

SK COMPANY Analysis



Analyst
김경희

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

Company Data

자본금	308 십억원
발행주식수	5,573 만주
자사주	299 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,945 십억원
주요주주	
김남규(외1)	20.24%
국민연금공단	9.50%
외국인지분률	42.10%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(19/11/20)	70,800 원
KOSPI	2160.69 pt
52주 Beta	1.62
52주 최고가	82,500 원
52주 최저가	56,800 원
60일 평균 거래대금	115 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.7%	-2.4%
6개월	-0.3%	-3.7%
12개월	6.0%	3.9%

한국금융지주 (071050/KS | 매수(신규편입) | T.P 91,000 원(신규편입))

비싸도 좋은 증권주를 사야 한다

91,000 원의 목표주가와 '매수' 의견을 제시. 투자 포인트는 1) 자회사 및 수익 구조의 다변화, 2) IB, 자산관리에서의 높은 수익성, 3) 카카오뱅크의 실적 개선으로 인한 지분법이익 증가 등. 2020 년 순이익 감소(-3% 예상)는 2019 년 실적 급증에 의한 기저효과일 뿐이어서 주가에 부정적으로 볼 필요는 없음

91,000 원의 목표주가와 '매수' 의견 제시

91,000 원의 목표주가와 '매수' 의견을 제시한다. 투자 포인트는 1) 자회사 및 수익 구조의 다변화, 2) IB, 고객자산관리 부문에서의 높은 수익성 유지 3) 카카오뱅크의 실적 개선으로 인한 지분법이익 증가 등이다.

높은 수익성을 안정적으로 유지하고, 카카오뱅크의 성장 수혜도 예상

한국금융지주는 자회사 및 수익 구조의 다변화가 진행 중이다. 금융시장의 급격한 변화에도 최대한 실적이 안정적인 수익 구조를 시현할 수 있을 전망이다. 또한 장기적으로 성장성이 낮아진 브로커리지보다 IB, 고객자산관리 부문에 경쟁력을 보유했기 때문에, 이익 전망도 밝다. 34%의 지분을 보유한 카카오뱅크의 미래는 매우 밝다. 2019 년부터 흑자로 돌아서고 향후 이익이 크게 늘어날 전망이어서, 한국금융지주의 영업외 수치 개선에 크게 기여할 전망이다.

2020 년 감익은 기저효과여서 주가 상승의 저해요인 아닐 것

한국금융지주의 2019 년 지배주주순이익은 7,530 억원으로 사상 최대치를 기록할 전망이다. 하반기 실적 둔화를 감안하더라도 상반기 실적이 워낙 좋아 시장 컨센서스(7,600 억원)와 큰 차이가 없을 전망이다. 2020 년 지배기업순이익은 7,280 억원으로 전년 대비 3% 감소할 것으로 예상된다. 다만 이익 감소는 2019 년 실적 급증에 의한 기저효과일 뿐, 실적 자체는 과거보다 한 단계 업그레이드된 수준이 유지되는 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	십억원	998	1,449	1,605	1,871	1,874	1,966
YoY	%	-0.4	45.2	10.7	16.6	0.2	4.9
영업이익	십억원	362	654	621	936	919	971
YoY	%	-5.9	80.8	-5.0	50.6	-1.9	5.7
지배주주순이익	십억원	280	510	530	753	728	780
YoY	%	-13.7	82.4	3.8	42.3	-3.4	7.2
영업이익/순영업수익	%	36.3	45.1	38.7	50.0	49.0	49.4
순영업수익/자산	%	2.9	3.4	2.8	3.0	3.0	3.0
ROE	%	8.5	14.1	13.0	16.2	13.8	13.3
ROA	%	0.81	1.08	0.92	1.21	1.16	1.18
총배당성향	%	16.7	18.3	19.8	19.4	20.1	20.2
EPS	원	4,790	8,737	9,068	12,902	12,468	13,364
BPS	원	54,849	66,033	73,919	85,377	95,339	106,197
주당배당금	원	800	1,600	1,800	2,500	2,500	2,700
PER	배	9.0	6.8	8.4	5.5	5.7	5.3
PBR	배	0.79	0.90	1.03	0.83	0.74	0.67
배당수익률	%	1.9	2.7	2.4	3.5	3.5	3.8

91,000 원의 목표주가와 '매수'의견 제시

한국금융지주에 대해 91,000 원의 목표주가와 '매수' 의견을 제시한다. 목표주가 산정은 '배당가능 ROE'를 기준으로 한 PBR Model 을 사용했다. '배당가능 ROE'는 장기 유지가능 ROE 12.5%에, 고성장기가 끝나고 달성 가능한 40%의 배당성향을 곱한 것이다. 목표주가를 기준으로 계산한 Target PBR 은 1.07 배(2019 년말 BPS), 2020 년 Target PER 는 7.3 배다.

투자 포인트는 1) 자회사 및 수익 구조의 다변화, 2) IB, 고객자산관리 부문에서의 높은 수익성 유지 3) 카카오뱅크의 실적 개선으로 인한 지분법이익 증가 4) KOSPI 에 대한 높은 주가 민감도 등이다.

한국금융지주의 투자 포인트

- 1) 자회사 및 수익 구조의 다변화
- 2) IB, 고객자산관리 부문에서의 높은 수익성 유지
- 3) 카카오뱅크의 실적 개선으로 인한 지분법이익 증가
- 4) KOSPI 에 대한 주가 민감도가 높아 증시 상승국면에서 유리

자료 SK 증권

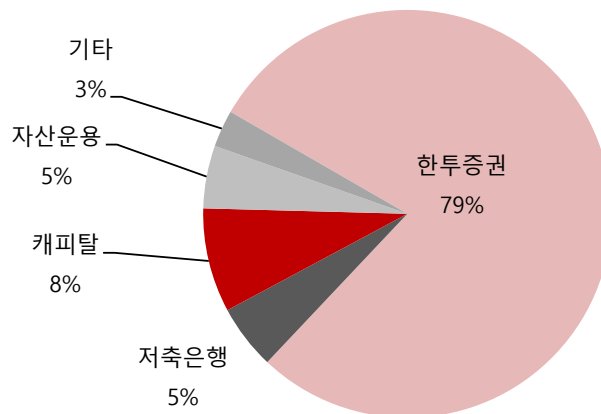
한국금융지주는 자회사 및 수익 구조의 다변화가 진행 중이다. 금융시장의 급격한 변화에도 최대한 안정적인 수익을 실현할 수 있을 전망이다. 또한 장기적으로 성장성이 낮은 브로커리지보다 IB, 고객자산관리 부문에 경쟁력을 보유했기 때문에 이익 전망도 밝다. 게다가 2019 년부터 흑자로 돌아서고 향후 이익이 크게 늘어날 카카오뱅크 지분을 갖고 있어 영업외 수지도 크게 개선될 전망이다. SK 리서치센터는 2020 년 상반기까지 주식시장이 상승세를 보일 것으로 전망 중이다. 따라서 증권주 중에서 KOSPI 민감도가 높은 한국금융지주는 당분간 강세를 보일 수 있을 것이다.

‘수익 구조의 다변화’라는 증권업계 화두에 적극 동참 중

한국금융지주에서 증권사(한투증권)가 차지하는 비중은 매우 높다. 2019년 3분기 누적 그룹 연결이익(세전)에서 한투증권이 차지하는 비중은 79%에 달한다. 그러나 원래 한국금융지주는 동원증권과 한국투신의 합병으로부터 성장한 비은행 금융그룹이다. 이는 반대로 은행에서 지주회사로 전환한 은행지주회사들이 은행 중심의 수익구조를 유지하고 있는 점과 비슷하다.

한국금융지주는 장기적으로 한투증권을 제외한 타 계열사의 이익 기여도가 높아질 가능성이 높다. 이번 3분기부터 연결대상에서는 제외되었으나 카카오뱅크는 장기적으로 이익이 급증할 가능성이 높다. 카카오뱅크의 이익은 한국금융지주에 지분법이익으로 계속 유입될 전망이다. 최근 캐피탈, 자산운용, 저축은행 등 비 증권 계열사의 영업이 호조세를 보이고 있다. 뿐만 아니라 한국투자부동산, 인도네시아(PT KISI Asset Management, PT Korea Investment & Sekuritas), 베트남(KIS Vietnam Securities) 등 새로운 비즈니스로의 확장을 지속하고 있다.

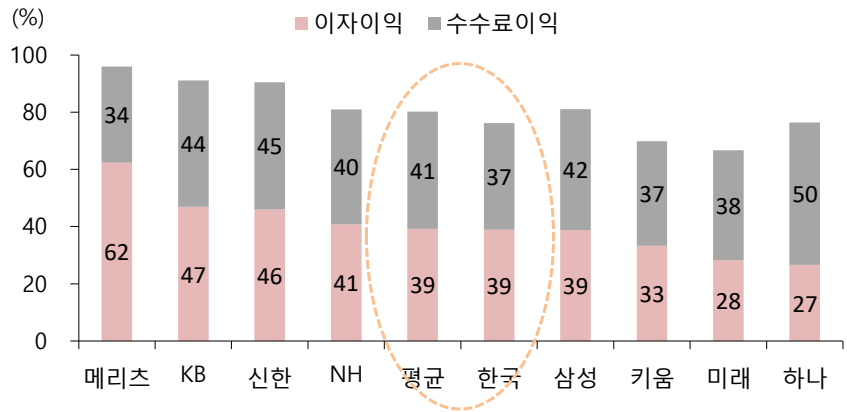
한국금융지주의 2019년 3Q 누적 기준 자회사별 세전이익 비중



자료 한국금융지주, SK 증권
 주. 카카오뱅크는 연결기준에서 제외

한국금융지주는 과거 수수료이익 중심의 수익 구조에서 이자이익과 트레이딩이익으로의 수익구조 분산에 성공적으로 대응했다. 2019년 상반기 연결순익(카카오뱅크 제외) 기준으로 한국금융지주의 순영업수익 중 이자이익 비중은 39%, 수수료이익의 비중은 37%다. 이는 국내 대형증권사들의 평균치(이자이익 39%, 수수료이익의 41%)와 매우 비슷하다. 국내 증권산업 전반적으로 ‘수익 구조의 다변화’라는 변화가 진행 중이며, 한국금융지주도 같은 차원에서 움직이고 있는 것이다.

2019년 상반기 기준 대형 증권사의 순영업수익 중 이자이익과 수수료이익의 비중



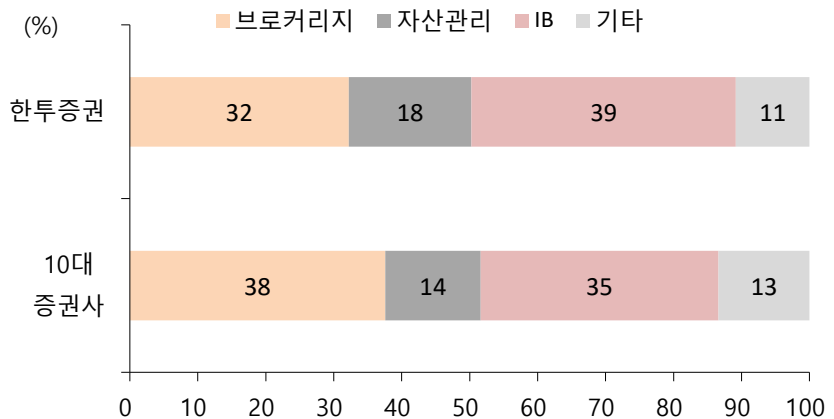
자료 KRX, SK 증권

주. 한국금융지주는 한국금융지주의 연결손익계산서에서 카카오뱅크 손익을 제거한 기준

한투증권은 브로커리지보다 IB, 고객자산관리에 강한 증권사

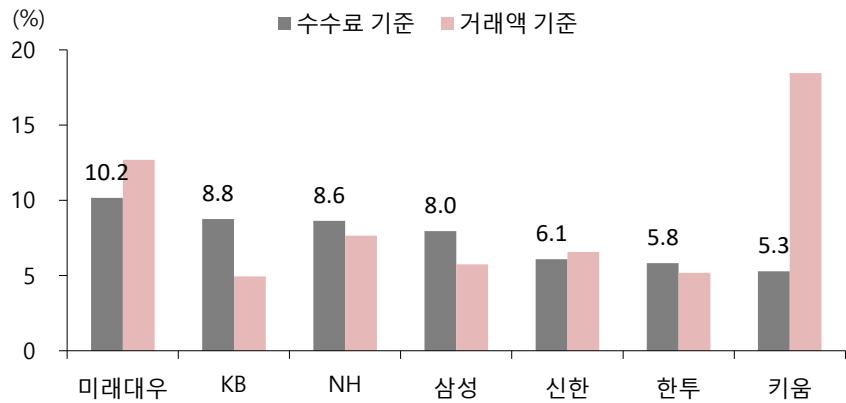
한국금융지주의 주축 자회사인 한투증권은 브로커리지(주식거래)에 대한 의존도가 상대적으로 높지 않다. 한투증권의 2019년 상반기 브로커리지 수수료는 전체 수수료 수익의 32%로, 10대 증권사 평균인 38%를 하회한다. 국내 증권사 중에서 이익 규모 1~2위를 겨루는 증권사인데도 불구하고 브로커리지 M/S는 낮은 편이다. 2019년 상반기 기준 한투증권의 브로커리지 시장 점유율은 수수료 기준 5.8%, 약정 거래액 기준 5.2%로 타 대형사들에 비해 크게 돋보이지 않는다.

2019년 상반기 기준 국내 증권사의 수수료 구성비



자료 금감원 SK 증권

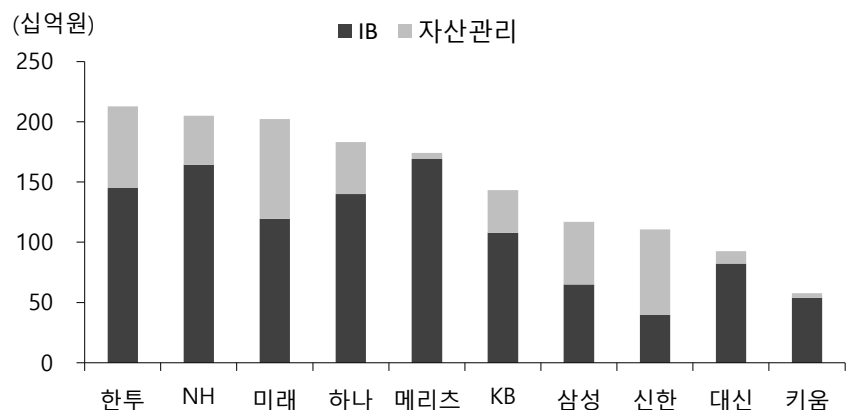
2019년 상반기 국내 증권사들의 주식거래 시장점유율 비교



자료: 금감원 SK증권
 주: 시장점유율에는 외국계 증권사를 모두 포함

한투증권의 강점은 IB와 고객자산관리에 골고루 강하다는 점이다. 2019년 상반기 기준으로 한투증권의 IB 수수료는 1,450 억원으로 메리츠, NH 투자증권에 이어 3위다. 메리츠증권의 IB 수수료 중 73%가 채무보증수수료인 점을 감안하면, 전통적인 차원에서 국내 IB의 강자는 미래에셋대우, NH 투자증권, 한투증권 등 3개사를 꼽을 수 있다. 한투증권의 2019년 상반기 고객자산관리수수료는 미래에셋대우, 신한금융투자에 이어 3위를 차지했다. 한투증권은 은행 계열사가 아님에도 불구하고 고객자산관리 부문에서 경쟁력을 보유하고 있다.

2019년 상반기 증권사별 IB 수수료, 고객자산관리수수료 규모

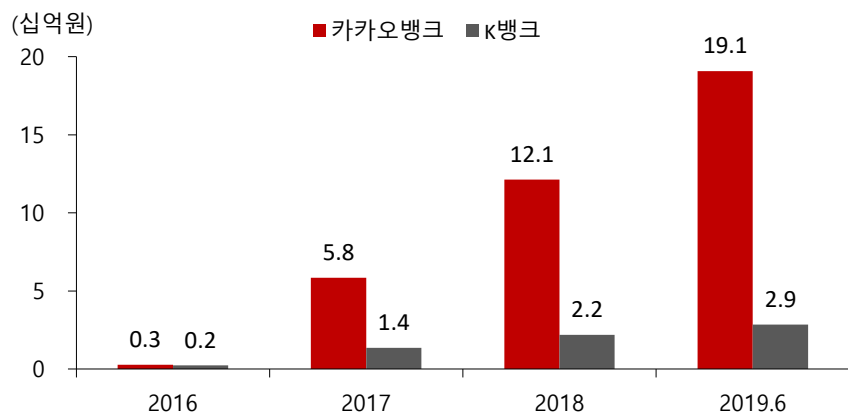


자료: 금감원 SK증권
 주: 수수료비용 차감 전 수익 기준, 연결이 아닌 단독 기준

카카오뱅크로부터의 지분법이익은 빠르게 늘어날 전망

한국금융지주의 또 다른 강점은 카카오뱅크(한국카카오은행) 지분의 '34%-1 주'를 갖고 있다는 점이다. 2019년 3분기 결산시 한국금융지주는 카카오뱅크의 2대 주주로 지위를 변경하면서 연결 대상에서 제외하였다. 카카오뱅크는 2016년 초 설립된 후 빠른 성장을 통해 2019년 6월말 현재 총자산이 19조원을 상회 중이다. 이는 같은 시기에 설립된 K뱅크에 비해 월등히 빠른 성장세다. 카카오뱅크의 빠른 성장은 카카오의 플랫폼을 이용한 비즈니스 모델이 성공적으로 자리잡은 결과다.

2016년 설립된 인터넷전문은행들의 자산 규모 추이



자료: 각 은행, SK증권

SK증권 리서치센터는 카카오뱅크의 미래를 매우 밝게 보고 있다. 카카오뱅크는 설립 후 3년이 지난 금년(2019년) 상반기에 흑자로 돌아섰다. 초기 판관비 부담이 크더라도 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. 7년 후인 2026년에는 자산 67조원, 순이익 1,670억원의 일찬 은행이 되어 있을 것으로 본다. 2026년 기준으로 카카오뱅크의 Cost-Income Ratio(순영업수익 대비 판관비의 비율)은 50%대 중반으로, 현재의 은행들과 비슷한 수준이 될 것이라고 본다. 더 장기적으로 카카오뱅크의 Cost-Income Ratio는 40% 미만을 향해 지속적으로 하락하면서 수익성이 계속 개선될 수 있다. 점포가 없는 카카오뱅크는 현재 대형은행들이 처해 있는 '과잉 점포' 문제에서 벗어나 있다는 것이 매우 큰 장점이다.

카카오뱅크의 손익계산서 추정치

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
순영업수익	-11	123	211	293	359	437	516	599	678	745
수수료이익	-38	-60	-58	-55	-49	-48	-46	-44	-42	-38
수수료수익	17	68	114	194	233	257	282	311	342	376
수수료비용	55	128	172	249	282	304	329	355	384	414
이자이익	33	183	239	344	404	479	555	635	710	771
이자수익	50	294	480	706	858	1,023	1,189	1,360	1,519	1,648
이자비용	18	111	240	362	454	544	633	726	809	877
금융상품관련손익	1	11	51	28	29	30	32	34	35	37
기타 손익	-6	-11	-21	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25
대손비용	18	15	36	62	73	91	108	125	141	153
판매관리비	75	130	164	207	244	278	306	331	354	372
영업이익	-104	-21	11	24	42	68	102	143	183	220
영업외이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	-104	-21	11	24	42	68	102	143	183	220
법인세비용	0	-0	-2	0	0	0	5	35	44	53
법인세율(%)	-	-	-	-	-	-	(4.9)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	-104	-21	13	24	42	68	97	108	139	167

자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

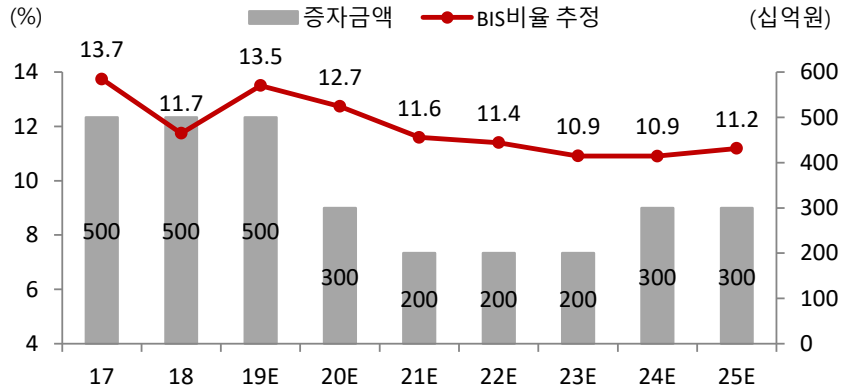
카카오뱅크의 재무상태표 추정치

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
현금, 예치금	423	1,640	4,240	4,452	4,630	4,862	5,348	5,722	6,123	6,490
유가증권, 금융자산	524	1,100	4,310	4,396	4,528	4,754	5,230	5,753	6,328	6,961
대출채권	4,622	9,082	15,100	21,140	27,482	33,253	38,906	44,742	49,351	52,805
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	331	501	645	737	826	923	959	991
자산총계	5,842	12,127	24,091	30,601	37,395	43,719	50,429	57,265	62,892	67,385
예수부채	5,048	10,812	22,020	28,186	34,725	40,697	47,087	53,491	58,652	62,952
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	410	431	443	466	489	513	539	566
부채총계	5,174	10,986	22,430	28,616	35,168	41,163	47,576	54,004	59,191	63,518
보통주자본금	800	1,000	1,500	1,800	2,000	2,200	2,400	2,700	3,000	3,000
우선주자본금	0	300	300	300	300	300	300	300	300	300
자본잉여금	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
이익잉여금	120	-141	-128	-104	-62	68	164	272	411	578
기타자본	-252	-18	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11
자본총계	668	1,140	1,661	1,985	2,227	2,557	2,853	3,261	3,700	3,867

자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

다만 카카오뱅크가 이렇게 빠른 실적 개선을 이루기 위해서는 추가적인 증자가 필요하다. 은행업은 자본규제가 매우 중요하기 때문에 외형을 확대하여 이익을 늘리기 위해서는 적절한 증자가 필요하다. 한국금융지주는 향후 카카오뱅크의 증자 시 특별한 일이 없는 한 지분율(34%)만큼 항상 참여할 것으로 보인다. 만약 카카오 측의 계획대로 2020~2021년 중 카카오뱅크의 IPO가 성사된다면, 한국금융지주의 지분율은 다소 내려갈 가능성이 높다. 하지만 자본확대로 인해 이익 증가율이 더 높아질 수 있어, IPO가 마이너스 요인은 아니다. 현재 자본 추정치에 IPO는 반영되어 있지 않다.

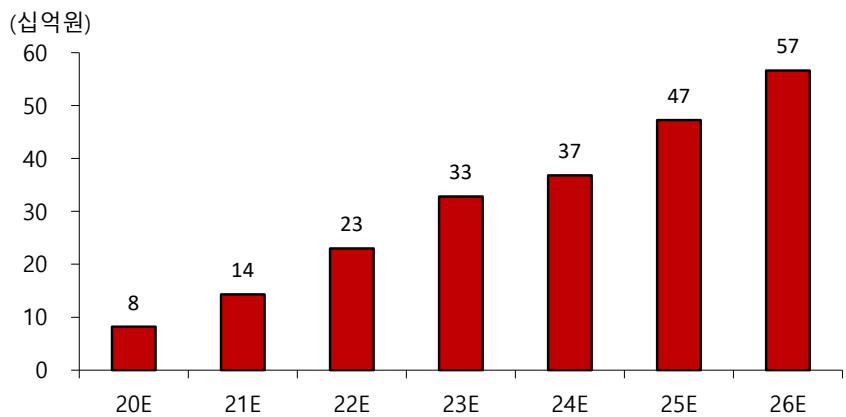
카카오뱅크의 재무제표 추정을 위한 증자 예상액과 BIS 비율 추정치



자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

카카오뱅크가 한국금융지주의 연결자회사에서 지분법평가 대상으로 바뀌면서 회계적으로는 다소 변화가 있다. 그러나 향후 한국금융지주의 실적에 긍정적인 영향을 줄 것이라는 기본적인 전망에는 변화가 없다. 5년 후인 2024년에는 카카오뱅크의 지분법이익이 370 억원에 달할 전망이다. 장기적으로 카카오뱅크에 투자한 것은 한국금융지주에게 큰 성과로 돌아올 것이다.

카카오뱅크 관련 한국금융지주의 지분법평가이익 추정치



자료: 카카오뱅크, SK 증권 추정

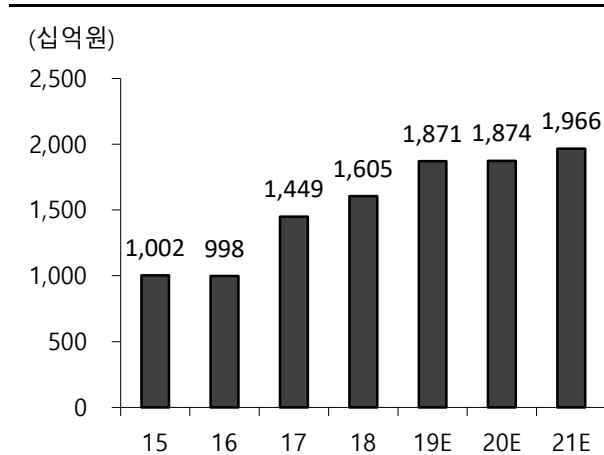
주: 지분율 34%가 유지된다고 가정

2020 년 순이익은 3% 감소하는데 그칠 전망

한국금융지주의 2019 년 지배주주순이익은 7,530 억원으로 사상 최대치를 기록할 전망이다. 하반기 실적 둔화를 감안하더라도 상반기 실적이 워낙 좋아 시장 컨센서스(7,600 억원)와 큰 차이가 없을 전망이다.

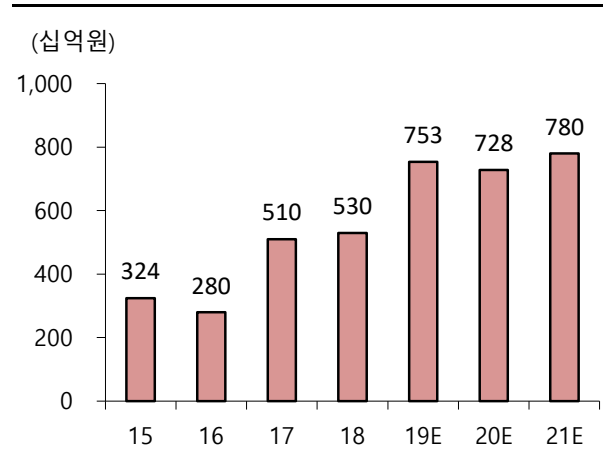
2020 년 지배기업순이익은 7,280 억원으로 전년대비 3% 감소할 것으로 예상된다. 다만 이익 감소는 2019 년 실적 급증에 의한 기저효과일 뿐, 실적 자체는 과거보다 한 단계 업그레이드된 수준이 유지되는 것이다. 2020 년 순영업수익은 1.87 조원으로 전년도와 동일할 전망이다. 이는 수수료 및 이자이익의 완만한 성장 속에 유가증권 트레이딩 부문의 수익 감소가 예상되기 때문이다.

한국금융지주의 순영업수익 추이



자료 한국금융지주, SK 증권 추정

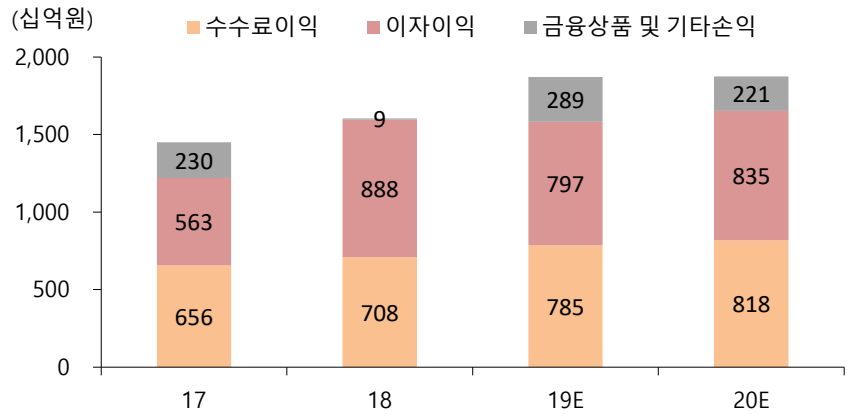
한국금융지주의 지배기업순이익 추정



자료 한국금융지주, SK 증권 추정

2020 년 수익전망 중에 가장 눈에 띄는 부분은 금융상품/기타이익의 감소 (2019 년 2,890 억원 → 2020 년 2,210 억원)다. 2019 년은 금리하락으로 인해 증권업계 전반적으로 유가증권 트레이딩 부문에서 실적이 워낙 좋았다. 이 기저효과를 감안하면 2020 년 금융상품 관련이익이 감소하는 것으로 추정하는 것이 합리적이다. 이러한 전망은 다른 증권사의 실적 추정 시에도 동일하게 적용했다. 2020 년 수수료이익은 4.1%, 이자이익은 4.8% 증가할 것으로 예상된다.

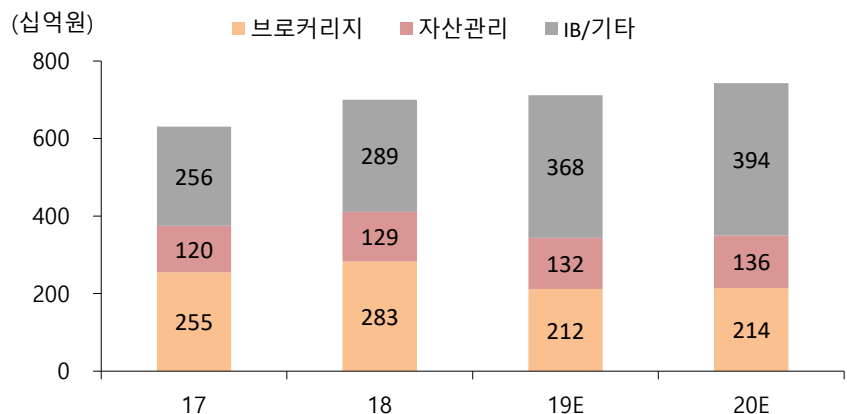
한국금융지주의 부문별 순영업수익 전망



자료: 한국금융지주, SK 증권 추정

자회사인 한투증권의 2020년 수수료수익을 세부적으로 살펴보면, 우선 브로커리지 수수료의 정체(+1%)와 자산관리 수수료의 성장률 둔화(+3%)를 예상한다. 2020년 주식 브로커리지 시장은 보수적으로 추정하는 것이 적절하다고 판단한다. 증시가 상승한다고 해도 거래회전율이 낮아지고 있어 거래대금이 급증한다고 볼 여지가 작기 때문이다. 자산관리 수수료는 사모펀드 및 파생연계상품 이슈로 인한 고객 리스크 관리 움직임이 업계 전반적으로 확산되면서, 성장률이 둔화될 가능성이 높다. IB 수수료는 비교적 높은 성장세(+7%)를 유지할 것으로 판단된다.

한투증권의 부문별 수수료수익 전망



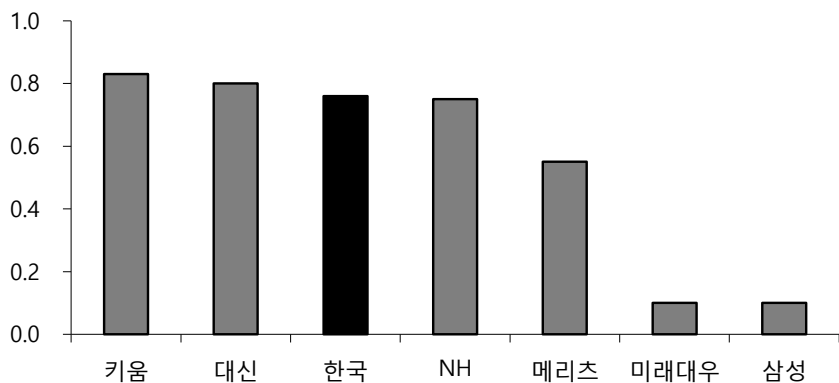
자료: 한투증권, SK 증권 추정
 주: 수수료비용 차감 전 기준

국내 기관투자자들의 선호 종목

한국금융지주는 수익구조가 주식시장에 대한 의존도가 크지 않음에도 불구하고 KOSPI와 주가의 민감도는 높은 편이다. 2014년 이후 대형 증권사들과 KOSPI의 상관관계수(Correlation)를 계산해보면 한국금융지주는 0.76으로 비교적 높게 나타났다. SK증권 리서치센터는 2020년 상반기 KOSPI가 상승세를 보일 것으로 예상한다. 한국금융지주는 주식 강세장을 대비해서 선택해야 할 증권주이다.

브로커리지 의존도가 낮음에도 불구하고 한국금융지주 주가의 KOSPI 민감도가 높은 이유는 1) 트레이딩 부문에서의 실적 개선 기대감과 2) 국내 기관투자자들의 높은 선호도 때문이다. 우선 한국금융지주는 금리 하락, 주식시장 등락에 잘 대처해오면서 유가증권 트레이딩 실적이 우수하다. 이러한 과거 실적이 KOSPI 상승 시 한국금융지주가 잘 대응할 것이라는 기대감이 주가에 반영되는 측면이 있다.

KOSPI 지수와 각 증권사 주가의 상관관계수(Correlation)

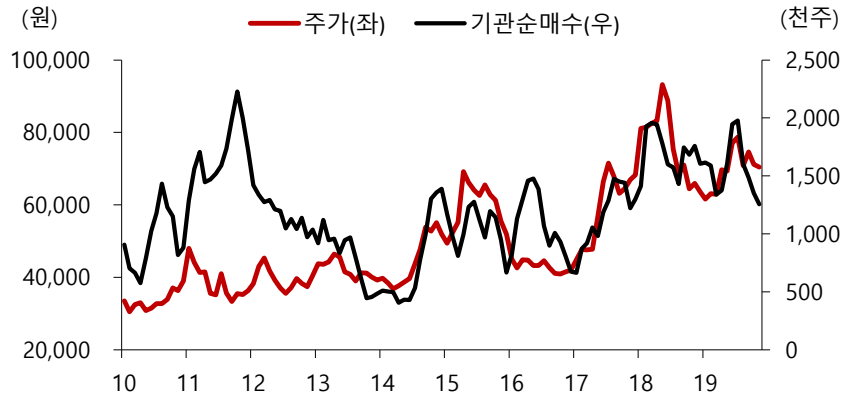


자료: KRX SK증권

주: 2014년 1월~2019년 10월 증권업종지수와 각 증권사별 주가의 Correlation (월평균 주가 기준)

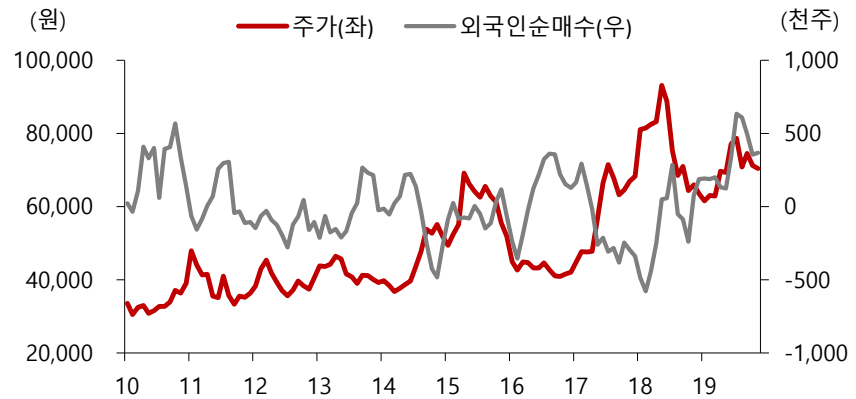
둘째, 한국금융지주는 국내 기관투자자들의 선호 종목이다. 장기간 주가와 수급을 비교해보면 한국금융지주의 주가는 국내 기관투자자들의 순매수 추이와 동행하는 경향이 크다. 반면 외국인 순매수와는 큰 연관성이 없었다. 외국인들이 전반적으로 국내 증권주를 선호하지 않는다는 점을 고려할 때, 한국금융지주의 수급은 국내 기관투자자들이 주도한다고 봐도 무방하다.

한국금융지주의 주가와 국내 기관투자자 순매수 추이



자료: KRX, SK 증권

한국금융지주의 주가와 외국인 순매수 추이



자료: KRX, SK 증권

배당가능 ROE-PBR 모델을 적용하여 목표주가 91,000 원 제시

한국금융지주에 대해 91,000 원의 목표주가와 '매수' 의견을 제시한다. 목표주가 산정은 '배당가능 ROE'를 기준으로 한 PBR Model 을 사용했다. '배당가능 ROE'는 장기 유지가능 ROE 12.5%에, 고성장기가 끝나고 달성 가능한 40%의 배당성향을 곱한 것이다. 목표주가를 기준으로 계산한 Target PBR 은 1.07 배(2019 년말 BPS), 2020 년 Target PER 는 7.3 배다.

한국금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = \text{Target PBR} \times \text{BPS}$$

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

$$\text{Ke} = \text{Rf} + (\beta \times \text{Market Risk Premium})$$

- ROE = 장기 유지가능 ROE 12.5%에 장기 배당성향 40%를 적용한 5.0%
- g 는 영구배당성장률 → 국내 TIPs Premium 0.7% 가정
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2004 년 이후 배당성향의 변동성과 주식베타를 고려 → 1.47 적용
- BPS(주당순자산가치)는 현 시점에서의 가치를 적용 (2019 년말 예상치)
- Ke 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균한 값을 사용 → 5.4%
 - 1) Macro Model → 3.6%
 - 2) 현재 금융주 주가를 역산한 모델 → 7.3%
 - 3) 금융업종 배당수익률+영구배당성장률 → 5.4%

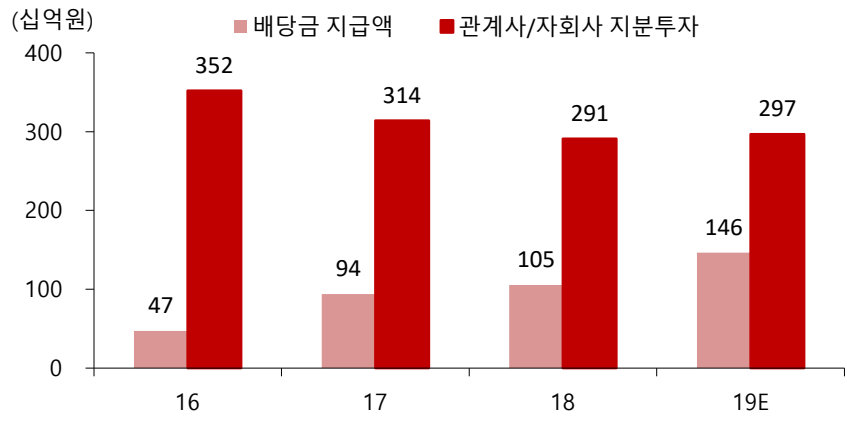
$$\Rightarrow 5.0\% / (5.4\% - 0.7\%) \times 85,377 \text{ 원} \approx 91,000 \text{ 원}$$

자료 SK 증권

주: BPS 계산시 주식수에 우선주는 포함, 자사주는 제외

한국금융지주에 대해 아쉬운 점은 배당이다. 한국금융지주는 2006 년 이후 평균 19%의 배당성향을 유지 중이며, 이는 최근에도 비슷한 추이다. 19%의 배당성향은 한국금융지주 정도의 대형사 중에서는 배당투자 매력이 떨어지는 수준이다. 그럼에도 불구하고 매수 의견을 제시하는 이유는 한국금융지주의 낮은 배당이 미래 성장을 위한 것이라는 이유가 있기 때문이다. 한국금융지주는 2016~2018 년 3 년간 배당금의 3.9 배에 달하는 금액(약 1 조원)을 카카오뱅크 증자, 자회사 신설 투자 등에 사용해 왔다. 앞 부분에서 거론했듯이 카카오뱅크 지분은 미래에 중요한 수익원으로 작용할 전망이다. 자회사 투자는 수익원 다변화라는 차원에서 한국금융지주에 매우 중요하다. SK 증권 리서치센터는 배당을 증시하기는 하지만, 이유가 타당한 '미래의 성장을 위한 현재의 저배당'에 대해서는 디스카운트를 적용하지 않을 계획이다.

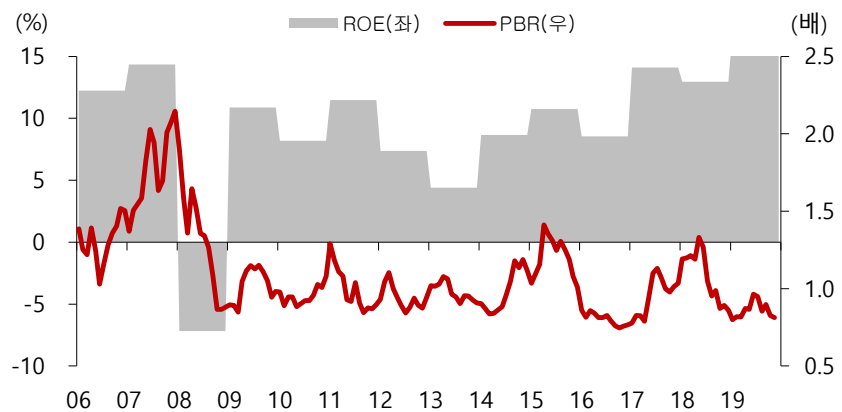
2016년 이후 한국금융지주의 현금배당액과 신규투자



자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권 추정

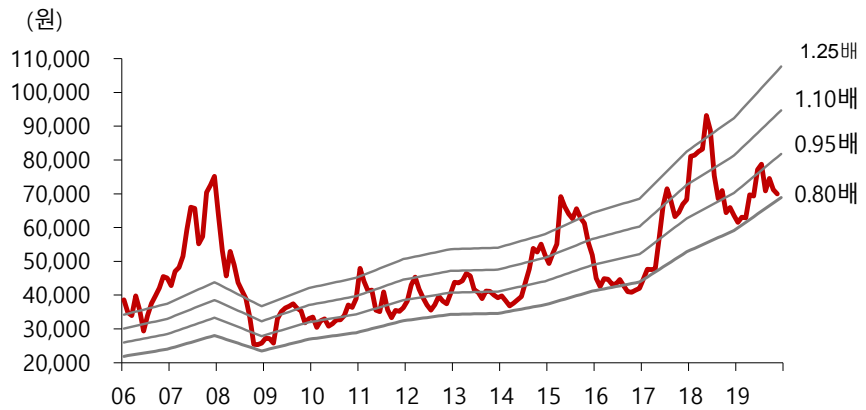
최근 한국금융지주의 PBR 0.82 배는 2009년 이후 0.75~1.45 배에서 형성된 밴드의 하단에 가깝다. 게다가 PBR 저점을 기록한 2016년에는 ROE 8.5%로 실적이 저조했기 때문에, 최근의 양호한 실적 하에서의 PBR 0.82 배는 체감상 더 낮아 보이는 측면이 있다. 한국금융지주의 ROE가 2019년(E) 16.2%로 고점을 찍고 하락하는 추세가 예상되는 점은 단점이다. 하지만 투자자들이 16.2%의 높은 수준을 '지속가능 ROE'로 보지는 않을 것이다. 향후 ROE가 하락한다고 해도 한국금융지주의 PBR은 상승 여지가 있다.

한국금융지주의 ROE와 PBR 추이



자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권 추정

한국금융지주의 주가와 PBR 밴드 추이



자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권 추정

과거 10년간 한국금융지주 우선주는 보통주보다 탁월한 성과를 거둠

한국금융지주의 우선주(071055)는 보통주에 비해 우수한 장기 성과를 보였다. 지금으로부터 10년 전인 2009년 11월말 한국금융지주 보통주와 우선주를 당시 종가(각각 30,600 원, 12,300 원)에 매입했다고 가정해 보자. 절대 수익률 기준으로 보통주는 10년간 131%를 기록한 반면 우선주는 250%를 기록했다. 그런데 배당금을 포함한 Total Return 기준으로 보면 격차는 더 커진다. 지난 10년간 Total Return은 보통주 156%, 우선주 315% (배당소득세 차감)다. 지난 10년간 한국금융지주 우선주가 기록한 연평균(CAGR) 15.3%의 Total Return은 매우 양호한 결과다. 향후 장기적으로 보면 우선주의 투자 매력도는 매우 높다고 본다.

한국금융지주 보통주와 우선주의 장기 수익률 (Total Return) 비교

(원, %)	보통주(071050)	우선주(071055)
2009년 11월말	30,600	12,300
2019년 11월 18일	70,800	43,050
단순 누적 수익률 (%)	131.4	250.0
10년간 배당금총액	8,800	9,415
배당포함 수정주가 (세금감안)	78,245	51,015
누적 TR 수익률 (%)	155.7	314.8
연평균 TR 수익률 (%)	9.8	15.3
2019년 예상 배당수익률 (%)	3.5	6.0

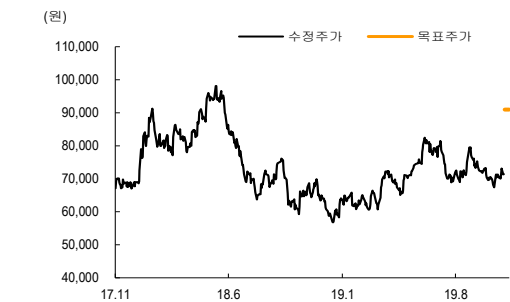
자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권

주: 1. TR(Total Return)은 배당금을 포함한 실질적인 총 수익률

2. 10년간 연평균은 CAGR로 계산

3. 수정주가 계산시 배당금에서 세금은 차감했으며, 재투자수익률은 감안하지 않음

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.11.21	매수	91,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(구경희)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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 11 월 21 일 기준)

매수	85.35%	중립	14.65%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금, 예치금	5,090	8,619	4,922	5,414	5,631
유가증권, 금융자산	29,240	33,086	35,243	36,653	38,302
대출채권	12,250	19,549	11,821	13,003	13,523
유형자산, 부동산	343	493	466	482	497
무형자산	167	168	107	107	16
기타자산	1,653	2,089	9,067	9,402	9,843
자산총계	48,743	64,004	61,625	65,060	67,811
예수부채	10,571	17,063	6,751	7,562	7,864
차입성부채	19,365	22,434	25,950	26,988	28,068
기타금융부채	12,061	15,232	16,461	17,119	17,633
비이자부채	2,609	4,376	6,859	7,202	7,418
부채총계	44,606	59,106	56,021	58,871	60,982
지배주주지분	3,856	4,317	4,986	5,567	6,202
보통주자본금	279	279	279	279	279
우선주자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	604	615	615	615	615
이익잉여금	2,755	3,280	3,927	4,509	5,143
기타자본	190	114	136	136	136
자기주식	-50	-50	-50	-50	-50
비지배주주지분	281	581	618	622	627
자본총계	4,137	4,898	5,604	6,190	6,829

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	1,449	1,605	1,871	1,874	1,966
수수료이익	656	708	785	818	858
수수료수익	834	999	944	982	1,032
수수료비용	178	291	159	165	173
이자이익	563	888	797	835	871
이자수익	917	1,450	1,369	1,429	1,485
이자비용	354	562	572	594	614
금융상품관련손익	299	21	359	251	264
기타 손익	-69	-12	-70	-30	-27
대손비용	1	64	52	37	40
판매관리비	794	919	883	918	955
영업이익	654	621	936	919	971
영업외이익	-11	92	95	78	98
세전이익	643	713	1,031	997	1,069
법인세비용	180	197	274	264	284
법인세율 (%)	(28.0)	(27.7)	(26.5)	(26.5)	(26.6)
당기순이익	463	516	757	733	785
지배주주순이익	510	530	753	728	780
비지배지분순이익	-47	-14	4	4	5
보통주수정순이익	501	519	679	714	765
우선주배당금	9	11	14	14	16

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
ROE	14.1	13.0	16.2	13.8	13.3
ROA	1.08	0.92	1.21	1.16	1.18
영업이익/순영업수익	45.1	38.7	50.0	49.0	49.4
순영업수익/자산	3.4	2.8	3.0	3.0	3.0
판매비/순영업수익	54.8	57.3	47.2	49.0	48.6
순영업수익 구성비					
수수료이익	45.3	44.1	42.0	43.6	43.7
이자이익	38.8	55.3	42.6	44.6	44.3
금융상품관련손익	20.6	1.3	19.2	13.4	13.4
기타	-4.8	-0.8	-3.7	-1.6	-1.4
증권 자본적정성, 신용위험					
NCR(영업용순자본비율)	1,470	1,017	895	956	970
자산/자기자본 (배)	11.8	13.1	11.0	10.5	9.9
매입확약/자기자본 (%)	47.6	57.1	54.9	54.6	54.5
주식수 (천주)					
보통주	55,726	55,726	55,726	55,726	55,726
자기주식	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987
우선주	5,858	5,858	5,858	5,858	5,858
자기주식	200	200	200	200	200

주요투자지표 II

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증권사 수수료 (십억원)					
Brokerage수수료	255	283	212	214	220
자산관리수수료	120	129	132	136	142
IB, 기타 수수료	256	289	368	394	421
성장률 (%)					
순영업수익증가율	45.2	10.7	16.6	0.2	4.9
자산증가율	30.6	31.3	-3.7	5.6	4.2
EPS증가율	82.4	3.8	42.3	-3.4	7.2
BPS증가율	20.4	11.9	15.5	11.7	11.4
배당금증가율	100.0	12.5	38.9	0.0	8.0
주당 지표 (원)					
EPS	8,737	9,068	12,902	12,468	13,364
보통주수정EPS	9,496	9,841	12,883	13,531	14,502
BPS	66,033	73,919	85,377	95,339	106,197
주당배당금	1,600	1,800	2,500	2,500	2,700
총배당성장률 (%)	18.3	19.8	19.4	20.1	20.2
Valuation 지표					
PER(배)	6.8	8.4	5.5	5.7	5.3
PBR(배)	0.90	1.03	0.83	0.74	0.67
배당수익률 (%)	2.7	2.4	3.5	3.5	3.8

자료: 한국금융지주, SK 증권 추정