Issue Comment

한국금융지주 (071050)

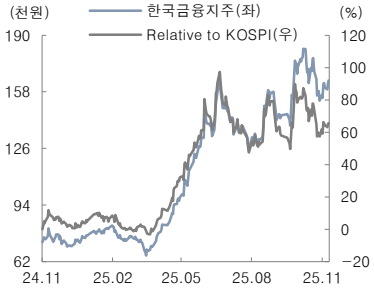
시장이 회사에 품는 의문 두 가지

박혜진 hyejin.park@daishin.com
권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	218,000 유지
현재주가 (25.12.03)	164,500 증권업종

KOSPI	4,036.30
시가총액	9,936십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	279십억원
52주 최고/최저	182,300원 / 65,400원
120일 평균거래대금	448억원
외국인지분율	36.28%
주요주주	김남구 외 1 인 21.30% 국민연금공단 13.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.7	25.3	56.8	103.6
상대수익률	-5.5	-1.2	4.9	26.1



- '25년 압도적 실적 기록, 시장의 관심은 이것의 지속성 여부
- 증권 별도 투자자산 6.9조원, 평가익 일회성 아닌 실적
- '25년 DPS 크게 증가, 성장이 가능하다면 자본은 배당보다 성장을

투자의견 Buy, 목표주가 218,000원, 업종 내 최선호주 유지

'25년 워낙 압도적인 수준의 실적을 시현하여 시장의 우려는 이 숫자가 과연 유지될 수 있는지 여부일 것임. 씨클리컬 산업이고 이익 변동성이 워낙 크기 때문에 단정하기 어렵지만, 실적 견인을 주도한 부분이 트레이딩이고, 구성 내역을 분석했을 때, 후술할 내용을 기반으로 충분히 가능한 부분이라고 우리는 판단함. 긍정적인 주가흐름 전망하며 최선호주 유지

실적 규모만 보지 말고 그 아래 본질을 자세히 살펴보면

2025년 3분기까지 동사는 누적 1.67조원의 순이익을 기록. 순영업수익 기준으로 부문별 실적을 살펴보면 이자이익(1.17조원)이 가장 많은 비중을 차지하였고 그 다음으로 실적에 기여한 부문이 트레이딩 수익으로 8,500억원을 시현했음. 물론 브로커리지나 IB수수료수익도 경상적인 수준 대비 증가한 것은 자명. 그러나 궁극적으로 사상 최대실적을 견인한 부문은 트레이딩수익임

트레이딩수익은 채권, 종금, 그리고 IB자산 등 투자자산 평가이익으로 구성. 동사는 20조원 가량의 채권을 적극적으로 운용하여 운용수익을 발생시키고 있음. 종금북은 발행어음으로 주지하다시피 3분기말 기준 18.7조원의 잔고 기록, 평균 스프레드 마진은 150bp로 추정됨. 마지막으로 투자자산 평가이익이 남는데 이 부문이 실적 변동성이 가장 큼. 이 부문은 전술한 것처럼 자산가치 변화에 따라 평가/손실이 반영되거나 상장이나 엑싯에 따른 분배금이 반영. '25년 기준 증권 별도로 트레이딩 수익에 반영된 평가이익은 6,678억원으로 파악됨. 동사 실적을 추정할 때, 강점인 IB나 자산관리, 브로커리지도 중요하지만 전술한 평가이익이 어느 정도 반영되느냐에 따라 판가름이 결정. 그리고 당사를 비롯하여 시장의 의구심은 과연 내년에도 이 정도의 평가익이 반영될 수 있는지 여부일 것임

결론적으로 우리는, 내년에도 원활한 평가익 반영이 가능하다고 판단함. 증권업의 본질은 중개와 투자에 있음. 그리고 최근 증권사의 자본이 증대됨에 따라 이 투자영역의 중요도가 높아짐. 따라서 '평가익'이라고 하는 투자에 대한 결실이 과연 일회성 이익 인가에 대한 의문이 존재. 한국투자증권 별도 기준 타법인 출자현황에는 총 6.9조원, 456개의 투자자산 목록이 있음. 이 자산군이 앞으로 동사의 평가익에 기여할 목록이며 금리가 급등한 지난 3년간 평가손실이 인식된 만큼 앞으로 자산가치 상승에 따른 평가익 반영도 지속될 공산이 크다고 판단함. '24년까지 동사의 경상적인 분기 실적 레벨은 3,000억원 정도로 추정하였음(4분기 제외). 그러나 투자자산에 대한 가치가 상승하기 시작하면서 이 수준은 증가, 분기 4,000억원도 충분히 가능하며 현재도 다양한 투자가 진행되고 있기 때문에 지속 가능한 이익 수준이라고 판단함

(뒷페이지 계속)

배당은 결국 자본배분의 문제, 성장이 가능하면 성장을 선택해야

'25년 실적이 급증하면서 DPS 역시 크게 증가할 것으로 예상. '25년 DPS 7,700원으로 '24년 대비 93.5% 증가 전망. 다만 동사의 배당성향이 20%대에 머물러 있다는 점이 회사를 비롯하여 많은 투자자들의 고민일 것임. 증권외 주력 계열사가 없기 때문에(가령 보험사 등) 동사의 자본은 증자나 채권을 발행하지 않는 이상 그 해의 이익만큼 늘어날 수 밖에 없는 태생적 한계가 존재. 우리가 꾸준히 강조하고 있지만, 증권사는 자본이 곧 경쟁력이고 수익성으로 이어지기 때문에 무턱대고 배당을 크게 늘리기 어려움. 금융사는 배당이 중요하다고 하지만 이는 성장성 둔화로 정체된 자본을 효율적으로 분배할 대상이 없어 환원을 선택하는 것. 배당보다 확실한 투자처가 있다면 자본효율성 관점에서 성장을 선택하는 것이 장기적인 주주가치향상에 더욱 유리할 것임

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,989	2,635	3,968	3,588	3,559
영업이익	820	1,199	2,383	1,964	1,894
당기순이익	707	1,033	1,973	1,619	1,567
YoY	5.5%	46.1%	91.0%	-17.9%	-3.2%
EPS	12,106	17,689	33,778	27,721	26,828
BPS	144,615	166,581	187,436	215,157	241,985
PER	4.7	3.8	4.9	5.9	6.1
PBR	0.4	0.4	0.9	0.8	0.7
ROE	8.4	10.6	18.0	12.9	11.1

자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

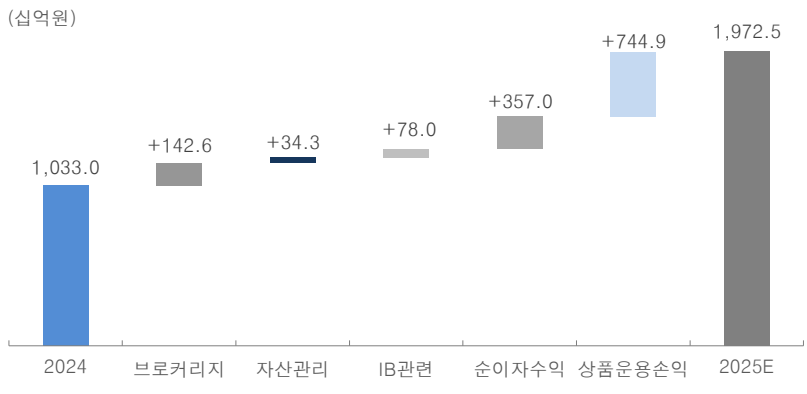
표 1. 한국투자증권 별도 기준 타법인 출자 내역 요약

(단위: 십억 원)

법인명	상장	최초취득일자	최초취득 금액	기초 장부 가액	평가손익	기말 장부 가액
카카오뱅크	상장	2022 년 12 월 26 일	3,413	3,413	0	3,413
우리금융지주	상장	2016 년 12 월 01 일	324	416	286	702
한국투자글로벌사모투자 합자회사	비상장	2025 년 09 월 30 일	276	0	0	276
에스케이온	비상장	2024 년 10 월 15 일	250	248	0	248
한국투자 SEA-CHINA 펀드	비상장	2018 년 10 월 25 일	208	210	0	208
한앤컴퍼니코어제 1 호사모투자합자회사	비상장	2022 년 06 월 29 일	121	124	3	127
롯데글로벌로지스 보통주(롯데지주 PRS)	비상장	2025 년 06 월 11 일	100	0	-2	98
한투 EB 글로벌그린에너지 PEF	비상장	2022 년 12 월 20 일	100	111	9	119
SF Credit Partners, LLC	비상장	2023 년 01 월 17 일	100	84	0	100
SK 에코플랜트 상환전환우선주	비상장	2022 년 06 월 29 일	80	80	0	80
칼리스타평택에너지 사모투자합자회사	비상장	2024 년 09 월 04 일	80	80	0	80
한국투자 Re-Up II 펀드	비상장	2022 년 04 월 22 일	73	77	0.5	75
아이엠엠인프라에코 사모투자합자회사	비상장	2024 년 12 월 06 일	65	65	0	65
PT Lotte Chemical Indonesia	비상장	2025 년 03 월 20 일	50	0	0	50
한국투자 2022 사모투자합자회사	비상장	2022 년 12 월 20 일	50	37	0	50
기업은행	상장	2005 년 12 월 02 일	39	37	13	51
한국투자신기술사업조합 1 호	비상장	2021 년 02 월 09 일	38	38	0	38
BPEA Fund VIII, L.P	비상장	2023 년 04 월 25 일	33	28	-2	34
KKR Asian Fund 4 호	비상장	2021 년 05 월 26 일	33	43	9	58
한국투자바이오글로벌 펀드	비상장	2020 년 07 월 29 일	32	33	1	34
한국증권금융	비상장	1975 년 02 월 11 일	31	80	13	93
한국투자 Re-Up 펀드	비상장	2018 년 01 월 23 일	30	42	3	40
칼리스타브라이트에너지 사모투자합자회사	비상장	2025 년 09 월 05 일	30	0	0	30
스틱스페셜시츄에이션제 2 호	비상장	2019 년 10 월 29 일	30	25	0.2	25
IMM 케이바이오퓨쳐스제 1 호 PEF	비상장	2024 년 06 월 13 일	29	30	1	31
SK 에코플랜트	비상장	2008 년 02 월 02 일	29	42	2	44
기타 430 개 투자자산			1,271	1,483	330	1,865
합 계			6,916	6,826	668	8,034

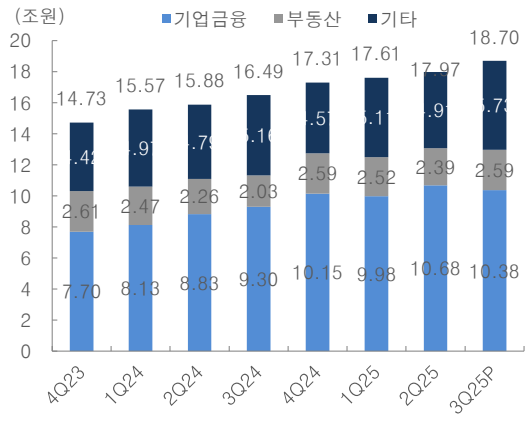
자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

그림 1. 한국금융지주 지배주주순이익 변동 상세



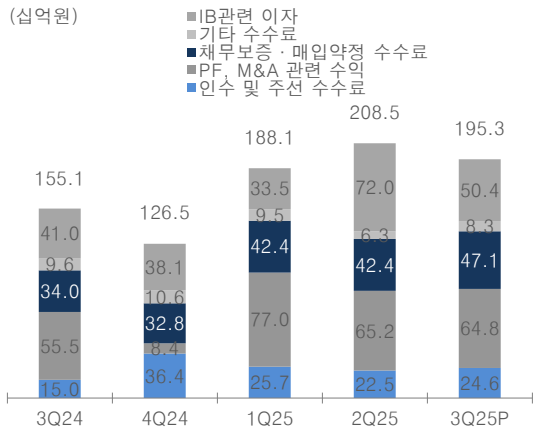
자료: 한국금융지주, 대신증권 Research center

그림 2. 한국금융지주 발행어음 잔고



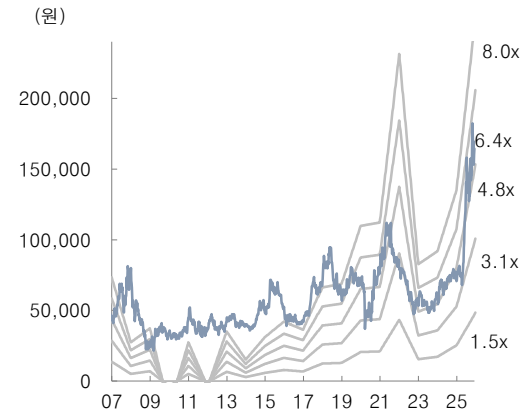
자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

그림 3. 한국금융지주 IB 수익



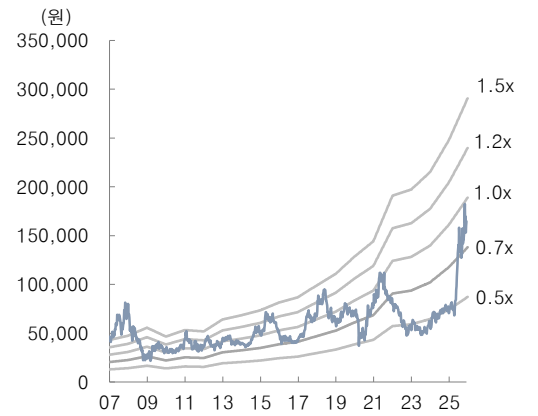
자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

그림 4. 한국금융지주 PER band



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 5. 한국금융지주 PBR band



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

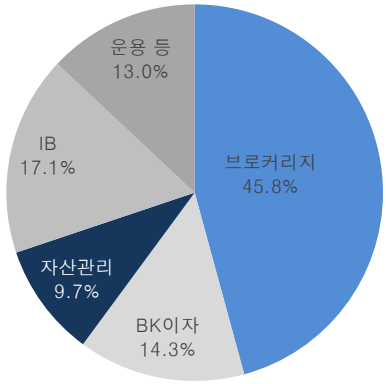
- 1974년 설립, 2005년 동원증권과 합병 진행
- 브로커리지, 자산관리, 투자은행(IB), 자산운용 등 전 분야에서 다각화된 수익모델을 갖춘 종합금융투자회사, 2017년 국내 증권사 중 최초로 단기금융업 인가 획득
- 점포망 77개, 총 임직원수 2,909명, 해외현지법인 7개, 해외사무소 2개(2021년 연말 기준)
- 금융지주 김남구 회장, 증권 정일문 대표이사
- 자산 70.6조, 부채 63.0조, 자본 7.6조(2023년 3월 별도기준)
  (발행주식 수: 55,725,992 / 자기주식수: 2,987,479)

주가 변동요인

- 거래대금
- 시장금리
- 주가지수

자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

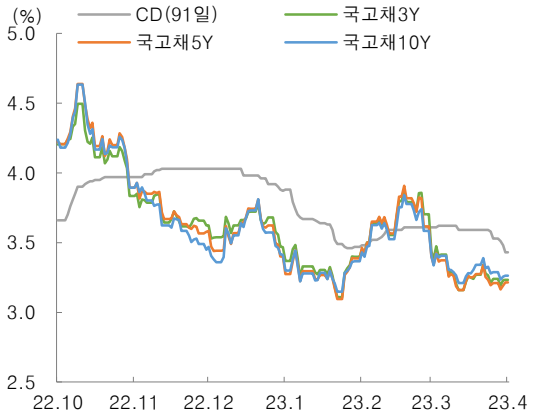
한국투자증권_순영업수익 구성



주: 2023년 1분기 순영업수익 별도 기준
자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

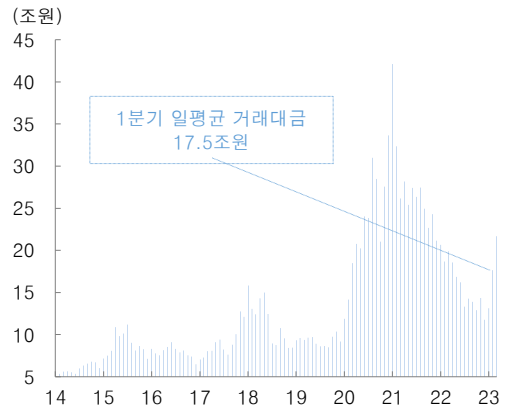
Earnings Driver

국고채 금리 추이



자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

월평균 거래대금 추이(KOSPI+KOSDAQ)



자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,989	2,635	3,968	3,588	3,559
수수료순수익	1,040	1,225	1,456	1,316	1,286
브로커리지	367	436	579	545	441
자산관리	124	143	177	186	195
IB관련	376	424	502	553	608
기타	-634	-94	-166	32	42
수수료비용	270	273	298	301	304
순이자수익	980	1,255	1,612	1,769	1,769
상품운용손익	-31	155	900	503	503
판관비	1,169	1,435	1,585	1,625	1,665
인건비	512	512	513	519	524
전산운용비	27	26	26	25	24
광고선전비	11	11	10	10	10
임차료	19	19	19	19	19
유무형자산감가상각비	33	33	33	33	33
그외	567	834	983	1,019	1,055
영업이익	820	1,199	2,383	1,964	1,894
영업외이익	65	195	289	195	195
영업외비용	0	0	0	0	0
법인세차감전 순이익	886	1,394	2,672	2,158	2,089
법인세비용	178	355	696	540	522
당기순이익	708	1,039	1,976	1,619	1,567
당기순이익(지배주주)	707	1,033	1,973	1,619	1,567

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및예치금	9,723	11,179	12,615	13,389	14,211
단기매매증권	51,807	62,625	73,214	79,249	85,782
매도가능증권	5,183	2,362	3,191	3,454	3,739
지분법주식	4,181	4,526	4,899	5,303	5,740
기타유가증권	22,214	25,091	28,559	29,718	30,925
신용공여	7,908	8,900	10,017	11,274	12,689
무형자산	368	483	505	505	505
기타자산	260	286	219	228	237
자산총계	95,901	109,215	123,202	131,846	141,139
예수부채	13,656	16,139	31,667	33,610	35,672
차입부채	52,026	59,749	34,666	36,793	39,051
기타부채	6,301	6,897	45,924	48,879	52,284
부채총계	87,456	99,487	112,256	119,282	127,007
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	608	184	184	184
자본조정	-51	-51	-51	-51	-51
기타포괄손익누계액	358	750	735	735	735
이익잉여금	7,151	8,029	9,771	11,389	12,956
자본총계	8,445	9,728	10,946	12,564	14,131
지배주주지분	8,361	9,631	10,836	12,439	13,990
부채및자본총계	95,901	109,215	123,202	131,846	141,139

Valuation Index (단위: 원, 배, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPS	144,615	166,581	187,436	215,157	241,985
EPS	12,106	17,689	33,778	27,721	26,828
PBR	0.39	0.41	0.88	0.76	0.68
PER	4.70	3.82	4.87	5.93	6.13
DPS	3200	3980	7700	7000	7000
배당성향	26.48	22.53	22.81	25.27	26.11

Financial Ratio (단위: %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익증가율	10.6	32.5	50.6	-9.6	-0.8
영업이익증가율	38.9	46.2	98.7	-17.6	-3.5
순이익증가율	5.5	46.1	91.0	-17.9	-3.2
ROE	8.37	10.62	18.02	12.88	11.09
ROA	1.44	1.85	3.11	2.32	2.12
자기자본회전율	23.55	27.09	36.25	28.56	25.18

Growth Rate (단위: %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총자산증가율	5.4	13.9	12.8	7.0	7.0
자기자본증가율	1.8	15.2	12.5	14.8	12.5
순영업수익증가율	10.6	32.5	50.6	-9.6	-0.8
판관비증가율	-3.2	22.8	10.4	2.5	2.5
순이익증가율	5.5	46.1	91.0	-17.9	-3.2

순영업수익구성비율 (단위: %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
브로커리지	18.4	16.5	14.6	15.2	12.4
자산관리	6.2	5.4	4.5	5.2	5.5
IB관련	18.9	16.1	12.7	15.4	17.1
기타수수료	-31.9	-3.6	-4.2	0.9	1.2
순이자수익	49.3	47.6	40.6	49.3	49.7
상품운용손익	-1.6	5.9	22.7	14.0	14.1

자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

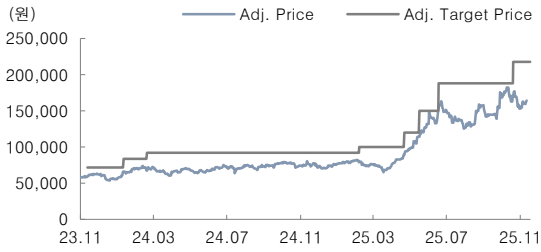
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 박혜진, 권용수)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국금융지주(071050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.12.04	25.12.02	25.12.01	25.11.28	25.11.11	25.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	218,000	218,000	218,000	218,000	218,000	188,000
괴리율(평균,%)		(25.56)	(25.63)	(25.65)	(25.55)	(20.48)
괴리율(최대/최소,%)		(18.81)	(18.81)	(18.81)	(18.81)	(3.03)
제시일자	25.09.03	25.08.12	25.08.06	25.07.10	25.06.08	25.05.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	188,000	188,000	188,000	188,000	150,000	120,000
괴리율(평균,%)	(24.09)	(25.49)	(22.42)	(21.50)	(10.40)	(15.54)
괴리율(최대/최소,%)	(12.98)	(12.98)	(12.98)	(12.98)	2.73	(4.92)
제시일자	25.04.11	25.04.10	25.03.28	25.03.18	25.02.28	25.02.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	92,000
괴리율(평균,%)	(24.62)	(26.13)	(25.95)	(24.67)	(24.96)	(17.06)
괴리율(최대/최소,%)	(10.60)	(22.90)	(22.90)	(22.90)	(22.90)	(10.33)
제시일자	25.01.20	24.11.21	24.11.16	24.10.17	24.09.25	24.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
괴리율(평균,%)	(17.45)	(18.11)	(17.22)	(16.99)	(18.55)	
괴리율(최대/최소,%)	(11.96)	(12.17)	(13.91)	(13.91)	(15.54)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:2025.11.30)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.3%	11.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상