

한국금융지주 (071050)

증권



정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	130,000원 (U)
현재주가 (3/5)	86,300원
상승여력	51%

시가총액	51,688억원
총발행주식수	61,584,243주
60일 평균 거래대금	457억원
60일 평균 거래량	533,874주
52주 고	94,500원
52주 저	32,000원
외인지분율	31.47%
주요주주	김남구 외 1인 20.70%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.3	6.9	31.4
상대	(3.0)	10.8	45.1
절대(달러환산)	1.2	2.9	37.9

카카오뱅크 이익 기여도 반영, 목표주가 상향

투자의견 BUY 유지, 목표주가 130,000원으로 상향

카카오뱅크의 2021년 4분기 상장을 가정하여 한국금융지주의 목표주가를 기존 98,000원에서 130,000원으로 상향한다. 투자의견은 BUY를 유지한다. 당사가 가정한 카카오뱅크의 공모 시가총액은 10조원(주당 24,531원), 증자 비율은 약 20%이다(100% 제3자 배정 가정). 이에 따라 산출한 상장 시 인식하는 일회성 영업외수익은 약 4,100억원이다. 작년 분기당 100억원 수준에서 머물던 기여 이익은 2021년에는 150억원대, 상장 이후 2022년에는 300억원대로 상승할 전망이다. 이에 따라 기존 2021년 예상 ROE 16.0%를 20.6%로 상향하였으며, 카카오뱅크 상장 시 이자이익 증가에 따른 증시 민감도 하락을 반영하여 COE(자본비용)를 소폭 하향하였다.

당사는 목표주가 산출 방식으로 카카오뱅크의 지분가치를 적정가치에 포함시키는 SOTP(sum of the parts) valuation을 채택하지 않았는데, 이는 지분가치 상승으로 인해 상장 시 발생하는 일회성 이익을 미래 실적 추정에 반영하였기 때문이다. 지분법 처분이익도 반영하고 지분가치도 합산하면 카카오뱅크의 가치를 이중으로 인식하는 것이다.

한편 카카오뱅크는 2022년말까지 여신 53조원을 달성할 것으로 예상된다. 증자 후 자본이 5조원이 된다는 것의 의미는 지금까지 진행했던 증자들보다 훨씬 큰 규모의 자본 확대가 이루어진다는 의미이기 때문에 자본 대비 총여신의 비중이 이전 수준으로 회복하는데 좀 더 긴 시간이 소요될 전망이다. 이에 따라 당사가 추정한 2022년말 카카오뱅크의 자본 대비 총여신 비중은 9.9배로, 이를 감안 시 여신은 53조원까지 증가할 것으로 예상된다. 이를 통해 연간 이익은 2021년 2,194억원, 2022년 3,670억원으로 전년동기대비 각각 81%, 67% 성장할 전망이다. 이번 상장이 100% 제3자 배정으로 이루어진다는 가정에 따르면 한국금융그룹의 지분율은 점점 하락하기 때문에 기여 이익의 증가 폭은 이보다 적겠지만 성장을 지속할수록 금액은 꾸준히 확대될 것으로 기대한다. 또한 거래대금이 급격하게 하락하는 최근의 상황이 지속될 경우 찾아올 수 있는 증권업의 불황기에 한국금융지주가 내세울 수 있는 타사와 차별화된 수익원으로도 자리잡을 수 있을 전망이다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업수익	689	N/A	6.9	576	19.6
영업이익	338	N/A	11.6	323	4.7
세전이익	354	N/A	-26.3	344	2.9
연결순이익	257	N/A	-25.0	230	11.6
지배주주순이익	257	N/A	-25.0	253	1.5

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021E
순영업수익	1,423	1,868	1,820	2,588
영업이익	643	960	857	1,271
지배순이익	530	860	863	1,268
PER (배)	10.0	6.3	6.2	4.2
PBR (배)	1.17	1.01	0.90	0.76
ROE (%)	11.7	17.3	16.2	20.6
ROA (%)	0.94	1.38	1.32	1.71

자료: 유안타증권

[표 1] 목표주가 변경 상세

(단위: 원, %, 배)

	기준	신규
2020 BPS	96,096	96,096
2021E ROE	16.0	20.6
COE	15.7	15.3
목표주가	98,000	130,000

자료: 유안타증권 리서치센터

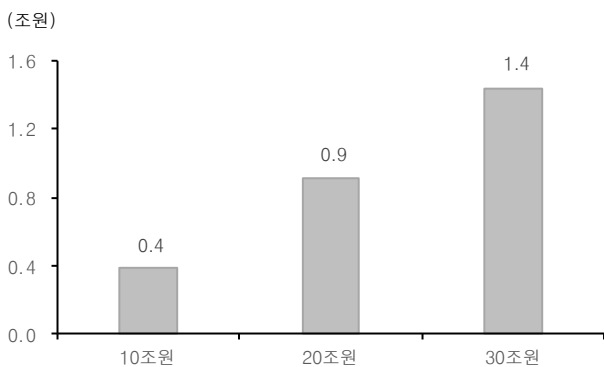
[표 2] 분기별 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
순영업수익	689	621	619	658	1,820	2,588	2,692
순수수료이익	352	350	356	368	1,101	1,426	1,453
이자손익	295	303	312	321	1,044	1,231	1,324
트레이딩 및 상품손익	2	-15	-15	-14	-335	-42	-59
기타손익	40	-17	-33	-17	11	-27	-27
판매비와 관리비	351	316	316	334	963	1,317	1,366
영업이익	338	305	303	324	857	1,271	1,326
영업외손익	16	23	25	411	339	476	93
세전이익	354	328	329	736	1,196	1,746	1,419
법인세비용	97	90	90	202	336	480	390
연결당기순이익	257	238	238	533	860	1,266	1,028
지배주주순이익	257	238	239	534	863	1,268	1,030

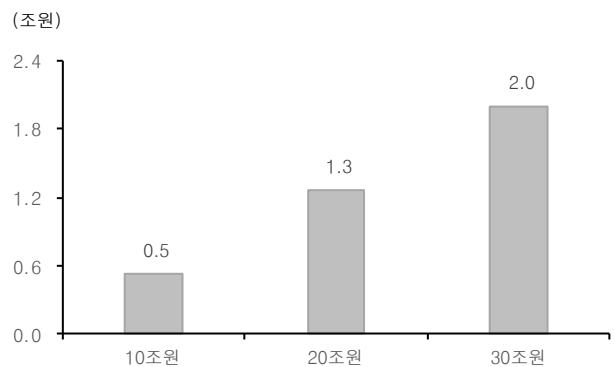
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 20% 증자 시 공모 시가총액 규모에 따른 지분법 처분이익 비교



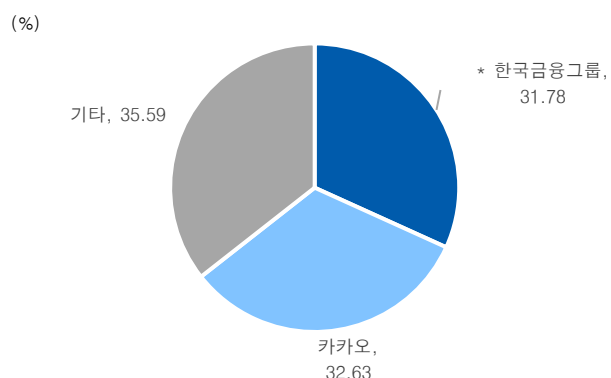
주: 100% 제3자 배정 가정, 카카오뱅크 연말 자본 2.8조원 가정, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 30% 증자 시 공모 시가총액 규모에 따른 지분법 처분이익 비교



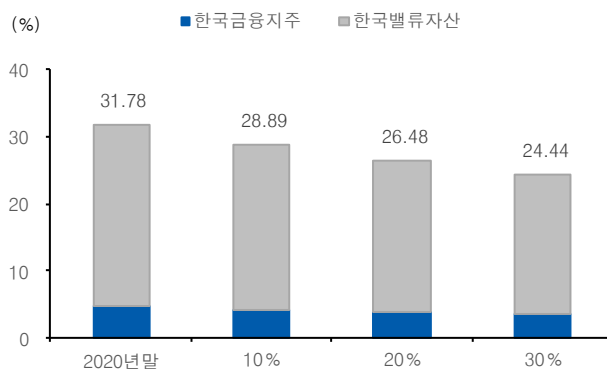
주: 100% 제3자 배정 가정, 카카오뱅크 연말 자본 2.8조원 가정, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 2020 년말 기준 카카오뱅크 지분율 구성



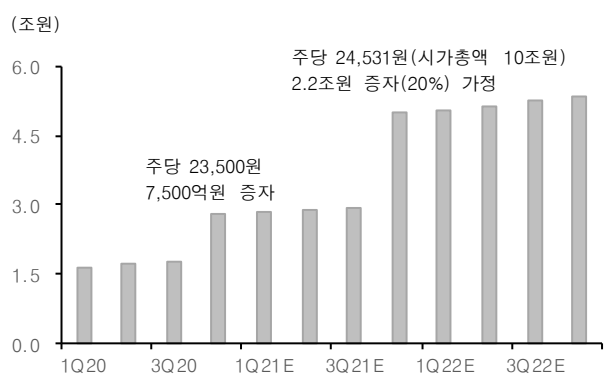
주: * 한국금융지주와 한국밸류자산의 지분율 합산, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 증자 비율에 따른 한국금융그룹의 카카오뱅크 지분율 변화



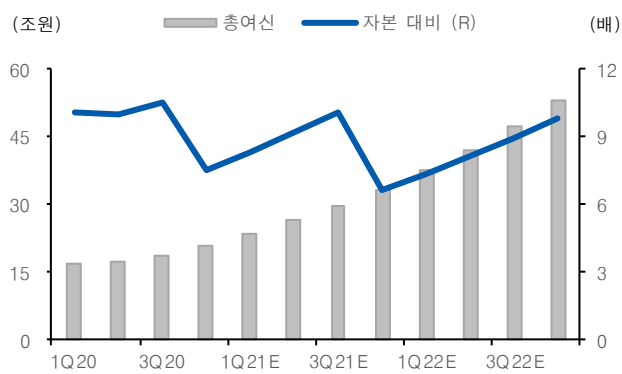
주: 바차트 위 수치는 한국금융지주와 한국밸류자산의 합산 지분율, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 카카오뱅크 분기별 자본 추정



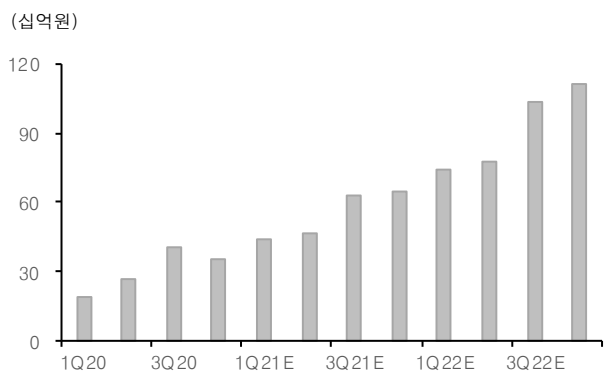
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 카카오뱅크 분기별 총여신 추정



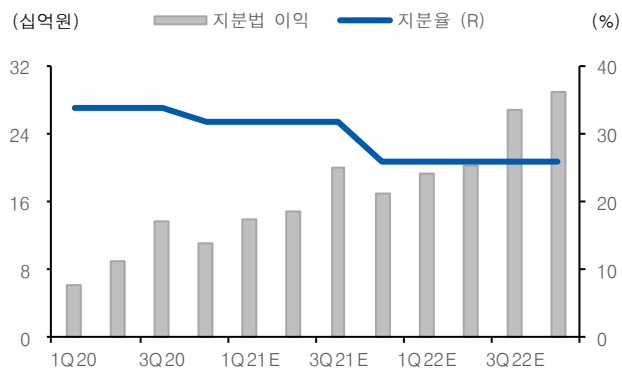
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 카카오뱅크 분기별 순이익 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 분기별 한국금융지주 연결 지분법 이익(처분익 제외) 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

한국금융지주 (071050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
순영업수익	1,268	1,547	1,471	2,076	2,173
순수수료이익	578	636	935	1,151	1,179
수수료수익	700	758	1,092	1,256	1,287
위탁매매	291	237	464	592	576
자산관리	129	132	132	106	108
IB 및 기타	281	389	497	558	603
수수료비용	122	122	157	105	108
이자손익	536	538	659	758	827
트레이딩 및 상품손익	0	145	-347	-50	-50
기타손익	153	228	224	217	217
판매비와 관리비	597	663	685	934	978
영업이익	671	884	787	1,142	1,195
영업외손익	-11	-4	-3	-3	-3
세전이익	659	880	784	1,139	1,192
법인세비용	156	226	197	313	328
당기순이익	504	654	587	826	864

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
자산	44,351	51,204	58,200	65,470	68,544
현금 및 예치금	6,431	4,809	4,636	5,215	5,460
유가증권	30,315	36,182	41,901	47,134	49,348
대출채권	3,692	4,250	4,874	5,439	5,941
유형자산	253	326	345	388	406
무형자산	57	54	55	62	65
투자부동산	41	41	16	18	19
기타자산	3,563	5,542	6,374	7,214	7,306
부채	40,001	45,927	52,608	59,234	61,709
예수부채	3,897	3,758	9,177	9,834	10,182
차입부채	32,356	36,996	35,587	40,569	42,327
기타총당부채	46	13	19	21	22
이연법인세부채	24	55	0	0	0
기타부채	3,676	5,105	7,825	8,811	9,179
자본	4,350	5,277	5,592	6,235	6,835
자본금	176	176	176	176	176
자본잉여금	3,053	3,830	3,830	3,830	3,830
이익잉여금	950	1,174	1,501	2,144	2,744
기타자본	172	98	86	86	86

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
순영업수익 구성					
순수수료이익	45.6	41.1	63.6	55.4	54.3
수수료수익	55.2	49.0	74.2	60.5	59.2
위탁매매	22.9	15.3	31.5	28.5	26.5
자산관리	10.1	8.5	8.9	5.1	5.0
IB 및 기타	22.1	25.2	33.8	26.9	27.7
이자손익	42.3	34.8	44.8	36.5	38.0
트레이딩 및 상품손익	0.0	9.4	-23.6	-2.4	-2.3
기타손익	12.0	14.8	15.2	10.4	10.0
자산회전율					
순수수료이익	1.30	1.24	1.61	1.76	1.72
수수료수익	1.58	1.48	1.88	1.92	1.88
위탁매매	0.66	0.46	0.80	0.90	0.84
자산관리	0.29	0.26	0.23	0.16	0.16
IB 및 기타	0.63	0.76	0.85	0.85	0.88
이자손익	1.21	1.05	1.13	1.16	1.21
트레이딩 및 상품손익	0.00	0.28	-0.60	-0.08	-0.07
기타손익	0.34	0.45	0.38	0.33	0.32

자료: Company data, 유안타증권

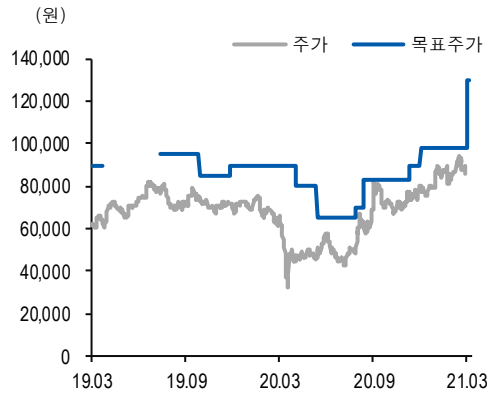
	2018	2019	2020P	2021E	2022E
순영업수익	1,423	1,868	1,820	2,588	2,692
순수수료이익	773	807	1,101	1,426	1,453
이자손익	704	822	1,044	1,231	1,324
트레이딩 및 상품손익	-102	187	-335	-42	-59
기타손익	48	52	11	-27	-27
판매비와 관리비	780	908	963	1,317	1,366
영업이익	643	960	857	1,271	1,326
영업외손익	92	120	339	476	93
세전이익	735	1,081	1,196	1,746	1,419
법인세비용	198	307	336	480	390
연결당기순이익	516	862	860	1,266	1,028
지배주주순이익	530	860	863	1,268	1,030
비지배주주순이익	-14	2	-3	-2	-2
자산	64,004	60,854	70,226	77,778	81,300
부채	59,106	55,806	64,594	71,102	73,902
자본	4,898	5,048	5,632	6,676	7,399

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
Valuation					
P/B	1.17	1.01	0.90	0.76	0.68
P/E	10.0	6.3	6.2	4.2	5.2
배당수익률	2.1	3.4	3.4	5.0	4.1
주당지표					
BPS	73,921	85,684	96,096	113,967	126,348
EPS	8,599	13,724	14,021	20,590	16,730
DPS	1,800	2,900	2,950	4,300	3,500
성장성					
BPS 성장률	11.9	15.9	12.2	18.6	10.9
EPS 성장률	3.8	59.6	2.2	46.9	-18.7
수익성					
ROE	11.7	17.3	16.2	20.6	14.6
ROA	0.94	1.38	1.32	1.71	1.30
비용/수익비율	47.1	42.9	46.5	45.0	45.0
영업이익률	45.2	51.4	47.1	49.1	49.2
세전이익률	51.6	57.8	65.7	67.5	52.7
순이익률	37.2	46.0	47.4	49.0	38.3
재무레버리지 (별도)	9.2	8.4	9.1	10.0	10.0

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
순영업수익 구성					
순수수료이익	54.3	43.2	60.5	55.1	54.0
이자손익	49.5	44.0	57.3	47.6	49.2
트레이딩 및 상품손익	-7.2	10.0	-18.4	-1.6	-2.2
기타손익	3.4	2.8	0.6	-1.0	-1.0
자산회전율					
순수수료이익	1.21	1.33	1.57	1.83	1.79
이자손익	1.10	1.35	1.49	1.58	1.63
트레이딩 및 상품손익	-0.16	0.31	-0.48	-0.05	-0.07
기타손익	0.08	0.09	0.02	-0.03	-0.03

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
기말발행주식수	61,584	61,584	61,584	61,584	61,584
보통주	55,726	55,726	55,726	55,726	55,726
우선주	5,858	5,858	5,858	5,858	5,858
배당성향	21.0	20.8	21.1	20.9	21.0
보통주배당성향	18.9	18.8	19.0	18.9	18.9
우선주배당성향	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0

한국금융지주 (071050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-03-08	BUY	130,000	1년		
2020-12-07	BUY	98,000	1년	-13.29	-3.57
2020-11-17	BUY	90,000	1년	-14.96	-10.33
2020-08-18	BUY	83,000	1년	-14.55	-0.96
2020-08-03	BUY	70,000	1년	-12.38	-4.43
2020-05-18	BUY	65,000	1년	-23.90	-11.23
2020-04-06	BUY	80,000	1년	-41.08	-37.38
2019-12-02	BUY	90,000	1년	-28.66	-15.78
2019-10-01	BUY	85,000	1년	-16.36	-13.41
2019-07-16	BUY	95,000	1년	-22.25	-14.21

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-03

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 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.