이다. 이 중에서 브로커리지 수수료와 셀-사이드 리서치 비용을 분리(Unbundle)해서 지급해야 하는 규정으로 인해, 유럽에서는 증권사들의 기관 영업에 다소 변화가 나타나고 있다.

MiFID II로 인한 기관투자자들의 태도 변화

	바이사이드 운영 모델	투자자/주주의 압박	액티브에서 패시브로의 이동
부정적 시나리오: 30%~50%의 수수료 감소	↑ 컴플라이언스 준수, 비용 절감을 위한 변화 시행	↑ 비용지출을 정당화하라는 강한 압박	액티브에서 패시브 투자로의 지속적이고 가속화된 이동
기본 시나리오: 0~30%의 수수료 감소	↓	↓	패시브 투자로의 지속적인 이동
긍정적 시나리오: 수수료 유지	↓ 컴플라이언스 준수	↓ 비용지출을 정당화하라는 약한 압박	패시브로의 이동이 현 수준으로 안정됨

자료 McKinsey Research, SK 증권 번역

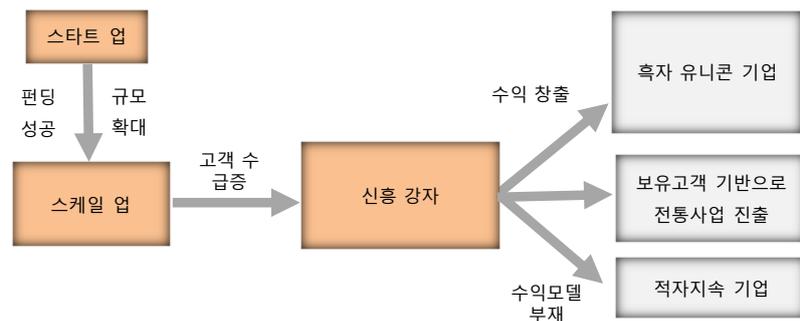
8. 혁신금융기업, 디지털 생태계 지배자, 핀테크 기업들

(1) 흑자 유니콘, 적자지속 기업, 그리고 전통산업 역진출 기업

앞에서도 언급했지만 최근 글로벌 디지털 생태계에서 불완전한 플랫폼 모델이 양산되는 부작용의 경우가 늘고 있다. 주로 고객 수를 늘리는데 성공했으나 이익 창출로 전환하는데 실패한, 또는 그 가능성이 낮아 보이는 기업들이다. 최근 글로벌 금융시장에서도 이익 창출 가능성이 낮은 혁신 기업들의 기업가치가 낮아지는 사례가 늘고 있다.

디지털 생태계에서 스타트업→스케일업 단계를 거쳐 신흥 강자가 된 기업들의 미래는 세 가지 종류가 있다. 첫째, 수익 창출에 성공하면서 흑자를 기록하는 유니콘 기업이다. 해외에는 영국의 GoCompare(금융 서비스, MyData 기업), 중국의 메이탄(Meituan Dianping, 배달 앱), 한국의 무신사(패션 유통 플랫폼) 등이 대표적인 흑자 유니콘 기업이다. 둘째는 수익모델의 부재로 적자지속 기업 상태가 유지되는 ‘뜨거운 감자’와도 같은 집단으로, 우버, 위워크, 쿠팡 등을 예로 들 수 있다. 셋째, 본인들의 플랫폼 비즈니스로 보유하게 된 고객을 기반으로 전통산업에 역 진출하는 케이스다. 토스의 사례가 바로 세 번째 모델이다. 토스는 송금, 개인자산관리 플랫폼으로 고객 수를 모으는데 성공한 후, 이를 기반으로 은행업에 진출하게 된 케이스다.

디지털 생태계 신흥 강자들의 최종 세 가지 분류



자료 SK증권

디지털 금융 플랫폼의 비즈니스의 목적은 1) 모바일 고객 수를 늘리는 것, 그리고 2) 늘어난 고객을 바탕으로 이익을 창출하는 것이다. 고객 수를 늘리는데 성공한 금융 플랫폼이 이익을 창출하지 못한다면 과거의 일반적인 금융회사 모델보다 나은 게 없고, 오히려 퇴보한 존재일 뿐이다. 디지털 금융 플랫폼은 이익 창출 비즈니스를 확실히 갖고 있어야 한다.

(2) 어떤 분야가 유망할 것인가?

현재 많은 금융회사, 테크핀 기업들이 여러 종류의 금융 플랫폼 비즈니스를 진행하고 있다. 이들 중에서 수익 창출이 가능해 보이는 사업모델을 꼽는다면 1) 인터넷전문은행, 2) 송금/자산관리 앱, 3) 로보 어드바이저를 이용한 자산배분 앱, 4) 디스카운트 펀드 백화점 등이 있다.

혁신금융기업들과 테크핀, 핀테크 기업들과 업종

스타일	업종	기업
혁신 금융	인터넷전문은행	카카오뱅크, 토스뱅크
	모바일 자산관리	AIM, 디셈버앤컴퍼니
	모바일 펀드백화점	한국포스증권
테크핀+ 핀테크	간편송금	토스, 카카오페이, 네이버페이
	모바일 자산, 계좌관리	뱅크샐러드, 브로컬리, 토스
	비대면 금융솔루션	피노텍
	모바일 보안솔루션	아톤
	B2B 핀테크	웹케시

자료 SK 증권

(3) 카카오뱅크, 2026 년경에는 고수익 중형 은행이 될 것

인터넷전문은행은 금융 플랫폼 기업 중에서도 성공 가능성이 높은 분야다. 기존 은행들에 비해 판관비 부담이 적어 대출, 예금에서 가격 경쟁력이 있기 때문이다. 물론 사업 초기에는 규모의 경제에 미달하여 시중 은행들보다 수익성이 부진하지만, 임계치에 도달하게 되면 수익성은 빠르게 개선될 것이다. 카카오뱅크는 곧 임계치에 도달하게 된다. 카카오뱅크는 2016 년초 설립된 후 빠른 성장을 통해 2019 년 9 월말 현재 총자산이 21 조원을 상회 중이다. 이는 같은 시기에 설립된 K 은행(2.8 조원)에 비해 월등히 빠른 성장세다. 카카오뱅크의 빠른 성장은 카카오의 디지털 플랫폼을 이용한 비즈니스 모델이 성공적으로 자리잡은 결과다.

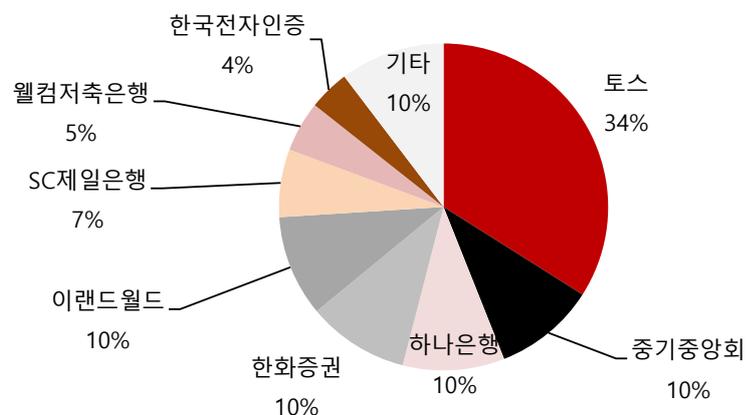
SK 증권 리서치센터는 카카오뱅크의 미래를 매우 밝게 보고 있다. 카카오뱅크는 설립 후 3 년이 지난 2019 년 상반기에 이미 흑자로 돌아섰다. 초기 비용투자 부담이 큰데도 불구하고 대출 수요 증가세를 이용한 빠른 외형(대출, 예금) 성장이 주효했다. 카카오뱅크는 향후 추가적인 증자를 통해 자본비율을 유지하면서 빠른 성장세를 지속할 것이다. 2026 년에는 자산 79 조원, 순이익 4,110 억원의 알찬 은행이 되어 있을 것으로 본다.

카카오뱅크가 이와 같은 고성장 및 실적 개선을 이루기 위해서는 향후 국내에서 비대면 채널을 통한 주택담보대출이 활성화되어야만 한다. 현재 카카오뱅크의 성장을 이끌고 있는 개인신용대출 시장이 무제한 늘어나기는 어렵기 때문이다. 한국의 은행 가계대출 시장은 주택담보대출 위주로 형성되어 있다. 기업대출은 상당히 긴 업력과 많은 전문인력들이 필요하기 때문에, 카카오뱅크 및 인터넷전문은행들은 주택담보대출 진입 후에 기업대출에 대해 고민할 전망이다.

(4) 2021년 영업을 개시할 토스뱅크(가칭)

2019년 12월 금융위원회는 비바리퍼블리카(토스)가 주도하는 제3 인터넷전문은행의 설립을 허가했다. 출자 회사에는 하나은행, 중소기업중앙회, SC제일은행, 한국전자인증 등이 포함되어 있다. 1기 인터넷전문은행(카카오뱅크, K뱅크)의 사례를 볼 때 토스뱅크(가칭)는 2021년 하반기쯤 영업을 시작할 수 있을 전망이다.

토스뱅크의 주주 계획



자료 기획재정부, SK증권

토스뱅크는 슬로건으로 '금융 소외층에 최적의 금융서비스'를 제시하고 있다. 토스뱅크는 신용등급 4~6 등급의 중신용자 중 금융 이력 부족자와 소상공인을 위한 금융상품을 구상 중이다. 개인 중금리 신용대출 외에도 1990년대 이후 출생자인 '밀레니얼 세대'를 겨냥한 적금상품과 신개념 할부 금융도 내놓는다는 계획이다. 다만 1기 인터넷전문은행 설립 당시에도 '중금리대출'을 주 영업으로 한다는 언론 기사들이 많이 나왔지만, 실제 결과는 그렇지 않았다는 측면도 고려할 필요가 있다. 사실 중금리대출이라는 부분은 은행, 특히 신규로 사업을 개시하는 인터넷전문은행 입장에서 접근하기 어려운 부분이다. 신용평가 데이터가 내부에 구축되지 않은 상황에서 쉽게 운영하면 나중에 큰 비용(대손충당금)으로 돌아올 수 있기 때문이다.

토스뱅크는 이번 예비인가 이후 본인가를 위한 인적, 물적 구성 등을 맞춰야 한다. 예상 출범 시점은 2021년 7월 정도로 예상된다. 장기적으로 토스뱅크의 성공 여부는 1) 외형 성장에 따라 자기자본을 얼마나 잘 확충하는지, 그리고 2) 건전성 문제없이 중금리 신용대출 위주로 여신을 잘 늘릴지 여부에 따라 달려있다.

(5) 활성 고객수의 힘, 카카오페이

카카오페이는 카카오의 자회사(지분율 60.9%)이며, 2019년 매출액 1,475 억원으로 큰 회사는 아니지만 MAU(2천만명)를 기반으로 고성장이 기대된다. 카카오페이의 거래대금은 2017년 1분기 0.3조원, 4분기 1.8조원 수준이었으나 2019년부터는 분기당 10조원을 상회했다. 2년 만에 40배 가까운 성장이다. 2017년 4월 출범한 카카오페이는 국내 처음으로 모바일 간편결제 서비스를 개시했고, 현재 온-오프라인 결제, 송금, 인증, 청구서, 증권 등 다양한 금융 서비스를 제공 및 확대 중이다.

한편, 카카오페이증권 인수^{주6} 완료 후 카카오페이머니 계좌의 증권 계좌 업그레이드 사전 신청(2/6~25)을 진행했다. 증권 계좌 전환 후 1~100만원 보유 시 5월 31일까지 연 5%의 예탁금 이용료를 지급하는 프로모션이다.^{주7} 업그레이드 시 카카오페이머니의 충전 및 이용한도(현재 월 200만원)가 제거되기에 충전금 규모가 큰 폭 증가될 것으로 예상된다. 현재 3가지 상품 판매로 펀드 서비스를 시작했는데 충분한 규모의 계좌 업그레이드 이후 본격적인 금융 서비스 확장이 전망된다. 이외에도 고객 결제 및 송금의 증가, 가맹점 간편결제 수수료 수취, 오픈뱅킹 시행으로 인한 송금 수수료 축소 등이 수익성을 빠르게 개선시킬 것으로 기대한다.

2019년 12월 18일 시행된 오픈뱅킹은 고객의 명시적 동의 하에 은행이 보유하고 있는 금융정보에 타행 또는 제 3의 서비스 제공자가 접근할 수 있는 시스템이다. 현재 16개 은행, 31개 핀테크 기업이 참여 중이고 가입자가 4개월만에 2천만명을 넘어섰다. 오픈뱅킹의 가장 큰 영향은 송금 수수료의 축소다. 카카오페이는 2019년에 분기당 약 160억원의 송금 수수료를 지급했으나 2020년 3분기부터 60억원 수준으로 축소가 가능할 전망이다. 최근 2년 간 연 1,000억원 안팎의 적자를 시현했으나 2020년에는 200~300억원 적자로 개선될 전망이다. 오픈뱅킹 참여 기업은 올해 본격적으로 증가할 것이고 이종사업자인 SSG페이와 엘페이도 내달 중 도입을 검토 중에 있다. SSG페이는 2015년 7월 런칭했고 이용자 수는 850만명에 이른다. SSG페이는 향후 UX/UI^{주8} 중심으로 앱을 개편할 예정이며 상반기 중 간편송금 서비스까지 진출할 예정이다.

^{주6} 2018년 10월 바로투자증권 지분 60%를 인수, 2020년 2월 카카오페이증권으로 공식 출범.

^{주7} 5월 31일 이후에는 주 단위로 평균 보유액에 대해 연 1.1%의 혜택을 제공한다.

^{주8} 사용자 경험과 사용자인터페이스

카카오 주요 계열사 지분관계 및 파트너십

	카카오 지분율	파트너십
카카오 모빌리티	69.3%	TPG
카카오 페이지	63.6%	Anchor
카카오 페이	60.9%	Ant Financial
카카오 게임즈	60.4%	Tencent / Netmarble Aceville / Krafton
카카오뱅크	34.0%	한국밸류운용 / KB 국민은행 / Netmarble Tencent / Ebay, etc.

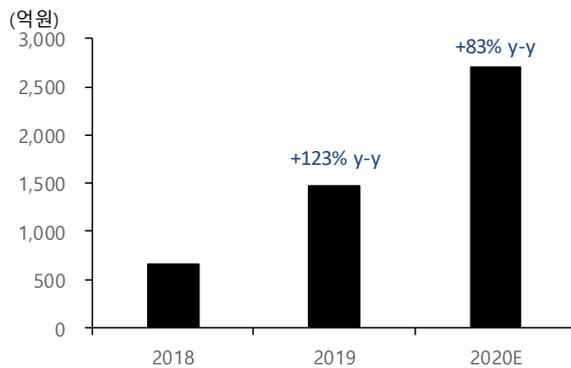
자료: 카카오, SK 증권

카카오 Milestone

2006	Kakao (I.W.I LAB) 설립
2010	Kakao Talk / Kakao Gift
2012	Kakao Game / Friends
2013	Talk 가입자 1억명 Kakao Page
2014	Kakao Pay Kakao - Daum 합병
2015	Kakao Taxi
2016	LOEN(Melon) 인수 Kakao Makers Kakao Japan Piccoma Kakao Driver
2017	Kakao Bank
2018	Kakao - LOEN 합병: Kakao M 설립

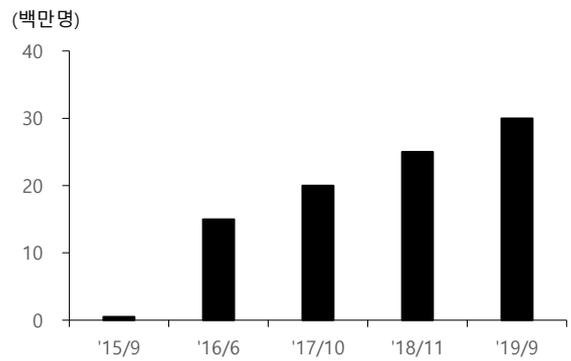
자료: 카카오, SK 증권

카카오페이 매출액 트렌드



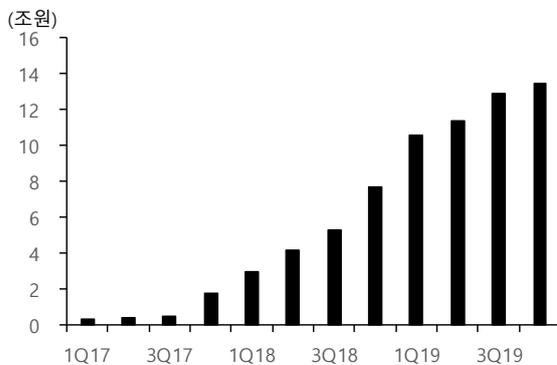
자료: 카카오, SK 증권

카카오페이 누적 가입자 수 추이



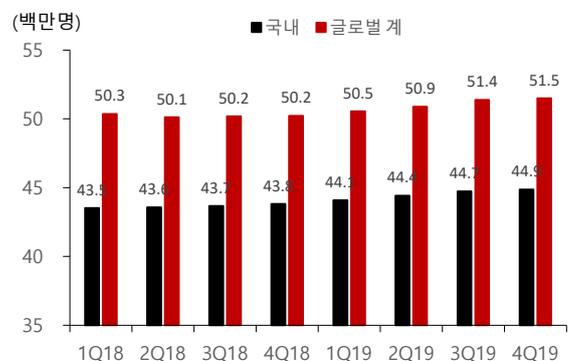
자료: 카카오, SK 증권

카카오페이 거래대금 추이



자료: 카카오, SK 증권

카카오의 MAU 트렌드



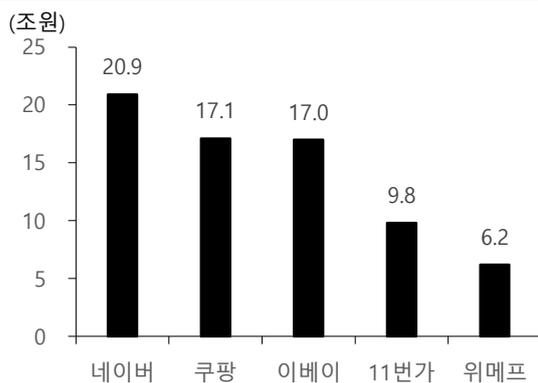
자료: 카카오, SK 증권

(6) 커머스 기반 결제 플랫폼: 네이버파이낸셜

2019년 11월 1일 공식 출범한 네이버파이낸셜은 네이버페이를 비롯한 결제 관련 전반적인 사업을 네이버로부터 물적분할한 기업이다. 2019년 12월에는 미래에셋금융그룹으로부터 8천억원의 투자를 받았다. 이는 국내 핀테크 업계 사상 최대이며, 지난 5년간 국내 핀테크 스타트업에 투자된 총액(5,800억원)을 상회하는 규모다. 네이버파이낸셜은 커머스 플랫폼 기반의 금융 서비스 기업이며, 국내 1,000만명 이상의 네이버페이 MAU를 중심으로 결제, 예금, 대출, 보험 등으로 영역을 확대 중이다. 결제 부문에서 온라인 가맹점 30만개, 오프라인 가맹점 10만개를 보유 중이며 올해 상반기 네이버 통장의 출시, 하반기 신용카드, 예·적금 추천 서비스를 도입 예정이다.

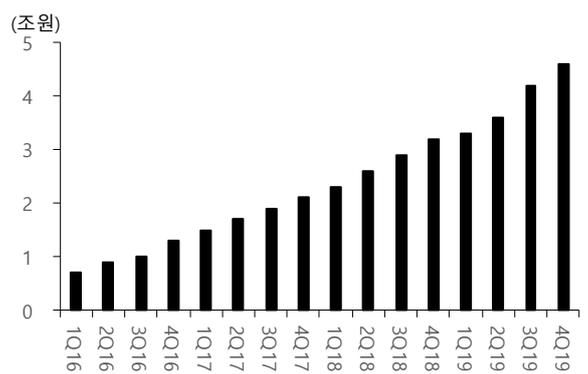
2019년 네이버 결제액은 약 21조원으로 이커머스 기업인 이베이코리아, 쿠팡을 상회했다. 절대적인 포털 트래픽을 보유함은 물론 데이터 핸들링에 특화된 기업이기에 커머스에서의 시장 지위는 물론, 페이와 금융 서비스, 데이터 사업자로의 확장까지 용이하다. 전년 네이버페이 거래액은 약 16조원으로 추산된다. 한편, 2분기 출시될 '네이버 통장'은 미래에셋대우의 CMA에 기반해 미니 보험(소액단기보험)^{주9} 미니 펀드^{주10}로 확장할 예정이다. 아울러 MAU 1,900만명의 네이버 소셜 로그인 사용자들은 본인 인증 서비스 확대와 함께 가입자 수 확보에서 높은 파괴력을 가질 것으로 기대한다. 향후 미래에셋의 금융업 노하우와 시너지 효과를 낸다면 비대면 채널, 빅데이터 활용 등의 측면에서 플랫폼 가치가 부각될 것이다.

네이버 및 이커머스 기업 2019년 결제액



자료: Wiseapp, SK 증권

네이버페이 거래액



자료: NAVER, SK 증권

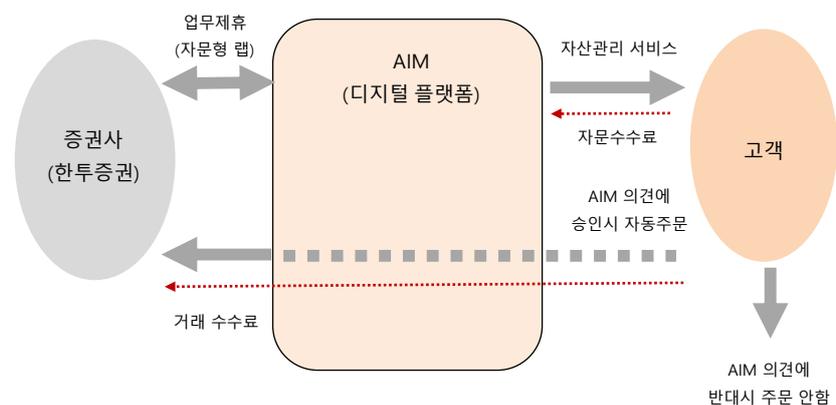
^{주9} 보험기간이 짧고(일회성 혹은 1~3년) 보험료가 소액(MG 손해보험의 월 1,500원 1년 만기 운전자 보험, 라이나생명다이렉트의 월 9,900원 치아보험 등)

^{주10} 2012년부터 미국 핀테크 '에이콘스', '콰피탈', '코인스', '레블루트' 등에서 상품 구매 잔돈이나 소액을 투자하는 서비스 제공

(7) 로보 어드바이저를 이용한 자산배분서비스: AIM 등

2015년 설립된 AIM(Automated Investment Management의 뜻)은 모바일 개인자산 관리 서비스를 제공하는 투자자문사다. 유튜브에도 매우 활발하게 광고하는 기업이다. AIM은 고객들에게 EMP(ETF Managed Portfolio)를 기반으로 한 자산배분 서비스를 제공한다. 연간 일정한 자문수수료(약 1%)를 받고 고객들에게 자산배분 서비스 및 투자실행 자문을 제공한다. 만약 고객이 AIM의 투자 의견에 승인할 경우 자동주문을 통해 증권사(현재 한투증권만 가능)에 자동주문하는 시스템이다. 고객이 AIM의 투자 자문에 반대할 경우 주문이 이뤄지지 않게 된다.

로보어드바이저를 이용한 자산배분형 자산관리 서비스 모델



자료 SK증권

AIM은 한투증권이 만든 '한국투자 글로벌 ETF 랩'에 자문을 제공하는 업무제휴 관계를 유지 중이다. 언론(MTN)에 의하면 AIM은 2020년 1월 가입자수 30만명, 고객 관리자산(AUM) 1,000억원을 돌파했다. 최근 디셈버앤컴퍼니자산운용도 모바일 자산 관리 앱 핀트(FINT)를 출시하면서 AIM과 비슷한 수익 모델을 영위 중이다. 개인 Mass 고객에게 자산관리 서비스를 제공하는 디지털 금융 플랫폼은 뚜렷한 수익 모델을 갖고 있다. 고객관리자산이 많이 적립될수록 수수료 수입이 늘어오게 된다. 따라서 매우 구체적인 수익 모델이 될 수 있다. 모바일 자산관리는 진입 장벽이 낮기 때문에 경쟁이 심할 것으로 보이며, 고객 수익률 제고가 경쟁사와 차별화할 수 있는 방법이다.

(8) 금융계좌 관리, 송금결제 플랫폼: 토스,뱅크샐러드 등

각 금융회사에 분산되어 있는 개인의 계좌를 한꺼번에 관리하는 모바일 앱들이 여럿 출시되고 있다. 뱅크샐러드, 브로콜리, 토스로 대표되는 금융 플랫폼들이다. 이 중에서

토스는 송금, 결제 기능에서 강자로 등극했다. 각 회사마다 주요 비즈니스에 조금씩 차이가 있고, 아직은 수익 창출이 제한적이라는 한계가 남아 있다. 각 개인의 금융자산에 관련한 빅데이터를 보유할 수는 있으나, 이 데이터를 어떻게 수익화 할 수 있을지에 대해서도 의문점이 남아 있다. 다만 은행 설립 예비인가를 받은 토스의 사례를 보면, 이 비즈니스를 기반으로 금융업을 영위할 수 있다는 확장성을 보유하고 있다.

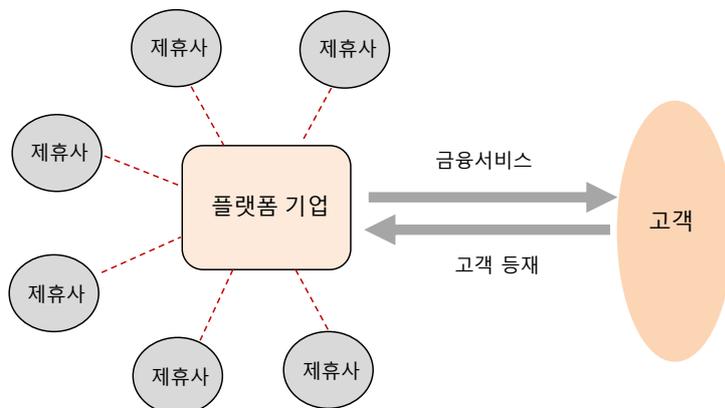
금융계좌 관리 플랫폼의 주요 기능

주요 기능	내용
금융계좌 종합관리	각 금융기관에 분산된 자금을 모두 모아서 관리
가계부	개인들의 소비 내역을 정리해서 관리
송금, 결제	더치페이, QR 결제, 카드없는 출금 등 다양한 기능
금융상품 추천, 가입	본인 성향에 맞는 금융상품 추천, 가입도 일부 가능

자료 SK증권

이 플랫폼은 기존의 금융회사들, 특히 은행들이 적극적으로 대응한다면 역으로 고객을 빼앗기기 쉽다는 약점이 있다. 신한은행 솔, 국민은행 리브 등을 보면, 기존 금융회사들은 모바일 플랫폼에서 특별히 수익을 창출하지 않고 고객을 확보하는 수단으로 사용할 여력이 있다. 따라서 금융계좌 관리 플랫폼은 실제 이익으로 연결되는 수익모델이 모호할 수 있다. 소비자가 일부 금융계좌만을 등록할 경우 보유 데이터의 활용 방법이 제한적이라는 단점도 있다.

금융계좌 관리 플랫폼의 수익 모델



자료 SK증권

(9) 디스카운트 펀드판매: 한국포스증권

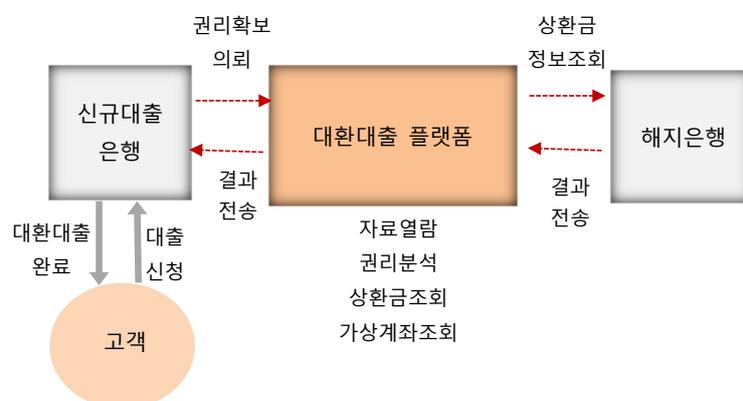
온라인 펀드판매사 펀드온라인코리아는 2019년 5월 '한국포스(FOSS)증권'으로 사명을 바꾸고 중개전문특화증권사가 되었다. 한국포스증권은 온라인 펀드 판매에 특화된 기업으로서, 일반적으로 판매보수가 은행, 증권사에 비해 낮다. 다만 펀드 판매보수가 낮기는 한데 큰 차이를 보이지는 않고 있어, 판매사 직원의 도움이 필요한 투자자들이 손쉽게 이용하기 위해서는 추가적인 가격 경쟁력 보완이 필요해 보인다. 또한 공모펀드, 퇴직연금만 가능하기 때문에 판매사로서의 판매 리스크가 크지 않다는 특징이 있으나, 반대로 말하면 사모펀드와 같은 상품은 판매하기 어렵다는 제한 요인이다.

(10) 비대면 금융 솔루션: 피노텍

2008년 설립된 피노텍(코넥스, 150440)은 핀테크 기업으로 지금 현재는 전자서명 관련 비즈니스에서 수익을 주로 내는 기업이다. 중요한 점은 1) 비대면 대환대출, 2) 비대면 주택담보대출, 3) 비대면 금융거래 통합솔루션 측면의 기술을 보유하고 있다는 점이다. 특히 이 기업은 인터넷전문은행이 기존 은행들이 갖고 있는 대출을 가져올 수 있는 대환대출, 그리고 점포 없이 주택담보대출 부문에서도 신규 고객을 창출할 수 있는 기술을 갖고 있다.

대환대출은 이미 우리은행 기업은행, 수협, 부산은행 등과 협업하고 있는 중이다. 비대면 대환대출에 대한 이해도는 다음 <그림>과 같다. 비대면 대환대출은 모바일 앱 '싸니자로(베타서비스 중)'을 통해 가능하다.

비대면 대환대출 플랫폼 (신용대출의 경우)

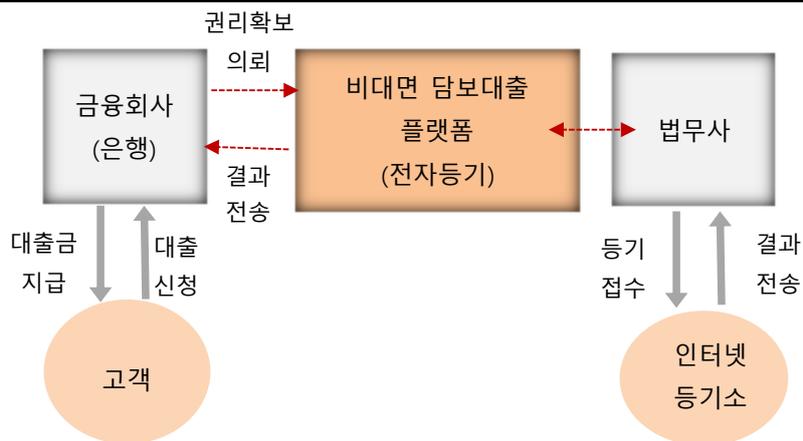


자료: 피노텍 SK증권(재구성)

인터넷전문은행 입장에서 중요한 것은 주택담보대출이다. 2019년 9월말 현재 은행의 개인 주택담보대출 시장은 522조원으로, 개인신용대출(보증 포함) 시장인 227조원을 크게 상회한다. 게다가 대부분 부동산담보로 이루어지고 있는 개인사업자대출 시장이 332조원임을 감안하면, 결국에는 주택, 부동산 담보대출 시장을 무시할 수는 없는 상황이다.

우리가 은행에서 주택담보대출을 받을 경우 이 주택담보 관련 서류를 제출해야 하는 과정이 복잡하고, 은행을 갈아탈 경우 부동산 등기 서류도 제출해야 한다. 하지만 피노텍의 서비스는 부동산 등기까지 전자서류로 이동시킬 수 있다. 향후 이러한 기술은 점포가 없는 인터넷전문은행이 신용대출뿐 아니라 주택담보대출까지도 신규 고객을 모바일 기기를 통해 모집할 수 있게 할 것이다.

비대면 주택담보대출 플랫폼의 이해도



자료: 피노텍 SK증권

(11) 유망한 핀테크 기업: 웹케시, 아톤

웹케시는 B2B 핀테크 비즈니스 기업으로 은행업무와 기업의 ERP 시스템을 직접 연결해 자금과 재정의 효율적이고 투명한 관리를 도와주는 기업이다. 공공/초대기업을 대상으로 하는 인하우스뱅크, 중견기업을 대상으로 하는 브랜치, 중소기업/소상공인을 대상으로 하는 경리나라 등의 상품을 기업에 제공하고 있다. 인하우스뱅크는 SAP과 협약을 통해 향후 5년간 고속성장이 예상되며 구독경제 상품인 경리나라는 유료가입자의 낮은 해지율과 신규가입 증가를 통해 2020년 흑자전환, 2021년 30억원의 이익 증가가 예상된다. 웹케시의 제품들은 아주 높은 락인효과가 있어 장기적으로 안정적인 성장이 기대된다.

아톤은 은행, 증권사, 통신사 대상으로 보안솔루션을 제공하는 핀테크 전문업체다. 동사의 보안솔루션은 금융서비스 및 거래에 필요한 보안카드, 공인인증서, OTP 기기를 대체할 수 있는 서비스로 별도기기 없이 PIN 번호를 통해 간편인증이 가능하다. 올해 상반기 중 아톤의 핀테크 보안솔루션 고객사(은행 1곳, 증권사 1곳) 확대되어 외형 성장이 기대된다. 또한 마진이 높은 핀테크 보안솔루션과 핀테크 플랫폼 매출 비중이 증가 중이며, 티머니 솔루션 및 스마트 금융 비중은 감소하는 추세로 영업이익률이 점진적으로 증가할 것으로 판단한다. 2020년 매출액은 425억원(+30.8% YoY), 영업이익 100억원(+143.9% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
조용선

yongsun.cho@sk.com
02-3773-8826

Company Data

자본금	42 십억원
발행주식수	8,674 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	15,535 십억원
주요주주	
김범수(외20)	28.04%
국민연금공단	7.89%
외국인지분률	32.10%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(20/03/05)	179,500 원
KOSPI	2085.26 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	190,500 원
52주 최저가	100,500 원
60일 평균 거래대금	89 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.1%	14.4%
6개월	33.0%	27.8%
12개월	68.5%	76.1%

카카오 (035720/KS | 매수(유지) | T.P 212,000 원(유지))

플랫폼의 교과서, 테크핀의 주역으로

전년 한 해 동사의 펀더멘털을 주도했던 것이 콘텐츠(카카오페이지), 광고(신규 BM '비즈보드')였다면 올해의 키워드는 '테크핀'과 '디지털 금융 플랫폼'. '19 년 신사업 부문은 약 +113% 고성장이며 모빌리티와 페이의 약진이 주효. 올해는 데이터 3 법 통과, 증권업 인가로부터 본격화된 동사의 금융업 침투와 디지털 금융 플랫폼으로의 확장성에 주목할 것. 국내 최고 수준의 MAU 를 활용한 산업 영역의 붕괴 지속.

거부할 수 없는 트래픽의 힘, 최고 수준 MAU 로 신규 주력사업 고성장

동사 절대적 플랫폼 트래픽 기반(4Q19 기준 국내 MAU 4,486 만명으로 +105 만명 y-y) 신규 모델 비즈보드를 중심으로 한 향후 광고주 확대, 노출 수 증가, CPC 단가 상승, 광고효율성 제고 고무적. 전년말 기준 3 천 개 이상의 광고주 수는 올해 1 만 단위로 레벨업 기대. 올해 특비즈 매출 9,450 억원(+45.4% y-y), 신사업 3,458 억원(+32.4% y-y), 유료콘텐츠 4,106 억원(+38.8% y-y)의 고성장으로 연결 매출액 3.7 조원(+19.7% y-y), 영업이익 3,985 억원(92.9% y-y) 전망. 특비즈 성장동력은 비즈보드와 선물하기, 신사업은 모빌리티와 페이, 유료콘텐츠는 카카오페이지, 다음웹툰, 픽코마가 주력.

플랫폼의 교과서, 테크핀의 주역으로: 가장 알맞은 속도와 방향성

카카오 주요 계열사가 보여준 최근의 성과는 향후 디지털 금융 플랫폼으로서의 동사 기대감을 제고. 특히, 카카오모빌리티가 작년 난제를 해결하고 시장지위를 공고화했던 점은 규제 산업 공략에 대한 동사의 방법론이 입증된 결과. 향후 카카오 T 블루, 블랙, 벤티 등 수익화 가능한 모델과 더불어 모빌리티 로밍, 철도, 항공 제휴 그리고 자율주행 사업까지 지속 주목해야 함. 영업개시 3 년만인 지난 해 흑자전환한 카카오뱅크를 통해 플랫폼 사업자의 금융 비즈니스 성공을 입증함은 물론, 향후 IPO 를 통한 기업가치 현실화 가능성도 높아진 상황. 올해 가장 주목해야 할 카카오페이는 MAU 2 천만명에 기반하여 올해 GMV 약 65 조원에 달할 것으로 전망. 더불어, 금융수익의 확대와 오픈뱅킹 수수료 감소로 인해 적자폭을 대폭 축소할 것으로 기대. 2H19~현재까지의 주가 상승에도 동사 리레이팅 요소 다수 상존, 투자 의견 매수 및 T/P 212,000 원 유지.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,464	1,972	2,417	3,090	3,699	4,228
yoy	%	57.1	34.7	22.6	27.8	19.7	14.3
영업이익	십억원	116	165	73	207	399	465
yoy	%	31.1	42.4	-55.9	183.2	92.9	16.8
EBITDA	십억원	230	295	208	407	668	693
세전이익	십억원	100	153	131	-227	443	509
순이익(지배주주)	십억원	58	109	48	-298	343	398
영업이익률%	%	7.9	8.4	3.0	6.7	10.8	11.0
EBITDA%	%	15.7	15.0	8.6	13.2	18.1	16.4
순이익률	%	4.5	6.3	0.7	-11.0	8.2	8.4
EPS(계속사업)	원	874	1,601	613	-3,537	3,963	4,607
PER	배	88.1	85.6	168.0	N/A	43.7	37.6
PBR	배	1.5	2.3	1.7	2.7	2.8	2.6
EV/EBITDA	배	24.4	30.1	35.6	28.9	19.2	17.4
ROE	%	1.9	2.9	1.0	-5.9	6.7	7.2
순차입금	십억원	121	-902	-1,737	-2,003	-2,651	-3,376
부채비율	%	48.1	42.3	41.5	60.6	61.3	61.9

금융업 침투와 디지털 금융 플랫폼 방향성에 주목

카카오의 '19 년 영업수익은 3.1 조원(+27.8% y-y), 영업이익은 2,066 억원(+183.2% y-y, OPM 6.7%)으로 사상 최대의 연간 외형 달성은 물론 수익성을 대폭 견인한 결과를 시현했다. 국내 최대 수준의 MAU(4.5 천만명)를 기반으로 신규 BM 인 비즈보드의 성공적 안착이 돋보였다. 특비즈, 유료콘텐츠 부문은 각 +54.3%, +35.5%(y-y) 성장했고 신사업 부문은 +112.8%(y-y) 성장했다. Core Biz 와 Strategic Biz 가 가장 균형 있게 자리 잡은 '교과서적' 사례라고 할 수 있다.

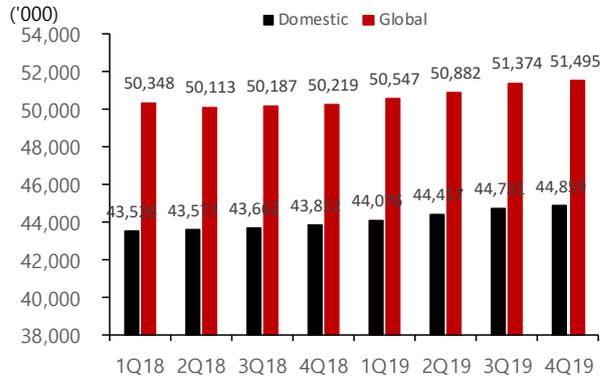
연초 데이터 3 법의 통과, 카카오의 증권업 인가로 인해 더욱 주목해야 할 대목은 동사의 금융업 침투와 디지털 금융 플랫폼으로서의 확장성에 관한 것이다. 카카오페이는 누적 가입자수 3 천만명, MAU 2 천만명에 기반하여 올해 GMV 약 65 조원에 달할 것으로 전망한다. 또한, 올해 금융수익의 확대와 오픈뱅킹 수수료 감소로 인해 적자폭을 대폭 축소할 것으로 기대한다. 한편, 카카오페이증권은 향후 빅데이터 및 AI 기반한 투자자문 솔루션, 자문형 자산배분과 비대면 자산관리 서비스에서 특화될 것이다.

작년 토스에 적용된 EV/GMV 멀티플(0.06x) 적용 시 카카오페이 기업가치는 약 3.9 조원으로 추산된다. 아울러 하반기 전자금융거래법 개정을 통해 종합지급결제업자²로 선정될 경우 추가 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

한편 2 월 4 주차 기점 재확산 국면에 들어선 코로나 19 로 인해 인터넷 업계도 일부 영향을 받고 있다. 전반적인 경기 침체로 인해 광고주들의 광고 집행이 감소했으며 NAVER, 카카오 등 온라인/모바일 광고 부문에 대한 추세 점검도 필요하다. 전년 하반기 양 사 광고부문은 선방했지만 광고시장 지표의 부진은 6 개월 넘게 지속되고 있기 때문이다. 다만, 아직까지 낮은 수준의 동사 광고 포션, 온라인 광고시장의 방어력을 감안했을 때 악영향은 제한적이며 신사업 모멘텀에 보다 더 주목할 필요가 있다.

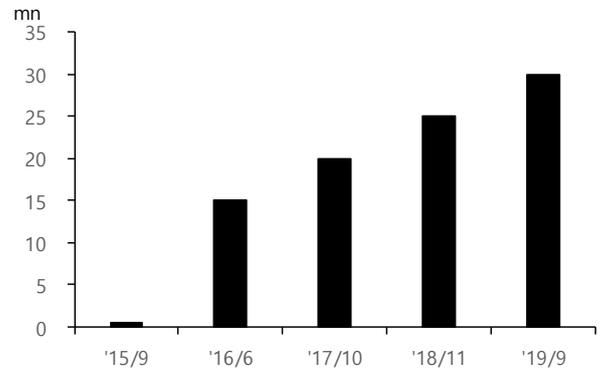
² 은행 제휴 없이 독립적으로 계좌를 발급·관리하고 이를 통해 결제, 송금 뿐 아니라 금융상품 중개 및 판매와 같은 종합자산 관리도 가능함

카카오 MAU 트렌드



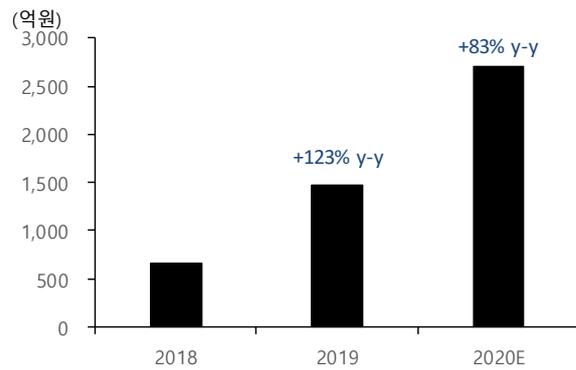
자료: 카카오, SK 증권

카카오페이 누적 가입자 수 추이



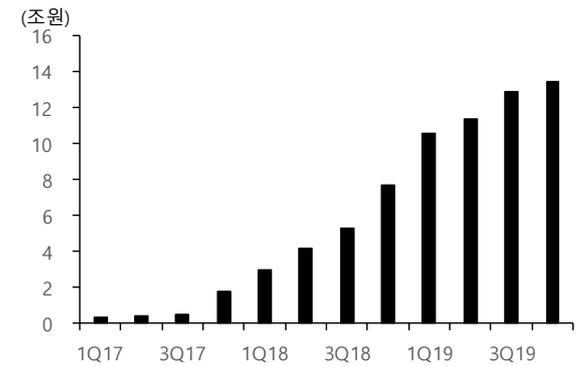
자료: 카카오, SK 증권

카카오페이 매출액 트렌드



자료: 카카오, SK 증권

카카오페이 거래대금 추이



자료: 카카오, SK 증권

추가 리레이팅 요소 상존

카카오는 작년 하반기부터 본격화된 주가 상승(+28.1% 6M)으로 시가총액 14.6 조원에 이르렀다. P/E(12M Fwd.) 44x이며 히스토리컬 중단 수준이다. 최근 2 개년 밸류에이션 부담이 있었으나 작년 한 해 간 수익성이 대폭 개선되며 올해 연초 이후 주가 흐름 역시 선방 중이다. 그러나 신규 BM 비즈보드의 기대감은 이미 높아졌고 카카오페이지 역시 마찬가지다. 현 시점에서 추가 리레이팅 요소는 무엇인가?

카카오의 증권업 인가를 통해 첫번째 과제는 해결되었다. 카카오뱅크의 성공 사례를 보았듯이 카카오페이증권 또한 순항 중이다. 지난 2 월 6 일~25 일까지 카카오페이머니 계좌의 증권 계좌 업그레이드 사전 신청을 진행했다. 증권 계좌 전환 시 카카오페이머니 이용한도가 소멸(현 월 200 만원)되고 전환 후 1~100 만원 보유 시 5 월 31 일까지 연 5% 예탁금 이용료를 지급하는 프로모션이다.³ 카카오페이증권은 현재 세 가지 금융상품을 판매 중이며 향후 전환된 증권 계좌를 기반으로 서비스를 확장할 계획이다. 카카오페이 충전금으로 결제할 경우 가맹점으로부터 간편결제 수수료를 수취할 수 있고, '오픈뱅킹' 시행으로 송금 수수료가 대폭 축소되기 때문에 내년에는 카카오페이 BEP 도달이 가능할 것으로 전망한다.(최근 2 년 간 연 1 천억원 안팎의 적자에서 올해는 200~300 억원 수준으로 적자축소 기대)

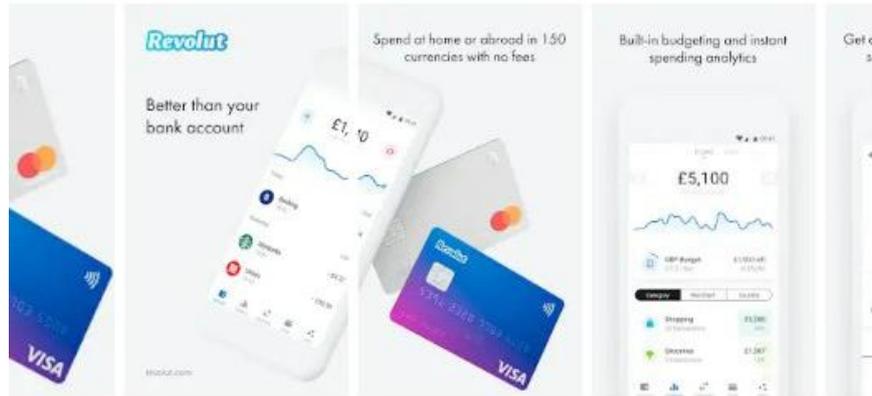
지난 2 월 25 일 발표된 금융결제 인프라 혁신방안에 따르면 올 하반기 중 전자금융거래법 개정을 통해 지급지시서비스업 이른 바 마이 페이먼트 산업이 도입될 수 있다. 은행 계좌 없이도 독립적인 계좌 발급, 관리가 용이해지고 자금이체, 결제, 송금 뿐 아니라 금융상품 중개 및 판매와 같은 종합자산관리 서비스도 가능하다.⁴ 카카오에게는 또 다른 기회요인이 될 것이다. 과연 한국의 '레볼루트(Revolut)'⁵가 탄생할 수 있을까? 제도적 순항이 가능하다면 하반기 또 다른 리레이팅을 기대해 볼 만하다.

³ 5 월 31 일 이후에는 주 단위로 평균 보유액에 대해 연 1.1% 혜택 제공.

⁴ 이 뿐 아니라, 금융위는 핀테크 결제 사업자에게도 소액 후불결제 서비스를 허용할 방침. 즉, 자기자본 200 억원 이상의 신용카드업 라이선스 없이 일정 범위 내 신용결제를 허용할 계획.

⁵ 2015 년 7 월 설립된 송금, 결제 전문 핀테크 기업으로 전년 사용자 수 300 만명, 기업가치 10 억달러 돌파. '지급결제계좌'를 통한 간편결제, 송금, 인출 서비스로 시작해 은행업 뿐 아니라 보험, 펀드도 판매하는 종합 금융 플랫폼으로 성장함.

영국 레볼루트(Revolut) 모바일 앱



자료 : Googleplay, SK 증권

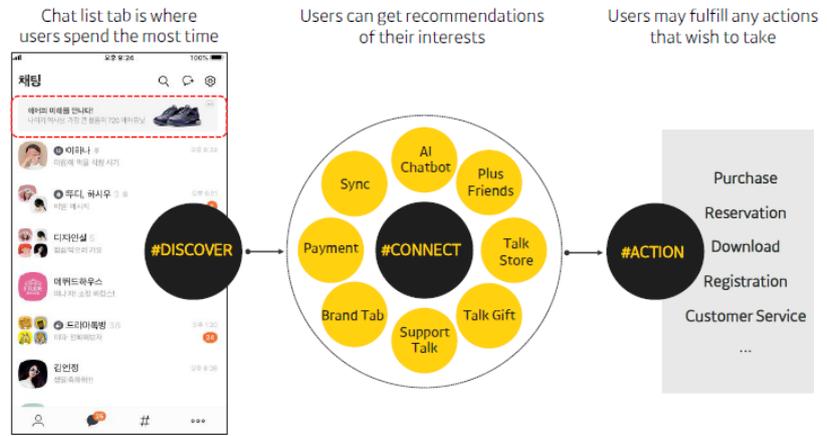
KaKao 매출구성

플랫폼 부문	특비즈	카카오톡(플친, 샵탭, 톡스토어) 카카오톡 선물하기, 메이커스 카카오톡 브랜드/B2C 이모티콘 신규특BM(특비즈보드, 챗봇 등)
	포털비즈	Daum PC Daum Mobile 기타 자회사광고 카카오스토리/스타일/페이지
콘텐츠 부문	신사업	모빌리티, 페이 기타(기타 연결자회사)
	게임	모바일, PC, 카카오VX
기타	뮤직	멜론, 카카오뮤직, 음원유통, 티켓
	유료 콘텐츠	카카오페이지, 다음웹툰, 픽코마
	IP 비즈니스	카카오 IX, 카카오M(음원유통 제외)

자료 : 카카오, SK 증권

주: 2Q19 기점 플랫폼 신사업에서 연결 자회사 제외

Kakao Talk Bizboard(TalkBoard)



자료 : Kakao, SK 증권

카카오 Target price: SOTP Valuation

(단위: 십억원)

Talk business	5,676	a	12M Fwd. NOPLAT * Global Peer
Portal business	1,456	b	12M Fwd. NOPLAT * Peer 30% discount
Music	1,592	c	12M Fwd. NOPLAT * 17x
유료 contents	1,800	d	카카오페이지 제외
IP business	901	e	
사업가치	11,424	$f=(a+b+c+d+e)$	
카카오모빌리티	791	g	투자평가액 * 지분율 69.3% * 30% discount
카카오페이	1,663	h	Peer 평가 (지분율 60.9% * 30% discount)
카카오뱅크	473	i	자본총계 1.16조원 * P/B 1.2* 지분율 34%
카카오게임즈	205	j	NP * 지분율 60.4% * Peer 15% discount
카카오페이지	846	k	12M Fwd. Sales * 지분율 63.7% * 경쟁사 PSR
지분가치	3,978	$l=g+h+i+j+k$	
순차입금	-2,297	m	
KaKao Fair Value	17,699	$n=l-m$	
주식수	0.083484	o	shares bn
목표주가	212,000	$p=n/o$	KRW
현재주가	173,000		KRW
upside	22.5%		

자료: 카카오, DART, SK 증권 리서치센터

주: 중장기 관점으로 카카오뱅크 IPO를 통한 기업가치 현실화(약 7.8 조원) 가정 시, 목표주가 238,000 원(upside 37.6%) 상정 가능

카카오 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	706.3	733.0	783.2	867.3	848.3	901.5	938.7	1,010.5	2,417.0	3,089.8	3,699.0
플랫폼부문	313.1	326.8	350.7	444.0	415.3	433.3	464.1	536.2	1,039.3	1,434.7	1,848.9
특비스	126.9	138.9	162.4	221.6	200.3	220.2	242.5	282.0	421.1	649.8	945.0
포털비스	126.4	136.9	126.1	134.2	134.5	140.8	138.8	144.0	495.4	523.6	558.1
신사업	59.8	51.0	62.3	88.2	80.5	72.3	82.8	110.2	122.7	261.2	345.8
콘텐츠부문	393.2	406.2	432.4	423.3	433.0	468.2	474.6	474.3	1,377.7	1,655.1	1,850.1
게임콘텐츠	94.0	98.4	99.0	105.9	105.2	108.2	105.5	109.8	417.0	397.4	428.7
뮤직콘텐츠	137.2	144.6	151.5	153.3	144.8	157.0	161.2	164.4	532.9	586.6	627.4
유료콘텐츠	74.6	81.5	91.9	47.8	90.8	108.8	110.8	100.2	218.4	295.8	410.6
IP비즈니스	87.3	81.7	90.1	116.3	92.2	94.2	97.1	99.9	209.5	375.3	383.4
YoY	27.2%	24.5%	30.7%	28.8%	20.1%	23.0%	19.9%	16.5%	22.5%	27.8%	19.7%
플랫폼부문	34.8%	30.2%	38.6%	46.5%	32.6%	32.6%	32.3%	20.8%	26.0%	38.0%	28.9%
특비스	43.3%	42.4%	51.6%	73.3%	57.8%	58.5%	49.3%	27.3%	63.2%	54.3%	45.4%
포털비스	3.9%	6.7%	9.1%	3.4%	6.4%	2.8%	10.1%	7.3%	-1.5%	5.7%	6.6%
신사업	171.6%	103.0%	105.3%	94.7%	34.6%	41.9%	33.0%	24.9%	92.7%	112.8%	32.4%
콘텐츠부문	21.7%	20.2%	24.9%	14.3%	10.1%	15.3%	9.7%	12.1%	20.0%	20.1%	11.8%
게임콘텐츠	-10.9%	-11.9%	-0.4%	5.6%	11.9%	10.0%	6.6%	3.6%	21.9%	-4.7%	7.9%
뮤직콘텐츠	8.7%	10.8%	11.4%	9.4%	5.5%	8.6%	6.4%	7.2%	11.3%	10.1%	7.0%
유료콘텐츠	70.6%	60.3%	52.0%	-24.6%	21.6%	33.5%	20.5%	109.8%	72.1%	35.5%	38.8%
IP비즈니스	83.7%	81.8%	78.7%	74.6%	5.6%	15.3%	7.8%	-14.1%	4.7%	79.2%	2.2%
영업비용	678.6	692.6	724.1	787.9	771.9	804.6	829.9	894.1	2,344.0	2,883.2	3,300.5
인건비	160.1	159.0	177.4	205.2	176.1	174.9	195.1	236.0	541.9	701.7	782.2
매출연동비	330.6	341.9	355.0	359.8	397.1	420.5	425.5	419.2	1,079.5	1,387.3	1,662.3
인프라비	89.9	84.4	79.1	106.8	98.9	100.0	94.7	122.4	314.4	360.3	416.0
마케팅비	32.9	39.9	36.8	41.5	33.6	40.7	37.6	42.3	187.3	151.2	154.3
상각비	50.1	53.4	60.7	56.4	51.1	54.4	62.0	59.2	138.1	220.6	226.7
기타	14.9	13.9	15.0	18.2	15.0	14.1	15.0	15.0	82.9	62.0	59.1
영업이익	27.7	40.5	59.1	79.4	76.4	96.9	108.8	116.4	72.9	206.6	398.5
YoY	165.9%	46.6%	92.7%	1749.6%	176.1%	139.4%	84.1%	46.7%	-55.9%	183.2%	92.9%
OPM	3.9%	5.5%	7.5%	9.2%	9.0%	10.7%	11.6%	11.5%	3.0%	6.7%	10.8%
세전이익	40.5	53.6	88.8	-410.2	81.0	111.3	139.9	110.3	130.7	-227.3	442.6
당기순이익	17.6	31.0	51.5	-439.8	58.3	77.9	90.9	73.9	15.9	-339.8	301.1
지배순이익	27.5	38.8	55.7	-420.2	68.3	85.7	95.2	93.6	47.9	-298.2	342.8
세전이익률	5.7%	7.3%	11.3%	-47.3%	9.6%	12.4%	14.9%	10.9%	5.4%	-7.4%	12.0%
당기순이익률	2.5%	4.2%	6.6%	-50.7%	6.9%	8.6%	9.7%	7.3%	0.7%	-11.0%	8.1%
지배순이익률	3.9%	5.3%	7.1%	-48.5%	8.0%	9.5%	10.1%	9.3%	2.0%	-9.7%	9.3%

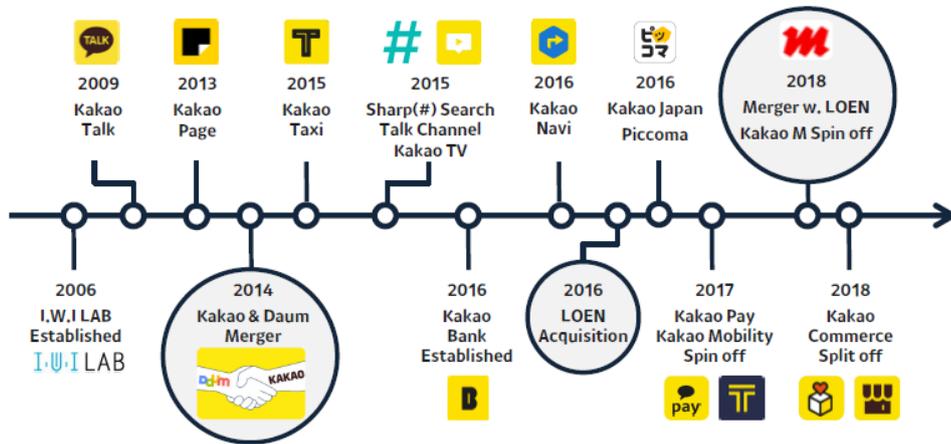
자료: 카카오, SK 증권 리서치센터

카카오 지배구조도

모회사	지분율(%)	주요 자회사	모회사	지분율(%)	주요 자회사
카카오	96.8	카카오M	카카오M	100.0	레디엔터테인먼트
	60.4	카카오게임즈		67.5	문화인
	96.3	카카오메이커스		100.0	비에이치엔터테인먼트
	69.3	카카오모빌리티		99.4	쑈엔터테인먼트
	93.9	카카오브레인		64.8	스타쉽엔터테인먼트
	100.0	카카오인베스트먼트		60.0	이엔티스토리엔터테인먼트
	63.6	카카오페이지		100.0	제이와이드컴퍼니
	100.0	카카오아이엑스		80.0	크래커엔터테인먼트
	100.0	카카오벤처스		100.0	플레이엠엔터테인먼트
	60.9	카카오페이		100.0	크리스피스튜디오
	34.0	카카오뱅크		67.2	메가몬스터
		81.0	사나이픽처스		
		41.0	월광		

자료 : 카카오, DART, SK 증권

Kakao History



자료 : 카카오, SK 증권

카카오 AI Engine

시각엔진

얼굴검출	이미지 내 모든 사람의 얼굴 위치를 찾고, 3D 각도, 나이, 성별 예측하는 기술
상품검출	이미지에 포함된 상품들의 위치와 종류를 검출하는 기술
스마트 썸네일	이미지를 분석하여 서비스 니즈에 맞는 썸네일 자동 생성 기술
멀티태그 생성	이미지에서 각종 정보를 추출하여 태그를 생성하는 기술
꽃 검색	꽃 이미지를 분석하여 품종을 알려주는 기술
OCR	사진이나 이미지에 포함된 문자영역과 문자를 인식하는 기술

음악엔진

음악검색	음악 소리 듣고 해당 곡 정보를 알려주는 기술
방금그곡	TV, 라디오 방송에 나오는 음원을 실시간 인식하는 기술

음성엔진

음성인식	음성을 분석하여 text로 변환하는 기술
음성합성	Text를 분석하여 음성으로 변환하는 기술
핵심어 검출	음성에서 특정 키워드를 추출 인식하는 기술
화자 인식	입력된 음성을 DB와 비교해 화자를 식별하는 기술

번역엔진

대화엔진

맞춤법 검사기	
형태소 분석기	
MRC	사용자 질의에 답을 찾아주는 검색기술
심슨	질문과 가장 유사한 의미의 정답을 찾아주는 기술

추천엔진

개인화 모델링	사용자 행동정보와 프로필, 통계정보를 바탕으로 취향,의도 예측하는 기술
콘텐츠 모델링	음악, 텍스트, 이미지, 동영상 기반 콘텐츠 분석 기술
맥락 모델링	적재적소 필요한 콘텐츠, 정보 제공 기술

자료 : 카카오, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.03.12	매수	212,000원	6개월		
2020.02.14	매수	212,000원	6개월	-15.07%	-10.14%
2019.10.24	매수	165,000원	6개월	-5.37%	8.48%
2019.05.10	매수	150,000원	6개월	-13.04%	-6.67%
2019.02.15	매수	135,000원	6개월	-21.37%	-4.81%
2018.11.09	매수	135,000원	6개월	-22.69%	-14.07%
2018.08.10	매수	155,000원	6개월	-27.16%	-17.42%
2018.05.11	매수	155,000원	6개월	-26.81%	-19.03%



Compliance Notice

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 3 월 12 일 기준)

매수	88.49%	중립	11.51%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,993	2,859	3,397	4,142	4,964
현금및현금성자산	1,117	1,247	2,111	2,759	3,484
매출채권및기타채권	179	194	249	291	332
재고자산	22	36	46	54	61
비유동자산	4,356	5,101	5,372	5,197	5,036
장기금융자산	211	543	280	280	280
유형자산	271	315	310	204	134
무형자산	3,690	3,865	3,912	3,822	3,737
자산총계	6,349	7,960	8,769	9,338	10,000
유동부채	1,041	2,039	2,392	2,693	2,997
단기금융부채	177	623	569	569	569
매입채무 및 기타채무	280	461	594	692	790
단기충당부채	2	4	5	5	6
비유동부채	846	293	917	854	827
장기금융부채	621	45	242	242	242
장기매입채무 및 기타채무	47	46	65	84	84
장기충당부채	36	48	59	68	83
부채총계	1,887	2,332	3,310	3,548	3,824
지배주주지분	4,029	5,137	4,953	5,330	5,762
자본금	34	42	42	42	42
자본잉여금	3,604	4,648	4,733	4,733	4,733
기타자본구성요소	-6	1	6	6	6
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	403	453	152	495	893
비지배주주지분	434	490	506	461	413
자본총계	4,463	5,627	5,459	5,790	6,176
부채외자본총계	6,349	7,960	8,769	9,338	10,000

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	391	534	780	669	756
당기순이익(손실)	153	131	-256	302	356
비현금성항목등	161	148	729	366	337
유형자산감가상각비	61	68	122	107	70
무형자산감가상각비	69	67	79	163	158
기타	50	52	532	-20	0
운전자본감소(증가)	80	397	483	170	216
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-1	117	-41	-42
재고자산감소(증가)	1	-9	-8	-8	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	154	-43	98	99
기타	78	253	417	120	166
법인세납부	-3	-141	-176	-169	-153
투자활동현금흐름	-385	-1,288	57	-30	-20
금융자산감소(증가)	-269	-909	269	0	0
유형자산감소(증가)	-72	-85	-69	0	0
무형자산감소(증가)	-28	-45	-72	-72	-72
기타	-15	-249	-71	43	52
재무활동현금흐름	-208	663	1	9	-10
단기금융부채증가(감소)	-188	-143	-143	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	3	-30	0	0
자본의증가(감소)	-1	1,053	22	0	0
배당금의 지급	-16	-12	-10	0	0
기타	-3	-239	163	9	-10
현금의 증가(감소)	475	130	864	648	726
기초현금	642	1,117	1,247	2,111	2,759
기말현금	1,117	1,247	2,111	2,759	3,484
FCF	506	407	498	679	697

자료 : 카카오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,972	2,417	3,090	3,699	4,228
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,972	2,417	3,090	3,699	4,228
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,807	2,344	2,883	3,301	3,763
영업이익	165	73	207	399	465
영업이익률 (%)	8.4	3.0	6.7	10.8	11.0
비영업손익	-12	58	-433	45	44
순금융비용	-3	-32	-27	-32	-42
외환관련손익	-13	22	13	13	13
관계기업투자등 관련손익	13	21	-46	-21	-12
세전계속사업이익	153	131	-227	443	509
세전계속사업이익률 (%)	7.8	5.4	-7.3	12.0	12.0
계속사업법인세	28	115	112	141	153
계속사업이익	125	16	-339	302	356
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	125	16	-339	302	356
순이익률 (%)	6.3	0.7	-11.0	8.2	8.4
지배주주	109	48	-298	343	398
지배주주귀속 순이익률(%)	5.51	1.98	-9.63	9.26	9.42
비지배주주	17	-32	-42	-41	-42
총포괄이익	119	24	-310	331	385
지배주주	103	59	-263	377	432
비지배주주	16	-35	-47	-46	-47
EBITDA	295	208	407	668	693

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	34.7	22.6	27.8	19.7	14.3
영업이익	42.4	-55.9	183.2	92.9	16.8
세전계속사업이익	52.9	-14.8	적전	흑전	14.8
EBITDA	28.4	-29.6	95.7	64.1	3.7
EPS(계속사업)	83.3	-61.7	적전	흑전	16.3
수익성 (%)					
ROE	2.9	1.0	-5.9	6.7	7.2
ROA	2.1	0.2	-4.1	3.3	3.7
EBITDA마진	15.0	8.6	13.2	18.1	16.4
안정성 (%)					
유동비율	191.5	140.2	142.0	153.8	165.6
부채비율	42.3	41.5	60.6	61.3	61.9
순차입금/자기자본	-20.2	-30.9	-36.7	-45.8	-54.7
EBITDA/이자비용(배)	26.3	22.2	40.0	65.6	68.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,601	613	-3,537	3,963	4,607
BPS	59,332	61,602	57,445	61,652	66,654
CFPS	3,516	2,342	-1,154	7,081	7,242
주당 현금배당금	148	127	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	100.5	260.1	N/A	48.1	41.4
PER(최저)	47.5	142.9	N/A	38.5	33.1
PBR(최고)	2.7	2.6	2.7	3.1	2.9
PBR(최저)	1.3	1.4	1.7	2.5	2.3
PCR	39.0	44.0	-133.0	24.4	23.9
EV/EBITDA(최고)	35.6	46.9	29.7	21.4	19.5
EV/EBITDA(최저)	-1.4	29.4	16.0	16.4	14.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
조용선
yongsun.cho@sk.co.kr

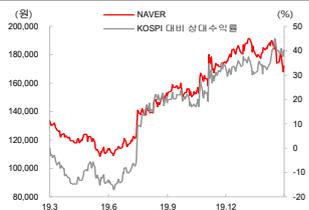
Company Data

자본금	17 십억원
발행주식수	16,426 만주
자사주	1,945 만주
액면가	100 원
시가총액	29,831 십억원
주요주주	
자사주	11.75%
국민연금공단	11.10%
외국인지분률	58.00%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(20/03/10)	172,000 원
KOSPI	1962.93 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	191,500 원
52주 최저가	108,500 원
60일 평균 거래대금	81 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.3%	3.6%
6개월	23.1%	18.4%
12개월	33.6%	39.6%

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 220,000 원(유지))

커머스 기반 결제 플랫폼, 절대적 지위

지난 한 해 간 콘텐츠서비스 부문의 폭발적 성장세, 특히 네이버웹툰의 글로벌 성장세 고무적(MAU 글로벌 6천만명, 북미 1천만명 상회, 글로벌 GMV 60% 이상 공공 성장하며 해외 비중 20%까지 확대). 그 외에도 동사는 다각화된 세그먼트와 지역 커버리지 가 특징인 바 가장 강력한 잠재력을 보유한 커머스 그리고 이를 기반으로 한 결제 플랫폼에 주목할 필요성 대두. 전년말 본격 출범한 네이버파이낸셜이 신성장을 도모할 것.

폭발적인 콘텐츠서비스 성장세가 '20년 외형을 '또 다시' 주도할 것

콘텐츠서비스 부문 매출액은 '19년 2,095 억원(+66.5% y-y)에 이어 '20년 3,401 억원(+62.4% y-y)을 전망, 특히 북미 이용자 75%가 미래 소비주역인 Z세대이고, iOS 앱 스토어 엔터테인먼트 부문에서 Netflix, Tiktok, Hulu 와 함께 최상위 앱에 랭크된 점 고무적. 전년 12월 기준 유료 이용이 연초 대비 3배 이상 증가, ARPPU(지불 이용자 1인당 월 평균 결제금액) 역시 2배 이상 증가. 지난 해 웹툰의 글로벌 GMV가 60% 넘게 성장(해외 비중 약 20%), 특히 연말 성장세가 더욱 두드러졌던 상황에서, 20Y 기점 본격적으로 1)유럽,남미 지역 커버리지 확대, 2)영상(2차) 콘텐츠 공략 병행할 것.

동사 기회요인 다수, 그 중에서도 '커머스'와 '결제' 플랫폼에 대한 기대감 유효

콘텐츠서비스의 고성장은 지역 커버리지 확대로 담보된 상황. 그 외에도 테크핀을 지향하는 네이버파이낸셜, 금융권 B2B 클라우드 영역 확대 중인 네이버클라우드, 브랜드 스토어 오픈하는 네이버쇼핑, 챗봇 및 OCR 등 인지 기술력 기반 B2B 수익화가 기대되는 클로바 등 기회요인 다수. 그 중 올해 가장 주목해야 할 부문은 '커머스' 그리고 이에 기반한 '네이버페이'. 올해 네이버 커머스 거래액은 약 24조원으로 이커머스 기업인 이베이코리아, 쿠팡을 여전히 상회할 것으로 예상. 네이버페이는 이미 월 결제액 1.5조원, 결제자 수 1,100만명을 돌파한 상황.

강력한 트래픽의 유입 + 빅데이터 핸들링에 특화 = 플랫폼의 밀도 높은 확장성

커머스에서의 절대적 지위는 물론,페이와 금융 서비스, 데이터 사업자로서의 확장까지 용이한 상황. 아울러 MAU 1,900만명의 네이버 소셜로그인은 금융 분야의 인증, 비대면 채널 적용은 물론 다양한 영역에의 밀도 높은 확장 정책에 기반이 될 것으로 기대.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	4,023	4,678	5,587	6,593	7,696	8,731
yoy	%	23.6	16.3	19.4	18.0	16.7	13.5
영업이익	십억원	1,102	1,179	943	710	1,052	1,158
yoy	%	32.7	7.0	-20.1	-24.7	48.2	10.1
EBITDA	십억원	1,265	1,385	1,204	1,015	1,318	1,394
세전이익	십억원	1,132	1,196	1,112	867	1,238	1,414
순이익(지배주주)	십억원	749	773	649	584	806	985
영업이익률%	%	27.4	25.2	16.9	10.8	13.7	13.3
EBITDA%	%	31.5	29.6	21.5	15.4	17.1	16.0
순이익률	%	18.9	16.5	11.2	6.1	7.9	9.6
EPS(계속사업)	원	4,618	4,705	3,906	3,535	4,883	5,973
PER	배	33.6	37.0	31.2	52.8	35.2	28.8
PBR	배	7.1	6.0	3.8	5.2	4.1	3.6
EV/EBITDA	배	18.5	19.0	15.2	28.7	19.8	18.1
ROE	%	26.2	18.5	13.0	10.5	12.6	13.3
순차입금	십억원	-3,017	-3,182	-2,897	-2,795	-3,588	-4,443
부채비율	%	54.3	51.2	66.1	82.5	80.9	75.3

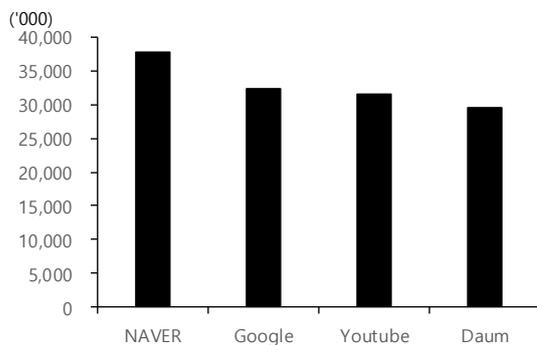
국내 포털의 수성 그리고 글로벌 메시징 앱의 공략

NAVER 는 약 3 천 8 백만명 수준의 MAU 로 국내 포털 1 위, 자회사 LINE 은 일본 지역 MAU 8 천 2 백만명을 포함한 4 대 핵심 시장 MAU(대만 2 천 1 백만, 태국 4 천 5 백만, 인니 1 천 6 백만명) 지표에서 총 1.6 억명을 상회하고 있다. Google 과 Youtube 의 국내 MAU 가 각 3 천 2 백만명임을 감안했을 때 포털의 국내 시장 수성은 매우 성공적이며 글로벌 사례에 비추어 봤을 때에도 이례적이다.

동사의 가장 강력한 장점이자 특징은 핵심 사업과 전략 사업의 이상적인 조합이다. 이는 근본적으로 R&D 역량으로부터 기인한다. 전술한 바, 이질적인 언어 시장에서 메시징 앱 1 위에 등극할 수 있었던 것은 동사의 대표적인 R&D CIC 인 Clova 의 언어처리 기술이 있었기에 가능했다. 국내 디지털광고 점유율 약 60%에 육박하는 NAVER 의 광고부문 역량에 다국적 언어처리기술이 조합되어 LINE 의 광고부문도 고성장 중이다. NAVER 는 CPM(Cost Per Mile, 1 천회 노출 기준) 광고 약 6,400 억원, CPC/CPS 광고 약 2 조원 매출을 차지하고 있고 10%대 견조한 성장세 유지 중이다. LINE 역시 광고부문 약 1 천 2 백억엔 매출액으로 연결 매출비중 63%를 상회하며 디스플레이 광고는 +40%대 성장세를 시현 중이다.

네이버웹툰의 고공성장 역시 기본적으로 언어처리기술 능력과 높은 UI 및 UX 에 기반한 결과이다. 네이버웹툰 글로벌 MAU 는 6 천만명(국내 약 2 천 300 만명)을 상회, DAU 1,550 만명, 한/미/일 포함 전세계 100 개국 웹툰 앱 1 위를 꺾으며 연 거래액 6 천억원 수준을 넘어설 것으로 추정된다.

NAVER 등 포털 국내 MAUs



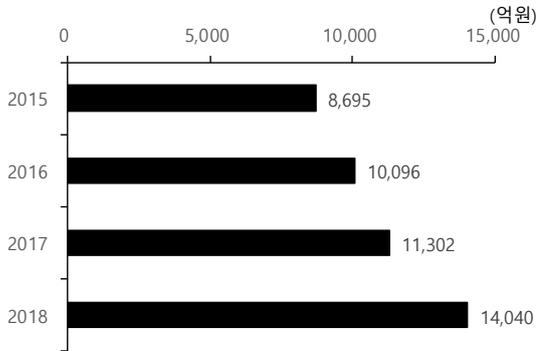
자료: NAVER, Koreandick, SK 증권

NAVER 특허권 포함 지식재산권 총계

등록국가	특허	상표권	디자인	합계
한국	1,519	645	219	2,383
일본	457	62	6	525
미국	268	10	6	284
중국	36	69	1	106
기타	33	75	5	113
합계	2,313	861	237	3,411

자료: NAVER, SK 증권

NAVER 연간 R&D 투자금액



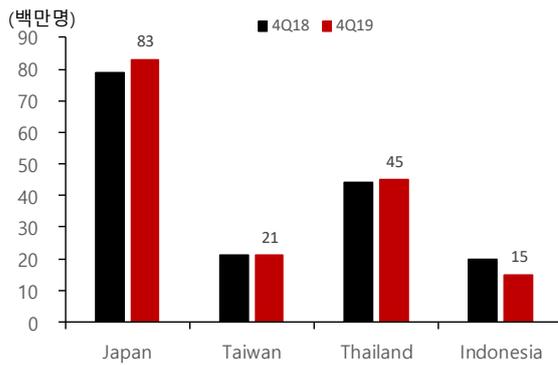
자료: NAVER, SK 증권

NAVER CIC(Company In Company) - Clova



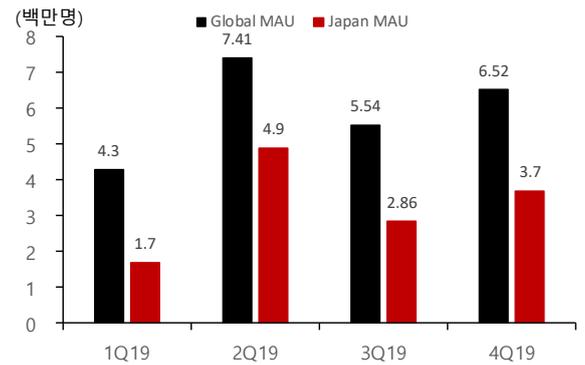
자료: NAVER, SK 증권

LINE MAU



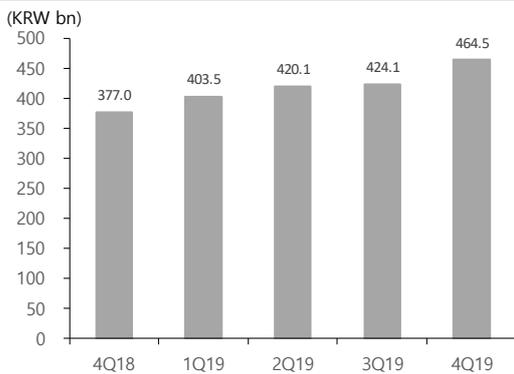
자료: LINE, SK 증권

LINE pay MAU



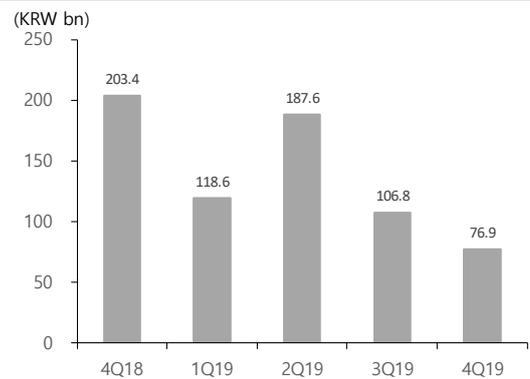
자료: LINE, SK 증권

연구개발비 트렌드



자료: NAVER, SK 증권

CAPEX 트렌드



자료: NAVER, SK 증권

커머스 기반 결제 플랫폼, 절대적 지위 등극에 주목

2019년 11월 1일 공식 출범한 네이버파이낸셜은 커머스 기반의 금융서비스 기업이며 국내 1,100만명 MAU의 네이버페이로 중심으로 결제, 예금, 대출, 보험으로의 영역 확대 과정에 있다. 결제 부문에서 온라인 가맹점 30만개, 오프라인 가맹점 10만개를 보유 중이며 올해 상반기 네이버 통장의 출시, 하반기 신용카드, 예·적금 추천 서비스를 도입할 예정이다.

올해 네이버쇼핑 거래액은 약 24조원으로 추정, 전년에 이어 국내 주요 이커머스 기업들의 거래액을 상회하며 1위를 수성할 것으로 전망한다. 특히 올해에는 나중에 결제(1월 17일), 특가창고(2월 3일), 브랜드스토어(3월) 등 전자상거래 시장지배력 확대를 위한 움직임을 가속화할 계획이다. 2분기 중 네이버통장(미래에셋대우 CMA)을 오픈할 것이고 연중 보험, 펀드 상품을 순차적으로 출시할 것이다.

앞서 언급한 바, 동사는 절대적인 포털 트래픽을 보유함은 물론 데이터 핸들링에 특화된 기업이기에 커머스-페이-금융서비스로 이어지는 밸류체인에서 절대적 시장지위를 공고히 할 것이다. 아울러 MAU 1,900만명의 네이버 소셜 로그인 사용자를 활용한 본인 인증, 비대면 채널, 마이데이터 사업 분야에서 높은 파괴력을 보여줄 것으로 기대한다. 지난 해 콘텐츠서비스의 고공성장이 올해에도 지속됨과 더불어, 플랫폼의 밀도 높은 확장성이 구현된다면 또 다른 리레이팅 국면에 돌입할 수 있을 것이다.

NAVER Target price: SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

Portal segment NP(12M Fwd.)	1,165	a	
Target multiple(x)	20.2	b	Peer Group 20% discount
Portal segment Fair Value	23,521	c=(a*b)	
LINE Mkt. cap	14,247	d	
Naver 지분율	73.3%	e	
LINE 지분가치	10,443	f=(d*e)	
LINE Fair Value	7,310	g=(f*0.7)	30% discount
Naver Webtoon FV	1,672	h	12M Fwd. transaction * 3.3x
Naver Financial FV	1,725	i	transaction * 0.22 (peer multiple) * 0.8(지분율 가정) 30% discount
자사주	2,040	j	11.75% 지분율 30% discount
적정 시가총액	36,268	k= c+g+h+i+j	
주식수	0.164813395	l	shares bn
목표주가	220,000	m=k/l	KRW
현재주가	172,000		KRW
upside	27.9%		

자료: NAVER, DART, SK 증권 리서치센터

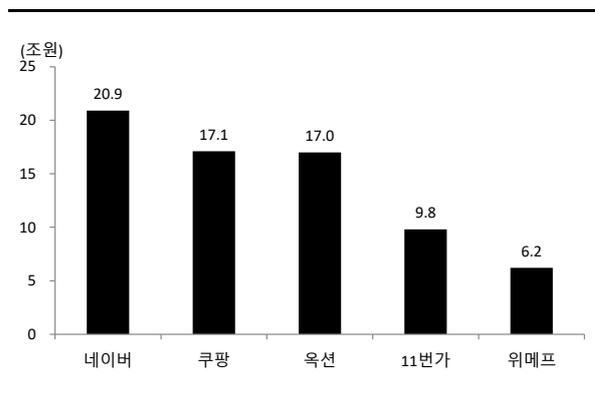
NAVER 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
영업수익	1,510.8	1,630.3	1,664.8	1,787.4	1,786.5	1,894.9	1,937.8	2,076.8	6,593.3	7,695.9	8,730.6
Ad	142.2	166.6	152.7	171.8	165.7	188.3	171.8	192.1	633.3	717.8	780.9
Biz Platform	669.3	715.9	719.3	746.5	777.7	805.4	791.2	830.1	2,851.0	3,204.5	3,499.3
IT Platform	99.2	105.9	116.3	136.0	121.0	131.7	145.6	173.4	457.4	571.8	681.6
Contents Serv.	35.0	50.1	54.5	69.9	63.7	88.9	90.2	97.3	209.5	340.1	477.9
LINE & Etc.	565.1	591.8	622.0	663.2	658.3	680.6	738.9	783.9	2,442.1	2,861.7	3,291.0
YoY	15.4%	19.6%	19.1%	17.9%	18.2%	16.2%	16.4%	16.2%	18.0%	16.7%	13.4%
Ad	6.8%	12.0%	12.2%	10.8%	16.5%	13.0%	12.5%	11.8%	10.5%	13.3%	8.8%
Biz Platform	12.9%	17.1%	17.3%	13.4%	16.2%	12.5%	10.0%	11.2%	15.2%	12.4%	9.2%
IT Platform	36.8%	22.6%	27.2%	28.8%	22.0%	24.4%	25.2%	27.5%	28.5%	25.0%	19.2%
Contents Serv.	18.2%	61.6%	64.2%	118.4%	82.0%	77.5%	65.5%	39.2%	66.5%	62.4%	40.5%
LINE & Etc.	17.4%	21.8%	18.7%	17.3%	16.5%	15.0%	18.8%	18.2%	18.8%	17.2%	15.0%
영업비용	1,304.6	1,502.0	1,462.7	1,614.0	1,493.6	1,674.9	1,657.8	1,817.0	5,883.3	6,643.4	7,572.2
개발/운영	218.4	234.6	228.7	252.4	260.3	276.4	274.4	297.8	934.1	1,109.0	1,268.7
대행/파트너	277.0	298.2	304.6	339.7	319.1	334.3	344.8	381.1	1,219.5	1,379.3	1,533.8
인프라	75.8	80.4	85.0	94.8	92.6	97.3	103.7	114.2	336.0	407.8	482.1
마케팅	65.8	102.9	122.1	123.1	72.5	112.0	136.8	135.4	413.9	456.6	496.8
라인기타	667.6	785.9	722.3	804.0	749.0	855.1	798.1	888.4	2,979.8	3,290.7	3,790.8
영업이익	206.2	128.3	202.1	173.4	292.8	219.9	279.9	259.7	710.0	1,052.4	1,158.4
YoY	-19.8%	-48.8%	-8.8%	-18.7%	42.0%	71.4%	38.5%	49.8%	-24.7%	48.2%	10.1%
OPM	13.6%	7.9%	12.1%	9.7%	16.4%	11.6%	14.4%	12.5%	10.8%	13.7%	13.3%
세전이익	189.7	110.4	180.3	386.3	281.2	205.3	262.2	489.4	866.7	1,238.1	1,414.3
당기순이익	87.5	27.7	85.3	196.2	137.8	82.1	118.0	269.1	396.8	607.1	834.4
지배주주순이익	129.7	79.2	125.4	248.7	176.1	155.8	172.2	301.2	583.1	805.3	984.6
세전이익률	12.6%	6.8%	10.8%	21.6%	15.7%	10.8%	13.5%	23.6%	13.1%	16.1%	16.2%
당기순이익률	5.8%	1.7%	5.1%	11.0%	7.7%	4.3%	6.1%	13.0%	6.0%	7.9%	9.6%
지배순이익률	8.6%	4.9%	7.5%	13.9%	9.9%	8.2%	8.9%	14.5%	8.8%	10.5%	11.3%

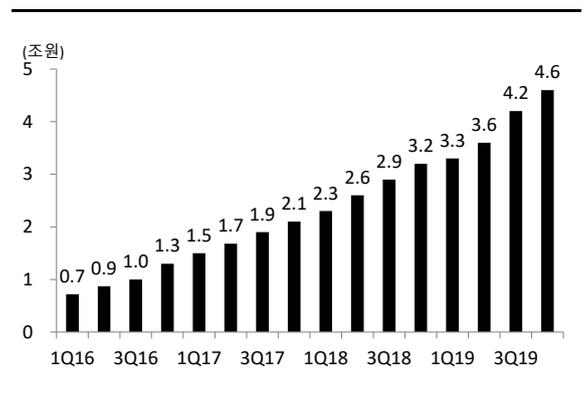
자료: NAVER, SK 증권 리서치센터

네이버 및 국내 이커머스 기업 2019년 결재액



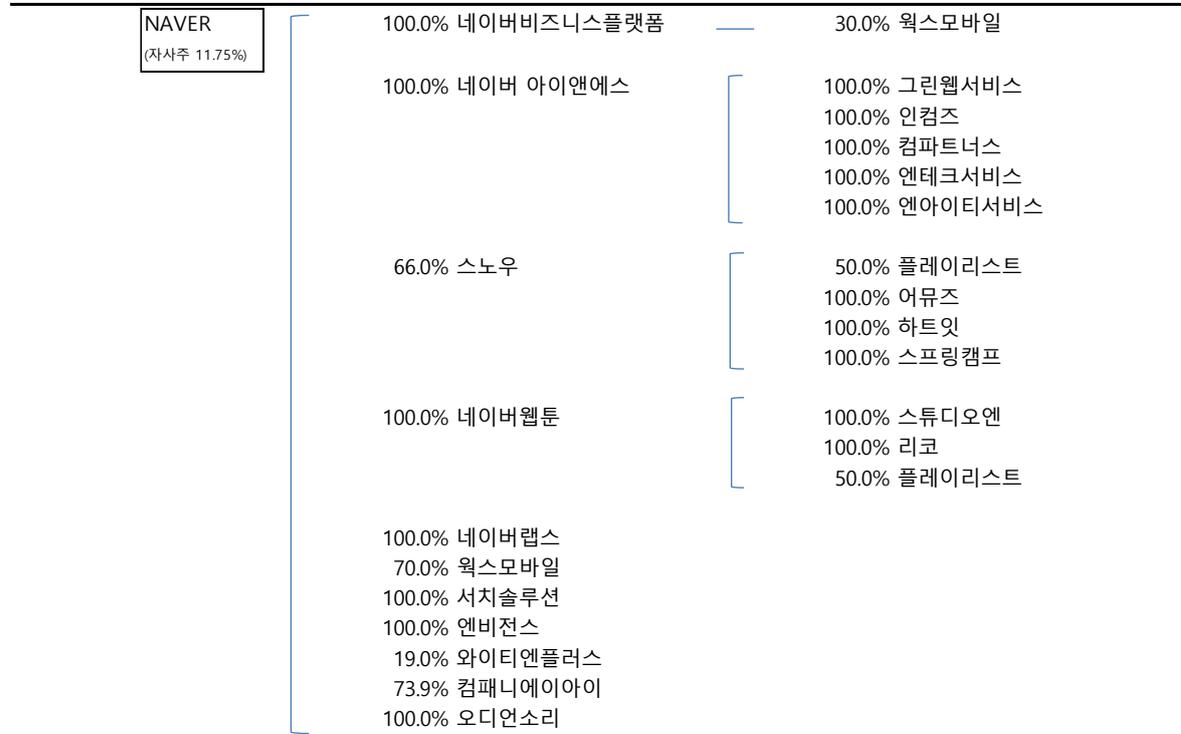
자료: Wiseapp, SK 증권

네이버페이 거래액



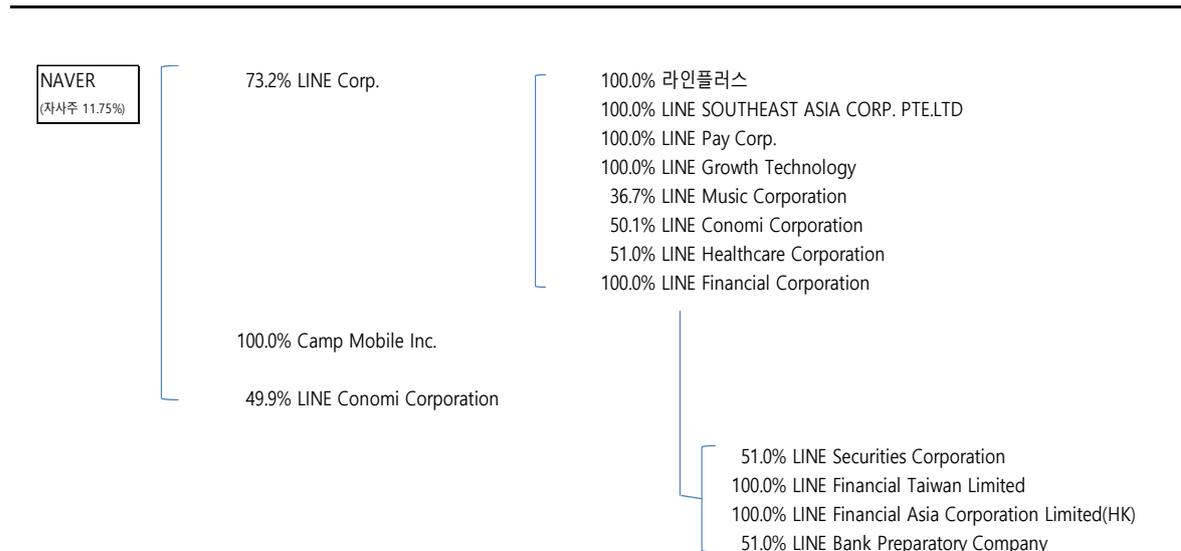
자료: NAVER, SK 증권

NAVER 지배구조도(국내)



자료 : NAVER, DART, SK 증권

NAVER 지배구조도(해외)



자료 : NAVER, DART, SK 증권

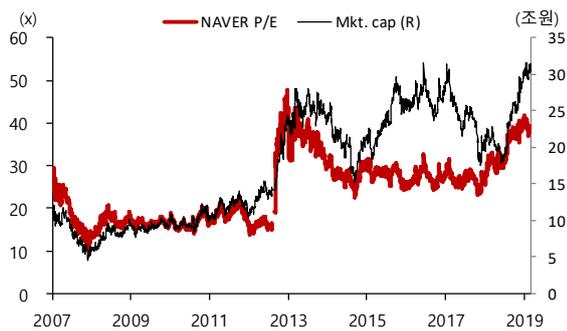
주: 일본 현지 LINE-Z Holdings 경영통합 건은 기업결합심사 중이며, 본 지배구조도는 현재 기준

NAVER 산하 R&D 16개 조직



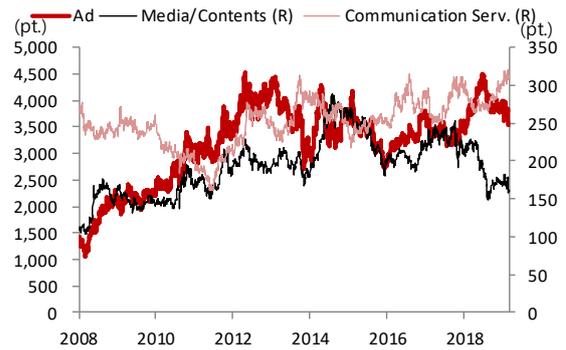
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER 밸류에이션 및 시가총액 트렌드



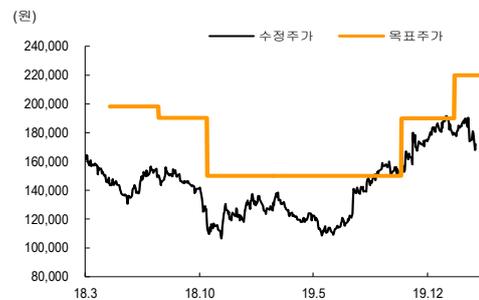
자료: Quantwise, SK 증권 리서치센터

광고 / 미디어 / 커뮤니케이션 서비스 지수 트렌드



자료: Quantwise, SK 증권 리서치센터

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.03.12	매수	220,000원	6개월		
2020.01.31	매수	220,000원	6개월	-17.21%	-13.41%
2019.10.24	매수	190,000원	6개월	-7.92%	0.79%
2019.04.26	매수	150,000원	6개월	-14.41%	6.67%
2018.10.26	매수	150,000원	6개월	-17.06%	-7.67%
2018.07.27	매수	190,270원	6개월	-24.15%	-18.00%
2018.04.27	매수	198,281원	6개월	-27.03%	-21.01%



Compliance Notice

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 3월 12일 기준)

매수	88.49%	중립	11.51%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784	5,386	6,465	7,510	8,606
현금및현금성자산	1,908	3,323	4,236	5,029	5,884
매출채권및기타채권	1,014	1,079	1,272	1,478	1,677
재고자산	36	57	68	79	89
비유동자산	3,235	4,496	5,628	6,086	6,528
장기금융자산	1,107	1,246	1,639	1,639	1,639
유형자산	1,150	1,457	1,332	1,106	919
무형자산	340	307	338	396	446
자산총계	8,019	9,881	12,093	13,596	15,134
유동부채	2,303	2,620	3,324	3,755	4,172
단기금융부채	361	357	656	656	656
매입채무 및 기타채무	544	595	701	814	924
단기충당부채	6	2	4	5	5
비유동부채	411	1,312	2,142	2,324	2,329
장기금융부채	55	814	1,462	1,462	1,462
장기매입채무 및 기타채무	6	9	28	47	47
장기충당부채	35	42	65	88	88
부채총계	2,714	3,932	5,466	6,079	6,500
지배주주지분	4,762	5,240	5,903	6,849	7,975
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,612	1,612	1,612
기타자본구성요소	-1,200	-1,325	-1,411	-1,411	-1,411
자기주식	-1,172	-1,297	-1,390	-1,390	-1,390
이익잉여금	4,556	5,229	5,774	6,580	7,565
비지배주주지분	543	709	724	667	659
자본총계	5,305	5,949	6,627	7,517	8,634
부채외자본총계	8,019	9,881	12,093	13,596	15,134

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	880	929	1,831	873	950
당기순이익(손실)	770	628	401	607	835
비현금성항목등	663	607	1,365	711	560
유형자산감가상각비	183	228	272	226	188
무형자산상각비	24	33	33	39	48
기타	60	80	870	-186	-256
운전자본감소(증가)	-139	220	742	247	135
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-176	49	-31	-206	-199
재고자산감소(증가)	0	0	7	-11	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	97	52	-436	113	109
기타	-59	120	1,203	350	234
법인세납부	-415	-526	-678	-692	-580
투자활동현금흐름	-1,248	-333	-1,116	-77	-74
금융자산감소(증가)	-561	726	-199	0	0
유형자산감소(증가)	-466	-517	-358	0	0
무형자산감소(증가)	-28	-42	-97	-97	-97
기타	-193	-500	-462	20	24
재무활동현금흐름	634	740	-29	-3	-22
단기금융부채증가(감소)	-1	125	88	0	0
장기금융부채증가(감소)	49	606	-67	0	0
자본의증가(감소)	498	-124	-94	0	0
배당금의 지급	-33	-42	-46	0	0
기타	120	177	108	-3	-22
현금의 증가(감소)	181	1,415	913	793	854
기초현금	1,726	1,908	3,323	4,236	5,029
기말현금	1,908	3,323	4,236	5,029	5,884
FCF	467	398	311	839	957

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678	5,587	6,593	7,696	8,731
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,678	5,587	6,593	7,696	8,731
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	3,499	4,644	5,883	6,643	7,572
영업이익	1,179	943	710	1,052	1,158
영업이익률 (%)	25.2	16.9	10.8	13.7	13.3
비영업손익	17	169	157	185	256
순금융비용	-36	-14	4	2	-2
외환관련손익	-16	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-13	185	-74	1	-2
세전계속사업이익	1,196	1,112	867	1,238	1,414
세전계속사업이익률 (%)	25.6	19.9	13.2	16.1	16.2
계속사업법인세	423	489	466	631	580
계속사업이익	773	623	400	607	834
중단사업이익	-3	5	1	1	1
*법인세효과	2	0	0	0	0
당기순이익	770	628	401	607	835
순이익률 (%)	16.5	11.2	6.1	7.9	9.6
지배주주	773	649	584	806	985
지배주주귀속 순이익률(%)	16.52	11.61	8.85	10.47	11.29
비지배주주	-3	-21	-182	-198	-150
총포괄이익	627	634	683	890	1,117
지배주주	673	627	724	946	1,126
비지배주주	-45	7	-40	-57	-8
EBITDA	1,385	1,204	1,015	1,318	1,394

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.3	19.4	18.0	16.7	13.5
영업이익	7.0	-20.1	-24.7	48.2	10.1
세전계속사업이익	5.7	-7.0	-22.0	42.8	14.2
EBITDA	9.5	-13.1	-15.6	29.8	5.8
EPS(계속사업)	1.9	-17.0	-9.5	38.1	22.3
수익성 (%)					
ROE	18.5	13.0	10.5	12.6	13.3
ROA	10.7	7.0	3.7	4.7	5.8
EBITDA마진	29.6	21.5	15.4	17.1	16.0
안정성 (%)					
유동비율	207.8	205.6	194.5	200.0	206.3
부채비율	51.2	66.1	82.5	80.9	75.3
순차입금/자기자본	-60.0	-48.7	-42.2	-47.7	-51.5
EBITDA/이자비용(배)	2,436.7	87.7	46.5	60.4	63.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,705	3,906	3,535	4,883	5,973
BPS	28,895	31,795	35,818	41,559	48,389
CFPS	5,941	5,521	5,393	6,498	7,410
주당 현금배당금	1,446	314	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.9	48.7	52.8	39.2	32.1
PER(최저)	30.7	27.3	30.7	34.4	28.1
PBR(최고)	6.7	6.0	5.2	4.6	4.0
PBR(최저)	5.0	3.4	3.0	4.0	3.5
PCR	29.3	22.1	34.6	26.5	23.2
EV/EBITDA(최고)	21.2	24.5	28.7	22.2	20.4
EV/EBITDA(최저)	15.5	13.1	16.1	19.3	17.6

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
윤혁진

hjyoon2019@sk.co.kr
02-3773-9025

Company Data

자본금	28 억원
발행주식수	676 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,827 억원
주요주주	
석창규(외28)	35.54%

외국인지분률	5.50%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(20/03/10)	41,800 원
KOSDAQ	619.97 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	66,800 원
52주 최저가	39,000 원
60일 평균 거래대금	23 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

웹케시 (053580/KQ | 매수(유지) | T.P 54,000 원(유지))

가입하는 순간 백년 고객이 되는 강력한 경쟁력 보유한 회사

- 웹케시는 B2B 핀테크 비즈니스 기업으로 은행업무와 기업의 ERP 시스템을 직접 연결해 자금과 재정의 효율적이고 투명한 관리를 도와주는 기업
- 공공/초대기업을 대상으로 하는 인하우스 بانک은 SAP 과 협약을 통해 향후 5 년간 고속성장이 예상되며 구독경제 상품인 경리나라는 유료가입자의 낮은 해지율과 신규가입 증가를 통해 2020 년 흑자전환, 2021 년 30 억원의 이익 증가가 예상됨
- 웹케시의 제품들은 아주 높은 락인효과가 있어 장기적으로 안정적인 성장이 기대됨

강력한 락인(Lock in) 효과를 가지는 B2B 핀테크 기업

웹케시는 B2B 핀테크 기업으로 기업의 ERP 시스템과 은행망을 직접 연결해 자금과 재정의 효율적이고 투명한 관리를 도와주는 기업이다. 시스템을 공급해주는 기업의 규모에 따라 인하우스뱅크(공공기관/초대기업 대상), 브랜치(중견/대기업 대상), 경리나라(중소기업 대상) 3 가지 상품을 제공해 주고 있다.

인하우스뱅크의 성장과 경리나라의 구독경제 매출 본격화

웹케시의 인하우스뱅크는 SAP 가 23 년만에 국내에 새롭게 출시한 차세대 ERP 시스템인 S/4HANA 에 기본 탑재 뱅킹시스템으로 채택돼, SAP 의 프로모션(2020 년부터 2025 년까지 1,000 개 제품의 전환 추진)과 함께 고객수가 2018 년 425 개, 2019 년 500 개, 2020 년 600 개로 증가하며, 당분간 높은 성장을 보일 것으로 전망한다.

경리나라는 중소기업의 경리담당자가 국제청에 접속해 매입세금계산서를 확인하고, 은행사이트에 접속해 개별 계좌들에게 송금하는 것과 같이 번거로운 절차들을 원스탑으로 처리할 수 있게 해준다. 2017 년말 출시 이후 매월 1,000 여개의 신규 가입자가 들어 오고 있으며, 최근 2 만 5 천 고객을 돌파한 상황이다.

웹케시의 제품들은 한번 사용하게 되면 락인 효과(Lock-in)가 아주 높고 특히 경리나라의 경우 월 5 만 4 천원의 저렴한 수수료와 낮은 해지율을 바탕으로 매출이 지속 증가하고 있어 올해와 내년 각각 약 30 억원의 이익 개선에 기여할 것으로 전망한다.

높은 성장성과 매출의 안정성을 바탕으로 높은 밸류에이션이 지속될 것으로 판단하며, 웹케시에 대해 투자 의견 매수, Peer 그룹의 PER 44 배를 20% 할인한 35 배를 2020 년 EPS 에 적용한 목표주가 54,000 원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	915	771	766	612	671	734
yoy	%	3.2	-15.7	-0.7	-20.1	9.6	9.4
영업이익	억원	36	40	58	93	116	145
yoy	%	-15.8	10.0	44.7	59.9	25.1	25.3
EBITDA	억원	44	47	67	107	127	156
세전이익	억원	21	46	70	115	132	161
순이익(지배주주)	억원	5	37	55	90	104	127
영업이익률%	%	4.0	5.2	7.6	15.2	17.3	19.8
EBITDA%	%	4.8	6.1	8.7	17.5	19.0	21.3
순이익률	%	0.5	4.8	7.2	14.8	15.4	17.3
EPS(계속사업)	원	79	589	957	1,364	1,546	1,894
PER	배	0.0	0.0	0.0	31.4	27.1	22.1
PBR	배	0.0	0.0	0.0	5.4	4.4	3.7
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	24.6	19.4	15.1
ROE	%	3.6	23.2	26.3	23.3	17.5	18.0
순차입금	억원	29	-2	-45	-274	-359	-468
부채비율	%	188.8	101.9	57.2	17.8	15.4	13.8

B2B 핀테크 플랫폼 회사 웹케시

웹케시는 B2B 핀테크 비즈니스 기업으로 은행업무와 기업의 ERP 시스템을 직접 연결해 자금과 재정의 효율적이고 투명한 관리를 도와주는 기업이다. 네이버페이, 카카오페이 등 각종 페이 회사들과 Toss 등 핀테크 회사들이 B2C 핀테크 시장에서 경쟁하는 것과 달리 웹케시는 B2B 핀테크 시장에서 경쟁하고 있다.

핀테크 시장과 시장진출 현황



자료 : 웹케시, SK 증권

웹케시 비즈니스 모델

B2B핀테크 플랫폼회사

금융과 업무가 연결된 세상!
웹케시가 만들어 가는 세상입니다.

공공기관/대기업
통합 자금관리솔루션
[View More →](#)

Branch

중견기업
통합 자금관리솔루션
[View More →](#)

경리나라

중소기업/소상공인
경리전문 프로그램
[View More →](#)

Branch G

해외기업
통합 자금관리솔루션
[View More →](#)

자료 : 웹케시, SK 증권

인하우스뱅크

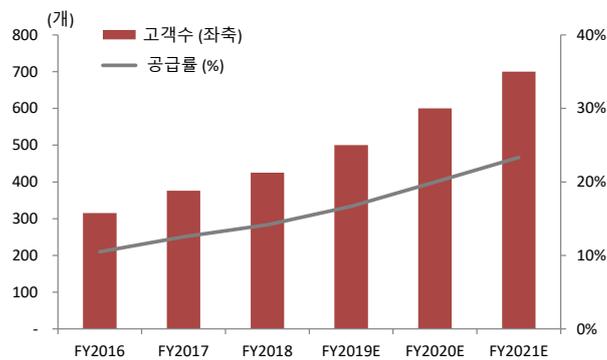
인하우스뱅크는 공공/초대기업을 대상으로 한 상품으로 모든 금융기관과 연결하고 기업 내부시스템(ERP)과 연계하는 펌핑 기반 통합재정관리시스템이다. 현재 지방정부 기관 245 개 중 경기도, 부산광역시 등 231 개(94%)가 인하우스뱅크를 도입했고 공공 기관 중 국민건강보험, 한국전력공사, 육군본부 등 48 개 기관이 도입했다. 국내 공공기관 및 대기업 3,000 여개를 가정할 경우 현재 인하우스뱅크의 현재 시장 점유율은 16.7%(2019 년말 기준 고객수 500 개)로 매년 10% 이상 성장하고 있다.

공공/초대기업 대상 인하우스뱅크



자료 : 웹케시, SK 증권

인하우스뱅크 시장 공급률 및 고객수 전망



자료 : 웹케시, SK 증권

특히 2020년부터는 SAP가 23년만에 국내에 새롭게 출시한 차세대 ERP 시스템인 S/4HANA에 기본 탑재 बैंकिंग시스템으로 채택(웹케시와 SAP Korea와 MOU 체결)됐으며, SAP에서는 구 버전(SAP 3.0)을 사용하고 있는 국내 초대기업 1,000개를 대상으로 2025년까지 신 버전으로 전환할 계획으로 알려져 있다.

기존의 인하우스뱅크가 구축형 기반으로 매년 40개 정도 도입을 했으나 인하우스뱅크 4.0은 클라우드형 패키지 상품으로 연간 100개 이상 유치가 가능해, SAP의 프로모션과 맞물려 인하우스뱅크 고객수가 2018년 425개, 2019년 500개, 2020년 600개로 증가하며, 당분간 높은 성장을 유지할 것으로 전망한다.

인하우스뱅크 고객사



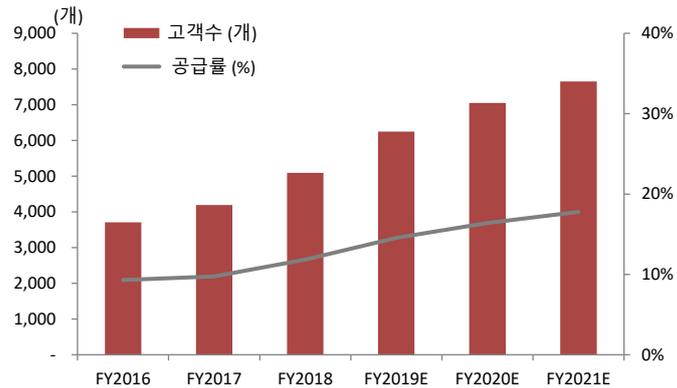
자료 : 웹케시, SK 증권

브랜치

브랜치는 중견/대기업을 대상으로 한 상품으로 기업 내부 ERP 시스템과 금융기관을 연결하는 통합자금관리시스템이다. 중견/대기업이 은행, 증권사, 카드사 등의 대외 금융기관과 연계하여 효율적이고 체계적인 자금관리를 지원하는 시스템으로 2019 년말 기준 6,250 개 기업이 사용해 공급률 약 15% 수준을 기록하고 있다.

지금까지 제휴된 은행은 KB 국민, IBK 기업, KEB 하나, NH 농협, BNK 부산, DGB 대구 등으로 고객수는 매년 15% 가량 성장하고 있다. 2019 년 하반기에 KEB 하나은행과 새로 제휴하면서 700 여개의 고객들이 신규로 가입했으며, 2020년에는 우리은행과 제휴가 기대되고 있다.

브랜치 시장 공급률 및 고객수 전망



자료 : 웹케시, SK 증권

브랜치 고객사



자료 : 웹케시, SK 증권

경리나라

2017년 12월 출시된 경리나라는 중소기업에 대상으로 한 상품으로 중소기업의 번거로운 경리업무를 금융과 연동하여 획기적으로 줄여주는 서비스이다. 경리나라는 중소기업의 경리담당자가 국세청에 접속해 매입세금계산서를 확인하고, 은행사이트에 접속해 개별 계좌들에게 송금하는 것과 같이 번거로운 절차들을 윈스탑으로 처리할 수 있게 해주는 장점이 있다.

경리나라 vs. 기존 경리업무

경리나라를 통해 중소기업 경리업무의 70% 자동화



자료 : 웹게시, SK 증권

경리나라는 현재 10개 은행과 제휴하여 15,000개 영업점에서 판매되고 있다. 은행을 통해서 경리나라에 가입할 경우 매월 사용료 54,000원의 일정 부분을 웹게시자가 지급 수수료로 지불해, 은행 입장에서도 판매에 긍정적이며, 2019년도 말까지 새마을금고, 케이뱅크와 제휴가 추가되어 12개 제휴은행 채널이 운영되고 수협은행과 우리은행과의 제휴를 추진 중에 있다. 2017년말 출시 이후 매월 1,000여개의 신규 가입자가 들어오고 있으며, 최근 2만 5천 고객을 돌파한 상황이다.

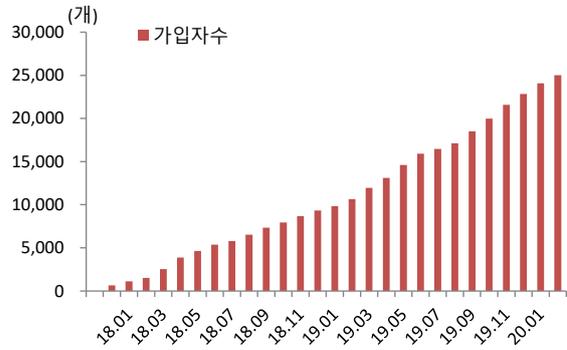
경리나라 제휴 은행 및 향후 제휴 예정 은행



자료 : 웹게시, SK 증권

경리나라 가입자수

(단위: 개)



자료: 웹케시, SK 증권

경리나라 월 가입자 순증

(단위: 개)



자료: 웹케시, SK 증권

웹케시의 제품들은 한번 사용하게 되면 락인 효과(Lock-in)가 아주 높고 특히 경리나라의 경우 월 5 만 4 천원의 저렴한 수수료와 낮은 해지율을 바탕으로 매출이 지속 증가하고 있어 올해와 내년 각각 약 30 억원의 이익 개선에 기여할 것으로 전망한다.

예를 들어 경리나라의 경우 2019 년말 기준 약 13,000 여개의 유료 가입자들이 대부분 2020 년에 추가 비용 없이 월 5 만 4 천원의 매출을 발생시키고 있으며, 매년 신규로 유치된 유료 가입자들이 성장을 만드는 구조이다. 즉 낮은 해지율과 저렴한 수수료를 바탕으로 유료가입자의 매출이 눈덩이처럼 불어나는 구조이다. 이에 따라 경리나라의 매출액은 2019 년 35 억원, 2020 년 83 억원, 2021 년 141 억원으로 매년 급증할 것으로 전망하며, 영업이익은 2020 년에 BEP 수준, 2021 년에는 30 억원으로 영업이익률 21% 를 기록할 것으로 추정한다.

웹케시 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

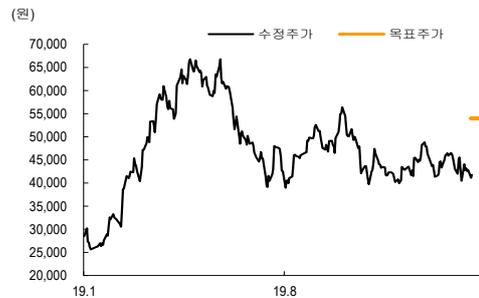
	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
영업수익	77.4	78.0	61.2	67.1	73.4
인하우스뱅크	14.5	14.5	13.5	16.2	18.0
브랜치	11.3	11.7	14.2	15.5	16.4
경리나라/SERP	19.0	19.4	19.9	22.3	27.1
경리나라	0.0	0.7	3.5	8.3	14.1
SERP	19.0	18.7	16.4	14.0	13.0
e 금융 SI	17.8	19.2	9.3	8.0	7.0
기타	14.5	11.0	4.3	5.0	5.0
영업이익	4.0	5.8	9.27	11.60	14.5
OPM	5.2%	7.6%	15.2%	17.3%	19.8%

자료 SK 증권

2020년 매출액은 전년대비 9.6% 증가한 671억원, 영업이익은 25.1% 증가한 116억원, 영업이익률 17.3%로 전망한다. 변동비가 높고 인건비 비즈니스인 e 금융 SI 사업을 축소하고 있으며, 경리나라 매출액이 증가하면서 영업레버리지가 발생하기 시작하는 국면이다. 이제 2년 갓 넘은 경리나라가 높은 성장성과 높은 고객 유지율을 지속적으로 보여준다면, 실적 및 밸류에이션에 대한 눈 높이를 점차 높여갈 것으로 판단한다.

웹케시는 매출의 안정성과 영업 레버리지에 따른 이익 성장을 바탕으로 높은 밸류에이션이 지속될 것으로 판단하며, 투자의견 매수, Peer 그룹(더존비즈온)의 PER 44 배를 20% 할인(매출 규모 및 사업의 진행 기간 등을 고려)한 35 배를 2020년 EPS에 적용한 목표주가 54,000 원을 제시한다.

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.03.12	매수	54,000원	6개월		
2020.03.09	매수	54,000원	6개월	-23.19%	-22.59%



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 3 월 12 일 기준)

매수	88.49%	중립	11.51%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	143	127	321	410	522
현금및현금성자산	80	79	274	359	468
매출채권및기타채권	61	23	18	20	22
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	221	247	313	331	353
장기금융자산	90	100	167	167	167
유형자산	41	54	36	31	27
무형자산	31	39	45	51	57
자산총계	364	375	634	741	875
유동부채	152	131	81	88	96
단기금융부채	79	40	8	8	8
매입채무 및 기타채무	44	82	66	72	79
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	32	6	15	11	11
장기금융부채	2	0	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	1	1	1	1
부채총계	184	136	96	99	106
지배주주지분	180	238	539	642	769
자본금	28	28	34	34	34
자본잉여금	23	30	293	293	293
기타타부구성요소	-6	-2	-43	-43	-43
자기주식	-7	-3	-31	-31	-31
이익잉여금	134	181	256	359	487
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	180	238	539	642	769
부채외자본총계	364	375	634	741	875

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	50	72	98	102	126
당기순이익(손실)	37	55	90	104	127
비현금성항목등	31	26	28	23	28
유형자산감가상각비	4	5	7	5	4
무형자산상각비	3	4	7	6	7
기타	11	3	5	-15	-15
운전자본감소(증가)	-9	0	-11	3	4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	16	0	7	-2	-2
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-16	40	-17	6	7
기타	-8	-39	-2	-1	-1
법인세납부	-9	-9	-10	-27	-33
투자활동현금흐름	-10	-36	-102	-16	-16
금융자산감소(증가)	13	-4	-65	0	0
유형자산감소(증가)	-3	-17	0	0	0
무형자산감소(증가)	-12	-13	-13	-13	-13
기타	-7	-1	-24	-4	-3
재무활동현금흐름	-64	-38	179	-1	-1
단기금융부채증가(감소)	24	-42	-17	0	0
장기금융부채증가(감소)	-6	0	-5	0	0
자본의증가(감소)	-81	13	216	0	0
배당금의 지급	0	-7	-9	0	0
기타	-1	-2	-7	-1	-1
현금의 증가(감소)	-24	-1	195	85	109
기초현금	104	80	79	274	359
기말현금	80	79	274	359	468
FCF	37	60	66	94	117

자료 : 웹케시, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	771	766	612	671	734
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	771	766	612	671	734
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	731	708	519	555	589
영업이익	40	58	93	116	145
영업이익률 (%)	5.2	7.6	15.2	17.3	19.8
비영업손익	6	12	23	16	16
순금융비용	8	3	2	-1	-1
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	2	0	14	0	0
세전계속사업이익	46	70	115	132	161
세전계속사업이익률 (%)	6.0	9.1	18.8	19.6	22.0
계속사업법인세	9	15	24	27	33
계속사업이익	37	55	91	105	128
중단사업이익	0	0	-1	-1	-1
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	37	55	90	104	127
순이익률 (%)	4.8	7.2	14.8	15.4	17.3
지배주주	37	55	90	104	127
지배주주귀속 순이익률(%)	4.77	7.2	14.78	15.44	17.32
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	43	56	90	103	127
지배주주	43	56	90	103	127
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	47	67	107	127	156

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-15.7	-0.7	-20.1	9.6	9.4
영업이익	10.0	44.7	59.9	25.1	25.3
세전계속사업이익	124.9	51.1	65.2	14.3	22.6
EBITDA	7.1	41.3	60.3	18.9	22.9
EPS(계속사업)	649.4	62.5	42.5	13.3	22.6
수익성 (%)					
ROE	23.2	26.3	23.3	17.5	18.0
ROA	9.7	14.9	17.9	15.1	15.7
EBITDA마진	6.1	8.7	17.5	19.0	21.3
안정성 (%)					
유동비율	94.2	97.3	395.3	464.2	545.0
부채비율	101.9	57.2	17.8	15.4	13.8
순차입금/자기자본	-1.0	-18.8	-50.8	-55.9	-60.8
EBITDA/이자비용(배)	5.6	19.9	48.1	170.1	209.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	589	957	1,364	1,546	1,894
BPS	3,129	4,135	7,963	9,488	11,363
CFPS	704	1,110	1,563	1,697	2,044
주당 현금배당금	0	150	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	0.0	49.0	31.6	25.8
PER(최저)	0.0	0.0	18.8	26.2	21.4
PBR(최고)	0.0	0.0	8.4	5.2	4.3
PBR(최저)	0.0	0.0	3.2	4.3	3.6
PCR	0.0	0.0	27.4	24.6	20.5
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	39.7	23.2	18.2
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	13.4	18.7	14.6

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

윤혁진

hjyoon2019@sksec.co.kr

02-3773-9025



Analyst

이소중

sojoong@sksec.co.kr

02-3773-9953

Company Data

자본금	14 억원
발행주식수	0 만주
자사주	16 만주
액면가	500 원
시가총액	910 억원
주요주주	

김중서(외3)	34.26%
BNK자산운용	5.09%
외국인지분률	0.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/03/10)	22,250 원
KOSDAQ	619.97 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	48,600 원
52주 최저가	22,000 원
60일 평균 거래대금	33 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

아톤 (158430/KQ | Not Rated)

2020 년 고객사 확대와 수익성 개선 기대

- 은행, 증권사, 통신사 대상으로 보안솔루션을 제공하는 핀테크 전문업체
- 공인인증서, OTP 기기 대체 서비스로 별도기기 없이 간편인증(PIN 번호) 가능
- 상반기 중 아톤의 핀테크 보안솔루션 고객사(은행 1 곳, 증권사 1 곳) 확대될 전망
- 마진 높은 핀테크 사업부 매출 비중 확대로 2020 년 영업이익률 10.9%pt 증가 예상
- 2020 년 매출액 425 억원(+30.8% YoY), 영업이익 100 억원(+143.9% YoY) 전망

핀테크 보안솔루션 전문업체

아톤은 은행, 증권사, 통신사 대상으로 보안솔루션을 제공하는 핀테크 전문업체다. 2019 년 기준으로 매출 비중은 핀테크 보안솔루션 46%, 핀테크 플랫폼 14%, 티머니 솔루션 17%, 스마트 금융 12%, 기타 11%다. 아톤의 Secure Element(스마트폰 내 특수 보안 공간을 통해 높은 보안 환경 구축 가능한 기술) 기반의 보안솔루션은 주로 금융서비스 및 거래에 필요한 보안카드, 공인인증서, OTP 기기를 대체할 수 있는 서비스로 별도기기 없이 PIN 번호를 통해 간편인증이 가능하다.

핀테크 보안솔루션 고객사 확대 예상

2020 년에는 아톤의 핀테크 보안솔루션 고객사가 확대될 것으로 예상된다. 국내 대형 은행 6 곳 중 4 곳을 고객사로 확보 중이며, 상반기 중 1 곳이 추가될 것으로 전망한다. 또한, 3 월 삼성증권에 동사의 보안솔루션이 도입되어 신규 고객사 유입에 사용될 중요한 레퍼런스가 될 것으로 판단된다. 목표 중인 증권사 14 곳 중 5 곳에 솔루션을 제공 중이고, 카드사 및 보험사는 아직 거래처로 확보하지 못했기 때문에 성장할 구간이 많이 남아 있는 것으로 판단된다.

핀테크 사업부 매출 비중 확대로 수익성 개선 전망

현재 핀테크 보안솔루션과 핀테크 플랫폼 매출 비중이 증가 중이며, 티머니 솔루션 및 스마트 금융 비중은 감소하는 추세로 영업이익률이 점진적으로 증가할 것으로 판단한다. 티머니 솔루션과 스마트 금융 사업은 외주 인력 및 월재료가 동원되기 때문에 마진이 핀테크 사업부문 대비 낮은 편이다. 2020 년 매출액은 425 억원(+30.8% YoY), 영업이익 100 억원(+143.9% YoY) 기록할 것으로 전망한다. 2020 년 영업이익률은 23.5%로 전년 대비 10.9%pt 증가할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원	178				238	280
yoy	%	-13.0					17.8
영업이익	억원	1				9	35
yoy	%	-87.9					304.7
EBITDA	억원	3				14	40
세전이익	억원	4				6	33
순이익(지배주주)	억원	4				6	40
영업이익률%	%	0.7				3.7	12.6
EBITDA%	%	1.8				6.1	14.4
순이익률	%	2.5				2.7	14.6
EPS	원	166				230	1,305
PER	배						
PBR	배						
EV/EBITDA	배	N/A				N/A	N/A
ROE	%	6.3					49.7
순차입금	억원	-38				-24	-40
부채비율	%	30.3				127.1	105.0

1. 사업 개요

아톤은 은행, 증권사, 통신사 대상으로 보안솔루션을 제공하는 핀테크 전문업체다. 2019년 기준으로 매출 비중은 핀테크 보안솔루션 46%, 핀테크 플랫폼 14%, 터머니 솔루션 17%, 스마트 금융 12%, 기타 11%다.

보안솔루션은 주로 금융서비스 및 거래에 필요한 보안카드, 공인인증서, OTP 기기를 대체할 수 있는 서비스다. 동사의 보안솔루션은 별도기기 없이 PIN 번호를 통해 간편 인증이 가능하기 때문에 공인인증서의 복잡한 비밀번호를 입력하지 않아도 되고 보안카드나 OTP 기기를 들고 다니는 불편함까지 해소가 가능하다. IBK 기업은행의 경우 기존의 공인인증서에 대한 옵션을 더 이상 제공하지 않고 아톤의 사설인증서만 제공 중인 만큼 간편인증 서비스에 대한 수요가 높아지고 있다. 한편 아톤의 보안솔루션 매출은 사용자가 서비스를 가입할 때, 가입 후 일정 기간이 지날 때, 기기를 변경할 때 수익이 발생하기 때문에 일회성 수익이 아닌 지속적인 매출이 기대된다.

핀테크 플랫폼 주요 매출은 LG 유플러스의 PASS 어플리케이션 운영 대행 부문과 타업체 어플리케이션 내 제공 중인 동사의 핀테크 서비스(주식/펀드 정보 서비스)로부터 발생한다. 동사는 PASS에 대한 업데이트 개발비와 연간 유지보수를 수취하고 있고, LG 유플러스 PASS의 고객 수 증가로 PASS 내 도입된 동사의 주식/펀드 정보 서비스에 대한 가입자 수도 증가하고 있다. 또한 아톤은 2019년부터 본격적으로 더 캠프(국군장병 커뮤니티 플랫폼), 올원뱅크(NH 농협은행) 등의 고객층이 이미 확보된 플랫폼에 핀테크 서비스(주식/펀드 정보 제공)를 도입 중이다. 한편 PASS는 휴대폰본인확인과 인증서 인증을 기본으로 금융, 보험, 건강, 투자서비스 등의 서비스를 제공 중이다. 휴대폰본인확인의 경우 기존에는 주민번호와 휴대폰번호 입력 후 여섯 자리 숫자를 문자로 받아서 인증을 하는 불편함을 PASS를 통해 단순한 비밀번호 입력으로 인증이 가능하다.

터머니 솔루션 사업부문은 외주로 받은 IC 칩을 교통카드에 필요한 소프트웨어 기능들을 도입해 스마트카드(터머니) 제조사로 납품하는 방식으로 진행된다.

스마트금융 사업부문은 동사 인력과 외주인력을 동원해 금융 업체의 어플리케이션 개발에 집중되어 있다. 외주인력 비중이 큰 사업으로 수익성이 낮은 편이며, 매출 비중은 감소하고 있는 추세다.

2. 성장 포인트

1) 핀테크 보안솔루션 고객사 확대

2020년에는 아톤의 핀테크 보안솔루션 고객사가 확대될 것으로 예상된다. 국내 대형 은행 6 곳 중 4 곳을 고객사로 확보 중이며, 상반기 중 1 곳이 추가될 것으로 전망한다. 국내 은행 1 곳을 제외한 5 곳을 고객사로 확보하게 되면 향후 성장성에 대한 우려가 있을 수 있지만, 아직 은행별 어플리케이션의 사용자 중 평균적으로 30%만 동사의 사설인증서 및 OTP를 사용 중이다. 간편한 인증 방법에 대한 수요가 높아짐에 따라 아톤의 보안솔루션을 사용하는 은행 고객 수가 증가할 것으로 판단한다.

또한, 3월 삼성증권에 보안솔루션이 도입되어 신규 고객사 유입에 사용될 중요한 레퍼런스가 될 것으로 판단된다. 목표 중인 증권사 14 곳 중 5 곳에 솔루션을 제공 중이고, 카드사 및 보험사는 아직 거래처로 확보하지 못했기 때문에 성장할 구간이 많이 남아 있는 것으로 판단된다.

아톤 대형 고객사 목록



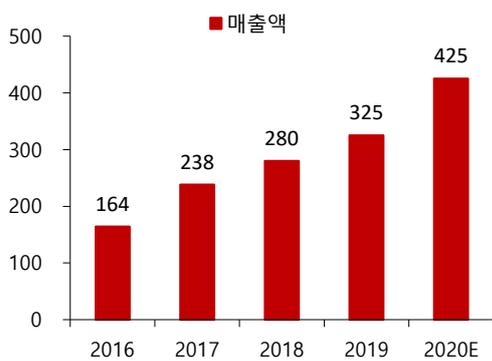
자료 : 아톤, SK 증권

2) 핀테크 사업부 매출 비중 확대로 수익성 개선 전망

티머니 솔루션과 스마트 금융 사업은 외주 원재료 및 인력이 동원되기 때문에 마진이 핀테크 사업부문 대비 낮은 편이다. 현재 핀테크 보안솔루션과 핀테크 플랫폼 매출 비중이 증가 중이며, 티머니 솔루션 및 스마트 금융 비중은 감소하는 추세로 영업이익률이 점진적으로 증가할 것으로 판단한다. 2019 년 잠정 매출액은 325 억원(+16.0% YoY), 영업이익은 41 억원(+16.8% YoY)를 기록했다. 2020 년 매출액은 425 억원(+30.8% YoY), 영업이익 100 억원(+143.9% YoY) 기록할 것으로 전망한다. 2020 년 영업이익률은 23.5%로 전년대비 10.9%pt 증가할 것으로 예상된다.

아톤 매출액 추이 (연결 기준)

(단위: 억원)



자료: 아톤, SK 증권

아톤 영업이익 추이 (연결 기준)

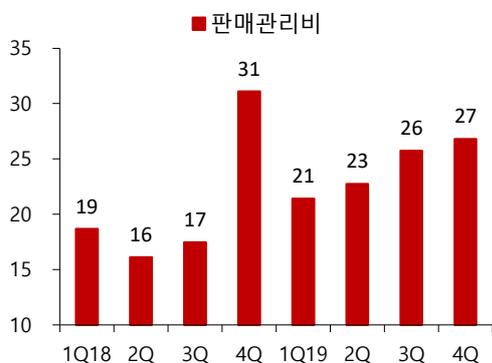
(단위: 억원 %)



자료: 아톤, SK 증권

아톤 판매관리비 추이 (별도 기준)

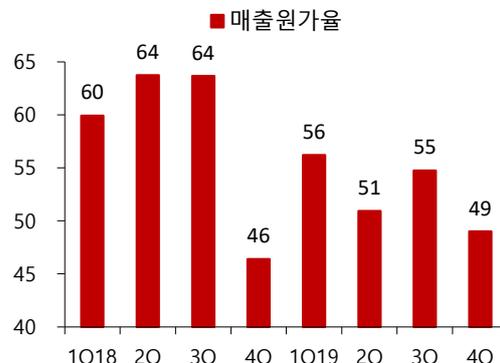
(단위: 억원)



자료: 아톤, SK 증권

아톤 매출원가율 추이 (별도 기준)

(단위: %)

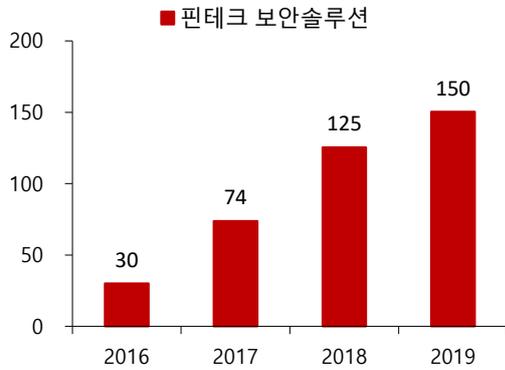


주: 2019 년 스마트금융 매출 감소로 외주용역비(원가) 감소

자료: 아톤, SK 증권

아톤 핀테크 보안솔루션 매출 추이

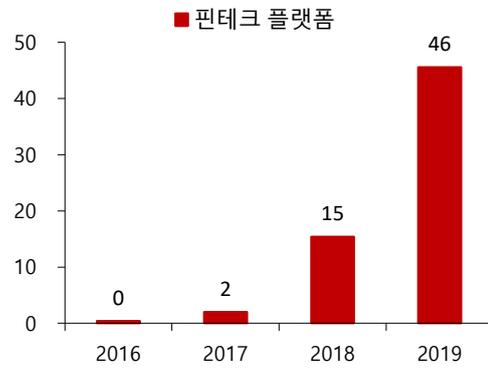
(단위: 억원)



자료: 아톤, SK 증권

아톤 핀테크 플랫폼 매출 추이

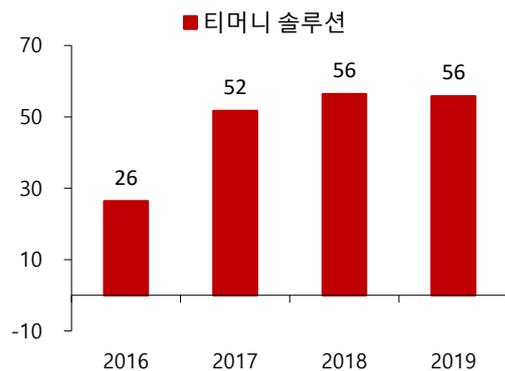
(단위: 억원)



자료: 아톤, SK 증권

아톤 티머니 솔루션 매출 추이

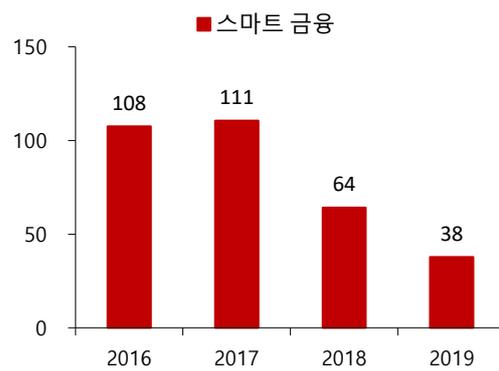
(단위: 억원)



자료: 아톤, SK 증권

아톤 스마트금융 매출 추이

(단위: 억원)



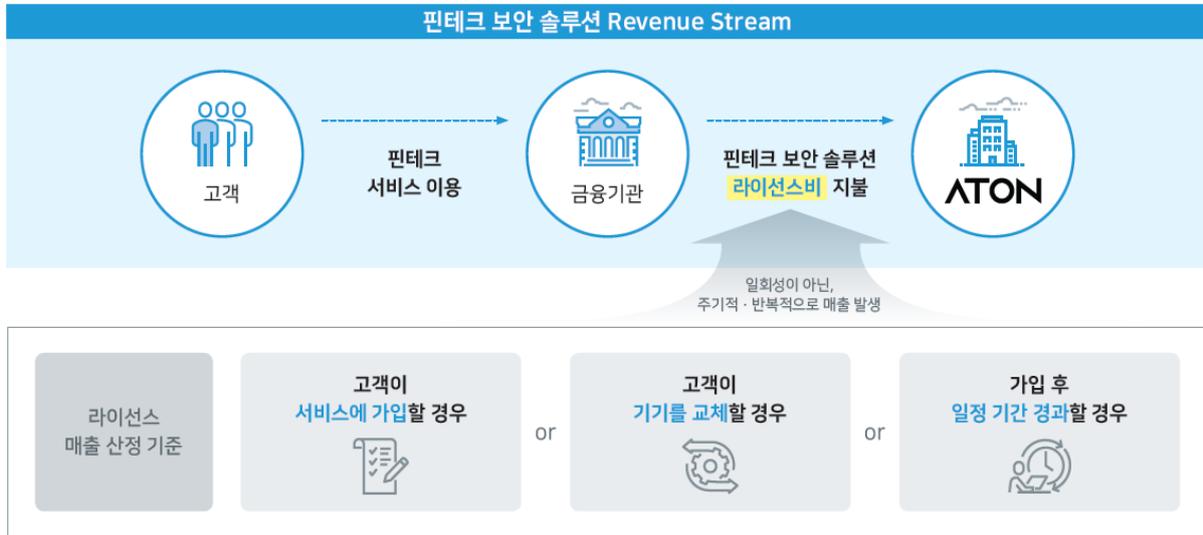
자료: 아톤, SK 증권

핀테크 보안 솔루션 제품

ATON mOTP	ATON mPKI	ATON mSafeBox
<p>금융 거래 시 보안 강화를 위한 OTP 인증 솔루션</p>	<p>공인인증서 대체 위한 금융권 사설인증서 솔루션</p>	<p>모바일 보안을 위한 소프트웨어형 보안 매체</p>
<p>주요 고객사</p>	<p>주요 고객사</p>	<p>주요 고객사</p>

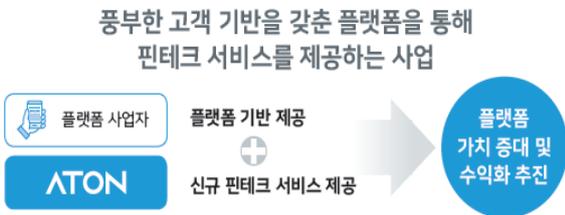
자료: 아톤, SK 증권

핀테크 보안 솔루션 수익구조



자료 : 아톤, SK 증권

핀테크 플랫폼 사업개요



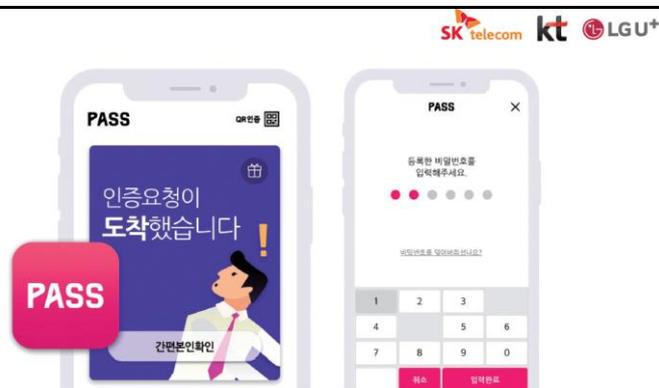
자료 : 아톤, SK 증권

핀테크 플랫폼 수익구조



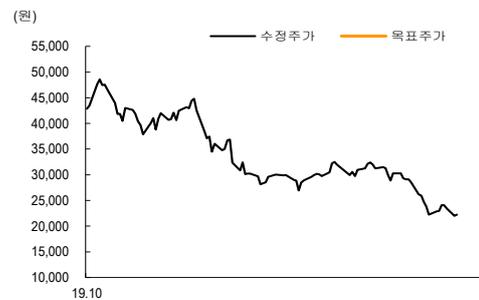
자료 : 아톤, SK 증권

간편본인확인서비스 어플리케이션 PASS



자료 : 아톤, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2020.03.09	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 3월 9일 기준)

매수	88.49%	중립	11.51%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산				89	141
현금및현금성자산				44	84
매출채권및기타채권				24	30
재고자산				4	2
비유동자산				39	83
장기금융자산				8	16
유형자산				2	2
무형자산				22	46
자산총계				128	224
유동부채				28	67
단기금융부채				1	21
매입채무 및 기타채무				23	30
단기충당부채					
비유동부채				43	48
장기금융부채				34	34
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계				72	115
지배주주지분				56	106
자본금				14	14
자본잉여금				5	15
기타자본구성요소				-1	-1
자기주식				-2	-2
이익잉여금				39	78
비지배주주지분					3
자본총계				56	109
부채외자본총계				128	224

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름				18	38
당기순이익(손실)				6	41
비현금성항목등				12	6
유형자산감가상각비				1	1
무형자산상각비				4	4
기타				6	1
운전자본감소(증가)				0	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)				-2	-17
재고자산감소(증가)				0	1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)				6	5
기타				-8	-32
법인세납부				0	0
투자활동현금흐름				-17	-3
금융자산감소(증가)				-13	-3
유형자산감소(증가)				-1	-1
무형자산감소(증가)				-2	-1
기타				0	2
재무활동현금흐름				30	6
단기금융부채증가(감소)					-4
장기금융부채증가(감소)				30	
자본의증가(감소)					10
배당금의 지급					
기타					3
현금의 증가(감소)				31	40
기초현금				13	44
기말현금				44	84
FCF				-20	31

자료 : 아톤, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액				238	280
매출원가				171	156
매출총이익				67	124
매출총이익률 (%)				28.3	44.2
판매비와관리비				59	89
영업이익				9	35
영업이익률 (%)				3.7	12.6
비영업손익				-3	-2
순금융비용				1	1
외환관련손익				0	0
관계기업투자등 관련손익				0	1
세전계속사업이익				6	33
세전계속사업이익률 (%)				2.5	11.9
계속사업법인세				0	-8
계속사업이익				6	41
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익				6	41
순이익률 (%)				2.7	14.6
지배주주				6	40
지배주주귀속 순이익률(%)				2.71	14.43
비지배주주					1
총포괄이익				5	39
지배주주				5	39
비지배주주					0
EBITDA				14	40

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액					17.8
영업이익					304.7
세전계속사업이익					457.8
EBITDA					179.7
EPS(계속사업)					468.4
수익성 (%)					
ROE					49.7
ROA					23.3
EBITDA마진				6.1	14.4
안정성 (%)					
유동비율				313.8	211.3
부채비율				127.1	105.0
순차입금/자기자본				-43.1	-36.9
EBITDA/이자비용(배)				22.4	19.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)				230	1,305
BPS				1,901	3,345
CFPS				433	1,468
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					
PER(최저)					
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PCR					
EV/EBITDA(최고)				-1.0	-0.6
EV/EBITDA(최저)				-1.0	-0.6

SK COMPANY Analysis



Analyst
구경희

kh.koo@sksec.co.kr
02-3773-9083

카카오뱅크 (비상장 | Not Rated)

인터넷전문은행의 글로벌 성공 사례가 될 것

카카오뱅크의 빠른 성장은 카카오의 디지털 플랫폼을 이용한 수익모델이 성공적으로 자리잡은 결과. 2026년 정도에는 중형 은행이 되어, 세계적으로도 인터넷은행 중 성공 사례로 꼽힐 전망. 다만 이와 같은 성과를 이루기 위해서는 국내에서 비대면 채널을 통한 주택담보대출이 활성화되어야 할 것. 2021년 상장된다고 가정할 경우, 예상 PBR 3.1 배인 7.8 조원의 시장가치로 평가될 수 있다고 판단

향후 7년 정도의 추가 성장 후에는 고수익-중형은행이 되어 있을 전망

영업 개시 3년만인 2019년 흑자 전환한 카카오뱅크의 빠른 성장은 카카오의 디지털 플랫폼을 이용한 수익모델이 성공적으로 자리잡은 결과다. 향후 카카오뱅크는 세계적으로도 인터넷은행 중에서도 성공 사례로 꼽힐 전망이다.

고성장세를 유지하기 위해서는 비대면 주택담보대출의 활성화가 필요

카카오뱅크는 향후 추가적인 증자를 통해 자본비율을 유지하면서 빠른 성장세를 지속할 것이다. 2026년에는 자산 79조원, 순이익 4,110억원의 중형 은행이 되어 있을 것으로 본다. 다만 이와 같은 성과를 이루기 위해서는 국내에서 비대면 채널을 통한 주택담보대출이 활성화되어야만 한다. SK증권은 이에 대해 긍정적인 의견이어서 카카오뱅크의 미래를 밝게 보는 것이다. 카카오뱅크가 한국에서 은행업을 영위하면서 규제 리스크로부터 완전히 동떨어질 수는 없다는 점도 감안해야 한다.

2021년 상장 시 기업가치 7.8조원 달성 가능할 전망

PBR 2~10배의 넓은 범위를 갖고 있는 해외 인터넷은행들의 사례와 직접 비교하기는 매우 힘들다. 카카오뱅크가 2021년 상장된다고 가정할 경우, 예상 PBR 3.1배인 약 78조원(주당 약 20,000원)의 기업가치 형성이 가능하다고 판단한다. 향후 빠른 성장을 거듭해 2026년에는 BPS 9,825원, ROE 10.0%로 예상된다. 장기적으로 국내 은행 중에서는 가장 높은 ROE가 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	-2	-11	123	209	341	491
YoY	%	-	-	흑전	69.0	63.5	44.1
영업이익	십억원	-15	-104	-21	16	87	181
YoY	%	-	-	-	흑전	428.7	107.3
당기순이익	십억원	-15	-104	-21	18	87	145
YoY	%	-	-	-	흑전	371.5	66.2
영업이익/총영업이익	%	-	-	-17.0	8.9	25.6	29.5
총영업이익/자산	%	-0.8	-0.4	1.4	1.2	1.2	1.3
수정 ROE	%	-5.5	-31.3	-2.3	1.3	4.6	5.7
ROA	%	-5.4	-3.6	-0.2	0.1	0.3	0.4
배당성향	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정 EPS	원	-255	-653	-81	51	218	329
BPS	원	4,673	4,174	4,386	4,634	5,388	6,591
주당배당금	원	0	0	0	0	0	0
수정 PER	배	NA	NA	NA	NA	NA	NA
PBR	배	NA	NA	NA	NA	NA	NA
배당수익률	%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

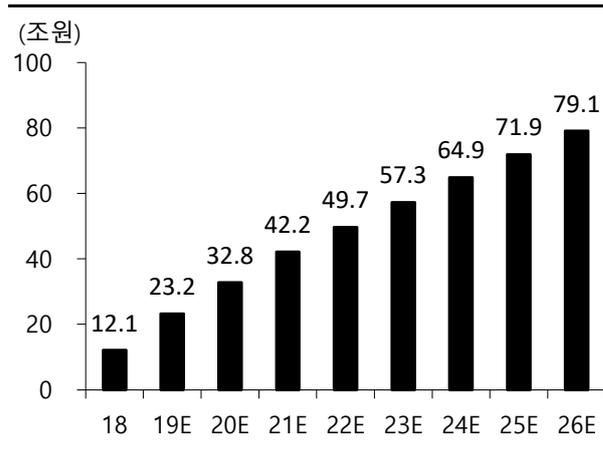
7년 정도의 추가 성장 후에는 고수익-중형 은행이 될 것

정식 기업명이 '한국카카오은행'인 카카오뱅크는 2016 년초 설립된 후 빠른 성장을 통해 2019년 9월말 현재 총자산이 21 조원을 상회 중이다. 이는 같은 시기에 설립된 K뱅크(2.8 조원)에 비해 월등히 빠른 성장세다. 카카오뱅크의 빠른 성장은 카카오의 디지털 플랫폼을 이용한 비즈니스 모델이 성공적으로 자리잡은 결과다. 향후 카카오뱅크는 세계적으로도 챌린저 은행(신규로 설립된 모험적 성격의 은행을 부르는 용어) 중에서도 성공 사례로 꼽힐 전망이다.

SK 증권 리서치센터는 카카오뱅크의 미래를 매우 밝게 보고 있다. 카카오뱅크는 설립 후 3년이 지난 2019년 상반기에 이미 흑자로 돌아섰다. 초기 비용투자 부담이 큰데도 불구하고 대출 수요 증가세를 이용한 빠른 외형(대출, 예금) 성장이 주효했다. 사실 2000년대 초반 인터넷전문증권사의 사례에서 보듯이, 초기에 과감하게 투자를 감행한 기업(키움증권)이 빠르게 손익분기점에 도달했고, 동시에 디스카운트 브로커리지 시장을 장악할 수 있었다. 카카오뱅크도 이러한 사례를 뒤따르고 중이다.

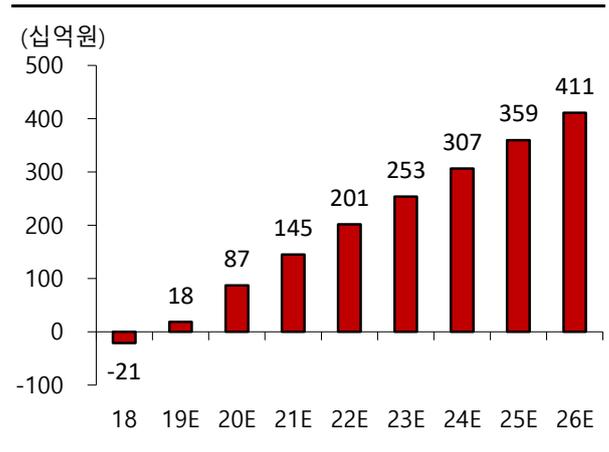
카카오뱅크는 향후 추가적인 증자를 통해 자본비율을 유지하면서 빠른 성장세를 지속할 것이다. 2026년에는 자산 76조원, 순이익 4,110억원(ROE 10.0%)의 알찬 은행이 되어 있을 것으로 본다. 이는 현재의 스탠다드차타드은행 정도의 외형이다.

카카오뱅크의 자산 규모



자료 카카오뱅크, SK 증권 추정

카카오뱅크의 순이익 추이



자료 카카오뱅크, SK 증권 추정

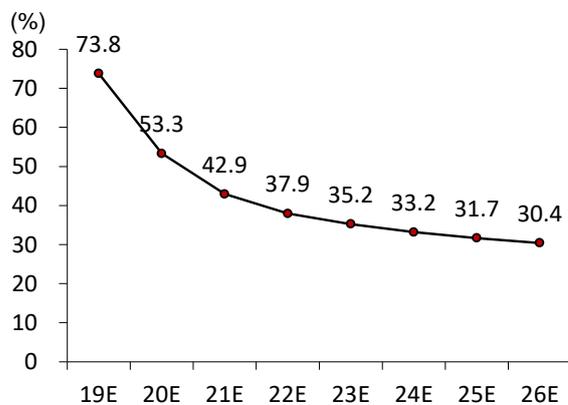
무점포 수익모델은 비용에서 큰 강점으로 작용

인터넷전문은행의 가장 큰 특징은 점포망이 없다는 점이다. IMF 이전에는 점포망의 열위가 증시에서 은행주 밸류에이션에 감점 요인이었던 적도 있으나, 비대면 채널이 활성화된 지금은 오히려 점포가 없는 것이 강점이다. 점포망이 없어서 가장 유리한 점은 판관비가 적게 들어간다는 것이다. 2019년 9월말 현재 카카오뱅크의 총 임직원은 757명인데, 인원당 은행자산은 283억원으로 4대 은행 평균치(231억원)를 벌써 상회하고 있다. 카카오뱅크는 향후 인원이 증가하더라도 자산 증가 속도보다는 느리게 증가할 전망이다. 무점포 은행의 약점은 고객에게 입출금 서비스를 제공하기 위해서는 각종 수수료 비용이 많이 든다는 점이나, 일반 은행들의 점포 유지비용에 비해서는 부담이 작다.

카카오뱅크의 2019년 Cost-Income Ratio(순영업수익 대비 판관비의 비율)은 74%로 추정되어, 50%대 중반인 타 은행들에 비해 열위에 있다. 하지만 이는 아직 '규모의 경제'에 도달하지 못했기 때문에 나타나는 일시적인 상황일 뿐, 2020년이면 타 은행과 비슷한 수준이 될 것이다. 장기적으로 카카오뱅크의 Cost-Income Ratio는 30%에 근접할 것으로 예상된다.

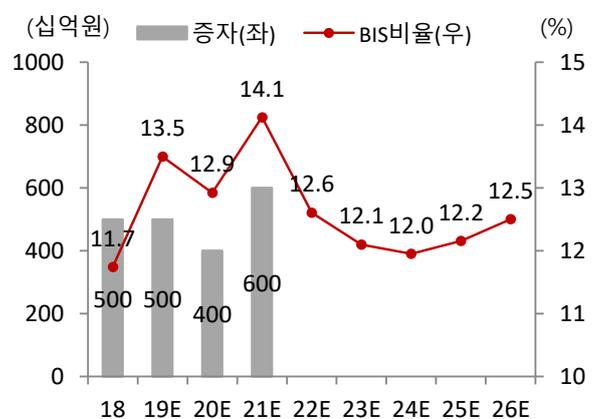
다만 카카오뱅크가 이렇게 빠른 실적 개선, 비용 효율화를 이루기 위해서는 높은 자산 증가율을 유지해야 하며, 이를 위해서는 추가적인 증자가 필요하다. 은행업은 자본규제가 매우 중요하기 때문에 외형을 확대하여 이익을 늘리기 위해서는 적절한 증자가 필요하다. 현재 SK 증권 리서치센터의 추정치에는 2020년 4,000억원의 주주배정증자, 2021년 IPO로 인한 6,000억원의 자본확충이 반영되어 있다.

카카오뱅크의 Cost-Income Ratio 추정치



자료 SK 증권 추정

카카오뱅크의 BIS 비율 예상치와 증자 추정치



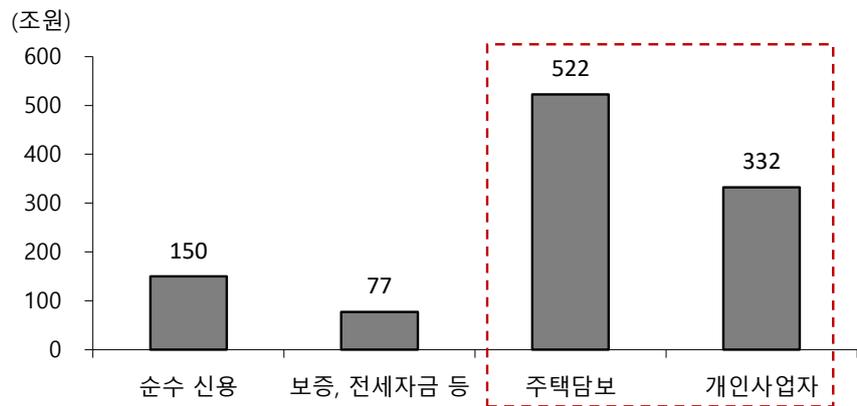
자료 카카오뱅크, SK 증권 추정
주. 2021년 IPO 가정

고성장 지속하기 위해 비대면 주택담보대출 활성화가 필수

카카오뱅크와 이와 같은 고성장 및 실적 개선을 이루기 위해서는 향후 국내에서 비대면 채널을 통한 주택담보대출이 활성화되어야만 한다. 설립 후 자산 규모를 23 조원까지 늘린 지금까지는 주로 젊은 층 고객 위주로 신용대출 시장을 공략했고, 이 전략이 성공했다. 그런데 신용대출 만으로는 7년 내 자산 70 조원을 달성하기는 어려울 것이다. 왜냐하면 한국 은행들의 가계대출 시장은 주택담보대출 위주로 형성되어 있으며, 신용대출 시장이 무제한 늘어나기는 어렵기 때문이다.

2019년 9월말 현재 국내 은행들의 신용대출 시장은 보증, 전세자금 등을 포함해도 227 조원으로 추정되어, 주택담보대출(522 조원), 개인사업자대출(332 조원)에 비해 규모가 작다. 아무리 카카오뱅크의 경쟁력이 우수하다고 해도 신용대출 시장에서만 성장을 도모한다면, 대출 성장률은 몇 년 내 한계에 봉착할 수 있다.

2019년 9월말 국내 예금은행들의 가계대출 시장 규모



자료: 금감원 SK증권 추정

주: 1. 신용대출(순수 신용, 보증, 전세자금)의 금액은 6대 시중은행 금액을 기준으로 추정한 것

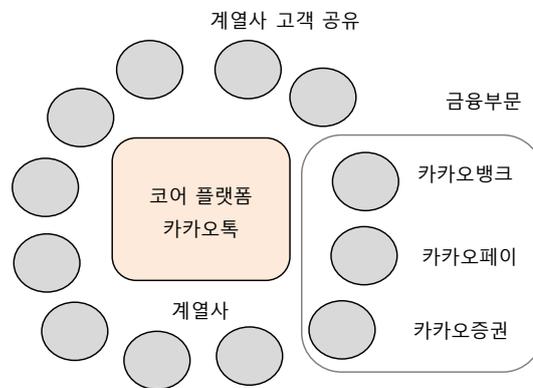
2. 개인사업자 대출은 기업대출로 분류되어 있으며, 대부분 부동산 담보대출

일반적으로 은행에서 주택담보대출을 받을 경우 주택담보 관련 서류를 제출해야 하는 과정이 복잡하고, 은행을 가야할 경우 부동산 등기 서류도 제출해야 한다. 하지만 국내 핀테크 수준은 이미 부동산 등기까지 비대면 채널을 통해 전자서류로 해결할 수 있다. 아직 소비자들이 익숙하지 않고 은행들의 모바일 채널에서도 보편화되지 않았을 뿐이다. 곧 국내에도 모바일 주택담보대출도 일반화될 것으로 예상된다. 전자서명, 전자등기 기술의 발전은 카카오뱅크의 장기 성장 모델에 필수 요소다.

카카오와의 시너지는 매우 큰 강점

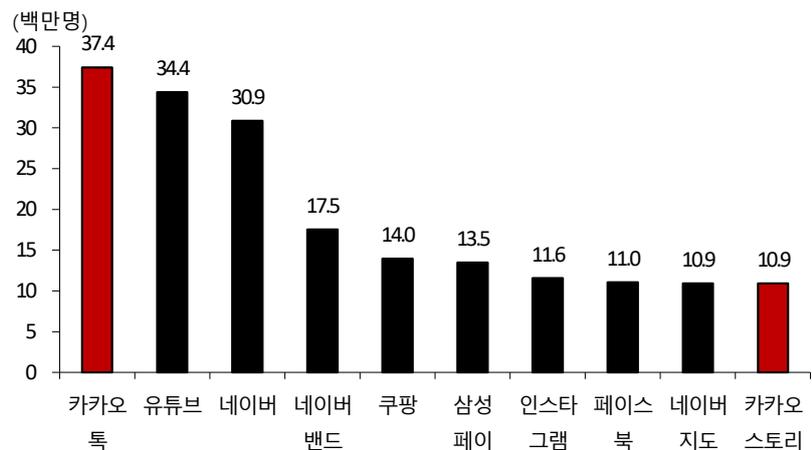
카카오뱅크의 가장 큰 강점은 카카오 계열사들과 고객을 공유할 수 있다는 점이다. 카카오는 국내에서 가장 사용자가 많은 카카오톡(아이지에이웍스 기준 3,740 만명, 자사 기준 4,486 만명)을 보유하고 있으며, 카카오톡, 카카오페이 등 사용자 1천만명 이상(자사 데이터 기준)의 모바일 앱을 여러 보유하고 있다. 카카오의 계열사들은 아래와 같이 코어 플랫폼인 카카오톡을 중심으로 시너지를 발휘하고 있다.

카카오그룹과 카카오뱅크의 구조 (이해도)



자료: SK 증권

국내 모바일앱 사용자 상위 10개사 현황

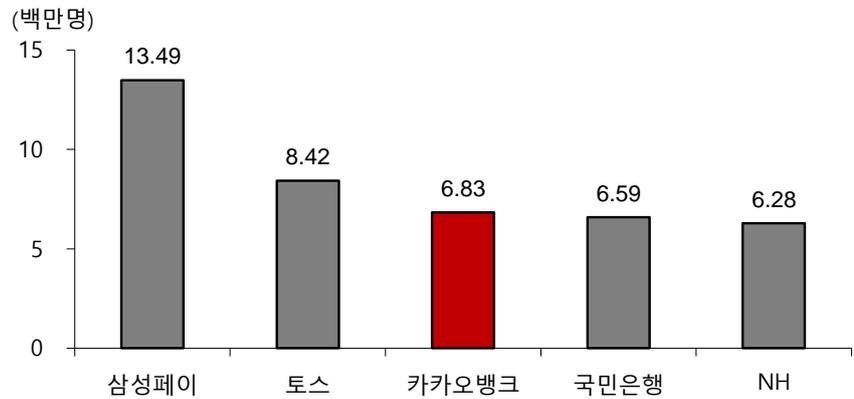


자료: 아이지에이웍스(언론에서 재인용), SK 증권

주: 1. 2019년 12월 기준

2. 안드로이드 사용자 기준

국내 금융관련 모바일 앱 사용자 상위 5개사



자료: 아이지아이웍스(언론에서 재인용), SK 증권

주. 1. 2019년 12월 기준

2. 안드로이드 사용자 기준

2021년 상장 시 기업가치 7.8조원 가능할 전망

최근 카카오뱅크의 2020년 주식시장 IPO 가능성이 높아진다는 기사들이 늘고 있다. SK 증권은 보수적인 추정을 위해 카카오뱅크의 IPO는 2021년으로 가정하고 있다. 다만 2020년 기준주주 대상의 증자에 부담을 느낄 경우, 우리 예상보다 IPO가 빨라질 가능성도 있다. 카카오뱅크를 해외 인터넷은행과 비교하기는 매우 어렵다. 세계적으로도 인터넷은행이 상장되어 있는 경우가 많지 않고, 각자의 규모, 수익모델, 이익 현황, 영업 환경 등이 달라 일괄적으로 비교하는 것이 어렵다. 중국의 WeBank(비상장)와 영국의 Shawbrook(상장폐지)을 사례로 살펴보자.

중국의 WeBank는 Tencent, Baiyeyuan, Liye Group 등이 2014년 12월 설립한 중국 최대의 온라인 전문 은행이다. 텐센트 사용자와 은행 간의 중개 모델을 구축해 이자 수익 수준의 수수료수익을 거두면서 2018년 25억위안의 흑자 전환에 성공했다. 아시아 머니에서는 2019년 9월 기사 <WeBank: China's financial unicorn>에서 WeBank의 기업가치를 210억달러(약 24조원)라고 평가했는데, 이는 2018년말 WeBank의 자기 자본이 2조 200억원임을 감안하면 PBR이 10배를 소폭 넘는 것이다.

2011년 영국의 인터넷전문은행 Shawbrook 은 2015년 4월 상장하면서 7억 2,500만 파운드의 시가총액을 인정받았는데, 최고치는 9억 5,000만 파운드였다. 이는 2015년 말 자기자본 (3억 6,700만 파운드)을 감안할 때 PBR 2.0~2.6 배다. 그 후에 사모펀드에 피인수되면서 상장 폐지할 당시의 매각 가격은 8억 5,000만 파운드 내외였다. 다만 Shawbrook 은 2018년말 예금 규모가 49억 8,000만 파운드(약 7.5조원)로 카카오뱅크의 절반에도 못 미치는 수준의 작은 은행이다.

투자자들을 위해 SK 증권이 제시하는 카카오뱅크의 시가총액 가이드라인은 약 7.8조원, 즉 2021년말 예상 PBR 3.1 배다. 주당 가격으로 환산하면 약 20,000원이다. 이 추정치를 위해 가정한 사안들은 다음과 같다.

- 1) 2020년 증자는 4,000억원(주당 1만원, 4천만주, 구주 배당)
- 2) 2021년 증자는 6,000억원(IPO 가격은 주당 15,000원, 신주발행)
- 3) 2021년부터 주택담보대출 시작하여 2026년 전체 대출의 38%로 상승
- 4) 2026년까지 고성장 유지(자산 79조원, 자기자본 4.4조원)
- 5) 주식시장에는 우선주 제외하고 보통주(추정치 3.8억주)만 상장

카카오뱅크 2021년말 목표주가 계산 방법

$$\text{Target PBR} = \text{ROE} / (\text{Ke} - \text{g})$$

$$\text{Ke} = \text{Rf} + \text{Risk Premium}$$

- ROE 는 2026년 예상치 10.0%
- g 는 영구배당성장률 → 국내 TIPs Premium 0.7%
- Rf 는 국고채수익률 10년물 평균인 1.4%, β 는 1 적용
- Ke 는 Risk Premium 계산 모델 3개를 평균 → 4.5%
- Target PBR = 10.0 / (4.5-0.7) = 2.60 배
- 2.60 배 X 9,825 원 (2026년말 BPS 예상치) = 25,541 원
- 25,541 원(2026년말 T.P)을 2021년말 가치로 할인 = 20,455 원

$$\Rightarrow 20,455 \text{ 원} \times \text{보통주주식수} \approx 7.8 \text{ 조원}$$

자료: SK 증권

주: 우선주 제외하고 2021년말 예상 보통주주식수 3.8억주로 계산

카카오뱅크 수익 추정치

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
총영업이익	-11	123	209	341	491	617	730	845	957	1,066
이자이익	33	183	234	396	539	661	769	880	986	1,091
이자수익	50	294	474	757	1,024	1,256	1,469	1,682	1,885	2,084
이자비용	18	111	240	361	484	596	700	802	899	992
수수료이익	-38	-60	-53	-51	-50	-48	-46	-45	-44	-44
수수료수익	17	68	114	193	226	251	276	307	337	368
수수료비용	55	128	167	245	277	299	323	352	382	412
금융상품관련손익	1	11	56	28	34	35	39	42	45	49
기타 손익	-6	-11	-28	-31	-31	-31	-31	-31	-30	-30
대손비용	18	15	38	72	100	117	139	160	180	199
판매관리비	75	130	154	182	211	234	257	281	303	324
영업이익	-104	-21	16	87	181	266	334	404	474	542
영업외이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	-104	-21	16	87	181	266	334	404	474	542
법인세비용	0	-0	-2	0	36	64	81	98	115	131
법인세율(%)	-	-	-	-	(19.9)	(24.2)	(24.2)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	-104	-21	18	87	145	201	253	307	359	411

자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

카카오뱅크 대차대조표 추정치

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
현금, 예치금	423	1,640	1,101	1,431	1,646	1,761	1,929	2,064	2,208	2,318
유가증권, 금융자산	524	1,100	3,688	4,057	4,665	4,852	5,046	5,450	5,995	6,594
대출채권	4,622	9,082	18,100	26,951	35,440	42,635	49,883	56,866	63,122	69,560
유형자산, 부동산	33	32	52	54	55	58	61	64	67	71
무형자산	77	64	58	58	55	55	58	61	64	67
기타자산	163	208	229	294	311	352	396	457	485	528
자산총계	5,842	12,127	23,228	32,844	42,173	49,714	57,372	64,962	71,940	79,138
예수부채	5,048	10,812	21,180	30,203	38,690	46,079	53,452	60,668	67,220	73,942
차입성부채	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타금융부채	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
비이자부채	126	175	380	486	584	642	674	742	808	873
부채총계	5,174	10,986	21,560	30,689	39,273	46,721	54,126	61,410	68,029	74,815
보통주자본금	800	1,000	1,500	1,700	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
우선주자본금	0	300	300	300	300	300	300	300	300	300
자본잉여금	0	0	0	200	600	600	600	600	600	600
이익잉여금	120	-141	-123	-36	109	201	455	761	1,121	1,532
기타자본	-252	-18	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
자본총계	668	1,140	1,668	2,155	2,900	2,992	3,246	3,552	3,912	4,323

자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

카카오뱅크 주요 지표 추정치

12월 결산(% , 원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	-31.3	-2.3	1.3	4.6	5.7	6.8	8.1	9.0	9.6	10.0
ROA	-3.58	-0.23	0.10	0.31	0.39	0.44	0.47	0.50	0.52	0.54
영업이익/순영업수익	-	-17.2	7.9	25.6	36.8	43.1	45.8	47.9	49.5	50.9
순영업수익/자산	-	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
판관비/순영업수익	-	105.2	73.8	53.3	42.9	37.9	35.2	33.2	31.7	30.4
순영업수익증가율	-	-	69.0	63.5	44.1	25.6	18.4	15.7	13.2	11.4
자산증가율	-	107.6	91.5	41.4	28.4	17.9	15.4	13.2	10.7	10.0
EPS	-653	-81	51	218	329	458	576	697	817	934
BPS	4,174	4,386	4,634	5,388	6,591	6,801	7,377	8,074	8,890	9,825

자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

Compliance Notice

- 작성자(구경화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 3월 10일 기준)

매수	87.77%	중립	12.23%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

memo
