

한국금융지주 (071050/KS)

레버리지에 기반한 실적 개선 기대감

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 115,000 원(유지)

현재주가: 97,700 원

상승여력: 17.7%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

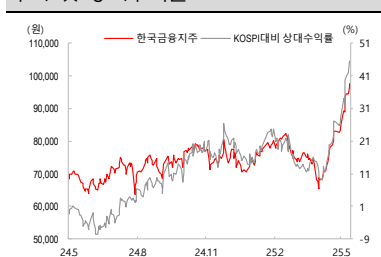
Company Data

발행주식수	5,573 만주
시가총액	5,444 십억원
주요주주	
김남규(외1)	21.30%
국민연금공단	12.09%

Stock Data

주가(25/05/21)	97,700 원
KOSPI	2,625.58 pt
52주 최고가	97,700 원
52주 최저가	63,700 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



적극적인 레버리지 활용에 기반한 이익 체력 기대감

한국금융지주의 핵심 자회사인 한국투자증권 중심으로 견조한 이익 흐름이 지속되고 있다. 브로커리지, IB 전반적으로 견조한 이익을 실현했으며 발행어음 등을 바탕으로 적극적으로 레버리지를 활용(1Q25 기준 자기자본 대비 발행어음 비중 미래에셋 78%, NH 투자 98% vs 한국투자증권 177%)하여 채권 등 운용손익에서 큰 폭으로 이익을 확보하는 모습이 나타났다. 향후 IMA 인가까지 확보할 경우 발행어음(별도 자기자본의 200%)에 더해 자기자본의 100% 수준에 달하는 추가 레버리지 활용이 가능해지며, 금리 하락 및 유동성 증가 국면에서 운용 성과에 따라 발행어음을 상회하는 추가 이익을 기대할 수 있는 만큼 이익 측면의 모멘텀은 가장 높은 상황이라고 판단한다. 지주 전체 기준 25E PBR 은 약 0.55 배를 예상하며 2018~2021 년 중 금리 하락이 나타날 때 동사의 PBR 이 0.67 배~0.89 배 수준에 달했던 점을 감안할 때 여전히 밸류에이션 측면의 매력은 높다고 판단한다. 다만 과거대비 높아진 동사의 자본 규모(2018~19 년 연결 기준 약 5 조원 내외 > 1Q25 연결 기준 약 10 조원)를 감안할 때 보다 확실한 Upside 를 위해서는 지속적으로 현 수준의 이익 체력을 꾸준히 유지하는 모습을 실현할 필요가 있다고 판단한다.

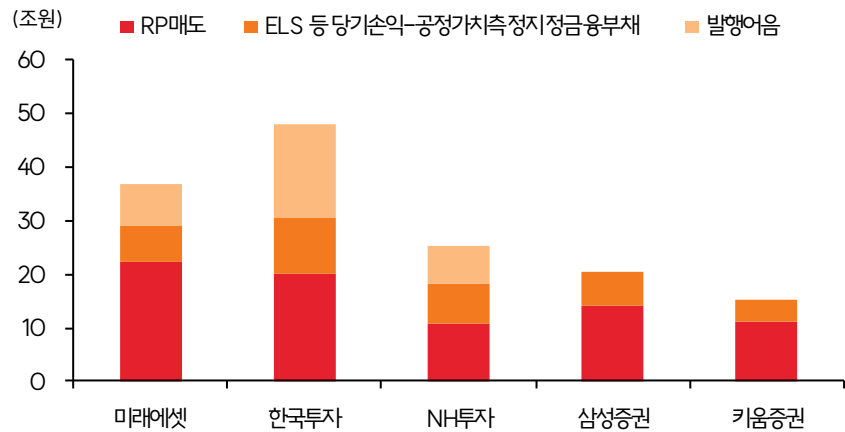
비증권 자회사 회복 등 추가적인 이익체력 개선이 관건

동사의 추가적인 이익체력 개선을 위해서는 증권 외 자회사의 유의미한 실적 개선이 요구될 전망이다. 캐피탈, 저축은행, PE, VC 등의 실적이 상대적으로 부진한 추세가 이어지고 있는 만큼 보다 본격적인 금리 하락 및 경기 회복이 필요할 것으로 예상된다. 최근 언론 보도에 따르면 동사는 보험사 인수를 추진하고 있는 것으로 알려져 있는데 다른 자회사와 금리 환경에 따른 영향이 다소 다르게 반영되는 만큼 포트폴리오 다각화 측면에서는 긍정적일 전망이다. 다만 다소 작은 규모 등을 감안했을 때 향후 시너지 효과 등에 대한 확인이 필요할 전망이다. 또한 정책적으로 자사주 소각 제도화 등이 언급되고 있는 점을 감안했을 때 보유 자사주 약 5.4% 소각에 따른 주당 가치의 추가적인 제고 효과도 일부 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

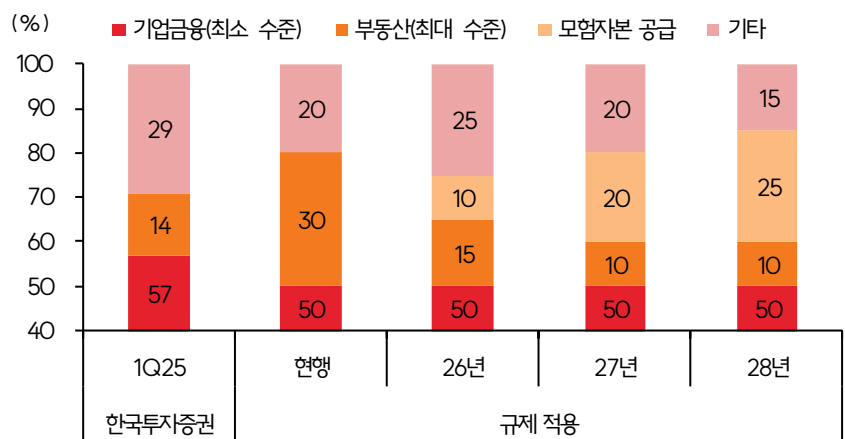
구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	1,753	1,989	2,635	2,857	2,812	2,871
영업이익	십억원	546	820	1,199	1,489	1,423	1,451
순이익(지배주주)	십억원	637	707	1,033	1,211	1,152	1,163
EPS(계속사업)	원	11,241	12,431	18,237	21,304	20,254	20,446
PER	배	4.7	4.9	3.9	4.2	4.4	4.4
PBR	배	0.43	0.45	0.46	0.51	0.47	0.44
배당성향	%	21.1	21.9	22.5	21.7	22.8	22.6
ROE	%	8.5	8.8	11.5	12.0	10.4	9.7

대형 증권사 - 1Q25 RP, ELS, 발행어음 등 주요 조달 현황



자료: 각사, SK 증권 재구성

발행어음 - 운용자산 규제 확대



자료: 한국금융지주, 금융위원회, SK 증권

IMA 세부 내용

규제	비고
자유 설계 가능	폐쇄형, 추가형, 만기/성과보수 등 자유롭게 설계 원활한 기업금융 공급 위해 만기 1년 이상 상품 70% 이상으로 구성
원금 보장	만기 설정된 경우 만기예만 원금 지급 중도 해지 시 운용실적에 따른 손실 발생 가능(시가평가 기준 중도해지수수료 등 부여 가능)
운용 규제	발행어음과 동일하게 부동산 운용 한도 및 모험자본 공급 의무 부여 - 기업금융 관련 자산: 70% 이상 운용 - 부동산: 즉시 10% 한도 적용 - 모험자본: 발행어음과 동일하게 단계적으로 확대
투자자 보호	5% Seeding 투자 의무 신탁과 유사하게 고유재산거래 및 사전거래 제한
건전성 규제	자기자본 기준으로 발행어음(200%), IMA(100%) 발행 가능 손실충당금은 고유재산으로 5% 적립하며 평가손실 발생 시 추가 적립 NCR 산정 시 손실충당금 적립액이 평가손실+5%를 초과할 경우 IMA 자산은 50% 반영 유동성비를 산출 시 만기 3개월 이하 IMA 만 반영

자료: 금융위원회, SK 증권

IMA - 10 조원 규모 발생 시 기준 각 시나리오별 단순 수익 추정

(단위: 십억원)	주요 가정	시나리오 1	시나리오 2	시나리오 3
기준수익률(가정)	3.0%			
목표수익률(가정)	5.0%			
운용보수(가정)	0.50%			
성과보수(가정)	기준수익률 초과 수익의 30%			
실제수익률		5%	3%	-5%
IMA 자산(가정)	10,000			
- 고객자산	9,500			
- Seeding 투자	500			
운용 결과 원리금		10,500	10,300	9,500
고객 지급		9,871	9,738	9,500
운용보수		48	48	0
성과보수		57	0	0
고유자산(Seeding) 투자손익		25	15	-25
최초충당금	전체 IMA 의 5%	500	500	500
추가충당금	평가손실 발생 시 해당 규모만큼 추가 적립 가정			500
만기 시 환입	만기 시 손실 보전 제외한 만큼 환입 가정	500	500	525
총 수익	운용보수+성과보수+투자손익+충당금 정산 가정	130	63	-500
수익률		130bp	63bp	손실

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
현금 및 현금성자산	9,723	11,179	11,685	12,840	14,043
FVPL 금융자산	51,807	62,625	66,342	67,678	69,042
FVOCI 금융자산	5,183	2,362	2,547	2,599	2,651
AC 금융자산	22,214	25,091	26,560	27,638	28,761
중속/관계기업투자지분	4,260	4,826	4,645	4,645	4,645
기타자산	2,715	3,132	2,847	2,847	2,847
자산총계	95,901	109,215	114,626	118,248	121,989
투자자예탁금	0	0	0	0	0
발행어음	0	0	0	0	0
매도파생결합증권	813	1,407	1,638	1,671	1,704
차입금/사채	52,026	59,749	62,903	65,457	68,115
기타부채	34,617	38,332	39,345	39,491	39,641
부채총계	87,456	99,487	103,886	106,619	109,461
지배주주지분	8,374	9,644	10,655	11,544	12,444
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	608	185	185	185
이익잉여금	3,280	3,280	3,280	3,280	3,280
기타지분	4,178	5,448	6,882	7,771	8,671
비지배주주지분	71	84	84	84	84
자본총계	8,445	9,728	10,739	11,629	12,528

증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	3,104	2,540	2,591	2,643	2,691
수수료손익	844	976	1,067	1,102	1,139
Brokerage	287	345	367	372	378
WM	109	124	140	145	151
IB	376	424	478	502	527
기타	73	82	83	83	83
이자손익	364	530	672	634	639
트레이딩 및 기타	1,896	1,033	852	907	913
판매관리비	796	1,000	1,005	1,021	1,044
판매비율(%)	25.6	39.4	38.8	38.6	38.8
영업이익	2,308	1,540	1,586	1,623	1,648
영업외손익	-286	-75	-48	-24	-38
세전이익	2,022	1,464	1,537	1,598	1,610
법인세	62	269	361	416	419
법인세율(%)	3.0	18.4	23.5	26.0	26.0
당기순이익	1,960	1,195	1,177	1,183	1,191
연결당기순이익 대비 비중(%)	276.9	115.0	97.0	102.4	102.2
자산총계	75,710	75,738	90,393	93,094	95,871
연결 자산총계 대비 비중(%)	78.9	69.3	78.9	78.7	78.6
부채총계	67,571	76,053	79,717	81,657	83,666
연결 부채총계 대비 비중(%)	77.3	76.4	76.7	76.6	76.4
자본총계	8,139	9,317	10,676	11,436	12,205
연결 자본총계 대비 비중(%)	96.4	95.8	99.4	98.3	97.4
별도 ROE(%)	26.7	13.7	11.8	10.7	10.1
별도 ROA(%)	2.8	1.6	1.4	1.3	1.3

자료: 한국금융지주, SK증권 추정

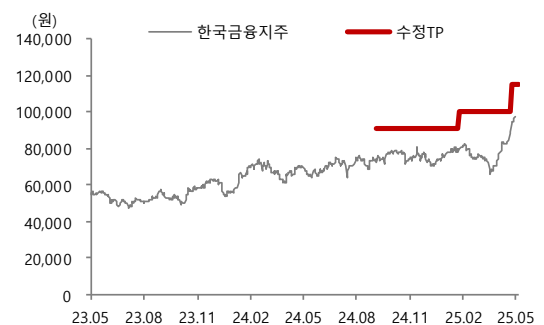
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,989	2,635	2,857	2,812	2,871
수수료손익	1,040	1,225	1,323	1,368	1,405
Brokerage	287	345	367	372	378
WM	109	124	140	145	151
IB	376	424	478	502	527
기타	73	82	113	123	123
이자손익	980	1,255	1,341	1,258	1,275
트레이딩 및 기타	-31	155	193	186	192
판매관리비	1,169	1,435	1,368	1,389	1,421
판매비율(%)	58.8	54.5	47.9	49.4	49.5
영업이익	820	1,199	1,489	1,423	1,451
영업외손익	65	195	135	123	110
세전이익	886	1,394	1,624	1,546	1,560
법인세	178	355	411	391	395
법인세율(%)	20.1	25.5	25.3	25.3	25.3
당기순이익	708	1,039	1,213	1,154	1,165
지배주주순이익	707	1,033	1,211	1,152	1,163
비지배주주순이익	1	6	2	2	2

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성(%)					
자산	11.1	13.9	5.0	3.2	3.2
자본(지배주주지분)	9.0	15.2	10.5	8.3	7.8
순영업수익	13.4	32.5	8.4	-1.6	2.1
지배순이익	11.0	46.1	17.2	-4.8	0.9
EPS	10.6	46.7	16.8	-4.9	0.9
BPS	9.0	15.2	10.5	8.3	7.8
DPS	15.2	50.2	13.1	0.0	0.0
수익성(%)					
ROE	8.8	11.5	12.0	10.4	9.7
ROA	0.8	1.0	1.1	1.0	1.0
밸류에이션(배)					
PER	4.9	3.9	4.2	4.4	4.4
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
주당지표(원)					
EPS	12,431	18,237	21,304	20,254	20,446
BPS	135,971	156,598	173,016	187,453	202,06
보통주 DPS	2,650	3,980	4,500	4,500	4,500
주주환원(%)					
전체 배당성향	21.9	22.5	21.7	22.8	22.6
총주주환원율	21.9	22.5	21.7	22.8	22.6
보통주 배당수익률	4.3	5.6	5.1	5.1	5.1
자본적정성(%)					
구 NCR	159.7	161.6	158.5	152.5	145.9
신 NCR	2,105.7	2,521.1	2,695.2	2,721.5	2,682.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.05.15	매수	115,000원	6개월		
2025.02.14	매수	100,000원	6개월	-23.45%	-10.60%
2024.09.24	매수	91,000원	6개월	-16.71%	-11.21%



Compliance Notice

작성자(설용진)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 22일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------