

SK COMPANY Analysis



Analyst

김경희

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

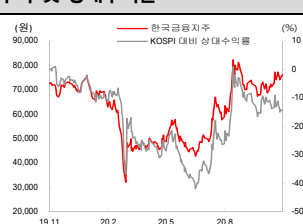
Company Data

자본금	308 십억원
발행주식수	6,158 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,241 십억원
주요주주	
김남구	20.23%
국민연금공단	9.50%
외국인지분률	30.60%
배당수익률	3.80%

Stock Data

주가(20/11/24)	75,900 원
KOSPI	2617.76 pt
52주 Beta	1.57
52주 최고가	82,200 원
52주 최저가	32,000 원
60일 평균 거래대금	47 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.1%	-5.6%
6개월	55.9%	18.0%
12개월	6.9%	-13.7%

한국금융지주 (071050/KS | 매수(유지) | T.P 104,000 원(상향))

실적도 좋고 카카오뱅크 가치도 상승하고

실적 개선과 카카오뱅크의 기업가치 상승을 고려해 목표주가를 94,000 원에서 104,000 원으로 상향 조정. 투자 포인트는 1) 수익원 다양화, 2) IB의 높은 경쟁력, 3) 우수한 장기 성과, 4) 카카오뱅크의 기업가치 상승. 최근 카카오뱅크가 1 조원의 유상증자를 실시하면서 9.3 조원의 기업가치를 인정 받은 것은 주가에 호재

실적 개선과 카카오뱅크의 기업가치 상승을 고려해 목표주가 상향 조정

최근 실적 개선과 카카오뱅크 (비상장)의 기업가치 상승을 감안하여 목표주가를 94,000 원에서 104,000 원으로 상향 조정한다. 참고로 카카오뱅크의 기업가치는 10 조원으로 가정했으며, 비상장 디스카운트 50%를 추가 적용하여 목표주가에 반영했다. 최근 카카오뱅크가 1 조원의 유상증자를 실시하면서, 9.3 조원의 기업가치를 인정받았다. 한국금융지주가 보유한 카카오뱅크 지분 33%는 증자가격 기준으로 3.1 조원에 달한다.

2021년 지배주주순이익 15% 증가할 전망

2020년 지배주주순이익은 7,100 억원으로 전년대비 16% 감소할 전망이다. 하지만 이는 전년도의 실적이 워낙 좋았던 데 따른 기저효과 및 1분기 ELS 헤지운용 손실로 인한 영향일 뿐이다. 2021년에는 위탁수수료의 감소에도 불구하고 IB 및 자산관리 수수료의 증가, 유가증권운용실적의 정상화 등에 힘입어 지배주주순이익이 8,150 억원으로 15% 늘어날 것으로 예상된다.

수익원 다양화, IB 경쟁력, 우수한 장기성과, 카카오뱅크 가치 상승

한국금융지주의 투자 포인트는 1) 수익원 다양화, 2) IB의 높은 경쟁력, 3) 우수한 장기 성과, 4) 카카오뱅크의 기업가치 상승 등이다. 이러한 장점들로 인해 향후 주식시장 거래 대금이 감소한다고 해도 실적이 안정적인 증가세를 보일 전망이다. 증권주 중 Top Pick이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	십억원	1,449	1,605	1,903	1,775	2,019	2,099
YoY	%	45.2	10.7	18.6	-6.7	13.8	4.0
영업이익	십억원	654	621	942	799	967	1,012
YoY	%	80.8	-5.0	51.5	-15.2	21.0	4.7
지배주주순이익	십억원	510	530	845	710	815	851
YoY	%	82.4	3.8	59.6	-16.0	14.8	4.5
영업이익/순영업수익	%	45.1	38.7	49.5	45.0	47.9	48.2
순영업수익/자산	%	3.4	2.8	3.1	2.6	2.6	2.6
ROE	%	14.1	13.0	18.1	13.5	14.0	13.1
ROA	%	1.08	0.92	1.36	1.05	1.07	1.06
총배당성향	%	18.3	19.8	20.0	22.2	22.9	23.3
EPS	원	8,737	9,068	14,473	12,156	13,953	14,577
BPS	원	66,033	73,919	85,684	94,250	105,497	116,868
주당배당금	원	1,600	1,800	2,900	2,700	3,200	3,400
PER	배	6.8	8.4	4.8	6.2	5.4	5.2
PBR	배	0.90	1.03	0.82	0.81	0.72	0.65
배당수익률	%	2.7	2.4	4.1	3.6	4.2	4.5

1. 목표주가 104,000 원은 배당가능 ROE 를 이용한 PBR 모델 사용

한국금융지주의 목표주가 산정에는 ‘배당가능 ROE’를 기준으로 한 PBR Model 을 사용했다. 기본적으로는 ROE-PBR 모델이며, 장기적으로 ROE 중에서 주주에게 배당할 수 있는 정도의 수익성 만을 반영하려는 취지가 있다. 자세한 산정식은 다음 <표>와 같다. 목표주가 104,000 원을 기준으로 한 2020 년 목표 PER 은 7.9 배, 목표 PBR 은 1.10 배다.

한국금융지주 목표주가 계산 방법

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

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

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

- ROE = 2020~2021 년 예상치 (원래 13.7%)에서 ① 카카오뱅크 지분법이익을 차감하고, ② 장기 배당성향을 35%로 적용하여 계산된 4.6%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 1.5% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 0.9%
- β 는 60 개월 주식베타인 1.30 적용
- BPS(주당순자산가치)는 현 시점에서의 가치를 적용 (2020 년말 예상치)
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
- Ke = 0.9% + 1.30 X 4.8 = 7.2%
⇒ 4.6% / (7.2% - 1.5%) X 94,250 원 ≈ 76,000 원
- 카카오뱅크 기업가치 10 조원으로 가정, 지분 (33%) 가치에 50% 디스카운트
⇒ 한국금융지주의 주식수로 나누면 주당 약 28,000 원
- **목표주가 = 76,000 원 + 28,000 원 = 104,000 원**

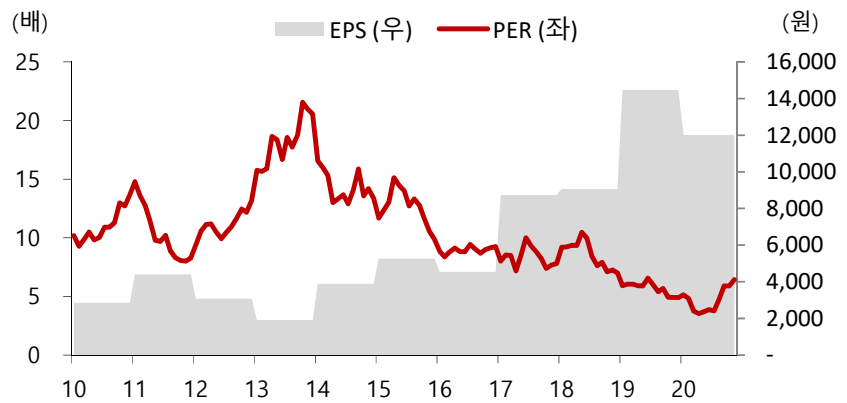
자료 SK 증권

한국금융지주 수익추정치 변경 내용

(십억원)	실적추정치 변경		이전 추정치	
	2020E	2021E	2020E	2021E
순영업수익	1,745	2,019	1,581	1,931
수수료이익	1,096	983	877	805
이자이익	1,004	1,101	929	969
판관비	900	972	882	899
영업이익	799	967	632	967
지배주주순이익	710	815	589	815

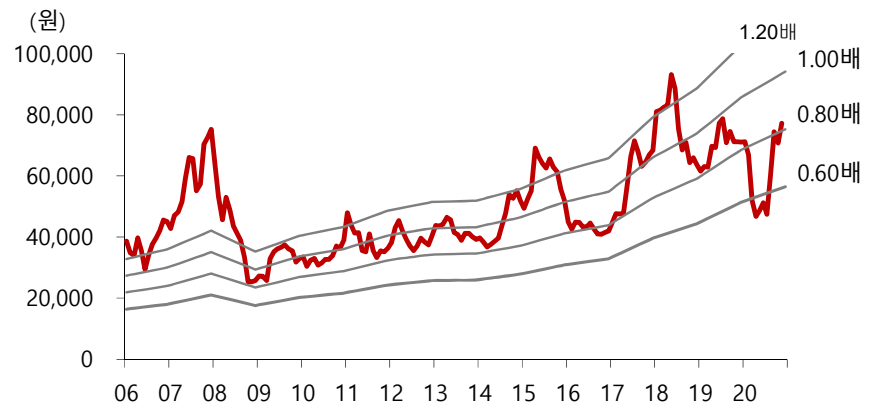
자료: 한국금융지주, SK 증권 추정

한국금융지주의 PER 와 EPS 추이



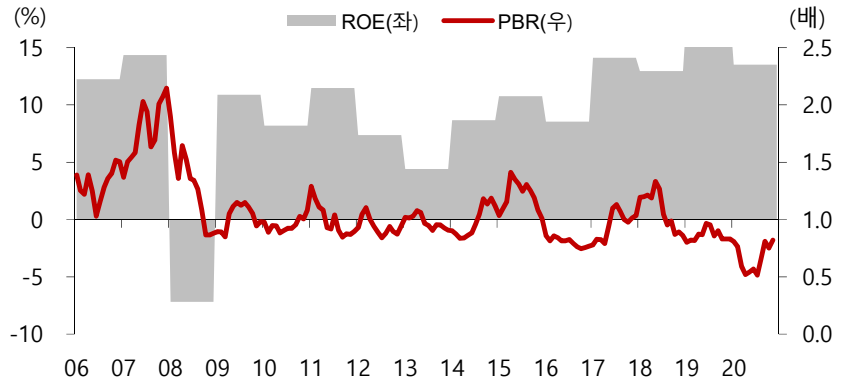
자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권

한국금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권

한국금융지주의 PBR 과 ROE 추이



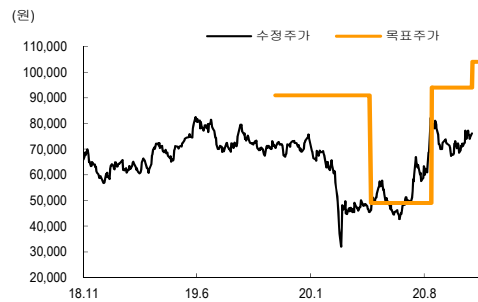
자료 한국금융지주, KRX, SK 증권

한국금융지주의 배당수익률



자료 한국금융지주, KRX, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.11.24	매수	104,000원	6개월		
2020.11.16	매수	94,000원	6개월	-22.14%	-13.72%
2020.09.09	매수	94,000원	6개월	-22.48%	-13.72%
2020.05.18	중립	49,000원	6개월	9.67%	67.76%
2020.01.13	매수	91,000원	6개월	-33.01%	-16.70%
2019.11.21	매수	91,000원	6개월	-21.99%	-19.56%



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 3자에게 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 11월 24일 기준)

매수	86.52%	중립	13.48%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금, 예치금	8,619	5,569	8,910	9,267	9,637
유가증권, 금융자산	33,086	41,454	49,020	51,226	53,429
대출채권	19,549	12,221	15,585	16,832	17,505
유형자산, 부동산	493	543	562	579	597
무형자산	168	102	102	16	16
기타자산	2,089	879	337	654	736
자산총계	64,004	60,766	74,515	78,574	81,920
예수부채	17,063	6,590	14,100	14,664	15,251
차입성부채	22,434	25,260	34,120	36,167	37,614
기타금융부채	15,232	17,938	16,510	17,170	17,686
비이자부채	4,376	5,945	4,250	4,378	4,509
부채총계	59,106	55,733	68,980	72,379	75,059
지배주주지분	4,317	5,004	5,504	6,161	6,825
보통주자본금	279	279	279	279	279
우선주자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	615	615	615	615	615
이익잉여금	3,280	4,019	4,559	5,216	5,880
기타자본	114	62	22	22	22
자기주식	-50	-50	-50	-50	-50
비지배주주지분	581	29	31	34	37
자본총계	4,898	5,033	5,535	6,195	6,861

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성 지표					
ROE	13.0	18.1	13.5	14.0	13.1
ROA	0.92	1.36	1.05	1.07	1.06
영업이익/순영업수익	38.7	49.5	45.0	47.9	48.2
순영업수익/자산	2.8	3.1	2.6	2.6	2.6
판매비/순영업수익	57.3	47.8	50.7	48.1	48.1
순영업수익 구성비					
수수료이익	44.1	42.5	61.8	48.7	50.3
이자이익	55.3	43.0	56.6	54.5	53.5
금융상품관련손익	1.3	14.9	-14.7	0.5	0.5
기타	-0.8	-0.4	-3.7	-3.7	-4.3
증권 자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	176.1	157.5	149.5	155.3	160.1
자산/자기자본 (배)	13.1	12.1	13.5	12.7	11.9
채무보중/자기자본 (%)	106.9	115.1	99.5	93.4	94.4
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

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,605	1,903	1,775	2,019	2,099
수수료이익	708	808	1,096	983	1,056
수수료수익	999	981	1,398	1,300	1,421
수수료비용	291	172	302	317	365
이자이익	888	819	1,004	1,101	1,123
이자수익	1,450	1,400	1,679	1,878	1,926
이자비용	562	581	676	776	804
금융상품관련손익	21	283	-260	10	11
기타 손익	-12	-7	-65	-75	-90
대손비용	64	52	76	81	77
판매관리비	919	909	900	972	1,011
영업이익	621	942	799	967	1,012
영업외이익	92	120	170	147	153
세전이익	713	1,062	969	1,114	1,164
법인세비용	197	214	256	296	310
법인세율 (%)	(27.7)	(20.2)	(26.5)	(26.6)	(26.6)
당기순이익	516	847	712	817	854
지배주주순이익	530	845	710	815	851
비지배지분순이익	-14	2	2	2	3
보통주수정순이익	519	828	694	796	832
우선주배당금	11	17	16	18	20

주요투자지표 II

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증권사 수수료 (십억원)					
Brokerage수수료	291	237	614	476	479
자산관리수수료	129	132	112	123	173
IB, 기타 수수료	281	389	420	467	513
성장률 (%)					
순영업수익증가율	10.7	18.6	-6.7	13.8	4.0
자산증가율	31.3	-5.1	22.6	5.4	4.3
EPS증가율	3.8	59.6	-16.0	14.8	4.5
BPS증가율	11.9	15.9	10.0	11.9	10.8
배당금증가율	12.5	61.1	-6.9	18.5	6.3
주당 지표 (원)					
EPS	9,068	14,473	12,156	13,953	14,577
보통주수정EPS	9,841	15,708	13,164	15,100	15,770
BPS	73,919	85,684	94,250	105,497	116,868
주당배당금	1,800	2,900	2,700	3,200	3,400
총배당성장률 (%)	19.8	20.0	22.2	22.9	23.3
Valuation 지표					
PER(배)	8.4	4.8	6.2	5.4	5.2
PBR(배)	1.03	0.82	0.81	0.72	0.65
배당수익률 (%)	2.4	4.1	3.6	4.2	4.5

자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권 추정