

패시브에서 보는 케이뱅크 IPO

공모 특공은 줄이고, FI 조합원 물량을 줄줄하라는 분양



고경범 Passive/ETF
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

케이뱅크 IPO

케이뱅크는 3/5일(목)에 상장될 예정. 기관 수요예측은 금일 2/10(화)까지 진행. 희망 공모가 기준 시가총액 밴드는 3.37조원~3.85조원.

카카오뱅크와 Rakuten Bank의 조정 PBR로 카카오뱅크(1.54x)보다 높은 1.8x RBR 기준으로 적용한 공모가는 고평가 논란의 여지가 있어 보임.

NIM(순이자마진)이 국내 인터넷 은행 Peer 대비 하락하고 있는 점도 고려될 필요. 24.7월 '가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률' 시행으로 VASP(가상자산 사업자) 예치금에 대한 이자비용 증가와 투자운용 제한으로 연결.

강화된 공모 규제

작년 1월 밸류업 기초에서 IPO 공모 제도가 대폭 개편된 상황. 1) 기관투자자 배정 물량 중 40% 이상이 확약 기관 투자자에게 우선 배정. 2) 확약 기간별 가점 기간도 개편. 기존 3개월 확약 분까지 최대 5점 가점에서, 6개월 확약분 7점 가점이 신설. 3) 하이일드, 코스닥 벤처 펀드 등은 15일 이상 의무보유 확약 시에만 물량 배정이 가능. 4) 외국인 기관 투자자 자격 강화로 거래 실적이 없고 실체성 파악이 어려운 외국인 기관 투자자는 공모주 배정에서 제외. 5) 수요예측일 참여 가점도 1일차 3점에서 1~3일차 1.5점으로 초일 쏠림 현상의 분산을 도모.

25.8월 상장한 대한조선 대비, 개정 사항이 적용된 명인제약 IPO에서는 외국인 미확약 물량의 배정이 급감. 하이일드 펀드 우선 배정분으로 추정되는 15일 확약 구간에서의 신청 수량도 다소 증가.

공모 물량은 줄고, FI 매도 물량은 증가

강화된 IPO 규제에서 특히 외국인 미확약 물량의 매도는 과거 대비 제한될 것. 하지만, 케이뱅크의 상장일 매도 출회 물량은 32.6%로 추정.

공모 지분은 24.10월 15.7%→11.8%로 급감. 지분 1% 이상을 보유한 FI 배정 물량은 43.3%→47.3%로 증가. 상장일 매도 가능 지분은 14.96%→17.85%로 증가. 1% 미만 주주 합산 시 24.52%.

기관 확약 수준은 다소 낮을 것으로 판단. 미확약 수준의 기관 투자자 지분은 7.41%로 추정. 상장일 유통 물량의 시가총액 상승 제한으로 주요 지수 편입은 12월 KOSPI200 정기변경을 타진해 볼 수 있고, MSCI 등은 제한될 것.

케이뱅크 IPO

케이뱅크는 3/5일(목)에 상장될 예정이다. 기관 수요예측은 금일 2/10(화)까지 진행된다. 희망 공모가 기준 시가총액 밴드는 3.37조원~3.85조원 수준이다. 24.10월 공모의 3.95조원~5.00조원 수준에서 동사와 주관사의 눈높이는 낮아졌다.

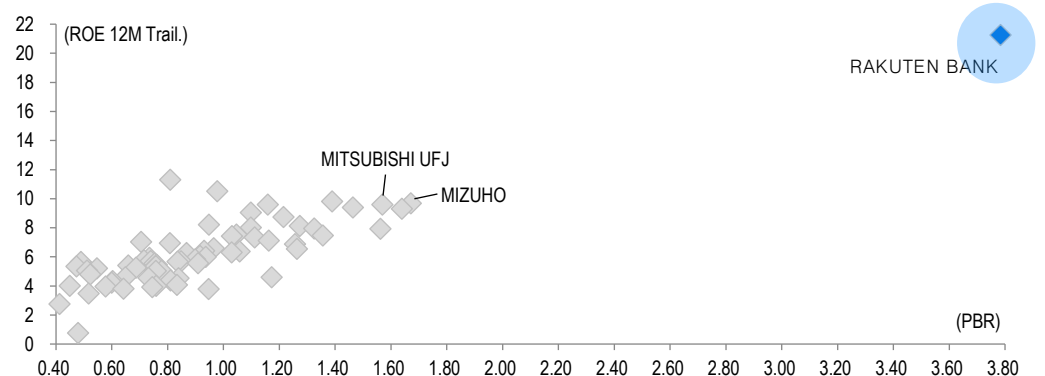
[표 1] 케이뱅크 상장 개요

구분	케이뱅크
희망 공모가액 밴드	8,300원 ~ 9,500원
시가총액 밴드	3.37조원 ~ 3.85조원
수요예측일	2/4(수) ~ 2/10(화)
공모가액 확정일	2/12(목)
청약일	2/20(금)~2/23(월)
상장일	3/5(목) 예상

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

하지만, 3회에 걸친 도전 과정에서 국내 인터넷 은행을 평가하는 시장의 눈높이도 낮아져 있다. 동사의 희망 공모가는 카카오뱅크와 일본의 Rakuten Bank 의 조정 PBR 을 기준으로 산정되었다. 한일 은행 섹터 간 할인율을 감안한 시장 조정계수를 반영했지만, Rakuten Bank 는 일본 TOPIX 은행 업종 Peer 대비 PBR 수준이 압도적으로 높은 종목이다.

[차트 1] 공모가 산정의 비교군인 Rakuten Bank 는 TOPIX 은행 섹터에서도 압도적인 PBR 수준

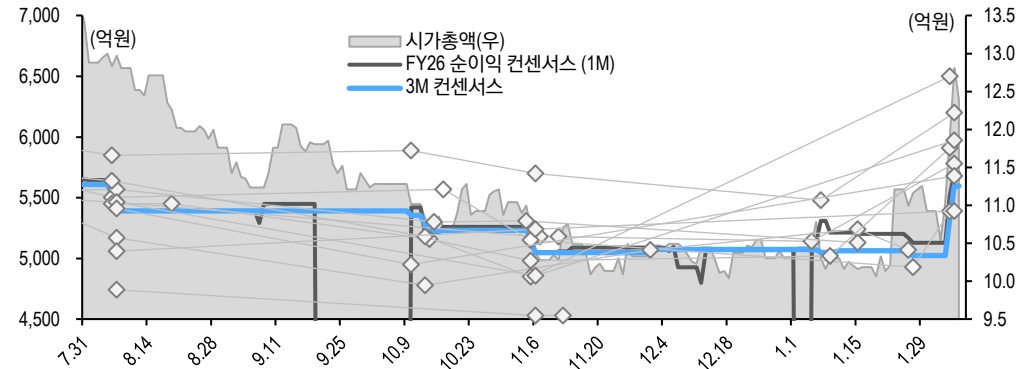


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

괴리가 높은 ROE 수준과 국내 인터넷뱅킹 규제 of 로컬 특성을 감안한다면, 케이뱅크의 적정 공모가는 카카오뱅크와 비교하는 것이 합리적이다. Rakuten Bank 의 조정 PBR 로 카카오뱅크(1.54x)보다 높은 1.8x RBR 기준으로 적용한 공모가는 고평가 논란의 여지가 있어 보인다.

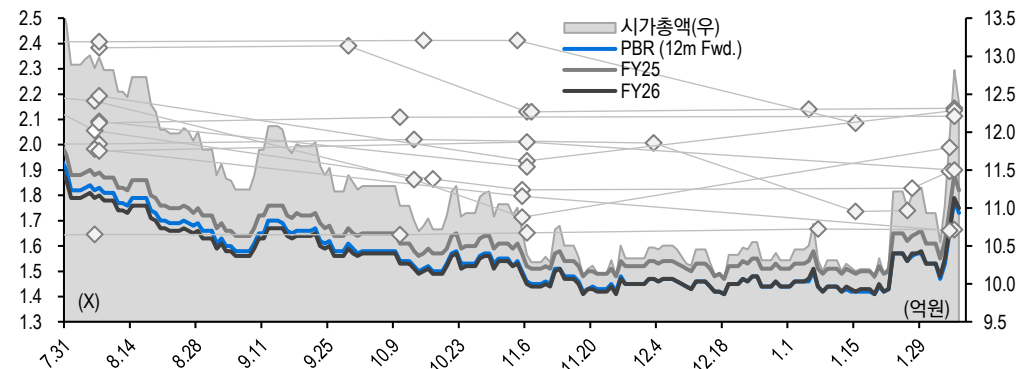
카카오뱅크의 4Q 실적 발표 이후, 모기지 정책 대출 중심의 이자손익 개선과 시가총액 상승은 동사의 Catch Up에 도움이 될 수 있다. 다만, 동사의 영업수익과 이익률은 감안될 필요가 있다. (최근 4개 분기 영업수익 평균 44.0%)

[차트 2] 카카오뱅크 순이익 컨센서스 추이



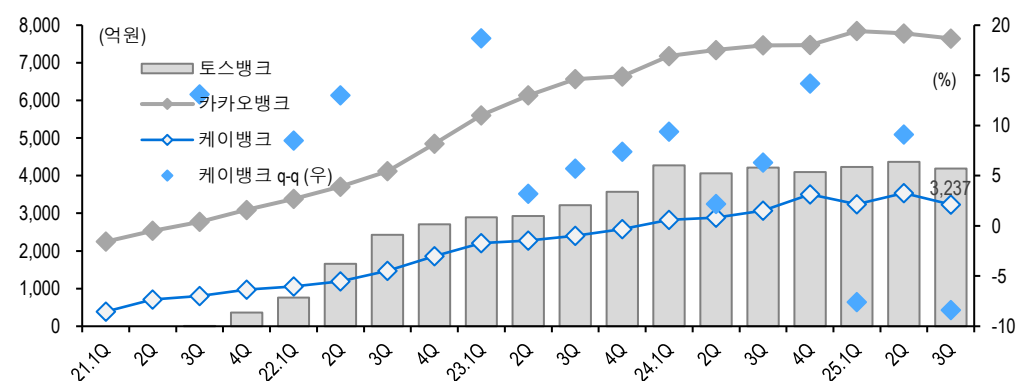
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 카카오뱅크 Target PBR 추이



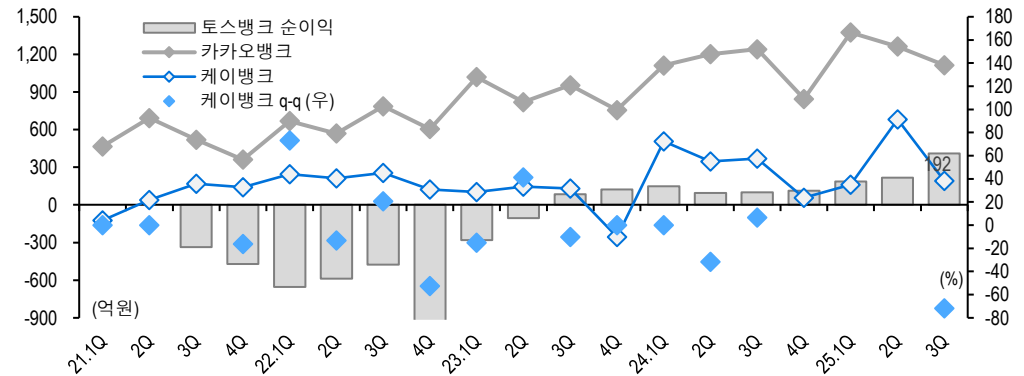
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 인터넷은행 분기 영업수익 추이



자료: 금융감독원, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] 분기 순이익 추이

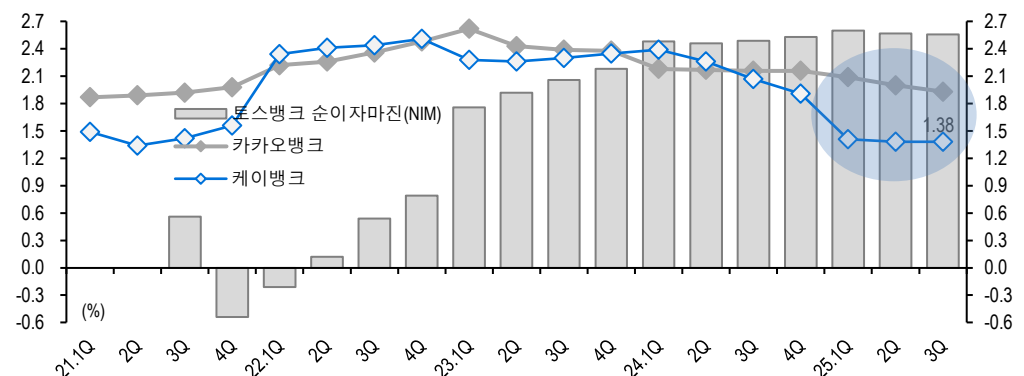


자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

케이뱅크의 NIM(순이자마진)이 국내 인터넷 은행 Peer 대비 하락하고 있는 점도 고려되어야 한다. 특히 24.7월 ‘가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률’ 시행으로 VASP(Virtual Asset Service Provider, 가상자산 사업자) 예치금에 대한 이용 수수료를 지급하면서 24.3Q 이후 이자비용은 크게 증가했다.

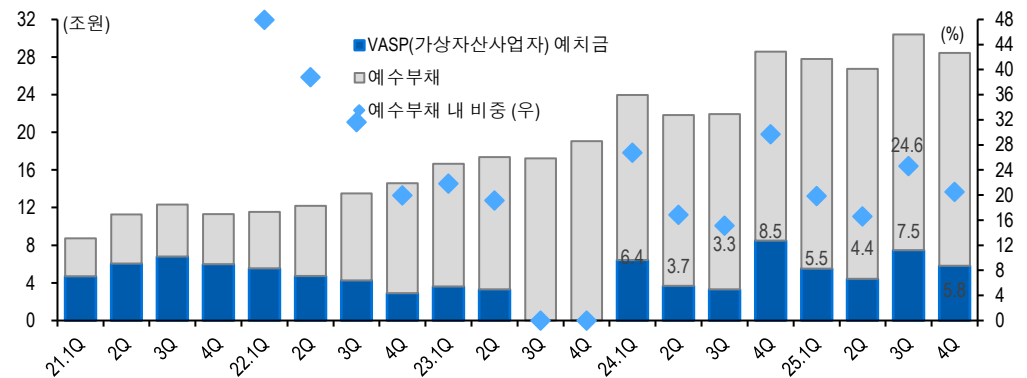
해당 예치금은 대출 자원으로 활용이 불가능해지고, 국채, 지방채, 금융채 등 고유동성 자산으로 운용하면서 수익성도 악화되면서 NIM은 25.3Q 기준 1.38%까지 하락했다. 취급 수신 잔액으로 판단할 수 있는 예수부채 기준 동사의 VASP 잔액 비중은 25.4Q 기준 20.5%까지 감소했지만, 금액 기준 5.8조원 수준으로 가상화폐 익스포저에 대한 부분은 인터넷 은행 Peer 대비 디벨류 요인이 될 수 있다.

[차트 6] 케이뱅크의 NIM(순이자마진)은 국내 인터넷 은행 Peer 대비 하락



자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] 24.7월 '가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률' 시행으로 이자비용 증가와 자산운용 제한으로 연결된 결과

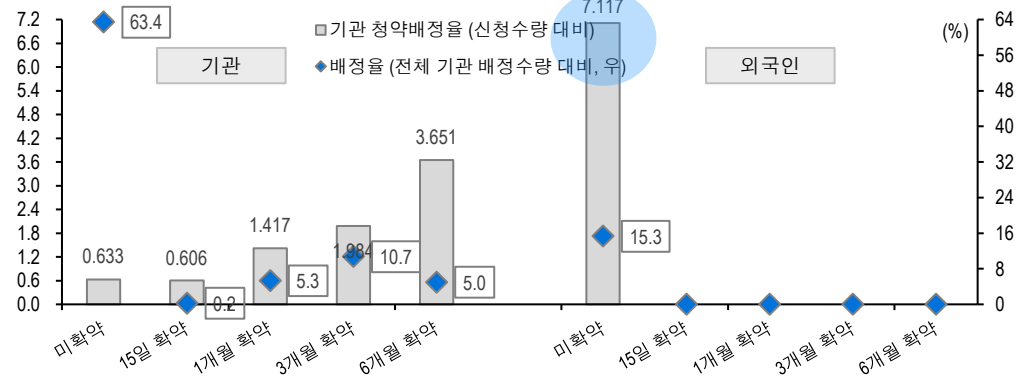


자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

강화된 공모 규제

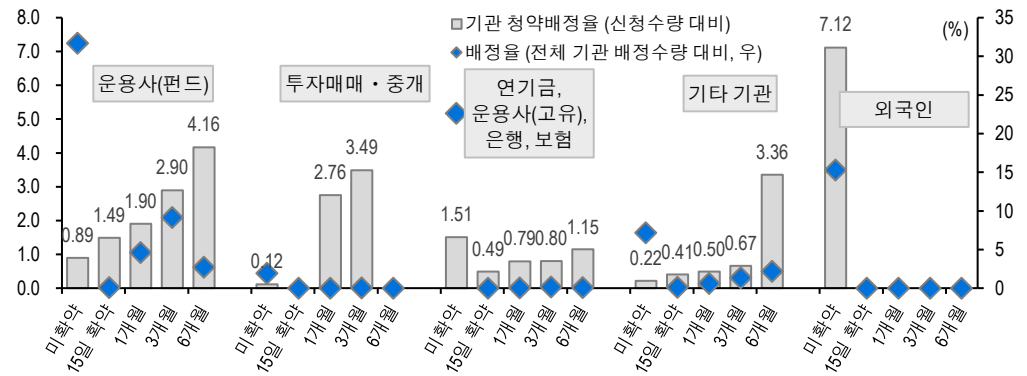
공모 시가총액 규모에서 본다면, LG 씨엔에스 IPO가 참고할 만한 Case로 판단된다. 당시 기관 투자자의 확약 수준은 높지 않았고, 외국인 미확약 물량이 전체 공모 수량의 15.3%를 배정 받으면서, FI(Pre-IPO) 지분과 함께 LG 씨엔에스 상장일 매도 물량으로 출회되었다.

[차트 8] 25.2월 LG 씨엔에스 수요예측 - 기관, 외국인의 낮은 확약 수준



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 9] LG 씨엔에스 - 세부 기관별 청약 배정율



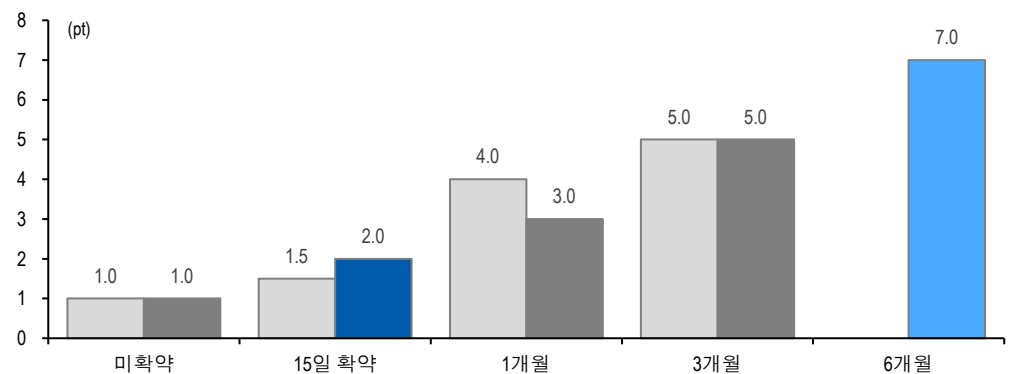
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

하지만, 금번 공모의 변수는 개정된 IPO 제도에 있다. 작년 1월 당시 정부의 밸류업 기초에서 IPO 제도 개선으로 IPO 공모 제도가 대폭 개편되었다.

확약 기관 투자자의 우선배정 제도가 도입된다. 하이일드 펀드, KOSDAQ 벤처투자 펀드 이외의 기관투자자 배정 물량 중 40% 이상이 확약 기관 투자자에게 우선 배정된다. 25.7월 이후 단계적 시행으로 30%였던 물량은 26년 IPO 부터 40%로 확대 적용된다. 케이뱅크는 동 제도가 처음 적용되는 IPO 이다.

확약 기간별 가점 기간도 개편되었다. 기존 3개월 확약 분까지 최대 가점 5점이 부여될 수 있었지만, 6개월 확약분에 대한 가점이 신설되고, 가점도 7점으로 상승한다.

[차트 10] 6개월 이상 확약에 대한 가점 신설



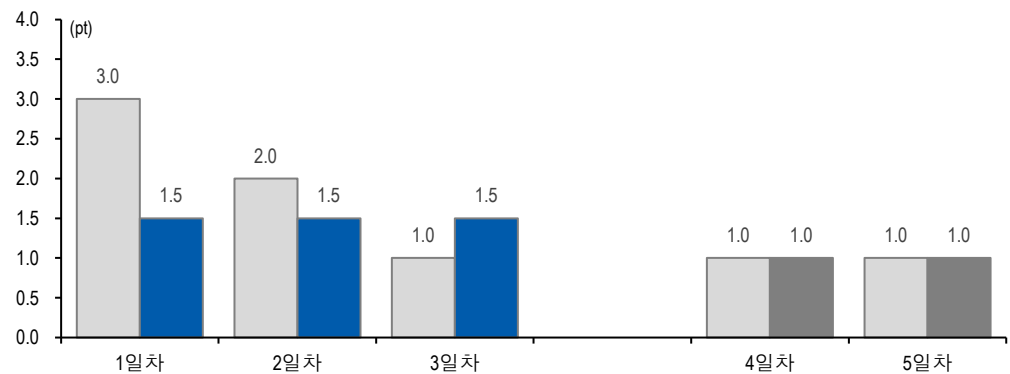
자료: 금융위원회, 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

하이일드, 코스닥 벤처 펀드 등은 15일 이상 의무보유 확약한 물량에 대해서만 배정 받을 수 있다. 즉, 이들 자금의 매도 출회 분은 상장일 당일 불가하고, 15일 이후 매도가 가능하다.

외국인 기관 투자자의 자격이 강화되었다. 과거 공모는 등록증 사본 제출만으로 외국 기관의 공모 참여가 가능했지만, 거래 실적이 없고 실체성 파악이 어려운 외국인 기관 투자자는 공모주 배정에서 제외된다.

수요예측 초일 참여 가점제도 1~3일차 가점제로 변경된다. 기존에는 1일차 수요예측 참여 가점이 3점이 부과되어 초일 쏠림 현상이 야기되었으나, 1~3일차 가점은 1.5점으로 동일하게 부여되어 분산되는 방향으로 진행된다.

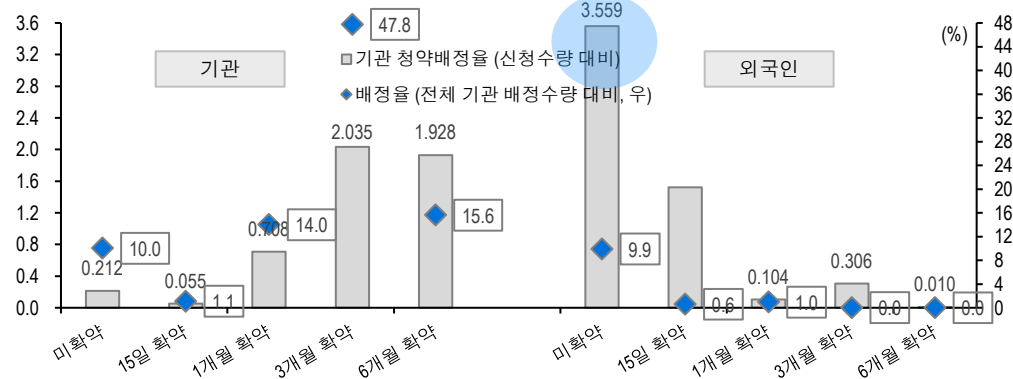
[차트 11] 수요예측 초일 참여 가점제도 1~3일차 가점제로 변경



자료: 금융위원회, 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

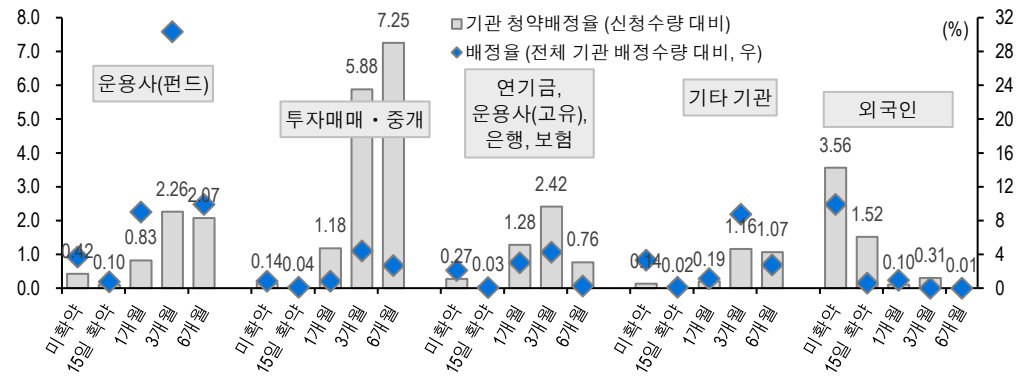
개정 전후 변화를 참고할 만한 Case 는 대한조선과 명인제약의 IPO Case 이다. 하반기 상장 시가총액 1.5조원 이상의 KOSPI IPO 는 2종목 뿐이다. 25.8월 상장한 대한조선(상장 시가총액 3.56조원)은 개정 사항이 미적용된 IPO로 LG씨엔에스와 유사하게 외국인 미확약 물량의 배정 수준이 높았다.

[차트 12] 25.8월 대한조선 IPO - 개정 전에는 외국인 미확약 수준이 높았던 편



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 13] 대한조선 - 세부 기관별 청약 배정율

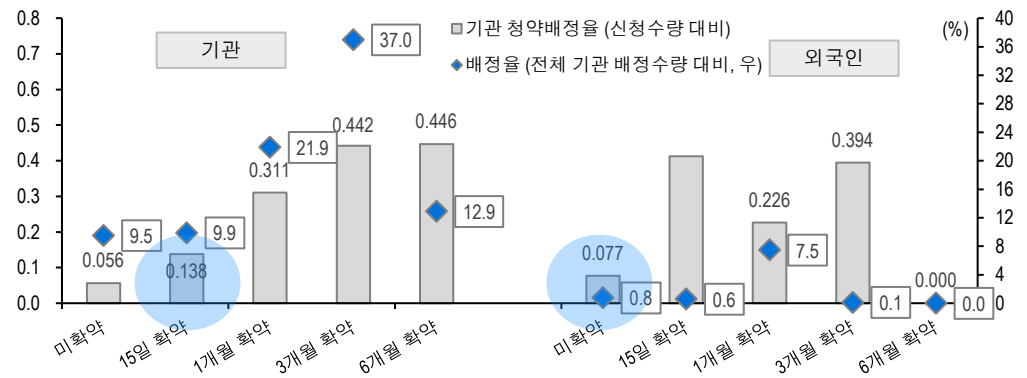


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

반면, 개정 사항이 적용되는 명인제약 IPO 에서는 외국인 미확약 물량의 배정이 급감한 것이 확인된다. 또한, 기존 공모와는 다르게 15일 확약 구간에서의 신청 수량이 다소 증가하는 것이 발견되는데, 이는 하이일드 펀드의 공모주 우선 배정분으로 추정된다. 해당 물량의 매도도 15일 보호예수 해제일에 증가한 것이 확인된다.

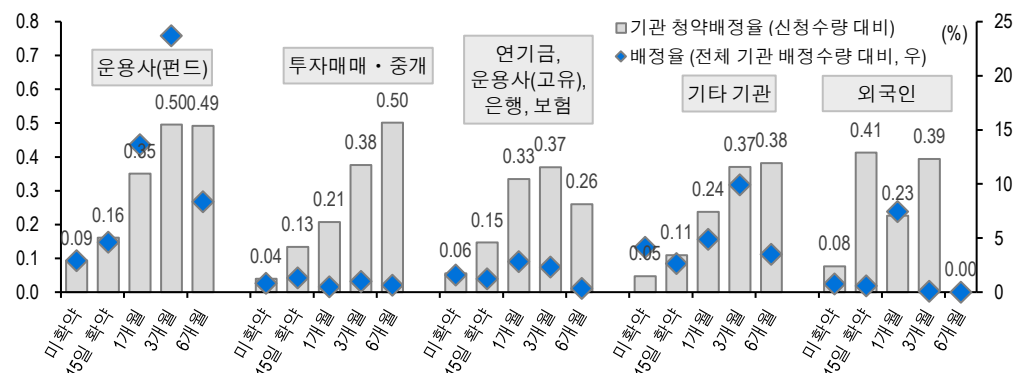
결과적으로 기관 투자자의 배정률이 과거 IPO 보다 크게 증가하게 되면서, 신청수량에 대한 조정도 다소 기민해질 것으로 예상된다.

[차트 14] 25.10 월 명인제약 IPO - 제도 개정 이후 외국인 미확약 물량 배정의 급감



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 15] 명인제약 - 세부 기관별 청약 배정율



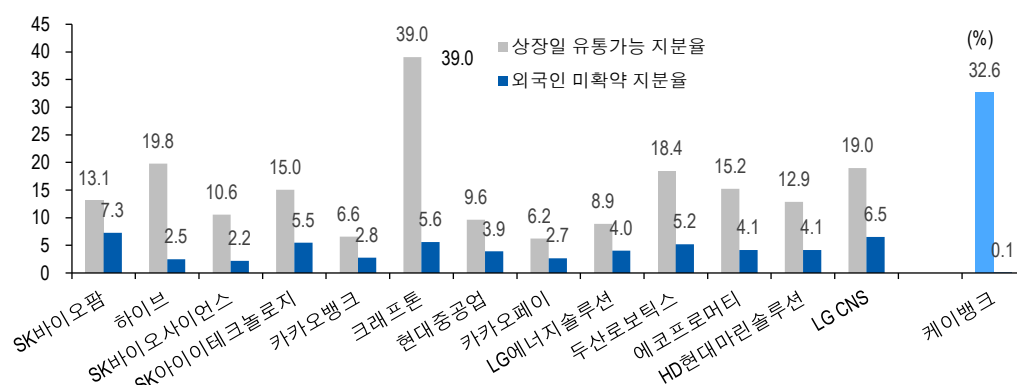
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

공모 물량은 줄고, FI 매도 물량은 증가

장기 보유 확약에 대한 공모 인센티브와 규제는 더 강화되었다. 동 관점에서 본다면 일반 투자자의 상장일 주가 변동성은 과거 대비 감소할 것이 관계 기관이 기대하는 바이지만, 케이뱅크를 비롯해서 IPO 동향은 그렇지 않을 것으로 본다. FI(Pre-IPO) 투자자의 매도는 자유롭기 때문이다.

강화된 IPO 규제, 특히 외국인 미확약 물량의 매도는 과거 대비 제한될 것이다. 하지만, 당사 패시브가 추정하는 케이뱅크의 상장일 매도 출회 물량은 32.6% 수준이다. 이는 LG 씨엔에스 등의 대형 IPO 수준을 크게 상회한다.

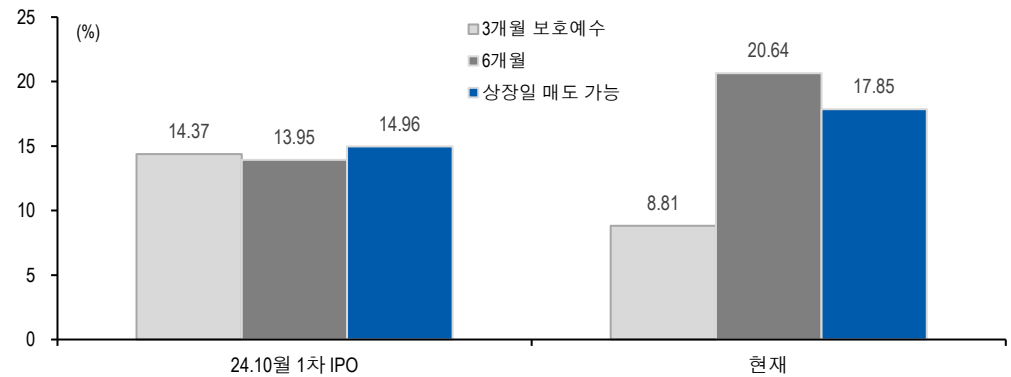
[차트 16] 외국인 미확약 급감에도 케이뱅크 상장일 유통가능 지분율은 증가 예상



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

24.10월 IPO 와 비교하면, 기존 FI 투자자의 기존 3개월에서 6개월로 보호예수 기간을 연장한 것으로 보인다. 하지만, 이들의 상장일 매도 가능한 지분 역시 증가했다.

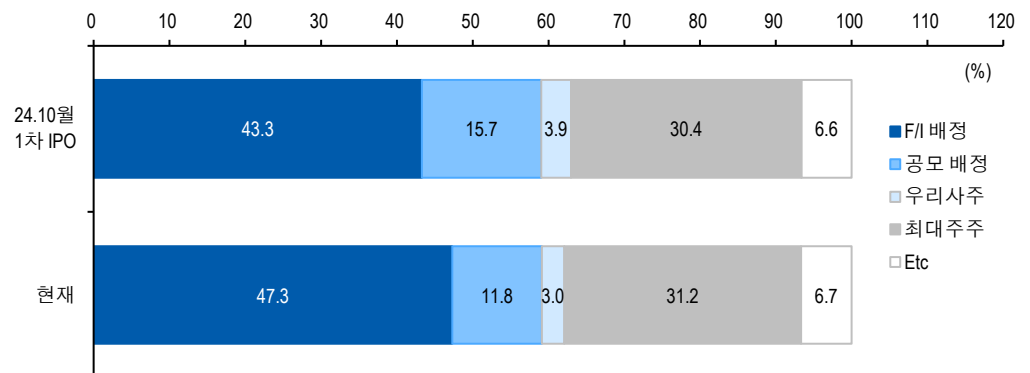
[차트 17] 지분 1% 이상 FI 투자자의 6개월 보호예수는 증가. 상장일 매도 가능 지분도 증가



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

상장주식수 기준 공모 지분은 24.10월 기준 15.7%→11.8%로 크게 감소시키고, 지분 1% 이상을 보유한 FI 배정 물량은 43.3%→47.3%로 증가했다. 이들의 상장일 매도 가능 지분은 14.96%→17.85%로 크게 증가한다.

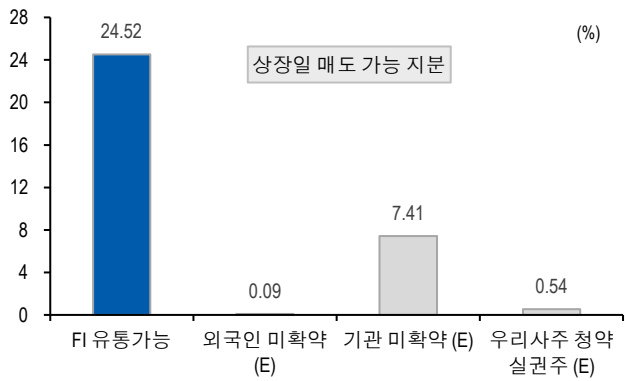
[차트 18] 24.10 월 IPO 대비 공모지분은 크게 감소 FI의 지분은 증가



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

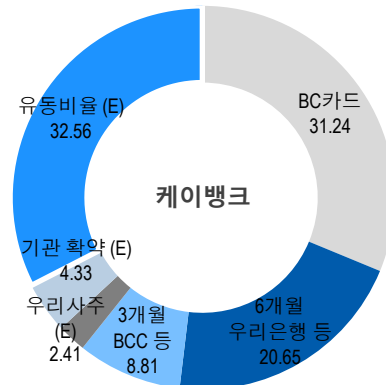
보호예수에 미참여한 1% 미만 주주까지 합산하면, 상장일 매도 가능한 Pre-IPO 지분의 물량은 24.52%에 달한다. 해당 물량의 출회를 감안하면, 기관 확약 수준은 다소 낮을 것으로 판단된다. LG 씨엔에스와 유사한 수준을 예상한다면, 미확약 수준의 기관 투자자 지분은 7.41% 정도로 추산된다.

[차트 19] 1% 미만 주주 포함 매도 가능지분으로 기관 확약 수준도 낮게 판단



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 20] 케이뱅크 예상 유동비율



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

상장일 시가 가격 제한폭의 변수는 존재하지만, 상장일 유통가능 물량은 시가총액 상승에 제한이 될 것으로 판단된다. 주요 지수 편입 관점에서 본다면, 12월 KOSPI200 정기변경에 타진해 볼 수 있고, MSCI 등은 제한될 것으로 판단된다.

[표 2] 주요 지수 편입 가능성

지수	구분	가능성
KOSPI200	6월	Low (6개월 상장요건 미충족)
	12월	Mid
MSCI	5월, 8월, 11월	Low (시가총액 미충족)

자료 : 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 고경범)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.