

Summary

섹터별 매력도 : 은행=손해보험 >> 증권 > 생명보험

[은행] 커버리지 4사 2022년 은행 기준 NIM은 8~12bp 추가 개선 가능할 전망. 이에 따른 이자이익만 15~17% 증가할 것. 따라서 올해도 주요 금융지주의 실적은 상당히 견고할 것인데 비이자이익에서 차별화될 전망

[손해보험] 자동차보험 손해율은 소폭 상승할 것이나 1) 한방치료 기준 마련, 2) 경상환자 과잉진료 제재 등 제도적 뒷받침이 되고 있어 예상보다 양호할 것. 또한 실손보험료 인상률(+14.2%)이 예상보다 높았고 4월 지급기준이 강화 [15p 참고]될 예정이기 때문에 위험손해율도 안정화될 가능성이 큼

[증권] 순이익은 2021년 대비 감소가 불가피하나 이익 레벨 자체는 양호할 전망. 그러나 트레이딩수익, IB수익 등 주요 부문의 이익 추정이 어려워 투자자들은 결국 거래대금 추이에 의존할 수 밖에 없음. 일평균 거래대금은 지난해 1분기를 기점으로 지속적으로 하락하는 바 증권주는 현재 모멘텀이 부재한 상황

[생명보험] 최근의 금리상승이 생명보험사의 펀더멘탈을 개선시키는 수준은 아니고 2023년 IFRS17도입이 당장 시급한 사항이기 때문에 생명보험업종은 2023년 이후 주목받을 것. 현재는 모멘텀 부재

[Top-Picks] 우리금융지주, 현대해상, 한국금융지주, 키움증권 제시

은행 4분기 실적 리뷰

4분기는 계절적으로 희망퇴직 등 비용이 크게 반영되는 시기. 하나금융지주를 제외한 금융지주 3사는 4분기 2,000억원 ~3,500억원 희망퇴직 비용 반영. 하나금융지주는 올해 1분기로 비용 반영이 지연

(단위: 십억원)

커버리지 은행 4Q21 순이익

	4Q20	3Q21	4Q21P	컨센서스	컨센서스대비	YOY	QOQ
신한지주	464.4	1,115.7	459.8	583.3	-21.2%	-1.0%	-59%
KB금융	577.3	1,297.9	637.2	669.6	-4.8%	10.4%	-51%
하나금융지주	532.8	928.7	844.5	610.4	+38.3%	+59%	-9%
우리금융지주	166.5	778.6	390.0	288.1	+35.4%	+134%	-50%
계	1,741.0	4,120.9	2,331.5	2,151.4	12%	51%	-42%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center, Fnguide

은행 4분기 NIM

모든 금융지주는 3분기 대비 개선된 모습. 이는 작년 8월, 11월 기준금리 인상 효과가 반영된 것이며 2022년 NIM추가 개선 전망

(단위: %, bp)

커버리지 은행기준 NIM 추이

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	QoQ	YoY
신한지주	1.34	1.39	1.40	1.40	1.45	+5bp	+11bp
KB금융	1.51	1.56	1.56	1.58	1.61	+3bp	+10bp
하나금융지주	1.28	1.36	1.41	1.40	1.47	+7bp	+19bp
우리금융지주	1.29	1.35	1.37	1.36	1.42	+6bp	+13bp
평균	1.36	1.42	1.44	1.44	1.49	+5bp	+13bp

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

은행 배당관련

모든 금융지주사가 올해 중간배당을 결정. 배당 제한 권고가 종료됨에 따라 2021년 배당정책에 대해 상당히 전향적인 입장을 견지. 현물 배당 뿐만 아니라 자사주 매입 등의 카드도 고려 중. 금융지주의 올해 배당은 최고 수준이 될 전망
KB금융은 1,500억원의 자사주 소각을 결정

(단위: 보통주, 원, %)

커버리지 은행 2021 배당수익률

	DPS	배당성향	배당수익률
신한지주	1,960	25.2%	5.3%
KB금융	2,940	26.0%	5.2%
하나금융지주	3,100	25.6%	7.4%
우리금융지주	900	25.3%	6.6%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center, Fnguide
기준: 배당수익률 Dart 기준

은행 4분기 실적 리뷰

[4Q21 Review] 금융지주 커버리지 4사 실적 Review

[신한지주] 투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

- 4분기 지배주주 순이익 4,598억원(QoQ -58.8% YoY -1.0%)으로 컨센서스 5,833억원과 우리의 추정 5,917억원을 각각 -21.2%, -22.3% 하회하는 실적을 기록. 판관비와 총당부채가 우리의 예상보다 크게 반영됨에 따라 추정을 하회
- 2021년 연간이익은 2020년 대비 +17.7% 증가한 4.02조원을 기록. 기말 주당 배당금 1,400원 결정하였으며 이에 따라 연간 주당배당금은 1,960원으로 배당성향 25.2%, 배당수익률 5.3%에 해당. 동사는 올해부터 분기 균등 배당을 시행할 예정. 분쟁상품 관련 총당부채 적립이 4,641억원이기에 이를 감안하면 연간 이익은 훨씬 높았을 것. 올해부터 동 이슈가 해소될 개연성이 크기 때문에 2022년은 이익 증가와 불확실성 해소에 따른 좀더 전향적인 배당정책을 기대해 볼 수 있을 것

[KB금융] 투자의견 Buy, 목표주가 65,000원 유지

- 4분기 지배주주 순이익 6,372억원(QoQ -50.9%, YoY +10.4%)으로 컨센서스를 -4.8% 하회하는 실적을 기록. 각종 보수적 비용 반영에도 2021년 연간이익은 2020년 대비 +27.6% 증가한 4.4조원을 기록하며 3년 연속 사상 최대 실적을 경신
- 동사는 기말 주당배당금 2,190원, 연간 주당배당금 2,940원을 결의하며 배당성향 26%를 기록, 배당정책 정상화 되는 모습을 보여주었으며 이와 더불어 올해 들어 금융지주 중 첫번째로 1,500억원에 이르는 자사주 소각을 결정. 올해 NIM은 지속적으로 개선될 수 밖에 없으며 총당금 적립 기준 강화로 크레딧리스크 우려도 크지 않을 전망. 이에 더해 훌륭한 배당정책으로 올해도 대장주로서의 지위는 견고할 것

은행 4분기 실적 리뷰

[4Q21 Review] 금융지주 커버리지 4사 실적 Review

[하나금융지주] 투자의견 Buy, 목표주가 53,000원

- 4분기 지배주주 순이익 8,445억원(QoQ -9.1%, YoY +58.5%)으로 우리의 추정 6,309억원과 컨센서스 6,104억 원을 각각 +33.9%, +38.3% 상회하는 어닝서프라이즈 달성. 실적의 호조는 경쟁사와는 달리 희망퇴직비용반영이 1분기로 이연되어 당 분기 판관비가 경상적인 수준에 그친 데 기인
- 2021년 연간 이익은 3.5조원으로 2020년 대비 +33.7% 증가. 희망퇴직 비용을 올해 1분기로 이연하며 2022년에 대한 실적 부담이 있을 수 있으나 기준금리 인상에 따른 NIM개선으로 증익은 충분히 가능할 전망. 우리는 동사의 이자이익을 2021년 대비 +17.4% 증가한 8.2조원을 전망하고 있음. 더할 나위 없이 높아진 이익레벨과 커버리지 중 가장 높은 배당수익률이 매력적

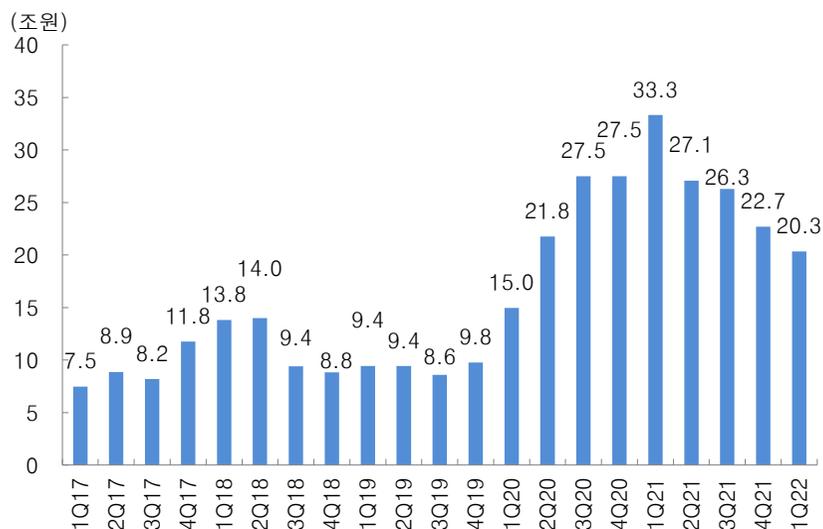
[우리금융지주] 투자의견 Buy, 목표주가 18,000원, 업종 내 최선호주 유지

- 4분기 지배주주 순이익 3,900억원(QoQ -49.9%, YoY +134.2%)으로 컨센서스 2,881억원과 우리의 추정 2,414억 원을 각각 +35.4%, 61.6% 상회하는 호실적을 달성. 예상보다 높은 순이익은 판관비가 우리의 예상보다 낮았던 데 기인
- 2021년 연간이익은 2020년 대비 무려 98.4%나 증가한 2.6조원을 기록. 지주-은행-다시 지주의 과정을 거쳐오며 2021년 사상 최대 실적을 경신. 사측은 1월 기준금리 인상, 하반기 추가 한 차례 인상 예상에 따라 NIM은 1.5%까지 상승할 수 있을 것으로 전망. 이에 따른 이자이익의 원활한 증가와 올해 우리금융F&I 등 새로운 자회사를 출범시키며 비은행계열사 라인업을 강화 중에 있음. 따라서 비이자이익이 증가할 가능성이 커버리지 중 가장 높는데, 올해는 모든 금융지주의 이자이익은 증가할 수 밖에 없음. 차별화 포인트는 결국 비이자이익의 증가 여부. 그런 면에서 동사는 가장 유리한 포지션을 구축

증권

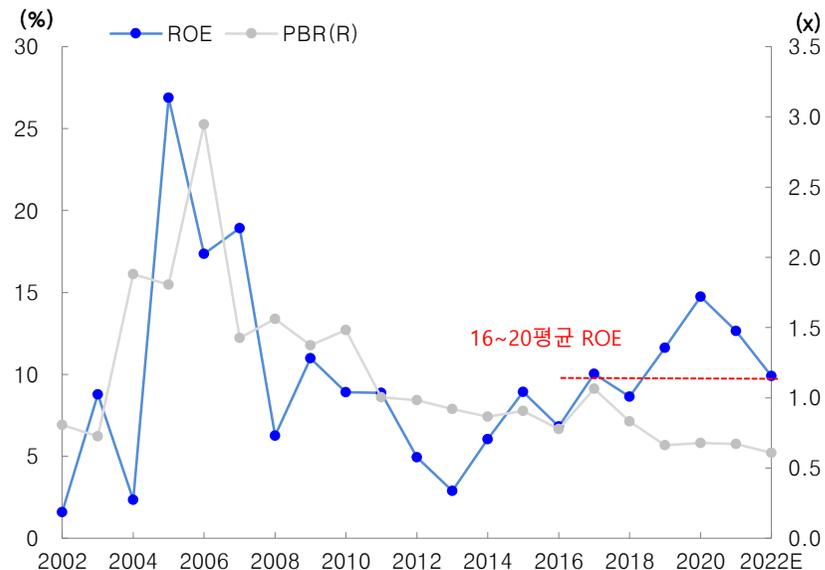
2021년은 거래대금 폭증, IPO 활황 등에 힘입어 역사상 유례 없는 순이익을 기록. 2022년 기저효과에 대한 부담이 존재할 수 밖에 없음. 1월 평균 거래대금은 20.3조원으로 지난 1분기를 고점으로 지속적 감소세를 보이고 있음. IB수익, 트레이딩 수익 등 증권사의 회계적 투명성이 떨어져 추정이 어렵기 때문에 투자자들이 직관적으로 볼 수 있는 지표는 거래대금이 유일. 따라서 주가는 거래대금 추이에 연동될 수 밖에 없으며 이는 주가의 상방을 제한하는 요인으로 작용

한 풀 꺾이기 시작한 거래대금



자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

그러나 대형사의 Sustainable한 ROE는 10%



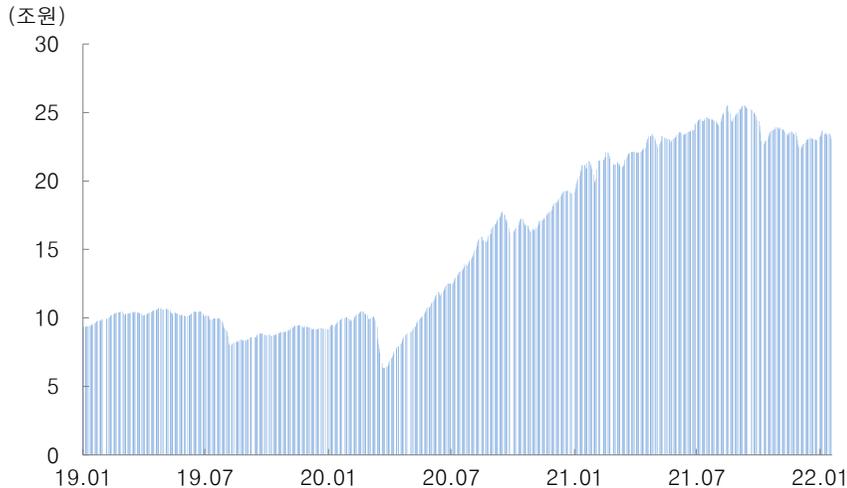
자료: 데이터가이드, 각 사, 대신증권 Research Center

증권

- 유례없는 거래대금 수준이 유지되고 있으나 지표는 한풀 꺾인 모습. 거래대금 뿐만 아니라 예탁잔고, 신용융자, 해외주식 약정 등 대부분의 지표가 2분기를 기점으로 반락.

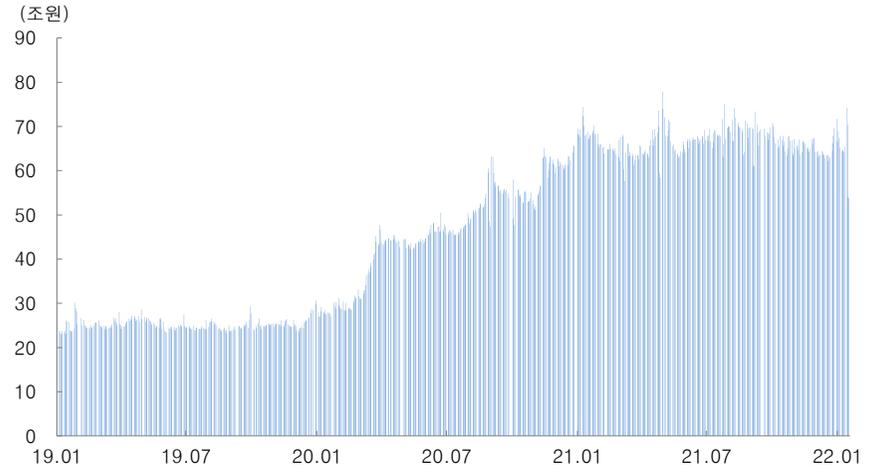
- 1) 2021년 역대 최고 실적에 대한 부담,
- 2) 거래대금에 연동될 수 밖에 없는 주가 흐름,
- 3) 2022년 이익 감소가 불가피함에 따라 증권업에 대한 투자의견은 중립(Neutral)으로 하향 조정

증권사 신용융자 잔고 추이



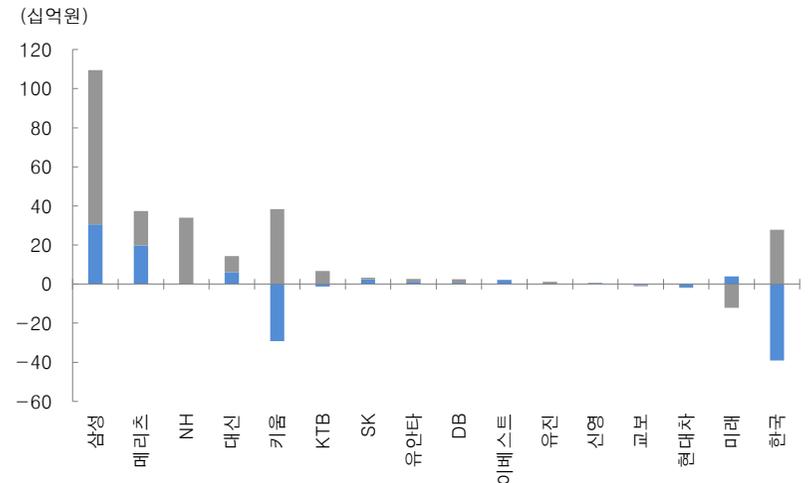
자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

증권사 예탁잔고 추이



자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

증권주 기관 및 외국인 60일 누적 순매수대금



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

주: 2021년 09월 30일 기준 직전 60일 누적 순매수대금

증권 4분기 리뷰

커버리지 증권 4Q21 순이익

(단위: 십억원, %)

	4Q20	3Q21	4Q21P	컨센서스	컨센서스대비	YOY	QOQ
한국금융지주	342.7	752.3	304.9	219.2	39.1%	-59.5%	-11.0%
NH투자증권	75.6	214.6	205.5	159.7	28.7%	-4.3%	+171.9%
미래에셋증권	167.7	340.8	180.8	207.8	-13%	-47%	+7.8%
삼성증권	126.7	268.2	144.1	153.0	-5.8%	+13.7%	-46.3%
키움증권	210.6	232.7	188.1	174.0	6.4%	-10.7%	-19.1%
계	923.3	1,808.6	1023.4	913.7	11.1%	-21.6%	20.7%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center, Enguide

커버리지 증권 2021년 예상 배당수익률

커버리지 증권 2021 예상배당수익률

(단위: 보통주, 원, %)

	DPS	배당성향	예상배당수익률
한국금융지주	2,800	10.2%	3.7%
NH투자증권	1,100	40.4%	9.5%
미래에셋증권	300	16.6%	4.4%
삼성증권	3,800	35.1%	8.5%
키움증권	3,900	11.1%	4.2%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center, Fnguide

기준: 예상배당수익률 2022년 01월 24일 증가 기준 *미래, 삼성증권은 실질값

증권 4분기 리뷰

[4Q21 Review] 증권 커버리지 5사 실적 리뷰

[한국금융지주] 투자의견 Buy, 목표주가 110,000원 유지

- 4분기 지배주주 순이익 3,049억원(QoQ -59.5%, YoY -11.0%)으로 우리의 추정 2,408억원과 컨센서스 2192억 원을 각각 +26.6%, 39.1% 상회하는 어닝서프라이즈 달성. 실적호조는 BK 수수료수익, IB수익이 예상보다 양호, 우리의 당초 예상치보다 상회한 데 기인
- 카카오뱅크 지분법 이익 5,546억원을 포함한 2021년 연간 이익은 1.76조원으로 2020년 대비 +104% 증가. 일회성 이익을 차치하더라도 ROE 17.5%로 여전히 훌륭한 자본효율성을 보여줌. 7일 지주와 밸류가 보유한 카카오뱅크의 보호예수 기간이 종료되었고, 증권의 공정위 제재가 해소되며 지분구조 변화의 환경은 마련된 상황. 우리는 동사의 자본효율성을 고려한다면 지분 구조 변화를 통한 자본확충이 훨씬 유리할 것으로 판단하고 있음

[NH투자증권] 투자의견 Marketperform으로 하향, 목표주가 15,000원 유지

- 4분기 지배주주 순이익 2,055억원(QoQ +171.9%, YoY -4.3%)을 기록하며 컨센서스 1,597억원을 +28.7% 상회하는 어닝서프라이즈를 기록

증권 4분기 리뷰

[4Q21 Review] 증권 커버리지 5사 실적 리뷰

[미래에셋증권] 투자의견 Marketperform, 목표주가 11,000원 유지

- 4분기 지배주주 순이익 1,808억원(QoQ -47%, YoY +7.8%)으로 우리의 추정 1,687억원을 +7.2% 상회하고 컨센서스 2,078억원을 -13% 하회하는 실적을 기록. 2021년 연간이익 1.16조원(YoY +43.7%), 자기자본 10.6조원, ROE 10.9% 달성. 2021년 현물배당 보통주 DPS 300원, 자사주 2,000만주 소각 결정. 추가적으로 1,000만주의 자사주 매입을 진행할 예정이며 중장기적 배당성향 30%까지 상향할 계획. 2021년 현물배당과 자사주 매입까지 고려한 배당성향은 32.7%

[키움증권] 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원, 업종 내 최선호주 유지

- 4분기 연결 지배주주 순이익 1,881억원(QoQ -19.1%, YoY -10.7%)으로 컨센서스 1,740억원을 +8.1% 상회하고 우리의 추정에 거의 부합하는 실적을 기록. 2021년 순이익 9,040억원, ROE 25.3% 달성하며 국내 증권사 중 최고의 자본효율성을 지속적으로 증명하고 있음. 올해는 BK수익이 워낙 압도적이었으나 동사가 주력하고 있는 IB 관련 수익도 1,560억원 기록하며 사상 최대를 경신. 지난 9월 신청한 종투사 인가가 무리 없이 진행 될 것으로 예상하는 바, 기업금융 신용융자 활용으로 동사가 주력하는 IB에 활력을 줄 수 있을 것. 증권주는 현재 모멘텀이 부재한데 동사는 종투사 진출이 기회가 될 것으로 전망

[삼성증권] 투자의견 Marketperform, 목표주가 50,000원 유지

- 4분기 지배주주 순이익 1,441억원(QoQ -46.3%, YoY +13.7%)으로 우리의 추정과 컨센서스를 각각 -5.2%, -5.8% 하회하는 실적을 기록. 2021년 연간 이익은 9,660억원(YoY +90.3%)으로 호실적 달성. 주당 배당금 3,800원 결의하였으며 배당성향 35.1%, 배당수익률 8.5%로 커버리지 중 최고의 배당수익률을 기록. 최근의 증권주는 모멘텀이 부재해 Valuation이 상당히 낮아진 상황. 따라서 9%에 육박하는 배당수익률은 증권주 내 충분한 강점으로 작용할 것

보험 4분기 실적 프리뷰

손해보험: 최근 주가는 2022년 이익 감소에 대한 우려로 그 동안의 상승분을 모두 반납, 하지만 자동차보험업법 개선방안에 이어 비급여 과잉진료 정비 등 제도적 개선이 지속적으로 뒷받침 되고 있음

생명보험: 변액보증준비금 부담이 감소하면서 지난해 대비 큰 폭의 순이익 개선을 보임. 특히 삼성생명은 당 분기 전자특별배당이익 6,470억원(세후)이 모두 반영되었으며 배당재원에 포함될 예정

커버리지 보험 4Q21 순이익

(단위: 십억원, %)

	4Q20	3Q21	4Q21(F)	컨센서스	컨센서스대비	YOY	QOQ
삼성화재	137.9	278.1	72.4	112.1	-35.4%	-47.5%	-74.0%
현대해상	-8.6	138.6	49.0	51.4	-4.7%	흑전	-64.6%
DB손해보험	60.2	219.9	108.2	112.2	-3.6%	79.9%	-50.8%
계	189.5	636.6	250.2	309.4	-19.1%	32.0%	-60.7%
삼성생명	271.0	129.0	202.0	216.4	-6.7%	-25.5%	56.6%
한화생명	-44.0	103.0	56.0	43.2	29.6%	흑전	-45.6%
미래에셋생명	-10.0	24.0	13.0	12.7	2.4%	흑전	-45.8%
계	217.0	256.0	271.0	272.3	-0.5%	24.9%	5.9%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

손해보험 커버리지 3사 주요 손해를 추이

- 자동차보험 손해율: 4분기는 10월, 11월은 양호했으나 12월 폭설로 손해율이 90%를 상회할 가능성도 있어 당분기 자보 손해율은 85.3%(QoQ +6%p, YoY -2%p)로 손해율 개선은 둔화될 전망
- 위험손해율: 4분기는 3분기 대비 2일 영업일수 증가 하였으며 IBNR 적립 등으로 상승할 전망. 뿐만 아니라 백내장 수술 관련 손해액 청구가 지속적으로 높은 수준이 유지되고 있어 전분기, 전년 동기 대비 상승할 것

<자동차보험 손해율>

(단위: %)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
삼성화재	90.2	100.8	86.3	82.2	85.8	87.9	79.8	78.2	79.5	86.4
DB손해보험	92.5	99.9	84.6	81.9	85.2	85.9	80.3	76.2	77.3	83.9
현대해상	94.0	99.1	85.3	82.9	85.9	87.3	80.6	78.6	79.3	85.3
평균	92.2	100.0	85.4	82.3	85.7	87.0	80.3	77.7	78.7	85.2

<장기위험 손해율>

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
삼성화재	83.9	88.8	85.8	85.2	86.3	90.8	86.6	89.4	88.1	91.8
DB손해보험	93.1	96.3	95.1	90.4	93.7	92.6	94.6	94.4	90.5	94.6
현대해상	95.2	99.9	99.3	91.4	96.2	97.0	97.0	97.0	95.3	99.0
평균	90.7	95.0	93.4	89.0	92.1	93.5	92.7	93.6	91.3	95.1

보험 4분기 실적 프리뷰

커버리지 보험 2021 예상배당수익률

(단위: 보통주, 원, %)

	DPS	배당성향	예상배당수익률
삼성화재	12,000	45.5%	5.3%
DB손해보험	3,500	23.9%	6.0%
현대해상	1,480	24.6%	6.0%
삼성생명	3,000	36.0%	4.4%
한화생명	60	11.0%	1.8%
미래에셋생명	100	19.4%	2.5%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center, Fnguide
주: 배당수익률 Dart 기준, 한화생명은 당사추정 값

보험 4분기 실적 프리뷰

[4Q21 Preview] 손해보험 커버리지 3사 실적 Comment

[삼성화재] 투자의견 Buy, 목표주가 260,000원 유지

- 4분기 별도기준 순이익은 724억원(QoQ -74%, YoY -47.5%)으로 컨센서스 1,121억원을 -35.4% 하회할 전망
당 분기 순이익은 컨센서스를 크게 하회할 것인데 1) 일회성 비용 반영에 따른 것이고 2) 2022년 실적 부담을 경감시켜준다는 점에서 오히려 긍정적. 실손보험료 인상률이 예상보다 높았고, 하반기 백내장 수술 등 보험금 지급기준이 강화됨에 따라 2022년 위험손해율 하락에 따른 이익 개선은 가능할 전망. 효율 인상 영향이 2위권사 만큼 크진 않지만 동사는 배당이라는 큰 장점을 보유

[현대해상] 투자의견 Buy, 목표주가 32,000원, 업종 내 최선호주 유지

- 4분기 별도기준 순이익은 490억원(QoQ -64.7%, YoY 흑전)으로 컨센서스 514억원을 -4.7% 하회할 전망. 12월 영업일수가 +2일 증가하여 위험손해율이 99%(QoQ +3.8%p)로 전년 동기 대비 +2%p 상승하고 4분기 IBNR 적립이 일부 이뤄질 것으로 예상되어 장기보험 손해율 상승에 따른 컨센서스 소폭 하회 전망
- 실손보험 인상률이 예상했던 수준보다 높았고, 특히 올해 갱신 비중이 가장 많은 2세대 실손보험 인상률이 양호하게 책정되어 이로 인해 보험영업손실이 +500억원 축소될 수 있을 것으로 추산됨. 뿐만 아니라 하반기 백내장 수술을 비롯한 비급여 항목 지급기준이 강화된다면 추가적 이익 증가가 가능할 것

[DB손해보험] 투자의견 Buy, 목표주가 76,000원으로 +16.9% 상향 조정

- 4분기 별도기준 순이익 1,082억원(QoQ -50.8%, YoY +79.9%)으로 컨센서스 1,122억원에 거의 부합할 것으로 예상. 2022년 자동차보험손해율이 +2~3%p 상승할 것으로 예상되고 신계약비 이연한도 소진에 따른 사업비 증가 등 '21년 이익 레벨이 워낙 높았기 때문에 올해 감익에 대한 우려도 존재. 그러나 하반기 제도(백내장 수술 등 비급여 지급 기준 강화) 변화가 유리하게 이뤄진다면 증익을 기대해 볼 수 있을 것. 2022년 BPS 반영에 따라 우리는 동사의 목표주가를 기존 65,000원에서 76,000원으로 +16.9% 상향조정함

보험 4분기 실적 프리뷰

[4Q21 Preview] 생명보험 커버리지 3사 실적 Comment

[한화생명] 투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 4,500원 유지

- 4분기 별도 기준 순이익 560억원(QoQ -45.6%, YoY 흑전)으로 컨센서스 43.2억원을 +29.6% 상회할 전망

[삼성생명] 투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 유지

- 4분기 지배주주 순이익 202억원(QoQ +56.6%, YoY -25.5%)으로 컨센서스 2,164억원을 -6.7% 하회할 전망

[미래에셋생명] 투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 4,700원 유지

- 4분기 별도 기준 순이익 130억원(QoQ -45.8%, YoY 흑전)으로 컨센서스 127억원에 거의 부합할 전망