

은행	Overweight
증권	Neutral
보험	Neutral

# 최적의 금융주 포트를 찾아서

## Financial Analysis

- Part I 금융주에 대한 소고(小考)
- Part II 은행 - 인플레이션 그 다음
- Part III 증권 - 파티가 끝나고
- Part IV 보험 - 한 템포 쉬어가기



# Contents

---

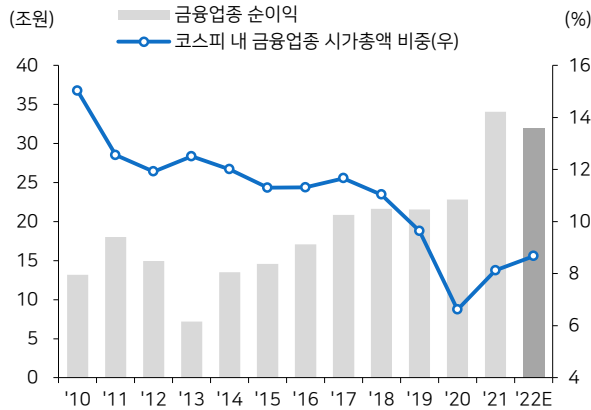
Summary	3
Key Chart	4
1. 금융주에 대한 소고(小考)	8
2. 은행 - 인플레이션 그 다음	18
3. 증권 - 파티가 끝나고	31
4. 보험 - 한 템포 쉬어가기	44
<b>기업분석</b>	
KB 금융 (105560) 주도주 지위 지속 전망	58
신한지주 (055550) 쉽게 돌아오지 않는 투심	61
하나금융지주 (089790) 새로운 알파가 필요한 시점	64
우리금융지주 (316140) 모멘텀의 현실화 여부가 중요	67
기업은행 (024110) 기대 이상의 선전 예상	70
BNK 금융지주 (138930) 지방은행에겐 불리한 대내외여건	73
DGB 금융지주 (139130) 개선된 펀더멘탈과 여전한 투자심리	76
JB 금융지주 (175330) 지방은행 내 편안한 선택지	79
카카오뱅크 (323410) 멀고도 험한 길	82
미래에셋증권 (006800) 차별화 된 이익 및 주가 방어력	86
한국금융지주 (071050) 포트폴리오의 힘	89
삼성증권 (016360) 베타보다 배당으로 알파	92
NH 투자증권 (005940) IB 경쟁 심화의 부담	95
키움증권 (039490) 브로커리지의 굴레	98
삼성화재 (000810) 강점이 단점으로	101
메리츠화재 (000060) 주가 재평가는 현재 진행형	104
DB 손해보험 (005830) 모든 지표가 상위권	107
현대해상 (001450) 실손 갱신 기대감 유효	110

## Summary

Part1-1. 금융 금융주에 대한 직관적 접근	규제와 성장성 부재 라는 식상하지만 구조적 해결이 불가능한 두 가지 문제와 얹은 수급 속에 금융주는 투자자들의 직관에 의존하고 있다. 연초 이후 은행, 보험주의 강세 배경에는 인플레이션 헤지 수단이라는 인식이 강하게 자리잡고 있다.
Part1-2. 금융 주도주와 Valuation gap Play	성장주는 물가를 뛰어넘는 성장이, 가치주는 지속가능한 수익성 개선이 추세를 만든다. 수익구조가 비슷하다면 자본활용 전략만이 차별화된 ROE 개선을 가능케 한다. 관성화된 Valuation gap play가 아닌 추세를 지속할 종목에 주목한다.
Part1-3. 금융 카카오뱅크 vs. 카카오페이	핀테크 기업의 정의는 탄생배경이 결정한다. 금융의 혁신 차원에서 자생적으로 발전했다면 플랫폼, 정부 정책에 의해 육성되었다면 금융업 범주에 속한다. 이에 우리는 카카오뱅크는 금융업, 카카오페이는 플랫폼 기업의 관점으로 접근한다.
Part2-1. 은행 인플레이션 헤지(Hedge)	현재 시장의 가장 큰 화두는 긴축이다. 당분간 연준의 금리 인상 횟수 또는 강도에 대한 논의가 뜨겁겠지만 이는 전망의 영역을 벗어난다. 즉 인플레이션에 대한 불확실성이 지속되고 있는 만큼 은행주의 상대적 강세는 지속될 가능성이 높다.
Part2-2. 은행 NIM 보단 건전성에 방점	금리 인상에도 가산금리 규제, 조달금리 상승 등을 고려할 때 NIM 개선강도는 점진적인 둔화가 불가피하다. 반면 부동산 중심 자산 구성상 안정된 건전성 흐름은 유지된다. 장단기금리차와 국내 은행주의 상관관계가 낮아진 것도 같은 이유다.
Part3-1. 증권 f(저금리, 유동성, 경기회복)	금리는 상승하고 유동성은 회수되는 가운데 인플레이션 부담은 스태그플레이션 우려로 번지고 있다. 여전히 증시 유동성이 풍부하다곤 하나 거래대금이 늘지 않는 이상 투자심리 회복을 기대하기엔 요원하다. 증권주 부진은 현재 진행형이다.
Part3-2. 증권 다음 먹거리에 대한 고민	Money move 현실화에도 증권주는 밸류에이션 확장에 실패했다. 기존 비즈니스 모델의 성장성을 인정받지 못하고 있는 만큼 새로운 성장동력이 반드시 필요하다. 해외사례를 참고할 때 가상자산 시장에서의 헤게모니 확보 여부가 중요하다.
Part4-1. 보험 코로나19의 마지막 반사효과	통상 금리 상승 구간에서 손해보험 보다 생명보험 주가가 강세를 보이기 마련이나 현재의 상황은 반대다. 금리 보단 코로나19 재확산 및 자동차 손해를 개선에 기반한 1분기 호실적, IFRS17 도입 기대감 등이 주가에 강하게 투영된 영향이다.
Part4-2. 보험 IFRS17, 비정상의 정상화	2023년 IFRS17이 도입된다. 일각에선 도입 초기 자본 감소 우려, 단순 회계기준 변경 등의 이유로 폄하하기도 하나 투자자들에게 더 높은 재무정보성과 배당가시성을 제공할 수 있게 됨은 분명하다. 긍정적인 면에 좀 더 주목하길 권한다.
투자전략 및 Top-picks 은행 Overweight 증권/보험 Neutral	은행 Overweight, 증권/보험 Neutral 투자의견을 제시한다. 은행은 코스피 내 높은 이익안정성, 증권은 업황 부진, 보험은 위험손해를 추이를 고려했다. KB금융/JB금융지주/한국금융지주/삼성증권/메리츠화재/현대해상을 최선호주로 추천한다.

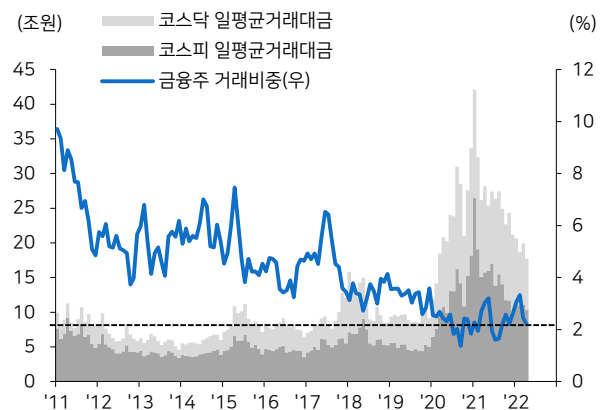
## Key Chart - 금융

그림1 코스피 내 금융업종 시가총액 비중 8.7%까지 축소



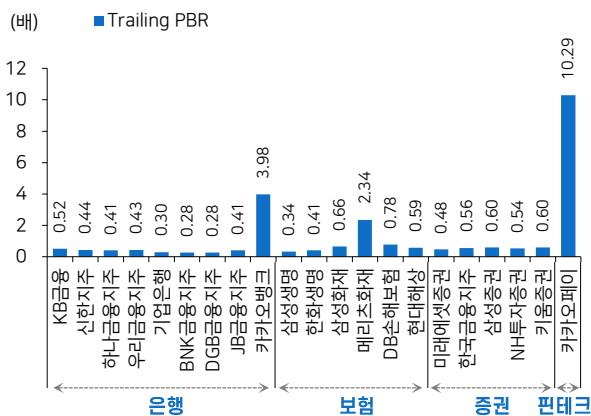
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림2 금융주 거래대금 비중 2~3% 내외까지 하락



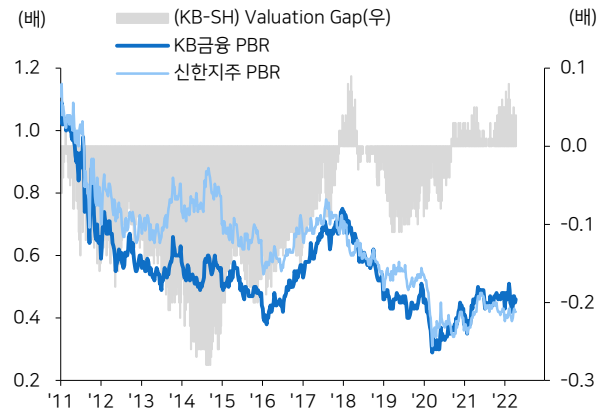
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림3 상장 금융업종 PBR 현황



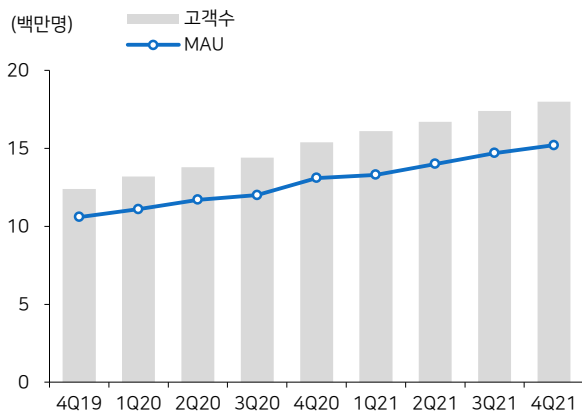
자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KB금융과 신한지주의 Valuation Gap 추이



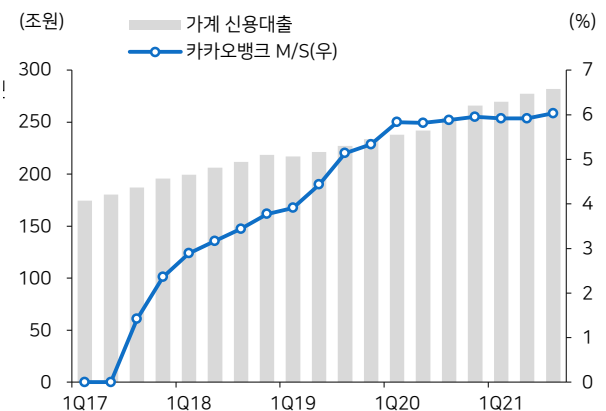
자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림5 카카오뱅크의 MAU와 고객수 추이



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

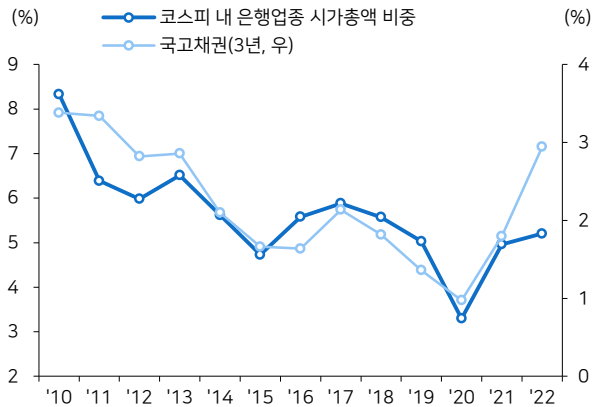
그림6 카카오뱅크, 가계 신용대출 시장 M/S 침투율 둔화



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

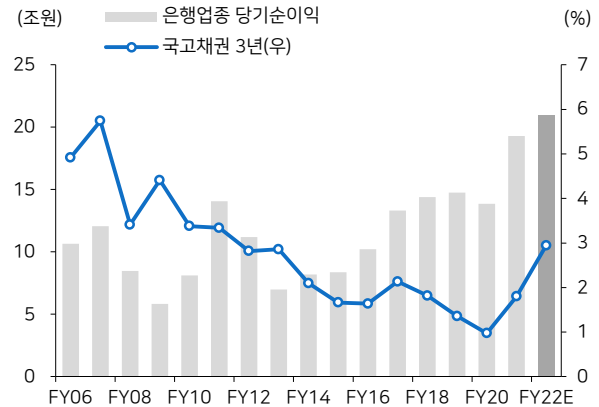
## Key Chart - 은행

그림7 금리 방향성이 코스피 내 은행주 투자매력도 결정



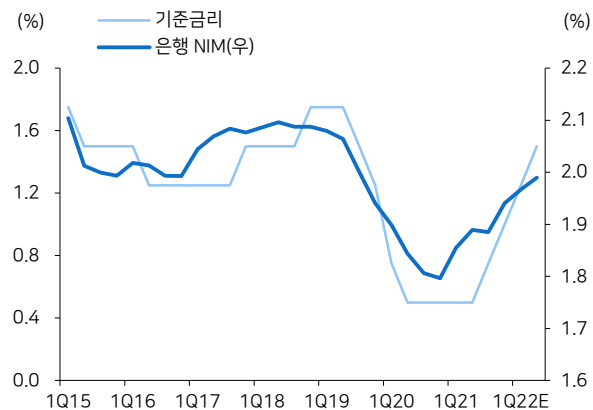
자료: KRX, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림8 금리 변동에 따른 이익 민감도 둔화



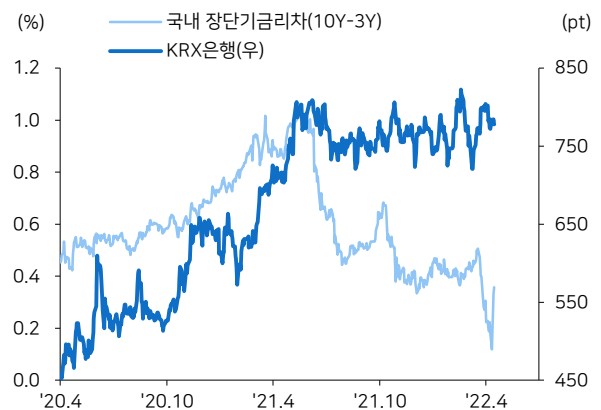
자료: KRX, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림9 기준금리와 NIM 추이 및 전망



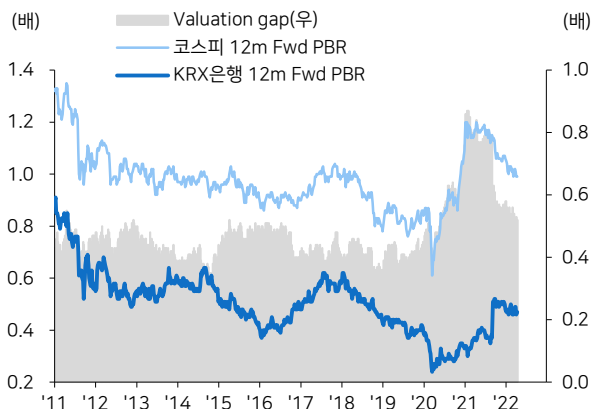
자료: 한국은행, 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 국내 장단기금리차와 은행주 추이



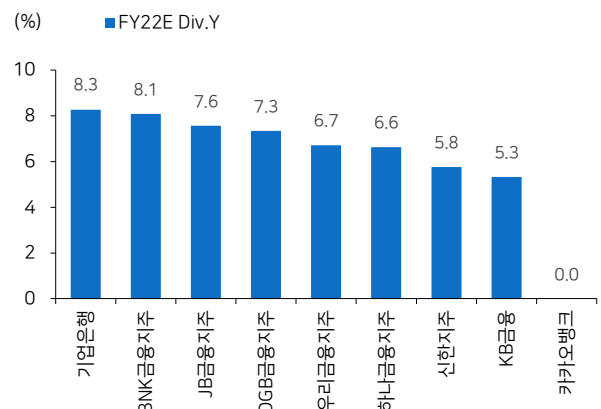
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 은행주 밸류에이션 할인율 축소는 현재 진행형



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림12 FY22E 배당수익률



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

## Key Chart - 증권

그림13 지수에 동행 또는 후행하는 증권주 흐름



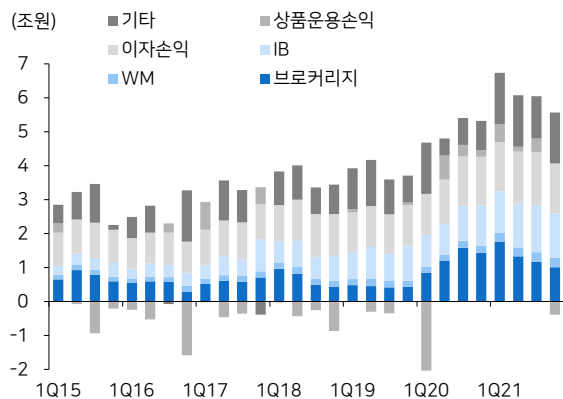
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림14 거래대금은 지속 하락 추세



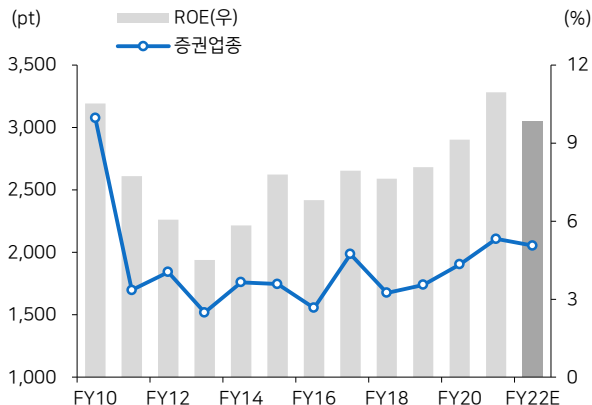
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내 증권사 수익 구조



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림16 과거대비 높아진 ROE를 반영하지 못하는 증권주



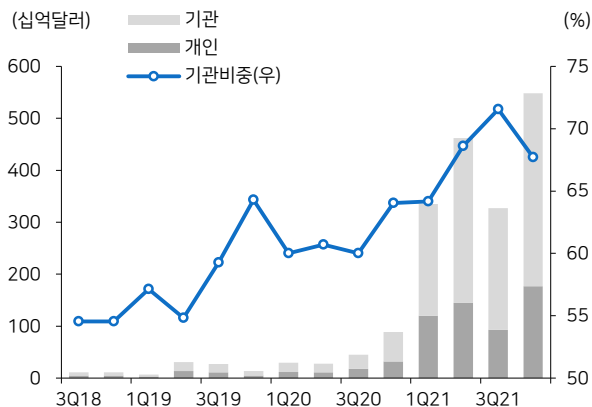
자료: 금감원, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림17 역대 최저 수준의 밸류에이션과 변동성 수준



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

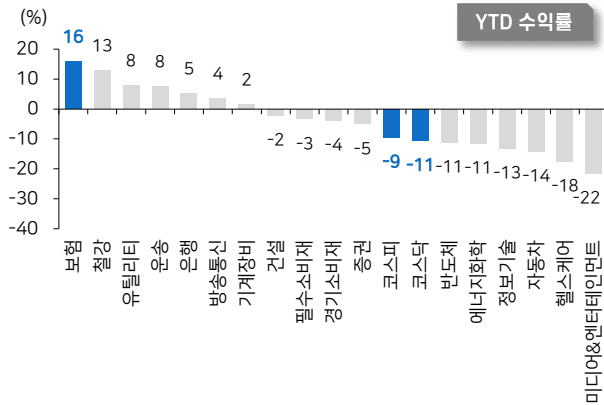
그림18 암호화폐 거래대금 중 기관 비중은 70% 수준까지 상승



자료: Coinbase, Arcane Research, KODA, CARDO, 메리츠증권 리서치센터

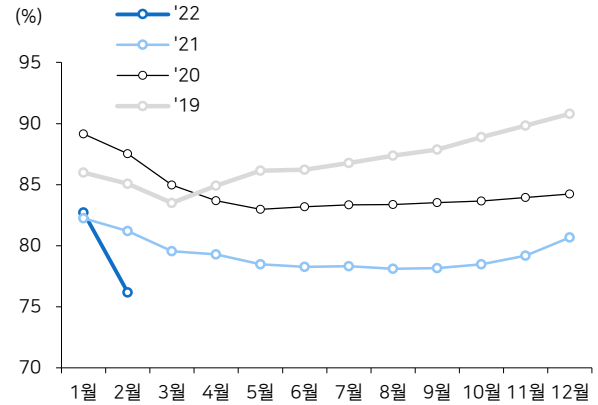
## Key Chart - 보험

그림19 보험업종 KOSPI 대비 25%p 초과수익 기록 중



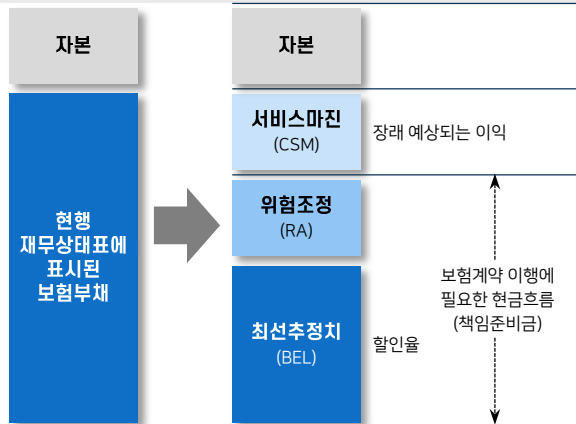
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림20 역대 최저 수준에서 관리되고 있는 자동차 손해율



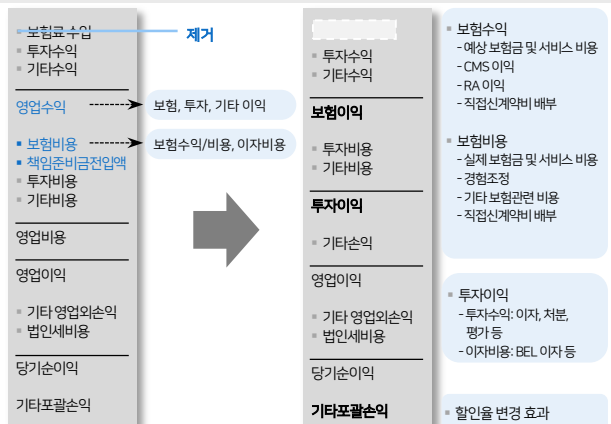
자료: 보험개발원, 손해보험협회, 메리츠증권 리서치센터

그림21 IFRS 17의 보험부채



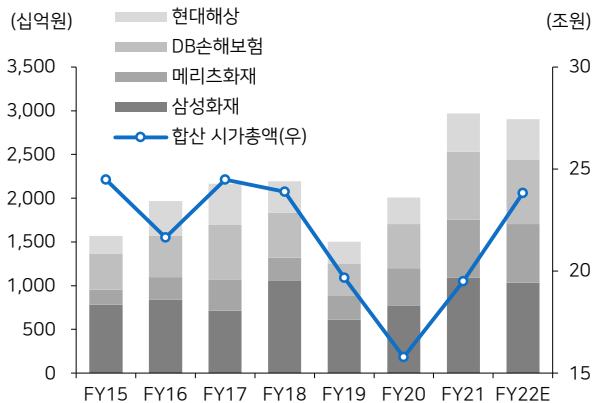
자료: 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림22 IFRS17 도입시 손익계산서 변화



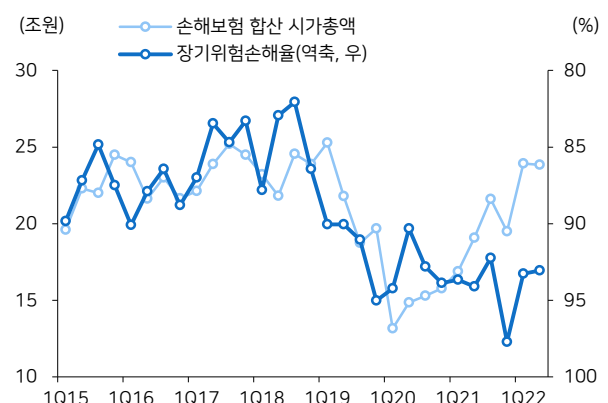
자료: 한국회계기준원(2013) 수정 인용, 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림23 커버리지 손보업종 순이익과 합산 시가총액 추이



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림24 장기 위험손해를 개선 없이는 추가 상승 한계



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
KB금융 (105560)	Buy	75,000원
신한지주 (055550)	Buy	51,000원
하나금융지주 (089790)	Buy	62,000원
우리금융지주 (316140)	Buy	19,000원
기업은행 (024110)	Buy	14,000원
BNK금융지주 (138930)	Buy	10,000원
DGB금융지주 (139130)	Buy	11,500원
JB금융지주 (175330)	Buy	11,000원
카카오뱅크 (323410)	Hold (신규)	53,000원
미래에셋증권 (006800)	Buy (신규)	10,500원
한국금융지주 (071050)	Buy (신규)	100,000원
삼성증권 (016360)	Buy (신규)	52,000원
NH투자증권 (005940)	Hold (신규)	13,000원
키움증권 (039490)	Hold (신규)	115,000원
삼성화재 (000810)	Hold (신규)	250,000원
메리츠화재 (000060)	Buy (신규)	59,000원
DB손해보험 (005830)	Buy (신규)	88,000원
현대해상 (001450)	Buy (신규)	41,000원



Industry Indepth  
2022. 4. 18

# KB 금융 105560

## 주도주 지위 지속 전망

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 75,000원, 은행업종 최선호주 추천
- ✓ 1Q22E 순이익 1.27조원(+0.2% YoY, +99.7% QoQ)으로 컨센서스 부합
- ✓ 4분기 자사주 소각에 이어 1분기에 분기배당 시행 추진
- ✓ 업계 최고의 이익체력, 자본력, 안정된 지배구조 등 전향적인 주주환원 기대
- ✓ 향후에도 현재의 은행업종 시가총액 1위 지위는 유지될 것으로 전망

## Buy

**적정주가 (12개월)** **75,000 원**  
**현재주가 (4.15)** **59,400 원**  
**상승여력** **26.3%**

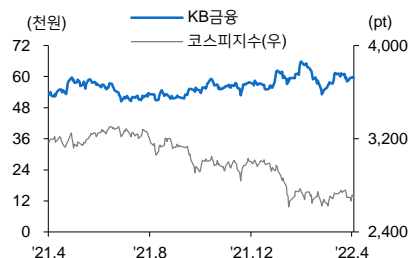
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	244,937억원
발행주식수	41,235만주
유동주식비율	79.38%
외국인비중	72.78%
52주 최고/최저가	65,800원/50,400원
평균거래대금	856.5억원

### 주요주주(%)

국민연금공단	8.73
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.8	6.5	10.0
상대주가	1.9	19.0	30.3

### 주가그래프



### 공격적인 주주환원 정책 시행의 원년

기준금리 인상과정에서의 NIM 개선은 업계 공통적인 사항이다. 우리는 이보다 2022년 은행주 투자 포인트로 주주환원 정책 확대 여부에 좀 더 집중하고 있다. 4분기 배당성향 정상화와 함께 1,500억원의 기 보유 자사주 소각을 발표했다. 또한 이번 1분기에는 지주 설립 최초로 분기배당에 나설 가능성이 높다. 업계 최고의 이익체력, 자본력, 안정된 지배구조 등을 보유하고 있는 만큼 주주환원 정책에 있어 가장 선도적인 역할이 가능하다는 판단이다.

### 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 지배주주순이익은 1.27조원(+0.2% YoY, +99.7% QoQ)으로 컨센서에 부합할 전망이다. 3bp의 마진 개선과 1% 초반의 대출 성장을 통해 견조한 Top line 성장을 이어가는 모습이다. 경상 총당금은 안정화된 수준을 유지하고 있으며, 금융당국 권고에 따른 소폭의 총당금 전입은 있겠으나 전사 이익체력을 감안하면 큰 부담은 아니다. 참고로 분기 DPS는 500원을 예상한다.

### 은행업종 최선호주 추천

투자 의견 Buy, 적정주가 75,000원을 제시하며 은행업종 최선호주로 추천한다. 적정주가는 12M Fwd BPS 136,004원에 Target PBR Multiple 0.55배를 적용하여 산출했다. FY22 분기배당 지급을 시작으로 추가 자사주 매입 및 소각, 배당 성향 상향 등의 전향적인 주주환원정책 시행을 기대한다. 또한 업계 2위권인 KB 손해보험을 완전자회사로 보유하고 있는 만큼 IFRS17 도입 이후 추가적인 이익 개선도 가능하다. 현재의 주도주 지위는 지속될 것으로 전망한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	12,493	5,678	4,634	3,468	8,902	4.9	109,191	4.9	0.4	8.6	0.6
2021	14,484	7,283	6,098	4,410	11,317	27.1	121,808	4.9	0.5	9.8	0.7
2022E	15,479	8,015	6,539	4,642	12,045	6.4	132,772	4.9	0.4	9.4	0.7
2023E	16,393	8,664	7,006	4,963	12,878	6.9	142,466	4.6	0.4	9.4	0.7

표25 KB금융 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	9.4
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	8.2
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.9
COE 조정계수	%	F	10.6
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	18.8
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.50
Premium/Discount	%	J	10.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.55</b>
12M Fwd BPS	원	L	136,004
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>75,000</b>
현재가(4/15)	원	N	59,400
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>26.3</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표26 KB금융 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	2,642	2,759	2,854	2,974	3,071	3,147	3,224	3,240	12,682	13,450
이자수익	3,625	3,688	3,824	4,074	4,254	4,429	4,591	4,699	17,973	20,032
이자비용	983	929	970	1,100	1,183	1,282	1,367	1,458	5,291	6,582
순수수료이익	967	865	911	882	861	779	820	838	3,297	3,409
수수료수익	1,359	1,295	1,337	1,333	1,210	1,165	1,204	1,266	4,844	5,008
수수료비용	392	429	426	451	349	386	383	428	1,547	1,599
기타비이자이익	34	-57	-114	-234	-118	-98	-121	-163	-501	-466
총영업이익	3,643	3,567	3,652	3,622	3,814	3,827	3,923	3,915	15,479	16,393
판관비	1,723	1,670	1,665	2,143	1,783	1,728	1,723	2,229	7,464	7,729
총전영업이익	1,920	1,898	1,987	1,478	2,030	2,099	2,200	1,686	8,015	8,664
총당금전입액	173	224	199	589	253	271	295	658	1,476	1,658
영업이익	1,747	1,674	1,788	890	1,777	1,829	1,905	1,028	6,539	7,006
영업외손익	40	-7	-4	-44	-12	-8	-16	-61	-97	-119
세전이익	1,786	1,667	1,783	845	1,766	1,821	1,889	966	6,442	6,887
법인세비용	501	459	477	259	486	501	519	266	1,772	1,894
당기순이익	1,285	1,207	1,306	586	1,280	1,320	1,370	701	4,671	4,993
<b>지배주주</b>	<b>1,270</b>	<b>1,204</b>	<b>1,298</b>	<b>637</b>	<b>1,272</b>	<b>1,312</b>	<b>1,361</b>	<b>696</b>	<b>4,642</b>	<b>4,963</b>
비지배지분	15	3	8	-51	8	8	8	4	28	30

자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

## KB 금융 (105560)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	25,609	31,009	32,243	33,780
대출채권	377,167	417,900	438,687	461,344
금융자산	166,048	175,024	183,729	193,219
유형자산	5,434	5,240	5,501	5,785
기타자산	36,415	34,722	36,449	38,331
<b>자산총계</b>	<b>610,720</b>	<b>663,895</b>	<b>696,608</b>	<b>732,459</b>
예수부채	338,580	372,024	386,820	405,269
차입부채	49,827	56,912	61,214	64,732
사채	62,761	67,430	72,527	76,695
기타부채	116,150	119,235	123,977	129,890
<b>부채총계</b>	<b>567,318</b>	<b>615,601</b>	<b>644,537</b>	<b>676,586</b>
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	1,696	2,838	2,838	2,838
자본잉여금	17,205	16,940	16,940	16,940
자본조정	-1,618	-1,136	-1,136	-1,136
기타포괄손익누계액	630	1,055	977	982
이익잉여금	22,541	25,673	29,462	33,194
비지배지분	858	833	899	964
<b>자본총계</b>	<b>43,402</b>	<b>48,294</b>	<b>52,071</b>	<b>55,873</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	8,902	11,317	12,045	12,878
BPS	109,191	121,808	132,772	142,466
DPS	1,770	2,940	3,160	3,440
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	4.9	4.9	4.9	4.6
PBR (배)	0.4	0.5	0.4	0.4
배당수익률	4.1	4.0	5.3	5.8
배당성향	19.9	26.0	26.5	27.0
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.8	1.8	1.9	1.9
ROE	8.6	9.8	9.4	9.4
ROA	0.6	0.7	0.7	0.7
Credit cost	0.3	0.3	0.3	0.4
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	111.4	112.3	113.4	113.8
C/I Ratio	54.6	49.7	48.2	47.1

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	9,722	11,230	12,682	13,450
이자수익	14,486	15,211	17,973	20,032
이자비용	4,763	3,981	5,291	6,582
순수수료이익	2,959	3,626	3,297	3,409
수수료수익	4,527	5,324	4,844	5,008
수수료비용	1,568	1,698	1,547	1,599
기타비이자이익	-189	-371	-501	-466
총영업이익	12,493	14,484	15,479	16,393
판관비	6,815	7,201	7,464	7,729
총전영업이익	5,678	7,283	8,015	8,664
총당금전입액	1,043	1,185	1,476	1,658
영업이익	4,634	6,098	6,539	7,006
영업외손익	146	-16	-97	-119
세전이익	4,780	6,082	6,442	6,887
법인세비용	1,264	1,697	1,772	1,894
당기순이익	3,516	4,384	4,671	4,993
지배주주	3,468	4,410	4,642	4,963
비지배지분	47	-25	28	30

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	15.3	15.8	15.8	15.9
Tier 1 Ratio	14.1	14.5	14.7	14.8
CET 1 Ratio	13.3	13.5	13.7	13.9
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.4	0.3	0.4	0.4
Precautionary Ratio	1.1	0.9	1.0	1.0
NPL Coverage	345.9	422.9	391.7	388.0
<b>성장성</b>				
자산증가율	17.8	8.7	4.9	5.1
대출증가율	11.0	10.8	5.0	5.2
순이익증가율	4.7	27.1	5.3	6.9
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.6	1.7	1.8	1.8
비이자이익	0.5	0.5	0.4	0.4
판관비	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
대손상각비	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst 은경완  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

# 신한지주 055550

## 쉽게 돌아오지 않는 투심

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 51,000원
- ✓ 1Q22E 순이익 1.24조원(+3.9% YoY, +169.3% QoQ)으로 컨센서스 부합
- ✓ 비용처리 기저효과로 FY22E 4.5조원 순익 예상. 신금투 사옥 매각시 추가 상향
- ✓ 투자자 기대에 부응하는 행보 지속에도 경쟁은행과의 밸류에이션 갭 여전
- ✓ 아직까진 투자자 신뢰를 회복하는 구간에 있다는 판단

## Buy

적정주가 (12개월) **51,000 원**  
현재주가 (4.15) **40,300 원**  
상승여력 **26.6%**

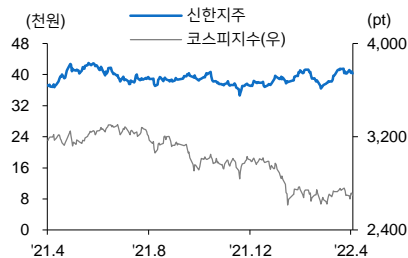
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	208,190억원
발행주식수	51,660만주
유동주식비율	82.74%
외국인비중	61.96%
52주 최고/최저가	43,000원/34,650원
평균거래대금	561.3억원

### 주요주주(%)

국민연금공단	8.76
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.63

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.3	3.3	7.6
상대주가	3.4	15.6	27.5

### 주가그래프



### 1Q22 Earnings Preview

1%의 대출성장, 4bp의 NIM 개선, 0.2% 내외의 낮은 대손비용률, 대규모 특이 요인 부재 등 시장 기대치에 부합하는 1.24 조원(+3.9% YoY, +169.3% QoQ)의 양호한 이익이 예상된다. 분기 DPS의 경우 400 원을 예상한다. 지난해 대규모 비용처리의 기저효과로 올해는 4.5 조원(+12.3% YoY) 내외의 순이익 달성이 가능해 보인다. 여기에 여의도 신한금융투자 사옥이 성공적으로 매각될 경우 약 3~4 천억원의 추가 상향 여지도 존재한다.

### 좀처럼 좁혀지지 않는 밸류에이션 갭

코로나 19 이후 대형은행 내 가장 부진한 주가 흐름이 이어지고 있다. 1.2 조원의 유상증자, 판매 금융상품 노이즈 등이 주가의 발목을 잡아왔던 탓이다. 4분기 약 3천억원의 Big bath 시행, 1분기 분기 배당 지급 및 1,500억원의 자사주 매입/소각을 발표했다. 문제는 투자자들의 기대에 부응하는 행보를 지속하고 있음에도 경쟁은행과의 밸류에이션 갭이 좀처럼 좁혀지지 않는다는 점이다. 실제 이익체력, 수익성, 자본력 등이 유사함에도 불구하고 약 15% 이상 할인 거래되고 있다. 아직까진 투자자 신뢰를 회복하는 구간에 있다는 판단이다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 51,000원

수익성 대비 밸류에이션 매력도가 높고 일회성에 기반한 이익 추정치 상향 여지도 존재한다는 점에서 Buy 투자 의견을 유지한다. 다만 가격을 제외하곤 경쟁은행 대비 뚜렷한 차별점을 찾기 어려운 만큼 밸류에이션 갭은 당분간 유지될 가능성에 무게를 둔다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	11,532	6,320	4,930	3,415	6,643	-6.8	82,515	4.8	0.4	8.2	0.6
2021	12,691	6,948	5,952	4,019	7,526	13.3	88,548	4.9	0.4	8.8	0.6
2022E	13,606	7,635	6,458	4,494	8,460	12.4	96,375	4.8	0.4	9.1	0.7
2023E	14,470	8,269	6,902	4,816	9,075	7.3	103,230	4.4	0.4	9.1	0.7

표27 신한지주 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	9.1
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	7.0
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.7
COE 조정계수	%	F	10.6
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	17.6
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.52
Premium/Discount	%	J	0.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.52</b>
12M Fwd BPS	원	L	98,660
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>51,000</b>
현재가(4/15)	원	N	40,300
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>26.6</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표28 신한지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	2,556	2,674	2,725	2,813	2,910	2,979	3,050	3,073	12,012	12,763
이자수익	3,523	3,603	3,692	3,907	4,079	4,242	4,393	4,506	17,220	19,218
이자비용	966	929	967	1,093	1,169	1,263	1,343	1,433	5,208	6,455
순수수료이익	681	723	614	644	593	650	553	612	2,408	2,471
수수료수익	1,024	1,101	974	1,028	891	991	877	976	3,735	3,833
수수료비용	343	378	360	383	298	341	324	364	1,327	1,362
기타비이자이익	-89	-175	-233	-243	-245	-156	-137	-276	-815	-764
총영업이익	3,149	3,222	3,106	3,214	3,258	3,474	3,466	3,409	13,606	14,470
판관비	1,279	1,357	1,296	1,811	1,328	1,408	1,345	1,889	5,970	6,201
총전영업이익	1,870	1,865	1,810	1,403	1,930	2,065	2,120	1,520	7,635	8,269
총당금전입액	188	171	206	431	217	239	263	458	1,177	1,367
영업이익	1,682	1,694	1,604	972	1,713	1,826	1,857	1,062	6,458	6,902
영업외손익	-37	36	-59	-307	18	-36	-11	-147	-177	-170
세전이익	1,645	1,729	1,544	665	1,731	1,789	1,847	914	6,281	6,732
법인세비용	427	451	403	190	467	483	499	247	1,696	1,818
당기순이익	1,218	1,278	1,142	475	1,264	1,306	1,348	667	4,585	4,914
지배주주	1,192	1,252	1,116	460	1,238	1,280	1,321	654	4,494	4,816
비지배지분	26	26	26	15	25	26	27	13	92	98

자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

## 신한지주 (055550)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	33,411	28,453	29,290	30,660
대출채권	356,222	389,137	407,249	428,554
금융자산	172,982	183,885	192,444	202,511
유형자산	3,990	4,046	4,234	4,456
기타자산	38,631	42,630	44,615	46,948
<b>자산총계</b>	<b>605,234</b>	<b>648,152</b>	<b>677,833</b>	<b>713,130</b>
예수부채	326,956	364,897	375,627	393,198
차입부채	41,594	43,167	47,251	50,262
사채	75,134	80,149	87,733	93,322
기타부채	115,192	110,401	113,647	118,963
<b>부채총계</b>	<b>558,877</b>	<b>598,614</b>	<b>624,258</b>	<b>655,745</b>
자본금	2,970	2,970	2,970	2,970
신증자본증권	2,180	3,335	3,335	3,335
자본잉여금	12,235	12,095	12,095	12,095
자본조정	-688	-664	-664	-664
기타포괄손익누계액	-404	-985	-903	-890
이익잉여금	27,777	30,541	34,312	37,937
비지배지분	2,287	2,247	2,430	2,603
<b>자본총계</b>	<b>46,357</b>	<b>49,538</b>	<b>53,574</b>	<b>57,385</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	6,643	7,526	8,460	9,075
BPS	82,515	88,548	96,375	103,230
DPS	1,500	1,960	2,320	2,530
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	4.8	4.9	4.8	4.4
PBR (배)	0.4	0.4	0.4	0.4
배당수익률	4.7	3.8	5.8	6.3
배당성향	23.5	26.0	26.5	27.0
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.8	1.8	1.9	1.9
ROE	8.2	8.8	9.1	9.1
ROA	0.6	0.6	0.7	0.7
Credit cost	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	109.0	106.6	108.4	109.0
C/I Ratio	45.2	45.3	43.9	42.9

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	9,883	10,769	12,012	12,763
이자수익	14,774	14,724	17,220	19,218
이자비용	4,891	3,955	5,208	6,455
순수수료이익	2,383	2,662	2,408	2,471
수수료수익	3,814	4,127	3,735	3,833
수수료비용	1,432	1,465	1,327	1,362
기타비이자이익	-733	-740	-815	-764
총영업이익	11,532	12,691	13,606	14,470
판관비	5,212	5,743	5,970	6,201
총전영업이익	6,320	6,948	7,635	8,269
총당금전입액	1,390	996	1,177	1,367
영업이익	4,930	5,952	6,458	6,902
영업외손익	-176	-368	-177	-170
세전이익	4,754	5,584	6,281	6,732
법인세비용	1,256	1,471	1,696	1,818
당기순이익	3,498	4,113	4,585	4,914
지배주주	3,415	4,019	4,494	4,816
비지배지분	83	93	92	98

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	15.7	16.1	16.3	16.3
Tier 1 Ratio	14.4	14.8	15.1	15.2
CET 1 Ratio	12.9	13.0	13.4	13.7
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.5	0.4	0.4	0.4
Precautionary Ratio	1.2	1.0	1.0	1.0
NPL Coverage	307.9	373.7	344.6	341.0
<b>성장성</b>				
자산증가율	9.6	7.1	4.6	5.2
대출증가율	10.2	9.2	4.7	5.2
순이익증가율	0.3	17.7	11.8	7.2
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.6	1.7	1.8	1.8
비이자이익	0.3	0.3	0.2	0.2
판관비	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
대손상각비	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

## Buy

**적정주가 (12개월)** **62,000 원**  
**현재주가 (4.15)** **46,900 원**  
**상승여력** **32.2%**

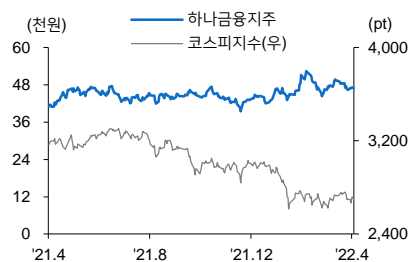
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	140,814억원
발행주식수	30,024만주
유동주식비율	87.34%
외국인비중	71.25%
52주 최고/최저가	52,400원/39,500원
평균거래대금	568.1억원

### 주요주주(%)

국민연금공단	8.91
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	6.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	6.1	12.6
상대주가	-3.9	18.7	33.4

### 주가그래프



# 하나금융지주 089790

## 새로운 알파가 필요한 시점

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 62,000원
- ✓ 1Q22E 순이익 7,608원(-9.0% YoY, -9.9% QoQ)으로 컨센서스 소폭 하회
- ✓ 금리 경쟁력은 유효하나 주주환원 측면에서의 매력도는 퇴색
- ✓ 과거 대기업 디레버리징, 자회사 증자, 중간배당 지속 등 주주기대 부응한 경험
- ✓ 투자자들의 기대에 부응하는 새로운 경영진의 차별화 된 행보 기대

### 1Q22 Earnings Preview

1분기 표면 NIM 개선폭은 1~2bp 내외로 타행대비 저조하다. 지난 분기 연체 이자 회수에 따른 약 2bp 의 기저효과 때문이다. 또한 4 분기에서 이연된 약 1,600 억원의 희망퇴직 비용, 원화약세에 따른 350 억원 내외의 FX 환산손실을 인식할 예정이다. 상기 요인을 감안한 1분기 예상 지배주주순이익은 7,608 억 원으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다.

### 투자자 기대에 부응하는 행보 기대

금리 상승에 따른 이익 레버리지 효과가 크다는 점은 여전히 유효하다. 반면 경쟁은행들이 중간배당을 넘어 분기배당까지 시행하고 있는 만큼 주주환원 측면에서의 매력도는 과거대비 퇴색됐다. 물론 업계 최고의 자본비율을 보유하고 있는 만큼 배당성향은 뒤쳐지지 않겠으나 방법론에 대한 고민은 필요하다. 과거 대기업 디레버리징을 통한 큰 폭의 자산 건전성 개선, 자회사 증자 전략, 중간배당 정책 지속 등을 통해 주주 가치를 큰 폭으로 제고시켰던 경험이 있다. 다시 한번 투자자들의 기대에 부응하는 차별화 된 행보를 기대한다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 62,000원

1분기 표면 실적이 상대적으로 부진하고, 대형은행 대비 주주환원 매력이 뒤쳐진다는 점은 아쉬우나 시중은행 중 가장 낮은 밸류에이션(Trailing PBR 0.41 배)에서 거래되고 있는 만큼 신규 진입을 고민하는 투자자들에게 부담 없는 구간이다. 투자 의견 Buy 를 유지하며, 적정주가로 62,000 원을 제시한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	8,649	4,731	3,836	2,637	9,045	11.8	105,341	3.8	0.3	9.0	0.6
2021	9,214	5,164	4,631	3,526	12,094	33.7	117,363	3.5	0.4	10.9	0.7
2022E	10,011	5,538	4,748	3,487	11,961	-1.1	127,039	3.9	0.4	9.8	0.7
2023E	10,699	6,060	5,162	3,813	13,077	9.3	137,026	3.6	0.3	9.9	0.7

표29 하나금융지주 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	9.8
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	7.9
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.8
COE 조정계수	%	F	10.6
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	18.5
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.53
Premium/Discount	%	J	-10.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.48</b>
12M Fwd BPS	원	L	130,368
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>62,000</b>
현재가(4/15)	원	N	46,900
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>32.2</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표30 하나금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	1,723	1,827	1,882	2,005	2,053	2,103	2,153	2,169	8,478	8,994
이자수익	2,559	2,637	2,719	2,952	3,059	3,181	3,294	3,380	12,913	14,396
이자비용	836	810	837	947	1,006	1,078	1,141	1,210	4,435	5,402
순수수료이익	442	462	440	398	398	416	396	378	1,587	1,641
수수료수익	654	666	666	668	589	599	599	634	2,421	2,503
수수료비용	212	204	225	270	191	183	203	257	834	862
기타비이자이익	31	97	-102	9	-37	13	20	-51	-55	64
총영업이익	2,196	2,386	2,220	2,412	2,414	2,531	2,570	2,496	10,011	10,699
판관비	1,020	995	989	1,047	1,216	1,029	1,023	1,204	4,473	4,639
총전영업이익	1,176	1,392	1,232	1,365	1,198	1,502	1,547	1,292	5,538	6,060
총당금전입액	99	107	84	244	159	156	210	264	790	898
영업이익	1,077	1,285	1,148	1,121	1,038	1,346	1,337	1,028	4,748	5,162
영업외손익	83	14	128	49	25	15	13	52	104	144
세전이익	1,160	1,299	1,276	1,170	1,063	1,361	1,349	1,079	4,852	5,306
법인세비용	308	366	334	315	287	367	364	291	1,310	1,433
당기순이익	852	933	942	855	776	994	985	788	3,542	3,873
<b>지배주주</b>	<b>836</b>	<b>917</b>	<b>929</b>	<b>844</b>	<b>761</b>	<b>977</b>	<b>971</b>	<b>779</b>	<b>3,487</b>	<b>3,813</b>
비지배지분	16	16	13	10	15	17	14	9	55	61

자료: 하나금융지주, 메리츠증권 리서치센터



## 하나금융지주 (086790)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	27,530	31,407	32,440	33,921
대출채권	308,792	337,349	352,647	370,309
금융자산	100,549	105,320	110,096	115,610
유형자산	3,305	3,540	3,700	3,886
기타자산	20,138	24,829	25,955	27,255
<b>자산총계</b>	<b>460,947</b>	<b>502,445</b>	<b>524,838</b>	<b>550,981</b>
예수부채	295,835	325,149	335,848	351,179
차입부채	26,494	30,262	32,722	34,544
사채	48,762	54,476	58,905	62,185
기타부채	58,256	57,059	58,937	61,627
<b>부채총계</b>	<b>429,347</b>	<b>466,946</b>	<b>486,412</b>	<b>509,534</b>
자본금	1,501	1,501	1,501	1,501
신종자본증권	2,008	2,626	2,626	2,626
자본잉여금	10,580	10,577	10,577	10,577
자본조정	-315	-316	-316	-316
기타포괄손익누계액	-1,002	-994	-961	-955
이익잉여금	17,942	20,824	23,612	26,518
비지배지분	887	1,281	1,386	1,495
<b>자본총계</b>	<b>31,600</b>	<b>35,499</b>	<b>38,426</b>	<b>41,447</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	9,045	12,094	11,961	13,077
BPS	105,341	117,363	127,039	137,026
DPS	1,850	3,100	3,110	3,470
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	3.8	3.5	3.9	3.6
PBR (배)	0.3	0.4	0.4	0.3
배당수익률	3.9	5.7	6.6	7.4
배당성향	20.5	25.6	26.0	26.5
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.6	1.7	1.8	1.8
ROE	9.0	10.9	9.8	9.9
ROA	0.6	0.7	0.7	0.7
Credit cost	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	104.4	103.8	105.0	105.4
C/I Ratio	45.3	44.0	44.7	43.4

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	6,440	7,437	8,478	8,994
이자수익	10,705	10,867	12,913	14,396
이자비용	4,265	3,430	4,435	5,402
순수수료이익	1,534	1,742	1,587	1,641
수수료수익	2,597	2,653	2,421	2,503
수수료비용	1,063	911	834	862
기타비이자이익	675	35	-55	64
총영업이익	8,649	9,214	10,011	10,699
판관비	3,918	4,050	4,473	4,639
총전영업이익	4,731	5,164	5,538	6,060
총당금전입액	895	533	790	898
영업이익	3,836	4,631	4,748	5,162
영업외손익	-107	274	104	144
세전이익	3,729	4,905	4,852	5,306
법인세비용	1,044	1,323	1,310	1,433
당기순이익	2,685	3,582	3,542	3,873
지배주주	2,637	3,526	3,487	3,813
비지배지분	48	56	55	61

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	14.2	16.3	16.4	16.6
Tier 1 Ratio	13.0	15.1	15.4	15.6
CET 1 Ratio	12.0	13.8	14.1	14.4
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.4	0.3	0.3	0.3
Precautionary Ratio	1.2	1.1	1.1	1.1
NPL Coverage	312.2	391.7	365.7	362.7
<b>성장성</b>				
자산증가율	9.4	9.0	4.5	5.0
대출증가율	9.4	9.2	4.5	5.0
순이익증가율	10.3	33.7	-1.1	9.3
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.4	1.5	1.6	1.6
비이자이익	0.5	0.4	0.3	0.3
판관비	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8
대손상각비	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

# 우리금융지주 316140

## 모멘텀의 현실화 여부가 중요

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 19,000원
- ✓ 1Q22E 순이익 7,796원(+16.9% YoY, +99.9% QoQ)으로 컨센서스 부합
- ✓ 실적 개선, 오버행 소멸, 비은행 강화 스토리 등이 맞물리며 가파른 주가 상승
- ✓ 밸류에이션 부담이 높아진 만큼 빠른 시일 내 가시화 된 성과 확인 필요
- ✓ 낮은 자본비용에도 주주환원 강화 흐름에 적극적으로 대응하는 모습은 인상적

## Buy

**적정주가 (12개월)** 19,000 원  
**현재주가 (4.15)** 15,200 원  
**상승여력** 25.0%

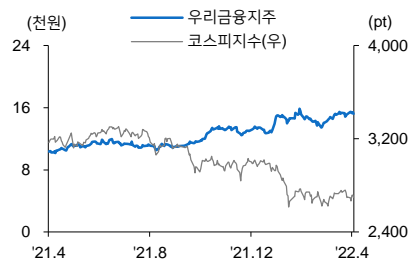
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	110,665억원
발행주식수	72,806만주
유동주식비율	88.76%
외국인비중	35.28%
52주 최고/최저가	15,850원/10,150원
평균거래대금	452.4억원

### 주요주주(%)

우리은행우리사주 외 1인	9.80
국민연금공단	8.88
노비스1호유한회사	5.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	27.2	46.2
상대주가	2.3	42.2	73.2

### 주가그래프



### 업종 내 가장 가파른 주가 상승 시현

지난해 성공적인 민영화 이후 업종 내 가장 가파른 주가 상승을 시현했다. 은행 중심의 단순한 수익구조가 금리 상승 구간에서 이익 레버리지 효과가 높아지는 장점으로 부각되었으며, 내부등급법 승인 및 자본비용 개선에 따른 M&A 기대감도 투자심리에 긍정적으로 작용했다. 여기에 케이뱅크 상장 추진으로 보유 지분 가치가 부각된 점도 주가 상승에 일조했다.

### 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 지배주주순이익은 7,796억원(+16.9% YoY, +99.9% QoQ)으로 최근 높아진 시장 기대치에 부합할 전망이다. 1% 초반의 대출 성장과 5bp의 높은 NIM 상승이 기대되며, Bottom line에도 특이요인이 부재한 것으로 파악된다. 증시 변동성 확대에도 유가증권 관련 손익이 안정된 수준에서 관리된 점도 이익 안정성을 높이는 요인으로 작용했다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 19,000원

실적 개선, 오버행 리스크 소멸, 비은행 강화 스토리 등이 맞물리며 Trailing PBR 0.43 배까지 상승했다. 추가적인 주가 상승을 위해선 빠른 시일 내 시장에서 기대하는 비은행 강화 관련 가시적인 성과 확인이 반드시 필요해 보인다. 경쟁은행들 대비 여전히 자본력이 열위임에도 주주환원 강화 흐름에 적극적으로 대응하는 모습은 인상적이다. 1분기 호실적과 M&A 기대감 등을 감안해 Buy 투자 의견을 유지하며, 적정주가는 19,000원을 제시한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	6,821	2,865	2,080	1,307	1,810	-32.8	31,918	5.4	0.3	5.9	0.3
2021	8,344	4,197	3,660	2,588	3,570	97.3	35,494	3.6	0.4	10.6	0.6
2022E	9,498	5,173	4,343	2,866	3,936	10.2	38,717	3.9	0.4	10.6	0.6
2023E	10,053	5,548	4,611	3,033	4,165	5.8	41,871	3.6	0.4	10.3	0.6

표31 우리금융지주 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	10.5
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	7.3
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.7
COE 조정계수	%	F	10.6
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	17.9
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.59
Premium/Discount	%	J	-20.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.47</b>
12M Fwd BPS	원	L	39,768
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>19,000</b>
현재가(4/15)	원	N	15,200
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>25.0</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표32 우리금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	1,620	1,703	1,766	1,897	1,989	2,039	2,089	2,099	8,216	8,700
이자수익	2,327	2,383	2,483	2,701	2,855	2,974	3,083	3,159	12,071	13,463
이자비용	708	680	717	804	865	935	995	1,059	3,855	4,763
순수수료이익	410	371	376	365	369	334	339	347	1,388	1,435
수수료수익	570	547	546	560	513	492	492	532	2,029	2,097
수수료비용	160	176	170	195	144	158	153	185	641	662
기타비이자이익	-42	-17	-6	-98	-35	-12	-10	-49	-106	-81
총영업이익	1,987	2,057	2,136	2,164	2,323	2,361	2,418	2,397	9,498	10,053
판관비	918	938	937	1,355	956	977	977	1,416	4,326	4,506
총전영업이익	1,070	1,119	1,199	809	1,367	1,383	1,441	981	5,173	5,548
총당금전입액	136	69	107	225	207	168	208	247	830	937
영업이익	934	1,050	1,092	584	1,160	1,215	1,233	734	4,343	4,611
영업외손익	8	26	43	12	-12	-24	-12	-37	-84	-107
세전이익	942	1,076	1,135	597	1,148	1,192	1,221	698	4,259	4,504
법인세비용	223	258	311	151	310	322	330	188	1,150	1,216
당기순이익	719	818	824	446	838	870	891	509	3,109	3,288
지배주주	667	753	778	390	780	809	829	448	2,866	3,033
비지배지분	52	66	46	56	59	61	62	61	243	255

자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

## 우리금융지주 (316140)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	9,991	7,566	7,866	8,224
대출채권	320,106	361,933	380,063	398,930
금융자산	62,986	71,145	74,709	78,418
유형자산	3,287	3,175	3,334	3,499
기타자산	2,710	3,365	3,534	3,709
<b>자산총계</b>	<b>399,081</b>	<b>447,184</b>	<b>469,506</b>	<b>492,780</b>
예수부채	291,527	317,900	330,510	345,548
차입부채	20,745	24,755	26,846	28,346
사채	37,479	44,654	48,425	51,131
기타부채	22,604	31,024	32,255	33,723
<b>부채총계</b>	<b>372,355</b>	<b>418,334</b>	<b>438,036</b>	<b>458,747</b>
자본금	3,611	3,640	3,640	3,640
신종자본증권	1,895	2,294	2,294	2,294
자본잉여금	626	682	682	682
자본조정	-1,775	-1,687	-1,687	-1,687
기타포괄손익누계액	-572	-481	-454	-448
이익잉여금	19,268	21,393	23,712	26,002
비지배지분	3,672	3,008	3,281	3,549
<b>자본총계</b>	<b>26,726</b>	<b>28,850</b>	<b>31,470</b>	<b>34,033</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	1,810	3,570	3,936	4,165
BPS	31,918	35,494	38,717	41,871
DPS	360	900	1,020	1,100
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	5.4	3.6	3.9	3.6
PBR (배)	0.3	0.4	0.4	0.4
배당수익률	3.7	5.9	6.7	7.2
배당성향	19.9	25.3	26.0	26.5
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.6	1.6	1.7	1.8
ROE	5.9	10.6	10.6	10.3
ROA	0.3	0.6	0.6	0.6
Credit cost	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	109.8	113.9	115.0	115.4
C/I Ratio	58.0	49.7	45.5	44.8

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	5,999	6,986	8,216	8,700
이자수익	9,524	9,895	12,071	13,463
이자비용	3,525	2,909	3,855	4,763
순수수료이익	1,014	1,522	1,388	1,435
수수료수익	1,694	2,223	2,029	2,097
수수료비용	680	701	641	662
기타비이자이익	-191	-163	-106	-81
총영업이익	6,821	8,344	9,498	10,053
판관비	3,956	4,147	4,326	4,506
총전영업이익	2,865	4,197	5,173	5,548
총당금전입액	785	537	830	937
영업이익	2,080	3,660	4,343	4,611
영업외손익	-79	89	-84	-107
세전이익	2,001	3,749	4,259	4,504
법인세비용	486	942	1,150	1,216
당기순이익	1,515	2,807	3,109	3,288
지배주주	1,307	2,588	2,866	3,033
비지배지분	208	219	243	255

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	13.8	15.0	14.8	15.0
Tier 1 Ratio	11.8	13.2	13.2	13.5
CET 1 Ratio	10.0	11.3	11.5	11.9
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.4	0.3	0.3	0.3
Precautionary Ratio	1.1	1.0	1.1	1.1
NPL Coverage	153.8	192.2	179.8	178.4
<b>성장성</b>				
자산증가율	10.2	12.1	5.0	5.0
대출증가율	9.0	13.1	5.0	5.0
순이익증가율	-30.2	98.0	10.7	5.8
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.5	1.6	1.7	1.8
비이자이익	0.2	0.3	0.3	0.3
판관비	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9
대손상각비	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2

Industry Indepth  
2022. 4. 18

# 기업은행 024110

## 기대 이상의 선전 예상

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 14,000원
- ✓ 1Q22E 순이익 6,475원(+9.9% YoY, +8.6% QoQ)으로 컨센서스 부합
- ✓ 투자자들의 직관적 접근과 달리 자산 건전성 개선 추세 지속 중
- ✓ 타행들과 달리 가계대출 가산금리 조정 압력에서도 비교적 자유로운 편
- ✓ 현 주가기준 연말 배당수익률 8% 상회

## Buy

**적정주가 (12개월)** 14,000 원  
**현재주가 (4.15)** 11,000 원  
**상승여력** 27.3%

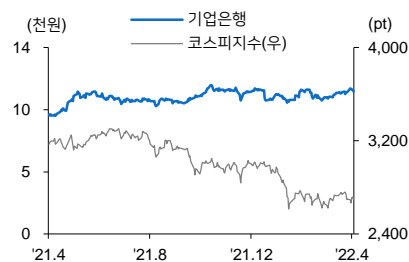
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	81,873억원
발행주식수	74,430만주
유동주식비율	36.14%
외국인비중	14.69%
52주 최고/최저가	11,500원/9,140원
평균거래대금	159.1억원

### 주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부)	63.74
국민연금공단	5.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	1.9	19.0
상대주가	2.4	13.9	41.0

### 주가그래프



### 직관적 접근 보단 펀더멘털 변화에 주목

코로나19를 극복하는 과정에서 각종 정책부담이 가중되며 투자심리가 큰 폭으로 위축됐다. 반면 지난 몇 개 분기 동안 기대 이상의 성과를 보여주고 있다. 핵심은 건전성이다. 중소기업대출 비중이 높다는 점이 불편하게 다가올 수 있으나 과거대비 높아진 부실 관리 능력, 손실 흡수 능력 제고 등을 감안하면 현재의 안정된 건전성 추세는 지속될 가능성이 높다. 또한 타행들과 달리 가계대출 가산금리 조정 압력에서도 비교적 자유롭다.

### 1Q22 Earning Preview

1분기 예상 지배주주순이익은 6,475억원(+9.9% YoY, +8.6% QoQ)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 6bp의 NIM 개선, 2%의 대출성장을 통해 은행주 내 가장 견조한 Top line 성장이 기대된다. 약 1,000억원 내외의 코로나 19 관련 특별 추가 총당금 전입에도 경상 대손비용률이 0.3% 내외에서 관리되고 있는 만큼 큰 부담은 아니다. 일회성 요인으로는 KT&G 배당수익 약 460억원, 사내근로복지기금 약 600억원 등이 반영될 예정이다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 14,000원

FY22E 지배주주순이익과 ROE를 각각 2.6조원(+8.4% YoY), 9.2%로 추정한다. 차등배당 시행, 공격적인 배당성장 상향 등의 가정 없이도 현 주가기준 배당수익률이 8%를 넘어선다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 14,000원을 제시한다. 적정주가는 12M Fwd BPS 40,011원에 Target PBR Multiple 0.36배를 적용하여 산출했다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	6,230	3,800	2,126	1,536	2,060	-13.6	33,494	4.3	0.3	6.4	0.5
2021	6,726	4,127	3,231	2,412	3,211	55.9	36,391	3.2	0.3	9.2	0.6
2022E	7,569	4,850	3,590	2,615	3,474	8.2	39,068	3.2	0.3	9.2	0.6
2023E	8,096	5,272	3,882	2,817	3,743	7.7	41,898	2.9	0.3	9.2	0.6

표33 기업은행 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	9.2
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	7.5
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.7
COE 조정계수	%	F	10.6
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	18.1
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.51
Premium/Discount	%	J	-30.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.36</b>
12M Fwd BPS	원	L	40,011
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>14,000</b>
현재가(4/15)	원	N	11,000
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>27.3</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표34 기업은행 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	1,443	1,509	1,542	1,634	1,705	1,749	1,793	1,802	7,049	7,572
이자수익	2,059	2,113	2,176	2,341	2,482	2,596	2,713	2,783	10,574	12,048
이자비용	615	605	634	707	777	847	920	980	3,525	4,477
순수수료이익	154	160	157	160	134	144	141	152	572	591
수수료수익	250	243	237	247	217	219	213	235	884	914
수수료비용	95	83	80	87	83	75	72	83	312	323
기타비이자이익	-27	53	9	-69	-18	25	-10	-49	-52	-67
총영업이익	1,571	1,721	1,709	1,725	1,821	1,917	1,925	1,905	7,569	8,096
판관비	593	664	685	656	632	691	713	684	2,719	2,824
총전영업이익	977	1,057	1,023	1,069	1,189	1,227	1,212	1,222	4,850	5,272
총당금전입액	197	235	207	256	306	299	274	380	1,259	1,389
영업이익	780	822	816	813	883	928	938	842	3,590	3,882
영업외손익	27	28	22	10	9	11	6	-16	11	-3
세전이익	807	849	838	823	892	939	944	826	3,601	3,880
법인세비용	215	227	226	224	241	254	255	223	972	1,048
당기순이익	592	622	612	599	651	686	689	603	2,629	2,832
지배주주	589	619	608	596	647	682	686	600	2,615	2,817
비지배지분	3	3	4	3	4	4	4	3	14	15

자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

## 기업은행 (024110)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	12,838	19,493	20,586	21,949
대출채권	268,688	286,302	305,908	326,997
금융자산	68,685	79,158	84,579	90,410
유형자산	2,117	2,170	2,319	2,479
기타자산	9,288	10,949	11,699	12,506
<b>자산총계</b>	<b>361,616</b>	<b>398,072</b>	<b>425,091</b>	<b>454,340</b>
예수부채	140,942	158,252	167,125	178,194
차입부채	38,132	43,192	46,589	49,885
사채	131,215	143,615	154,910	165,871
기타부채	26,185	25,480	26,908	28,691
<b>부채총계</b>	<b>336,474</b>	<b>370,538</b>	<b>395,532</b>	<b>422,640</b>
자본금	4,183	4,211	4,211	4,211
신종자본증권	3,060	3,499	3,499	3,499
자본잉여금	1,145	1,172	1,172	1,172
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	472	432	418	416
이익잉여금	16,159	18,073	20,101	22,233
비지배지분	124	146	157	169
<b>자본총계</b>	<b>25,142</b>	<b>27,534</b>	<b>29,559</b>	<b>31,700</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	2,060	3,211	3,474	3,743
BPS	33,494	36,391	39,068	41,898
DPS	471	780	910	1,000
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	4.3	3.2	3.2	2.9
PBR (배)	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률	5.3	7.6	8.3	9.1
배당성향	24.3	25.8	26.0	26.5
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.6	1.5	1.6	1.6
ROE	6.4	9.2	9.2	9.2
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6
Credit cost	0.7	0.3	0.4	0.4
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	190.6	180.9	183.0	183.5
C/I Ratio	39.0	38.6	35.9	34.9

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	5,615	6,128	7,049	7,572
이자수익	8,654	8,689	10,574	12,048
이자비용	3,039	2,561	3,525	4,477
순수수료이익	564	632	572	591
수수료수익	899	977	884	914
수수료비용	336	345	312	323
기타비이자이익	51	-34	-52	-67
총영업이익	6,230	6,726	7,569	8,096
판관비	2,430	2,599	2,719	2,824
총전영업이익	3,800	4,127	4,850	5,272
총당금전입액	1,674	895	1,259	1,389
영업이익	2,126	3,231	3,590	3,882
영업외손익	-39	87	11	-3
세전이익	2,087	3,318	3,601	3,880
법인세비용	539	892	972	1,048
당기순이익	1,548	2,426	2,629	2,832
지배주주	1,536	2,412	2,615	2,817
비지배지분	12	13	14	15

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	14.8	14.8	14.9	14.8
Tier 1 Ratio	12.8	13.0	13.2	13.2
CET 1 Ratio	11.1	11.3	11.5	11.7
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	1.1	0.9	0.9	0.9
Precautionary Ratio	2.5	2.1	2.2	2.2
NPL Coverage	190.9	226.6	220.6	220.2
<b>성장성</b>				
자산증가율	13.7	10.1	6.8	6.9
대출증가율	12.3	6.6	6.8	6.9
순이익증가율	-4.4	57.1	8.4	7.7
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.6	1.5	1.7	1.7
비이자이익	0.2	0.2	0.1	0.1
판관비	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6
대손상각비	-0.5	-0.2	-0.3	-0.3

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

# BNK 금융지주 138930

## 지방은행에겐 불리한 대내외여건

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 10,000원
- ✓ 1Q22E 순이익 2,594원(+34.6% YoY, +444.6% QoQ)으로 컨센서스 소폭 상회
- ✓ 금리 상승에도 경기 침체 우려 증가하며 부진한 주가 흐름 지속
- ✓ 주주환원 여력이나 방법론 측면에서도 시중은행 대비 상대적 열위
- ✓ PBR 0.28배로 Downside risk는 크지 않으나 뚜렷한 상승 모멘텀도 부재

## Buy

**적정주가 (12개월)** 10,000 원  
**현재주가 (4.15)** 7,910 원  
**상승여력** 26.4%

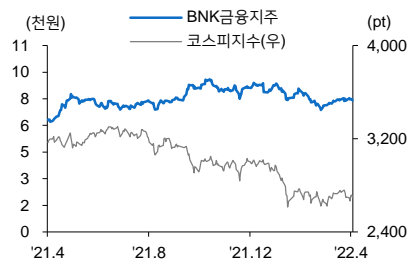
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	25,781억원
발행주식수	32,594만주
유동주식비율	83.94%
외국인비중	39.97%
52주 최고/최저가	9,170원/6,620원
평균거래대금	89.5억원

### 주요주주(%)

국민연금공단	11.55
부산롯데호텔 외 7 인	11.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	-10.5	17.2
상대주가	0.9	0.1	38.8

### 주가그래프



### 지난해와 사뭇 다른 분위기

지난해와 달리 금리 상승에도 지방은행의 주가 수익률이 부진하다. 금리 상승의 이면에 장단기금리차 역전이라는 경기 침체 전조 현상이 드리우고 있기 때문이다. 과거와 같은 대규모 부실이 발생할 가능성은 낮게 보고 있으나 시중은행 대비 상대적으로 경기에 민감하게 반응하는 지방은행 특성상 투자심리 위축은 불가피하다. 물론 주주환원 여력이나 방법론 측면에서도 열위에 있다.

### 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 지배주주순이익은 2,594 억원(+34.6% YoY, +444.6% QoQ)으로 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 표면 호실적과 달리 지난 분기에 이어 마진 개선이 더딘 점은 아쉽다. 실제 부산과 경남이 각각 3bp, 2bp 상승하며 그룹 기준 NIM은 2bp 개선에 그칠 것으로 추정된다. 반면 대출은 1.5% 내외로 건조하며, 비용단에도 특이요인은 없는 것으로 파악된다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 10,000원

지난 4분기 희망퇴직 비용, 추가 총당금 전입 등 일회성 비용 지출로 실적 저효과가 있는 만큼 올해도 증익 기조는 이어나갈 것으로 전망된다. 밸류에이션도 PBR 0.28 배로 상장은행 중 가장 낮은 수준에서 거래되고 있다. 극단적인 저평가 상태로 Downside risk는 크지 않으나 뚜렷한 상승 모멘텀도 현재로서는 부재하다. 비우호적인 대내외여건을 감안해 밸류에이션 할인율을 40%로 상향 적용하며, 적정주가를 기존 11,000 원에서 10,000 원으로 하향한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	2,639	1,202	748	519	1,601	-7.2	26,905	3.5	0.2	6.1	0.5
2021	3,104	1,507	1,092	791	2,438	52.3	28,745	3.4	0.3	8.8	0.7
2022E	3,388	1,706	1,217	883	2,721	11.6	30,946	2.9	0.3	9.1	0.7
2023E	3,615	1,845	1,298	926	2,854	4.9	33,164	2.8	0.2	8.9	0.7



표35 BNK금융지주 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	9.0
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	6.7
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.6
COE 조정계수	%	F	10.6
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	17.3
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.52
Premium/Discount	%	J	-40.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.31</b>
12M Fwd BPS	원	L	31,685
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>10,000</b>
현재가(4/15)	원	N	7,910
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>26.4</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표36 BNK금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	589	630	666	687	706	722	739	743	2,909	3,087
이자수익	820	860	908	964	1,001	1,040	1,076	1,100	4,217	4,690
이자비용	231	230	243	277	296	318	337	357	1,307	1,603
순수수료이익	110	155	124	72	93	140	111	68	412	427
수수료수익	149	192	165	110	126	173	148	105	553	571
수수료비용	39	37	41	38	33	33	37	36	140	145
기타비이자이익	23	46	31	-28	24	17	17	8	66	102
총영업이익	721	831	821	732	823	879	867	819	3,388	3,615
판관비	347	385	351	516	364	404	368	546	1,683	1,771
총전영업이익	375	446	470	216	459	475	499	273	1,706	1,845
총당금전입액	112	72	103	128	100	107	113	168	488	546
영업이익	263	374	367	88	359	368	386	105	1,217	1,298
영업외손익	4	13	19	-5	4	15	4	-6	17	-4
세전이익	267	387	386	83	363	383	390	98	1,234	1,294
법인세비용	63	101	100	25	98	103	105	27	333	349
당기순이익	204	286	286	58	265	280	285	72	901	945
지배주주	193	275	275	48	259	274	279	70	883	926
비지배지분	11	11	11	11	5	6	6	1	18	19

자료: BNK금융지주, 메리츠증권 리서치센터

## BNK 금융지주 (138930)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	4,505	5,349	5,567	5,852
대출채권	87,701	98,699	103,399	108,970
금융자산	18,554	20,676	21,660	22,827
유형자산	1,173	1,160	1,216	1,281
기타자산	2,224	2,402	2,517	2,652
<b>자산총계</b>	<b>114,157</b>	<b>128,287</b>	<b>134,359</b>	<b>141,583</b>
예수부채	83,033	93,282	97,080	102,051
차입부채	6,826	7,779	8,273	8,740
사채	11,248	13,443	14,295	15,103
기타부채	3,424	3,560	3,705	3,894
<b>부채총계</b>	<b>104,531</b>	<b>118,064</b>	<b>123,353</b>	<b>129,788</b>
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630
신종자본증권	827	827	827	827
자본잉여금	787	780	780	780
자본조정	-8	0	0	0
기타포괄손익누계액	-69	-122	-109	-108
이익잉여금	5,561	6,211	6,912	7,630
비지배지분	897	897	966	1,035
<b>자본총계</b>	<b>9,626</b>	<b>10,223</b>	<b>11,006</b>	<b>11,795</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	1,601	2,438	2,721	2,854
BPS	26,905	28,745	30,946	33,164
DPS	320	560	640	680
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	3.5	3.4	2.9	2.8
PBR (배)	0.2	0.3	0.3	0.2
배당수익률	5.6	6.7	8.1	8.6
배당성향	20.0	23.0	23.5	24.0
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.9	1.9	2.0	2.0
ROE	6.1	8.8	9.1	8.9
ROA	0.5	0.7	0.7	0.7
Credit cost	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	105.6	105.8	106.5	106.8
C/I Ratio	54.5	51.5	49.7	49.0

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	2,185	2,572	2,909	3,087
이자수익	3,304	3,552	4,217	4,690
이자비용	1,119	980	1,307	1,603
순수수료이익	364	460	412	427
수수료수익	505	616	553	571
수수료비용	141	156	140	145
기타비이자이익	90	72	66	102
총영업이익	2,639	3,104	3,388	3,615
판관비	1,437	1,598	1,683	1,771
총전영업이익	1,202	1,507	1,706	1,845
총당금전입액	454	415	488	546
영업이익	748	1,092	1,217	1,298
영업외손익	-14	31	17	-4
세전이익	734	1,123	1,234	1,294
법인세비용	172	289	333	349
당기순이익	563	834	901	945
지배주주	519	791	883	926
비지배지분	43	43	18	19

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	12.9	13.6	14.0	14.2
Tier 1 Ratio	11.4	12.7	13.1	13.3
CET 1 Ratio	9.8	11.0	11.5	11.8
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.7	0.4	0.5	0.5
Precautionary Ratio	1.9	1.3	1.4	1.4
NPL Coverage	123.6	180.1	165.3	164.1
<b>성장성</b>				
자산증가율	9.2	12.4	4.7	5.4
대출증가율	8.7	12.5	4.8	5.4
순이익증가율	-7.6	52.3	11.6	4.9
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.9	2.0	2.2	2.2
비이자이익	0.4	0.4	0.4	0.4
판관비	-1.3	-1.2	-1.3	-1.3
대손상각비	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

## Buy

**적정주가 (12개월)** 11,500 원  
**현재주가 (4.15)** 9,120 원  
**상승여력** 26.1%

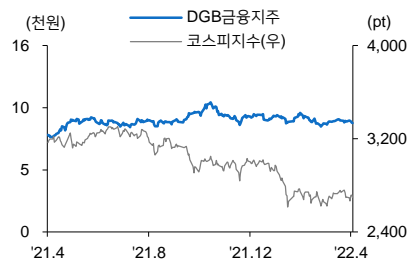
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	15,426억원
발행주식수	16,915만주
유동주식비율	84.40%
외국인비중	50.15%
52주 최고/최저가	10,850원/7,930원
평균거래대금	43.2억원

### 주요주주(%)

국민연금공단	11.99
오케이저축은행	6.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	-8.4	12.9
상대주가	-1.2	2.4	33.7

### 주가그래프



# DGB 금융지주 139130

## 개선된 펀더멘탈과 여전한 투자심리

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 11,500원
- ✓ 1Q22E 순이익 1,512원(+22.4% YoY, +76.7% QoQ)으로 컨센서스 소폭 상회
- ✓ 가계여신 증가, 하이증권 이익기여도 상승 등 시중은행과 유사한 펀더멘탈 보유
- ✓ 반면 투자심리는 여전히 지역 경기 및 부동산 상황에 연동
- ✓ 가격 매력도가 높다는 점은 인정하나 지방은행이 약진 하긴 어려운 구간

### 1Q22 Earnings Preview

1분기 NIM 개선 폭은 5bp로 높은 금리 민감도를 이어가는 모습이다. 반면 대출은 지난 2년간 가계 중심의 높은 성장을 기록했던 만큼 속도 조절에 들어가며 0.5% 내외로 부진하다. 경상 총당금은 타행들과 유사하게 안정된 수준에서 관리되고 있으며, 코로나 19 관련 약 100억원 내외의 추가 총당금 전입이 예상된다. 하이투자증권의 경우 금융시장 불안에도 비교적 안정된 이익을 실현하며 그룹 이익안정성에 기여한 것으로 파악된다. 상기 요인을 감안한 1분기 예상 지배주주순이익은 1,512억원으로 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다.

### 여전히 취약한 투자심리

가계 여신 비중 증가에 따른 건전성 개선, 하이투자증권 등 비은행 이익기여도 상승, 지방은행 중 최고의 자본비율 보유 등 시중은행과 가장 유사한 수익 구조, 자산 구성 등을 보유하고 있다. 문제는 달라진 펀더멘탈과 달리 투자심리는 여전히 지역 경기 및 부동산 상황에 영향을 받는다는 점이다. 예컨대 대구, 경북 지역 미분양 증가, 자동차 업황 둔화 등이 주가에 부담 요인으로 작용한다. 현재의 상대적 주가 부진도 이와 결코 무관치 않다는 판단이다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 11,500원

사측이 강조하는 낮은 밸류에이션, 안정된 이익 흐름, 점진적인 배당성향 상향 등은 은행업종 공통분모로 차별화 포인트로 보기엔 한계가 있다. 위축된 투자 심리를 반영해 밸류에이션 할인율을 40%로 상향했으며, 이를 감안해 적정주가를 기존 13,000원에서 11,500원으로 하향 조정한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	1,802	780	503	342	2,023	11.4	29,283	3.4	0.2	7.2	0.4
2021	2,085	915	749	503	2,974	47.0	32,507	3.2	0.3	9.6	0.6
2022E	2,164	947	737	516	3,049	2.5	34,958	3.0	0.3	9.0	0.6
2023E	2,290	1,027	799	562	3,323	9.0	37,614	2.7	0.2	9.2	0.6

표37 DGB금융지주 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	9.1
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	6.4
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.6
COE 조정계수	%	F	10.6
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	17.0
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.53
Premium/Discount	%	J	-40.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.32</b>
12M Fwd BPS	원	L	35,843
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>11,500</b>
현재가(4/15)	원	N	9,120
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>26.1</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표38 DGB금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	376	394	408	425	437	447	457	461	1,802	1,908
이자수익	506	519	539	576	598	621	642	658	2,520	2,794
이자비용	130	126	132	151	161	174	185	197	717	886
순수수료이익	111	135	111	104	100	122	100	98	420	434
수수료수익	136	160	139	132	123	144	125	125	517	534
수수료비용	25	25	28	28	23	23	25	27	97	101
기타비이자이익	-25	7	-14	55	-16	-11	-8	-22	-58	-52
총영업이익	462	536	505	583	521	557	549	537	2,164	2,290
판관비	242	274	272	382	252	285	283	397	1,217	1,263
총전영업이익	219	262	232	201	269	273	266	139	947	1,027
총당금전입액	41	28	32	65	53	43	48	66	210	228
영업이익	178	234	200	137	217	230	218	73	737	799
영업외손익	-1	-4	2	-10	-1	2	3	3	7	8
세전이익	178	230	202	127	216	231	220	76	744	807
법인세비용	42	61	50	30	52	56	53	18	179	194
당기순이익	136	169	152	97	164	176	167	58	566	613
지배주주	124	155	139	86	151	162	154	49	516	562
비지배지분	13	13	13	12	13	14	13	9	50	51

자료: DGB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

## DGB 금융지주 (139130)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	3,682	4,023	4,209	4,411
대출채권	50,801	56,172	58,581	61,477
금융자산	21,549	21,830	22,766	23,891
유형자산	754	827	862	905
기타자산	3,197	3,054	3,185	3,342
<b>자산총계</b>	<b>79,983</b>	<b>85,906</b>	<b>89,603</b>	<b>94,025</b>
예수부채	47,248	50,937	53,283	55,838
차입부채	9,822	9,899	10,128	10,607
사채	6,330	7,025	7,188	7,528
기타부채	10,815	11,718	12,258	12,846
<b>부채총계</b>	<b>74,215</b>	<b>79,579</b>	<b>82,857</b>	<b>86,818</b>
자본금	846	846	846	846
신종자본증권	299	498	498	498
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-74	-152	-147	-146
이익잉여금	2,320	2,744	3,153	3,602
비지배지분	815	829	832	845
<b>자본총계</b>	<b>5,769</b>	<b>6,327</b>	<b>6,745</b>	<b>7,207</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	2,023	2,974	3,049	3,323
BPS	29,283	32,507	34,958	37,614
DPS	390	630	670	750
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	3.4	3.2	3.0	2.7
PBR (배)	0.2	0.3	0.3	0.2
배당수익률	5.7	6.7	7.3	8.2
배당성향	19.9	21.2	22.0	22.5
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.9	2.0	2.1	2.1
ROE	7.2	9.6	9.0	9.2
ROA	0.4	0.6	0.6	0.6
Credit cost	0.6	0.3	0.4	0.4
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	107.5	110.3	109.9	110.1
C/I Ratio	56.7	56.1	56.2	55.2

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	1,429	1,601	1,802	1,908
이자수익	2,075	2,140	2,520	2,794
이자비용	646	539	717	886
순수수료이익	378	461	420	434
수수료수익	462	567	517	534
수수료비용	84	106	97	101
기타비이자이익	-5	23	-58	-52
총영업이익	1,802	2,085	2,164	2,290
판관비	1,022	1,170	1,217	1,263
총전영업이익	780	915	947	1,027
총당금전입액	276	166	210	228
영업이익	503	749	737	799
영업외손익	9	-12	7	8
세전이익	512	737	744	807
법인세비용	126	183	179	194
당기순이익	387	554	566	613
지배주주	342	503	516	562
비지배지분	44	51	50	51

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	12.4	14.9	15.2	15.7
Tier 1 Ratio	11.0	13.8	14.1	14.6
CET 1 Ratio	9.6	11.6	12.1	12.7
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.6	0.6	0.6	0.6
Precautionary Ratio	1.6	1.3	1.4	1.4
NPL Coverage	132.1	134.8	125.3	124.0
<b>성장성</b>				
자산증가율	10.5	7.4	4.3	4.9
대출증가율	9.0	10.6	4.3	4.9
순이익증가율	11.4	47.0	2.5	9.0
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.8	1.9	2.0	2.0
비이자이익	0.5	0.6	0.4	0.4
판관비	-1.3	-1.4	-1.4	-1.3
대손상각비	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

# JB 금융지주 175330

## 지방은행 내 편안한 선택지

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 11,000원, 지방은행 최선호주 추천
- ✓ 1Q22E 순이익 1,574원(+19.0% YoY, +67.1% QoQ)으로 컨센서스 소폭 상회
- ✓ 상반기 내 내부등급법 승인에 따른 100bp 내외의 추가 자본비율 개선 기대
- ✓ 그간 보여준 경영진의 높은 신뢰도 감안하면 경영 계획 초과 달성 가능
- ✓ 지방은행 내 상대적으로 경기 민감도가 낮다는 점도 긍정적

## Buy

**적정주가 (12개월)** 11,000 원  
**현재주가 (4.15)** 8,720 원  
**상승여력** 26.1%

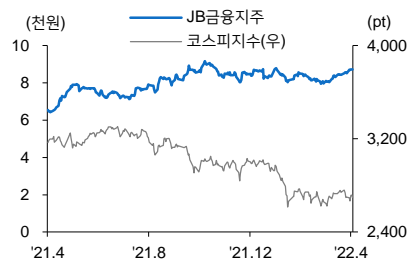
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	17,177억원
발행주식수	19,698만주
유동주식비율	82.01%
외국인비중	41.83%
52주 최고/최저가	9,170원/6,420원
평균거래대금	24.2억원

### 주요주주(%)

삼양사 외 2 인	14.61
오케이저축은행 외 1 인	11.28
국민연금공단	9.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.1	-0.9	34.6
상대주가	5.1	10.8	59.4

### 주가그래프



### 1Q22 Earnings Preview

1분기 표면 NIM은 2bp 하락하며 부진한 모습이다. 지난 4분기 약 5bp의 일회성 요인의 기저효과와 1월말 카드 가맹점 수수료 인하에 따른 2bp 하락 등의 영향이다. 반면 대출은 양행합산 2% 이상 성장하며 견조했다. 대규모 일회성 요인이 부재한 가운데 타행들과 달리 금융시장 불확실성 확대 등에도 손익 변화가 크지 않은 만큼 컨센서스를 소폭 상회하는 호실적이 예상된다.

### 상반기 내 내부등급법 승인 기대

FY21 23.0%의 배당성향을 결정했다. 여전히 상장은행 중 가장 낮은 자본비율을 보유하고 있다는 점을 감안하면 주주가치 제고를 위한 경영진의 의지가 돋보인다. 상반기 내 내부등급법 승인에 따른 100bp 내외의 추가 자본비율 개선이 기대되는 만큼 배당성향은 추가 상향될 여지가 다분하다. 참고로 FY22E 배당성향 23~24%를 가정한 연말 배당수익률은 7.5~7.8%로 추정된다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 11,000원

투자 의견 Buy, 적정주가는 11,000 원을 유지한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 24,376 원에 Target PBR 0.44 배를 적용해 산출했다. 지방은행 내 상대적으로 경기 민감도가 낮고 그간 투자자들에게 보여준 경영진의 높은 신뢰도 등을 생각하면 FY22 경영 계획 목표인 5,225 억원(+3.1% YoY) 달성에도 무리가 없어 보인다. 지방은행 최선호주로 추천한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	1,354	664	470	364	1,870	6.3	19,328	3.0	0.3	10.1	0.7
2021	1,569	844	708	507	2,607	39.4	21,392	3.2	0.4	12.8	0.9
2022E	1,725	966	784	548	2,818	8.1	23,610	3.1	0.4	12.5	0.9
2023E	1,823	1,030	823	575	2,956	4.9	25,906	2.9	0.3	11.9	0.9

표39 JB금융지주 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	12.3
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	6.2
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.5
COE 조정계수	%	F	10.6
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	16.8
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.73
Premium/Discount	%	J	-40.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.44</b>
12M Fwd BPS	원	L	24,376
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>11,000</b>
현재가(4/15)	원	N	8,720
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>26.1</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표40 JB금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	336	351	371	394	400	408	416	418	1,642	1,736
이자수익	448	457	479	516	530	546	562	572	2,209	2,417
이자비용	112	106	108	122	130	138	146	153	567	681
순수수료이익	15	17	24	6	12	15	22	6	54	56
수수료수익	37	41	47	32	31	36	43	31	140	145
수수료비용	23	24	23	26	19	22	21	25	86	89
기타비이자이익	11	18	3	23	6	8	10	5	29	31
총영업이익	361	386	399	423	418	431	448	428	1,725	1,823
판관비	163	158	165	240	170	164	172	253	759	793
총전영업이익	199	228	234	183	248	267	276	176	966	1,030
총당금전입액	21	35	49	31	28	40	52	64	183	207
영업이익	178	194	185	152	220	227	225	112	784	823
영업외손익	5	-1	2	-17	3	0	-2	-8	-7	-8
세전이익	183	193	187	134	223	228	222	104	777	815
법인세비용	44	42	49	36	60	61	60	28	210	220
당기순이익	138	151	138	98	163	166	162	76	567	595
<b>지배주주</b>	<b>132</b>	<b>146</b>	<b>134</b>	<b>94</b>	<b>157</b>	<b>161</b>	<b>158</b>	<b>71</b>	<b>548</b>	<b>575</b>
비지배지분	6	5	4	4	5	5	5	5	19	20

자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

## JB 금융지주 (175330)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	2,781	2,916	3,047	3,198
대출채권	41,438	43,848	46,189	48,615
금융자산	6,226	6,781	7,143	7,518
유형자산	412	428	451	474
기타자산	2,519	2,422	2,552	2,686
<b>자산총계</b>	<b>53,375</b>	<b>56,396</b>	<b>59,381</b>	<b>62,491</b>
예수부채	38,122	40,050	41,842	43,924
차입부채	1,871	2,145	2,281	2,382
사채	7,858	8,217	8,740	9,126
기타부채	1,495	1,658	1,732	1,818
<b>부채총계</b>	<b>49,347</b>	<b>52,069</b>	<b>54,595</b>	<b>57,250</b>
자본금	985	985	985	985
신종자본증권	403	403	403	403
자본잉여금	705	705	705	705
자본조정	-16	-16	-16	-16
기타포괄손익누계액	-52	-60	-60	-60
이익잉여금	1,732	2,141	2,572	3,018
비지배지분	273	169	198	207
<b>자본총계</b>	<b>4,029</b>	<b>4,327</b>	<b>4,786</b>	<b>5,242</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	1,870	2,607	2,818	2,956
BPS	19,328	21,392	23,610	25,906
DPS	374	599	660	710
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	3.0	3.2	3.1	2.9
PBR (배)	0.3	0.4	0.4	0.3
배당수익률	6.6	7.2	7.6	8.1
배당성향	20.0	23.0	23.5	24.0
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	2.7	2.9	3.0	3.0
ROE	10.1	12.8	12.5	11.9
ROA	0.7	0.9	0.9	0.9
Credit cost	0.5	0.3	0.4	0.4
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	108.7	109.5	110.4	110.7
C/I Ratio	50.9	46.2	44.0	43.5

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	1,260	1,452	1,642	1,736
이자수익	1,814	1,900	2,209	2,417
이자비용	554	447	567	681
순수수료이익	65	61	54	56
수수료수익	160	157	140	145
수수료비용	94	96	86	89
기타비이자이익	29	55	29	31
총영업이익	1,354	1,569	1,725	1,823
판관비	689	725	759	793
총전영업이익	664	844	966	1,030
총당금전입액	195	136	183	207
영업이익	470	708	784	823
영업외손익	-6	-12	-7	-8
세전이익	464	696	777	815
법인세비용	73	171	210	220
당기순이익	391	525	567	595
지배주주	364	507	548	575
비지배지분	27	19	19	20

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	13.2	13.1	14.0	14.2
Tier 1 Ratio	11.4	11.6	12.5	12.8
CET 1 Ratio	10.0	10.3	11.3	11.6
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.7	0.5	0.6	0.6
Precautionary Ratio	1.7	1.5	1.6	1.6
NPL Coverage	216.9	247.8	229.9	227.6
<b>성장성</b>				
자산증가율	12.3	5.7	5.3	5.2
대출증가율	11.7	5.8	5.3	5.3
순이익증가율	6.3	39.4	8.1	4.9
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	2.4	2.6	2.8	2.8
비이자이익	0.2	0.2	0.1	0.1
판관비	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
대손상각비	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3



Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

# 카카오뱅크 323410

## 멀고도 험한 길

- ✓ 투자 의견 Hold, 적정주가 53,000원 제시하며 커버리지 개시
- ✓ 약 60조원의 대출자산을 확보할 것으로 기대되는 27년 기준으로 적정주가 산정
- ✓ 1Q22E 순이익 774억원(+65.9% YoY, +113.9% QoQ)으로 컨센서스 부합
- ✓ 현재의 높은 시가총액 내지 밸류에이션이 유지되기 위한 조건은 크게 두 가지
- ✓ 1) 자산 성장 동력 확보, 2) 플랫폼 경쟁력에 기반한 차별화된 수수료이익 창출

## Hold (신규)

**적정주가 (12개월)** 53,000 원  
**현재주가 (4.15)** 46,200 원  
**상승여력** 14.7%

KOSPI	2,696.06pt
시가총액	219,524억원
발행주식수	47,620만주
유동주식비율	69.73%
외국인비중	15.94%
52주 최고/최저가	92,000원/39,650원
평균거래대금	886.9억원

### 주요주주(%)

카카오	27.26
한국투자밸류자산운용 외 1인	27.26
국민은행	8.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.0	-23.1	0.0
상대주가	-14.4	-14.0	0.0

### 주가그래프



### 리테일 뱅킹의 미래가 되기 위한 조건 (1)

현재의 높은 시가총액 내지 밸류에이션이 유지되기 위한 조건은 크게 두 가지다. 우선 자산 성장 동력 확보다. 중금리대출 강제 취급, 가계대출 규제 강화 등의 이유로 신용대출 시장에서의 헤게모니를 상실한 만큼 지난 2월 출시한 온라인 주택담보대출 상품의 성공이 중요하다.

### 리테일 뱅킹의 미래가 되기 위한 조건 (2)

다음은 플랫폼 경쟁력에 기반한 차별화 된 수수료이익 창출이다. 주식계좌 개설, 해외송금, 신용카드 모집 대행 등 다양한 서비스를 출시하며 꾸준히 성장하고 있다는 점은 긍정적이나 1) 수수료 규제, 2) 금융 서비스를 공공재로 간주하는 국내 소비자 인식 등을 감안하면 장기 성장 동력으로 작용할 수 있을지 의문이다. 다른 은행들은 이를 타개하기 위한 방안으로 지주회사로 전환 후 비은행 강화 전략을 펼쳤으나 카카오뱅크의 경우 자본력의 한계는 물론 동일 기업 집단 내 카카오페이의 존재로 신규 사업 진출에도 제약이 뒤따른다.

### 투자 의견 Hold, 적정주가 53,000원

투자 의견 Hold, 적정주가 53,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 은행업이 자기자본 대비 약 8~10 배의 레버리지를 사용한다는 점에서 60 조원 이상의 대출자산을 확보할 것으로 기대되는 2027 년을 밸류에이션 기준점으로 삼았다. 참고로 2027년 예상 ROE는 시중은행 수준인 8.9%로 추정한다. 단기 실적 보단 현 주가에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 자산 성장과 관련된 부분이다. 대출 규제 완화 관련 뉴스 플로우에 주가가 반응한 것도 같은 맥락이다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2020	384	183	123	114	303	455.4	6,861	0.0	0.0	5.1	0.5
2021	635	349	257	204	469	54.5	11,620	125.9	5.1	4.9	0.7
2022E	891	544	435	318	669	42.7	12,304	69.1	3.8	5.6	0.8
2023E	1,077	675	535	390	821	22.8	13,127	56.2	3.5	6.5	0.8

표41 카카오뱅크 Valuation

	단위	비고	값
FY27E ROE	%	A	8.9
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	5.2
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.4
COE 조정계수	%	F	0.0
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	5.2
Eternal Growth	%	H	3.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	2.65
Premium/Discount	%	J	10.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>2.91</b>
FY27E BPS	원	L	18,243
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>53,000</b>
현재가(4/15)	원	N	46,200
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>14.7</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표42 카카오뱅크 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순이자이익	130	142	163	188	199	212	226	236	874	1,060
이자수익	165	179	204	237	255	276	298	317	1,147	1,461
이자비용	36	38	41	50	56	64	72	81	272	401
순수수료이익	14	13	21	12	18	17	27	14	77	91
수수료수익	58	61	73	70	76	79	95	84	333	392
수수료비용	44	48	52	58	58	62	67	70	257	301
기타비이자이익	-13	-1	-16	-17	-14	-15	-16	-15	-60	-74
총영업이익	131	154	168	183	204	215	238	235	891	1,077
판관비	63	57	67	98	77	74	87	108	347	401
총전영업이익	68	96	101	84	126	140	150	127	544	675
총당금전입액	14	16	30	32	20	24	29	36	109	141
영업이익	54	80	71	52	106	116	121	92	435	535
영업외손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	54	80	71	52	106	116	121	92	435	535
법인세비용	7	10	19	16	29	31	33	25	118	144
당기순이익	47	69	52	36	77	85	89	67	318	390
<b>지배주주</b>	<b>47</b>	<b>69</b>	<b>52</b>	<b>36</b>	<b>77</b>	<b>85</b>	<b>89</b>	<b>67</b>	<b>318</b>	<b>390</b>
비지배지분	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

표43 카카오뱅크 중장기 실적 전망

(단위: 십억원, %)	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	2026	2027
순이자이익	408	621	874	1,060	1,267	1,475	1,672	1,855
이자수익	599	786	1,147	1,461	1,820	2,204	2,596	2,987
이자비용	191	165	272	401	553	729	924	1,132
순수수료이익	21	60	77	91	103	117	134	152
수수료수익	199	262	333	392	444	504	572	649
수수료비용	178	202	257	301	341	386	438	497
기타비이자이익	-45	-46	-60	-74	-87	-102	-115	-128
총영업이익	384	635	891	1,077	1,283	1,490	1,691	1,879
판관비	201	286	347	401	450	492	528	558
총전영업이익	183	349	544	675	833	998	1,163	1,321
총당금전입액	61	92	109	141	180	223	268	314
영업이익	123	257	435	535	653	775	894	1,006
영업외손익	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	122	257	435	535	653	775	895	1,007
법인세비용	9	53	118	144	176	209	242	272
당기순이익	114	204	318	390	477	566	653	735
<b>지배주주</b>	<b>114</b>	<b>204</b>	<b>318</b>	<b>390</b>	<b>477</b>	<b>566</b>	<b>653</b>	<b>735</b>
비지배지분	0	0	0	0	0	0	0	0
대출자산	20,313	25,862	31,164	37,443	44,581	51,199	57,633	63,385
자본총계	2,797	5,521	5,846	6,238	6,714	7,280	7,933	8,668
레버리지비율	7.3	4.7	5.3	6.0	6.6	7.0	7.3	7.3
ROE	5.1	4.9	5.6	6.5	7.4	8.1	8.6	8.9
ROA	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
EPS	303	469	669	821	1,003	1,191	1,374	1,547
BPS	6,861	11,620	12,304	13,127	14,131	15,322	16,696	18,243
PER	N/A	125.9	69.1	56.2	46.0	38.8	33.6	29.9
PBR	N/A	5.1	3.8	3.5	3.3	3.0	2.8	2.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 카카오뱅크 (323410)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	1,196	1,219	1,469	1,765
대출채권	20,663	26,362	31,767	38,168
금융자산	4,261	7,641	9,208	11,063
유형자산	46	70	85	102
기타자산	484	748	901	1,082
<b>자산총계</b>	<b>26,650</b>	<b>36,040</b>	<b>43,429</b>	<b>52,180</b>
예수부채	23,539	30,026	36,182	43,473
차입부채	0	0	0	0
사채	0	0	0	0
기타부채	314	493	1,401	2,470
<b>부채총계</b>	<b>23,853</b>	<b>30,519</b>	<b>37,583</b>	<b>45,942</b>
자본금	2,038	2,376	2,376	2,376
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	760	2,956	2,956	2,956
자본조정	5	27	27	27
기타포괄손익누계액	8	-28	-20	-20
이익잉여금	-14	190	508	898
비지배지분	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>2,797</b>	<b>5,521</b>	<b>5,846</b>	<b>6,238</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	303	469	669	821
BPS	6,861	11,620	12,304	13,127
DPS	0	0	0	0
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	0.0	125.9	69.1	56.2
PBR (배)	0.0	5.1	3.8	3.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.6	1.9	2.1	2.1
ROE	5.1	4.9	5.6	6.5
ROA	0.5	0.7	0.8	0.8
Credit cost	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	87.8	87.8	87.8	87.8
C/I Ratio	52.2	45.0	38.9	37.3

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	408	621	874	1,060
이자수익	599	786	1,147	1,461
이자비용	191	165	272	401
순수수료이익	21	60	77	91
수수료수익	199	262	333	392
수수료비용	178	202	257	301
기타비이자이익	-45	-46	-60	-74
총영업이익	384	635	891	1,077
판관비	201	286	347	401
총전영업이익	183	349	544	675
총당금전입액	61	92	109	141
영업이익	123	257	435	535
영업외손익	0	0	0	0
세전이익	122	257	435	535
법인세비용	9	53	118	144
당기순이익	114	204	318	390
지배주주	114	204	318	390
비지배지분	0	0	0	0

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	20.0	35.6	31.3	27.7
Tier 1 Ratio	19.6	34.9	30.7	27.2
CET 1 Ratio	19.6	34.9	30.7	27.2
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.2	0.2	0.2	0.2
Precautionary Ratio	0.3	0.3	0.3	0.3
NPL Coverage	180.2	242.4	225.7	223.7
<b>성장성</b>				
자산증가율	17.3	35.2	20.5	20.1
대출증가율	7.7	27.6	20.5	20.1
순이익증가율	727.5	79.6	55.7	22.8
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.5	1.7	2.0	2.0
비이자이익	-0.1	0.0	0.0	0.0
판관비	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
대손상각비	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

## Buy (신규)

**적정주가 (12개월)** 10,500 원  
**현재주가 (4.15)** 8,350 원  
**상승여력** 25.7%

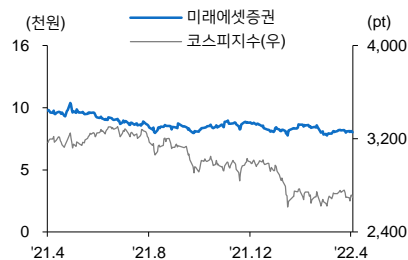
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	51,379억원
발행주식수	61,532만주
유동주식비율	49.89%
외국인비중	13.97%
52주 최고/최저가	10,800원/8,060원
평균거래대금	91.4억원

### 주요주주(%)

미래에셋캐피탈 외 18 인	26.19
네이버	7.70
국민연금공단	7.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.6	-4.0	-17.3
상대주가	0.7	7.3	-2.0

### 주가그래프



# 미래에셋증권 006800

## 차별화 된 이익 및 주가 방어력

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 10,500원 제시
- ✓ 1Q22E 순이익 2,107억원(-27.6% YoY, +19.0% QoQ)으로 컨센서스 소폭 하회
- ✓ 꾸준한 자사주 매입 및 소각 정책으로 주가 하방 지지
- ✓ 약 8조원의 투자자산 회수 과정을 통해 타사대비 이익 방어력도 높은 편
- ✓ 국내 최대 자기자본을 보유한 만큼 대내외 환경 변화에도 적극적인 대응 가능

### 자사주 매입 및 소각 기조 지속

2018년 4월 이후 꾸준히 자사주 매입 및 소각 정책을 펼치고 있다. 시가총액, 거래대금 대비 규모가 크진 않으나 주주 가치 제고, 유류자본 활용도 측면에선 최선의 판단이란 생각이다. 지난 1월에 발표했던 약 836억원(천만주)의 자사주 매입이 대부분 마무리 된 것으로 파악된다. 조만간 추가적인 자사주 매입 공시가 나올 것으로 기대하며 얇은 수급 환경 속 주가 하방을 지지하는 요인으로 작용할 전망이다.

### 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 순이익은 2,107억원(-27.6% YoY, +19.0% QoQ)으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 거래대금 감소, 금리 상승, 파생상품 및 트레이딩 부진 등 대부분 사업부의 감익이 불가피하다. 반면 IB는 IPO 시장 위축 등에도 비교적 안정된 흐름을 유지하고 있으며, 약 8조원의 투자자산 가치 재평가 등에 의한 이익 버퍼가 있다는 점은 긍정적이다. 실제 이번 분기도 네이버파이낸셜 지분 가치 재평가로 타 사업부 손실을 상당 부분 만회하는 분위기다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 10,500원

투자 의견 Buy, 적정주가 10,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 비우호적인 업황이 지속되는 가운데 차별화 된 주주환원정책 기조와 투자자산 가치 재평가 등을 통한 이익 방어력이 높다는 점이 강점이다. 국내 최대의 자기자본을 보유하고 있는 증권사인 만큼 핀테크, 가상자산 등 대내외 환경 변화에도 적극적인 대응이 가능하다.

(십억원)	순영업손익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	2,474	1,117	834	1,232	30.7	14,268	7.7	0.7	8.9	0.6	2.1
2021	2,977	1,485	1,183	1,809	46.9	16,701	4.8	0.5	11.7	1.0	3.5
2022E	2,395	1,095	868	1,372	-24.2	18,107	6.1	0.5	7.8	0.8	3.6
2023E	2,535	1,167	937	1,481	7.9	19,297	5.6	0.4	7.9	0.8	4.1

표44 미래에셋증권 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	7.9
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	7.7
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.8
COE 조정계수	%	F	7.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	15.2
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.52
Premium/Discount	%	J	10.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.57</b>
12M Fwd BPS	원	L	18,504
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>10,500</b>
현재가(4/15)	원	N	8,350
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>25.7</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표45 미래에셋증권 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순영업손익	796	843	751	587	601	638	613	543	2,395	2,535
순수수료손익	383	331	330	289	270	241	238	207	956	951
수수료이익	444	398	400	350	318	282	279	245	1,124	1,126
Brokerage	299	230	223	207	154	147	139	132	572	582
WM	38	37	40	42	36	35	38	39	148	152
IB	35	31	34	12	33	30	33	12	107	110
기타	73	100	103	90	95	71	70	61	297	282
수수료비용	61	67	70	61	48	41	42	38	169	175
순이자손익	177	170	177	243	246	247	250	254	998	1,046
상품운용손익	178	266	163	56	43	107	87	55	293	386
기타손익	59	76	80	-1	41	43	38	27	149	151
판관비	377	409	353	352	329	345	298	328	1,300	1,368
영업이익	419	434	397	235	271	292	316	216	1,095	1,167
영업외손익	-20	45	85	46	19	21	20	18	78	100
세전이익	399	480	482	281	291	313	335	234	1,173	1,267
법인세비용	103	123	143	90	76	81	87	61	305	329
당기순이익	297	356	340	190	215	232	248	173	868	937
지배주주	291	344	341	177	211	227	243	170	851	918
비지배지분	0	0	0	0	0	0	0	0	17	20

자료: 미래에셋증권, 메리츠증권 리서치센터

## 미래에셋증권 (006800)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	17,811	20,956	19,176	19,563
금융자산	44,710	45,753	47,605	50,466
대출채권	52,933	28,323	29,891	31,688
유형자산	412	435	465	493
기타자산	15,082	13,175	13,403	14,102
<b>자산총계</b>	<b>130,947</b>	<b>108,642</b>	<b>110,540</b>	<b>116,311</b>
예수부채	12,336	14,551	13,697	13,973
차입부채	77,945	59,948	59,014	62,483
금융부채	16,598	12,556	13,348	14,345
기타부채	14,722	10,977	13,154	13,437
<b>부채총계</b>	<b>121,601</b>	<b>98,032</b>	<b>99,212</b>	<b>104,239</b>
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	2,160	2,159	2,159	2,159
자본조정	-318	-441	-392	-385
기타포괄손익누계액	-2	404	403	406
이익잉여금	3,327	4,283	4,945	5,673
비지배지분	77	103	110	117
<b>자본총계</b>	<b>9,346</b>	<b>10,610</b>	<b>11,328</b>	<b>12,072</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	1,232	1,809	1,372	1,481
BPS	14,268	16,701	18,107	19,297
DPS	200	300	300	340
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	7.7	4.8	6.1	5.6
PBR (배)	0.7	0.5	0.5	0.4
배당수익률	2.1	3.5	3.6	4.1
배당성향	15.8	16.3	16.8	17.3
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	8.9	11.7	7.8	7.9
ROA	0.6	1.0	0.8	0.8
C/I Ratio	54.8	50.1	54.3	54.0
<b>성장성 (% YoY)</b>				
EPS	30.7	46.9	-24.2	7.9
BPS	9.3	17.1	8.4	6.6
영업이익	53.5	33.0	-26.3	6.5
지배주주순이익	25.6	41.8	-26.6	8.0

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순영업손익	2,474	2,977	2,395	2,535
순수수료손익	1,142	1,333	956	951
수수료이익	1,343	1,593	1,124	1,126
Brokerage	840	958	572	582
WM	108	157	148	152
IB	90	113	107	110
기타	306	365	297	282
수수료비용	201	259	169	175
순이자손익	602	768	998	1,046
상품운용손익	368	663	293	386
기타손익	362	213	149	151
판관비	1,356	1,491	1,300	1,368
영업이익	1,117	1,485	1,095	1,167
영업외손익	23	157	78	100
세전이익	1,140	1,642	1,173	1,267
법인세비용	306	459	305	329
당기순이익	834	1,183	868	937
지배주주	822	1,153	851	918
비지배지분	12	31	17	20

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>안정성 (%)</b>				
순자본비율	2,034.1	2,133.4	2,276.4	2,184.3
레버리지비율 (배)	14.0	10.2	9.8	9.6
<b>순영업손익 대비 (%)</b>				
수수료이익	54.3	53.5	46.9	44.4
Brokerage	34.0	32.2	23.9	23.0
WM	4.3	5.3	6.2	6.0
IB	3.6	3.8	4.5	4.4
기타	12.4	12.3	12.4	11.1
수수료비용	-8.1	-8.7	-7.0	-6.9
순이자손익	24.3	25.8	41.7	41.3
상품운용손익	14.9	22.3	12.2	15.2
기타손익	14.6	7.2	6.2	6.0
<b>총자산 대비 (%)</b>				
순영업손익	1.9	2.7	2.2	2.2
순수수료손익	0.9	1.2	0.9	0.8
순이자손익	0.5	0.7	0.9	0.9
영업이익	0.9	1.4	1.0	1.0
지배주주순이익	0.6	1.1	0.8	0.8

Industry Indepth  
2022. 4. 18

# 한국금융지주 071050

## 포트폴리오의 힘

### ▲ 금융/지주

Analyst 은경완  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

- ✓ 투자이건 Buy, 적정주가 100,000원, 증권업종 최선호주 추천
- ✓ 1Q22E 순이익 2,647억원(-34.1% YoY, -13.9% QoQ)으로 컨센서스 부합
- ✓ 증권업황 악화에도 자회사 포트폴리오 효과로 연간 1조원 이상의 이익 가능
- ✓ 완전자회사 형태로 보유하고 있는 만큼 자본효율성도 극대화
- ✓ 보유 카카오뱅크 지분 27.3%의 가치는 언제든지 부각될 수 있는 모멘텀

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **100,000 원**  
현재주가 (4.15) **74,700 원**  
상승여력 **33.9%**

KOSPI	2,696.06pt
시가총액	41,627억원
발행주식수	5,573만주
유동주식비율	73.94%
외국인비중	34.72%
52주 최고/최저가	119,500원/70,600원
평균거래대금	130.1억원

### 주요주주(%)

김남구	20.70
국민연금공단	11.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.4	-13.3	-29.5
상대주가	-2.4	-3.1	-16.5

### 주가그래프



## 연간 1조원 이상의 이익 체력

증권주로 분류되는 종목 중 유일하게 지주회사 체제를 띠고 있다. 지주회사 특성상 주가는 주력 자회사인 한국투자증권 업황에 연동되나 이익은 다르다. 실제 증권업황 변동에 따른 이익민감도가 낮으며, 저축은행 및 캐피탈, VC 등의 자회사 성장으로 연간 1조원 이상의 이익 실현엔 무리가 없을 것으로 보인다. 또한 모두 완전자회사로 보유하고 있는 만큼 자본 효율성을 극대화하는 동시에 대형 증권주 내 가장 높은 ROE 수준도 유지 가능하다.

## 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 순이익은 2,647억원(-34.1% YoY, -13.9% QoQ)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 업계 전반적인 사항으로 거래대금 감소에 따른 브로커리지 이익 둔화, 트레이딩 부진, ELS 관련 해지비용 확대 등에 따른 실적 감소는 불가피했으나 부동산 PF 중심의 견조한 IB 수익이 이를 일부 상쇄했다. 반면 저축은행, 캐피탈 등은 1분기 금리 상승의 영향으로 양호한 실적을 기록했을 것으로 추정된다. 참고로 지난 연말 기준 저축은행과 캐피탈의 여신/영업자산 규모는 각각 5.6조원(+47.5% YoY), 4.5조원(+17.5% YoY) 수준이다.

## 증권업종 최선호주 추천

투자이건 Buy, 적정주가 100,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지난 2월 카카오뱅크 지분 27.3%의 보호예수가 해제됐다. 아직까지 정확한 보유 지분 활용 방안은 공유되지 않고 있으나 언제든지 지분가치 부각에 따른 주가 재평가 기대감은 유효하단 판단이다. 증권업종 최선호주로 추천한다.

(십억원)	순영업손익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	1,808	856	860	14,786	2.2	96,097	5.3	0.8	16.3	1.3	3.8
2021	2,726	1,521	1,765	30,214	104.3	126,688	2.7	0.6	27.1	2.3	7.6
2022E	2,573	1,387	1,163	19,849	-34.3	139,695	3.8	0.5	14.9	1.4	5.6
2023E	2,674	1,472	1,231	21,006	5.8	156,202	3.6	0.5	14.2	1.4	6.2



표46 한국금융지주 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	14.7
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	11.2
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	1.3
COE 조정계수	%	F	7.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	18.7
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.79
Premium/Discount	%	J	-15.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.67</b>
12M Fwd BPS	원	L	145,197
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>100,000</b>
현재가(4/15)	원	N	74,700
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>33.9</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표47 한국금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순영업손익	801	614	721	590	596	637	705	636	2,573	2,674
순수수료손익	410	337	397	317	344	301	340	284	1,269	1,259
수수료이익	482	406	457	388	411	360	404	339	1,514	1,502
Brokerage	157	124	119	113	97	92	88	83	360	366
WM	90	11	79	48	82	66	72	44	264	272
IB	186	161	201	165	177	153	191	157	677	698
기타	49	110	59	62	55	49	54	55	212	166
수수료비용	71	68	60	71	67	59	65	54	245	244
순이자손익	281	290	299	283	276	270	279	289	1,114	1,222
상품운용손익	91	63	-77	-56	-47	39	32	25	48	35
기타손익	18	-76	103	46	23	27	55	38	143	158
판관비	316	271	304	315	279	296	304	307	1,186	1,201
영업이익	485	343	418	275	316	341	401	329	1,387	1,472
영업외손익	66	90	625	114	48	51	56	51	206	214
세전이익	551	434	1,043	389	364	392	457	380	1,593	1,686
법인세비용	150	132	290	81	98	106	123	103	430	455
당기순이익	401	302	753	309	266	286	334	277	1,163	1,231
<b>지배주주</b>	<b>402</b>	<b>303</b>	<b>752</b>	<b>308</b>	<b>265</b>	<b>285</b>	<b>333</b>	<b>276</b>	<b>1,159</b>	<b>1,227</b>
비지배지분	0	0	0	0	0	0	0	0	4	4

자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

## 한국금융지주 (071050)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	11,997	15,305	13,624	13,899
금융자산	40,609	45,810	47,303	53,011
대출채권	14,784	18,353	18,921	21,204
유형자산	389	380	392	439
기타자산	2,659	2,189	2,200	2,427
<b>자산총계</b>	<b>70,438</b>	<b>82,037</b>	<b>82,440</b>	<b>90,981</b>
예수부채	13,155	14,768	13,902	14,182
차입부채	31,888	41,413	41,105	46,243
금융부채	15,757	13,891	14,954	17,008
기타부채	4,006	4,535	4,289	4,388
<b>부채총계</b>	<b>64,805</b>	<b>74,608</b>	<b>74,249</b>	<b>81,822</b>
자본금	308	308	308	308
신증자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	614	614	614	614
자본조정	-50	-51	-51	-51
기타포괄손익누계액	27	226	185	180
이익잉여금	4,713	6,302	7,101	8,070
비지배지분	21	30	33	37
<b>자본총계</b>	<b>5,632</b>	<b>7,428</b>	<b>8,191</b>	<b>9,159</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	14,786	30,214	19,849	21,006
BPS	96,097	126,688	139,695	156,202
DPS	3,000	6,150	4,200	4,600
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	5.3	2.7	3.8	3.6
PBR (배)	0.8	0.6	0.5	0.5
배당수익률	3.8	7.6	5.6	6.2
배당성향	20.3	20.4	21.0	22.0
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	16.3	27.1	14.9	14.2
ROA	1.3	2.3	1.4	1.4
C/I Ratio	52.6	44.2	46.1	44.9
<b>성장성 (% YoY)</b>				
EPS	2.2	104.3	-34.3	5.8
BPS	12.2	31.8	10.3	11.8
영업이익	-9.1	77.6	-8.8	6.1
지배주주순이익	1.5	105.2	-34.1	5.8

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순영업손익	1,808	2,726	2,573	2,674
순수수료손익	1,099	1,462	1,269	1,259
수수료이익	1,333	1,733	1,514	1,502
Brokerage	464	513	360	366
WM	264	227	264	272
IB	517	713	677	698
기타	88	280	212	166
수수료비용	234	271	245	244
순이자손익	1,044	1,152	1,114	1,222
상품운용손익	-387	22	48	35
기타손익	52	90	143	158
판매비	951	1,205	1,186	1,201
영업이익	856	1,521	1,387	1,472
영업외손익	339	896	206	214
세전이익	1,195	2,417	1,593	1,686
법인세비용	335	653	430	455
당기순이익	860	1,765	1,163	1,231
지배주주	863	1,764	1,159	1,227
비지배지분	-3	0	4	4

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>안정성 (%)</b>				
순자본비용	1,829.9	2,365.9	2,683.8	2,779.0
레버리지비율 (배)	12.5	11.0	10.1	9.9
<b>순영업손익 대비 (%)</b>				
수수료이익	73.7	63.6	58.8	56.2
Brokerage	25.7	18.8	14.0	13.7
WM	14.6	8.3	10.3	10.2
IB	28.6	26.2	26.3	26.1
기타	4.9	10.3	8.2	6.2
수수료비용	-12.9	-10.0	-9.5	-9.1
순이자손익	57.7	42.3	43.3	45.7
상품운용손익	-21.4	0.8	1.9	1.3
기타손익	2.9	3.3	5.6	5.9
<b>총자산 대비 (%)</b>				
순영업손익	2.6	3.3	3.1	2.9
순수수료손익	1.6	1.8	1.5	1.4
순이자손익	1.5	1.4	1.4	1.3
영업이익	1.2	1.9	1.7	1.6
지배주주순이익	1.2	2.2	1.4	1.3

Industry Indepth  
2022. 4. 18

## ▲ 금융/지주

Analyst 은경완  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **52,000 원**  
 현재주가 (4.15) **40,600 원**  
 상승여력 **28.1%**

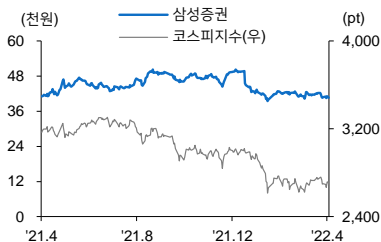
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	36,256억원
발행주식수	8,930만주
유동주식비율	68.37%
외국인비중	30.09%
52주 최고/최저가	50,300원/39,450원
평균거래대금	111.4억원

## 주요주주(%)

삼성생명보험 외 4 인	29.62
국민연금공단	9.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.7	-14.4	-1.7
상대주가	-2.0	-4.3	16.5

## 주가그래프



## 삼성증권 016360

## 베타보다 배당으로 알파

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 52,000원, 증권업종 최선호주 추천
- ✓ 1Q22E 순이익 1,566억원(-45.8% YoY, +9.0% QoQ)으로 컨센서스 부합
- ✓ 증권업황 부진에도 투자자 입장에선 비중을 채우기엔 좋은 구간으로 판단
- ✓ 이익 안정성, 연말 배당수익률 등을 고려하면 증권주 내 가장 편한 선택지
- ✓ 실제 FY22E 배당수익률은 7%를 상회하며 증권업종 최고 수준으로 추정

## 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 순이익은 1,566억원(-45.8% YoY, +9.0% QoQ)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 타사들과 유사하게 거래대금 하락에 따른 브로커리지 감소, 금리 상승에 따른 채권 관련 손실 발생, ELS 조기 상환 감소 및 헤지 비용 증가 등이 예상된다. 참고로 ELS 자체헤지 비중은 약 85%으로 커버리지 증권사 중 가장 높은 편이다. 반면 IB의 경우 메가딜 부재에도 비교적 안정된 실적을 실현하며 전년동기 수준을 유지한 것으로 추정된다.

## FY22E Div.Y 7% 상회

증권주 전반적으로 주가가 많이 내려와있는 만큼 투자자 입장에선 업황 부진에도 비중을 채우기엔 좋은 구간으로 판단된다. 종목이 관건인데 증시 반등에 초점을 맞춘다면 이익의 증시 민감도가 높고 베타가 높은 종목이 선순위에 놓인다. 반면 이익 안정성, 연말 배당수익률 등을 고려하면 삼성증권이 편한 선택지다. 실제 현 주가 기준 FY22E 배당수익률은 7%를 상회하며 증권업종 중 최고 수준으로 추정된다.

## 증권업종 최선호주 추천

투자 의견 Buy, 적정주가 52,000 원을 제시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 74,498 원에 Target PBR 0.70 배를 적용하여 산출했다. 증권업황 회복이 녹록지 않은 만큼 상대적으로 이익 안정성이 높고 배당 매력을 보유한 동사의 강점이 부각될 것으로 전망한다. 증권업종 최선호주로 추천한다.

(십억원)	순영업이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	1,493	678	508	5,686	29.6	59,542	7.1	0.7	9.9	0.9	5.4
2021	2,242	1,309	965	10,810	90.1	68,096	4.2	0.7	16.9	1.5	8.5
2022E	1,853	988	736	8,242	-23.8	72,619	4.9	0.6	11.7	1.1	7.4
2023E	1,961	1,033	770	8,623	4.6	78,254	4.7	0.5	11.4	1.1	7.9

표48 삼성증권 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	11.6
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	9.0
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	1.0
COE 조정계수	%	F	7.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	16.5
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.70
Premium/Discount	%	J	0.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.70</b>
12M Fwd BPS	원	L	74,498
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>52,000</b>
현재가(4/15)	원	N	40,600
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>28.1</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표49 삼성증권 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순영업손익	631	583	596	431	411	484	502	456	1,853	1,961
순수수료손익	330	268	265	252	212	193	190	194	789	771
수수료이익	370	314	322	301	248	226	223	228	924	908
Brokerage	282	220	204	178	137	130	124	117	508	517
WM	16	15	16	18	15	14	15	17	60	62
IB	28	27	31	38	27	25	29	36	117	120
기타	43	52	71	66	69	56	56	57	238	209
수수료비용	40	46	57	49	36	32	33	33	134	137
순이자손익	176	182	188	165	172	167	170	173	682	716
상품운용손익	69	71	65	-42	-20	64	79	33	156	234
기타손익	56	63	79	56	47	59	63	56	225	240
판관비	231	227	234	241	201	222	210	232	864	927
영업이익	399	356	363	190	210	262	292	224	988	1,033
영업외손익	3	5	2	7	4	5	5	5	20	21
세전이익	403	362	365	198	214	267	297	230	1,008	1,055
법인세비용	114	97	97	54	58	72	80	62	272	285
당기순이익	289	264	268	144	157	195	217	168	736	770
<b>지배주주</b>	<b>289</b>	<b>264</b>	<b>268</b>	<b>144</b>	<b>157</b>	<b>195</b>	<b>217</b>	<b>168</b>	<b>736</b>	<b>770</b>
비지배지분	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성증권 (016360)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	16,172	18,001	16,945	17,286
금융자산	31,465	33,272	34,120	36,659
대출채권	8,846	9,826	9,478	10,183
유형자산	118	105	106	114
기타자산	7,269	4,504	5,827	6,404
<b>자산총계</b>	<b>63,870</b>	<b>65,707</b>	<b>66,476</b>	<b>70,646</b>
예수부채	15,074	17,468	16,443	16,775
차입부채	25,935	27,841	27,510	29,777
금융부채	10,157	10,015	10,232	11,127
기타부채	7,387	4,302	5,806	5,979
<b>부채총계</b>	<b>58,553</b>	<b>59,627</b>	<b>59,991</b>	<b>63,658</b>
자본금	458	458	458	458
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743
자본조정	-59	-59	-59	-59
기타포괄손익누계액	193	188	196	197
이익잉여금	2,980	3,749	4,146	4,648
비지배지분	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>5,317</b>	<b>6,081</b>	<b>6,485</b>	<b>6,988</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	5,686	10,810	8,242	8,623
BPS	59,542	68,096	72,619	78,254
DPS	2,200	3,800	3,000	3,200
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	7.1	4.2	4.9	4.7
PBR (배)	0.7	0.7	0.6	0.5
배당수익률	5.4	8.5	7.4	7.9
배당성향	38.7	35.2	36.0	37.0
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	9.9	16.9	11.7	11.4
ROA	0.9	1.5	1.1	1.1
C/I Ratio	54.6	41.6	46.6	47.3
<b>성장성 (% YoY)</b>				
EPS	29.6	90.1	-23.8	4.6
BPS	7.4	14.4	6.6	7.8
영업이익	31.0	93.0	-24.5	4.6
지배주주순이익	29.6	90.1	-23.8	4.6

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순영업손익	1,493	2,242	1,853	1,961
순수수료손익	911	1,114	789	771
수수료이익	1,074	1,307	924	908
Brokerage	787	885	508	517
WM	37	65	60	62
IB	77	124	117	120
기타	173	233	238	209
수수료비용	163	192	134	137
순이자손익	646	711	682	716
상품운용손익	-355	163	156	234
기타손익	291	254	225	240
판관비	815	933	864	927
영업이익	678	1,309	988	1,033
영업외손익	8	18	20	21
세전이익	686	1,327	1,008	1,055
법인세비용	178	362	272	285
당기순이익	508	965	736	770
지배주주	508	965	736	770
비지배지분	0	0	0	0

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>안정성 (%)</b>				
순자본비율	1,515.8	1,207.6	1,315.9	1,263.7
레버리지비율 (배)	12.0	10.8	10.3	10.1
<b>순영업손익 대비 (%)</b>				
수수료이익	71.9	58.3	49.9	46.3
Brokerage	52.7	39.5	27.4	26.3
WM	2.4	2.9	3.3	3.2
IB	5.2	5.5	6.3	6.1
기타	11.6	10.4	12.9	10.7
수수료비용	-10.9	-8.6	-7.3	-7.0
순이자손익	43.3	31.7	36.8	36.5
상품운용손익	-23.8	7.3	8.4	11.9
기타손익	19.5	11.3	12.1	12.2
<b>총자산 대비 (%)</b>				
순영업손익	2.3	3.4	2.8	2.8
순수수료손익	1.4	1.7	1.2	1.1
순이자손익	1.0	1.1	1.0	1.0
영업이익	1.1	2.0	1.5	1.5
지배주주순이익	0.8	1.5	1.1	1.1

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst 은경완  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

# NH 투자증권 005940

## IB 경쟁 심화의 부담

- ✓ 투자 의견 Hold, 적정주가 13,000원 제시
- ✓ 1Q22E 순이익 1,307억원(-49.2% YoY, -30.8% QoQ)으로 컨센서스 14.2% 하회
- ✓ 지난 3월, 4천억원의 유상증자 단행 등 IB 경쟁력 유지 위한 노력 지속
- ✓ 반면 대부분의 증권사가 IB 강화에 사활을 걸고 있는 만큼 경쟁 심화는 불가피
- ✓ 밸류에이션 매력도가 높은 건 사실이나 투자 선순위에 놓이기엔 한계

## Hold (신규)

적정주가 (12개월) **13,000 원**  
현재주가 (4.15) **11,100 원**  
상승여력 **17.1%**

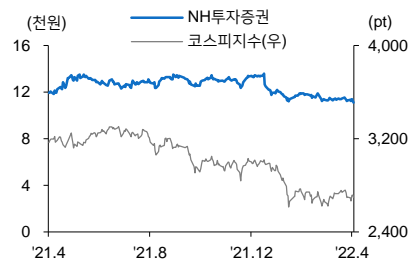
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	36,815억원
발행주식수	33,167만주
유동주식비율	41.69%
외국인비중	15.85%
52주 최고/최저가	13,600원/11,100원
평균거래대금	70.5억원

### 주요주주(%)

농협금융지주 외 2 인	56.83
국민연금공단	6.44

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	-14.6	-7.9
상대주가	-4.5	-4.5	9.1

### 주가그래프



## 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 순이익은 1,307억원(-49.2% YoY, -30.8% QoQ)으로 최근 낮아진 컨센서스를 14.2% 하회할 전망이다. 거래대금 감소, 증시 변동성 확대 등에 따른 실적 부진은 증권업종 공통사항이다. 그러나 금리 급등에 따른 외화 채권 관련 손실이 타사대비 컸다는 점이 실적의 발목을 잡았다. 반면 IB는 지난해 기저효과 부담에도 구조화 금융 딜 증가 등으로 상쇄하며 경쟁력을 유지하는 모습이다. 경쟁사를 대비 자체 헤지 비중이 낮은 만큼 ELS 관련 손실 역시 크지 않았던 것으로 파악된다.

## 치열해진 IB 시장의 경쟁 강도

지난 3월, 4천억원의 추가 자본확충을 단행했다. 북(Book) 비즈니스 규모 확대를 통한 IB 부문에서의 경쟁 우위를 유지하기 위함이다. 아직까진 전통적인 IB 강자라는 투자 포인트는 변함이 없으나 대부분의 증권사가 IB 강화에 사활을 걸고 있는 만큼 경쟁 심화는 불가피하다. 그간 보여줬던 IB의 고 수익성 창출 역량이 지속되는지 여부에 따라 향후 주가 방향성이 결정될 것으로 보인다.

## 투자 의견 Hold, 적정주가 13,000원

투자 의견 Hold, 적정주가 13,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 주가 하락의 반대 급부로 배당수익률을 고려한 밸류에이션 매력도가 높다는 점에는 동의한다. 그러나 1분기 실적 부진, IB 시장의 경쟁 심화 등을 고려하면 증권업종 내 투자 선순위에 놓이긴 어렵다는 판단이다.

(십억원)	순영업손익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	1,681	787	577	1,926	21.3	19,352	5.9	0.6	10.3	1.0	6.2
2021	2,341	1,294	931	3,078	59.8	21,630	4.1	0.6	14.8	1.5	8.4
2022E	1,809	841	640	2,030	-34.0	22,543	5.5	0.5	9.2	1.1	6.4
2023E	1,910	912	698	2,215	9.1	23,959	5.0	0.5	9.5	1.2	6.9

표50 NH투자증권 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	9.3
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	7.7
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.8
COE 조정계수	%	F	7.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	15.2
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.61
Premium/Discount	%	J	-10.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.55</b>
12M Fwd BPS	원	L	23,015
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>13,000</b>
현재가(4/15)	원	N	11,100
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>17.1</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표51 NH투자증권 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순영업손익	656	654	532	498	420	483	479	425	1,809	1,910
순수수료손익	348	271	302	262	197	203	207	177	785	822
수수료이익	405	340	354	319	236	242	248	212	937	985
Brokerage	247	200	180	164	127	120	114	110	471	480
WM	14	16	17	14	13	14	16	14	57	59
IB	26	37	47	26	24	35	43	25	128	132
기타	117	87	110	114	71	73	74	64	281	315
수수료비용	57	68	52	57	38	39	41	35	153	163
순이자손익	206	194	193	177	180	176	178	182	716	749
상품운용손익	56	194	-33	65	35	96	86	59	276	314
기타손익	45	-5	71	-6	8	9	9	8	32	25
판관비	282	261	240	264	245	240	231	253	968	998
영업이익	374	393	293	234	176	244	248	173	841	912
영업외손익	-16	-13	-4	40	3	8	12	14	36	44
세전이익	359	380	289	274	179	251	260	186	876	956
법인세비용	101	110	74	85	48	68	70	50	237	258
당기순이익	257	270	215	189	131	184	190	136	640	698
<b>지배주주</b>	<b>257</b>	<b>270</b>	<b>215</b>	<b>189</b>	<b>131</b>	<b>184</b>	<b>190</b>	<b>136</b>	<b>640</b>	<b>698</b>
비지배지분	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

## NH 투자증권 (005940)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	7,089	9,040	7,844	8,002
금융자산	40,529	35,783	36,274	38,420
대출채권	7,006	7,646	8,371	8,866
유형자산	140	161	166	176
기타자산	7,975	5,912	6,150	6,508
<b>자산총계</b>	<b>62,738</b>	<b>58,542</b>	<b>58,805</b>	<b>61,972</b>
예수부채	7,027	7,575	7,131	7,275
차입부채	27,063	23,488	23,392	24,797
금융부채	14,354	14,142	15,107	16,191
기타부채	8,491	6,514	6,064	6,151
<b>부채총계</b>	<b>56,936</b>	<b>51,719</b>	<b>51,693</b>	<b>54,413</b>
자본금	1,531	1,609	1,609	1,609
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	1,535	1,657	1,657	1,657
자본조정	-15	-15	-15	-15
기타포괄손익누계액	165	265	244	243
이익잉여금	2,582	3,303	3,611	4,059
비지배지분	5	5	6	6
<b>자본총계</b>	<b>5,803</b>	<b>6,823</b>	<b>7,112</b>	<b>7,559</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	1,926	3,078	2,030	2,215
BPS	19,352	21,630	22,543	23,959
DPS	700	1,050	710	770
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	5.9	4.1	5.5	5.0
PBR (배)	0.6	0.6	0.5	0.5
배당수익률	6.2	8.4	6.4	6.9
배당성향	36.5	35.6	36.5	36.5
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	10.3	14.8	9.2	9.5
ROA	1.0	1.5	1.1	1.2
C/I Ratio	53.2	44.7	53.5	52.3
<b>성장성 (% YoY)</b>				
EPS	21.3	59.8	-34.0	9.1
BPS	7.7	11.8	4.2	6.3
영업이익	36.8	64.4	-35.0	8.5
지배주주순이익	21.1	61.5	-31.3	9.1

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순영업손익	1,681	2,341	1,809	1,910
순수수료손익	1,025	1,183	785	822
수수료이익	1,193	1,418	937	985
Brokerage	688	791	471	480
WM	44	61	57	59
IB	155	137	128	132
기타	306	428	281	315
수수료비용	168	235	153	163
순이자손익	696	770	716	749
상품운용손익	429	282	276	314
기타손익	-469	105	32	25
판관비	894	1,047	968	998
영업이익	787	1,294	841	912
영업외손익	2	8	36	44
세전이익	789	1,302	876	956
법인세비용	212	371	237	258
당기순이익	577	931	640	698
지배주주	577	932	640	698
비지배지분	0	0	0	0

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>안정성 (%)</b>				
순자본비율	1,226.0	2,076.7	2,154.5	2,146.3
레버리지비율 (배)	10.8	8.6	8.3	8.2
<b>순영업손익 대비 (%)</b>				
수수료이익	71.0	60.6	51.8	51.6
Brokerage	40.9	33.8	26.1	25.1
WM	2.6	2.6	3.1	3.1
IB	9.2	5.8	7.1	6.9
기타	18.2	18.3	15.5	16.5
수수료비용	-10.0	-10.0	-8.5	-8.6
순이자손익	41.4	32.9	39.6	39.2
상품운용손익	25.5	12.1	15.2	16.4
기타손익	-27.9	4.5	1.8	1.3
<b>총자산 대비 (%)</b>				
순영업손익	2.7	4.0	3.1	3.1
순수수료손익	1.6	2.0	1.3	1.3
순이자손익	1.1	1.3	1.2	1.2
영업이익	1.3	2.2	1.4	1.5
지배주주순이익	0.9	1.6	1.1	1.1



Industry Indepth  
2022. 4. 18

# 키움증권 039490

## 브로커리지의 굴레

### ▲ 금융/지주

Analyst 은경완  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Hold, 적정주가 115,000원 제시
- ✓ 1Q22E 순이익 1,781억원(-32.1% YoY, -5.4% QoQ)으로 컨센서스 10.4% 상회
- ✓ 과거대비 수익구조 다변화에도 여전히 리테일 비중이 60%를 상회
- ✓ 같은 이유로 증시 또는 거래대금이 부진한 구간에선 투자심리 위축 불가피
- ✓ 낮은 밸류에이션, 채널 경쟁력, 종투자 인가 및 IB 경쟁력 제고 등은 긍정적

## Hold (신규)

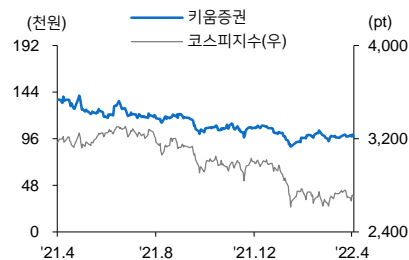
적정주가 (12개월) **115,000 원**  
현재주가 (4.15) **98,100 원**  
상승여력 **17.2%**

KOSPI	2,696.06pt
시가총액	25,721억원
발행주식수	2,622만주
유동주식비율	55.15%
외국인비중	25.29%
52주 최고/최저가	140,500원/87,900원
평균거래대금	63.1억원

<b>주요주주(%)</b>	
다우기술 외 7 인	41.38
국민연금공단	11.33
Orbis Investment Management Limited 외 15 인	9.51

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	5.0	-8.3	-27.9
상대주가	2.1	2.5	-14.5

### 주가그래프



## 1Q22 Earning Preview

1분기 예상 순이익은 1,781억원(-32.1% YoY, -5.4% QoQ)으로 최근 낮아진 컨센서스를 10.4% 상회할 전망이다. 우려보다 리테일 부분이 선방한 덕분이다. 국내 주식 거래대금 하락에 따른 브로커리지 감소를 해외주식과 파생에서 상당 부분 만회했다. 보유 채권 규모가 작고 ELS 자체 해지 비중이 낮은 만큼 트레이딩 손실 부담도 타사대비 크지 않다. 반면 PI는 금융시장 변동성 확대의 영향으로 일부 손실이 발생한 것으로 파악된다.

## 종투자 인가 이후 IB 추가 성장 기대

과거대비 수익구조가 다변화 되었다곤 하나 여전히 브로커리지 경쟁력에 기반한 리테일 이익 비중이 60%를 상회한다. 같은 이유로 시장 또는 거래대금이 부진한 구간에선 주가가 힘을 내기 어렵다. 빠르면 상반기 내 종합금융투자사 업자 인가가 예상된다. 기업신용공여 등이 가능해 짐에 따라 그간 주력한 IB 부문의 추가 성장이 가능할 전망이며, 그 과정에서의 주가 재평가를 기대한다.

## 투자 의견 Hold, 적정주가 115,000원

투자 의견 Hold, 적정주가 115,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS 181,120 원에 Target PBR 0.63 배를 적용하여 산출했다. 수익성 대비 낮은 밸류에이션, 압도적인 채널 경쟁력, IB 성장 기대감 등에도 아직까진 브로커리지의 굴레에서 벗어나기 어려운 구간으로 판단된다. 긴축 스트레스, 지정학적 리스크 등의 대내외 불확실성이 해소되기 전까진 현재의 저평가 국면은 좀 더 지속될 것으로 본다.

(십억원)	순영업손익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	1,469	969	706	28,203	95.7	114,155	4.5	1.1	27.6	2.3	2.4
2021	1,835	1,209	910	32,747	16.1	149,422	3.3	0.7	25.4	2.2	3.3
2022E	1,584	1,015	734	25,981	-20.7	173,071	3.8	0.6	16.0	1.6	3.4
2023E	1,681	1,087	786	27,810	7.0	197,217	3.5	0.5	15.0	1.6	3.7

표52 키움증권 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	15.7
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	12.3
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	1.5
COE 조정계수	%	F	7.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	19.8
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.79
Premium/Discount	%	J	-20.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.63</b>
12M Fwd BPS	원	L	181,120
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>115,000</b>
현재가(4/15)	원	N	98,100
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>17.2</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표53 키움증권 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
순영업손익	506	440	468	421	374	404	405	401	1,584	1,681
순수수료손익	277	233	229	229	166	162	155	156	640	653
수수료이익	353	299	301	296	216	210	200	202	828	846
Brokerage	276	203	208	192	141	132	128	123	525	536
WM	6	7	6	5	5	6	5	5	22	22
IB	27	30	27	35	27	29	26	34	115	119
기타	44	59	60	64	43	42	40	40	166	169
수수료비용	76	66	71	67	50	47	45	46	188	193
순이자손익	114	124	138	140	139	139	143	146	567	617
상품운용손익	37	39	23	-18	13	44	45	37	138	154
기타손익	78	44	78	71	55	59	64	62	240	257
판관비	158	148	147	173	127	139	122	181	569	594
영업이익	347	293	321	248	247	265	283	220	1,015	1,087
영업외손익	31	-2	2	-7	-2	-2	-2	-3	-9	-11
세전이익	379	291	323	241	245	263	281	217	1,006	1,076
법인세비용	112	70	90	53	66	71	76	59	272	291
당기순이익	267	221	234	189	179	192	205	159	734	786
<b>지배주주</b>	<b>262</b>	<b>221</b>	<b>233</b>	<b>188</b>	<b>178</b>	<b>192</b>	<b>205</b>	<b>158</b>	<b>732</b>	<b>784</b>
비지배지분	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2

자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

## 키움증권 (039490)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	12,012	16,221	15,745	16,062
금융자산	13,922	15,771	16,041	18,314
대출채권	6,799	9,403	9,908	11,312
유형자산	135	139	143	163
기타자산	4,722	3,767	3,794	4,158
<b>자산총계</b>	<b>37,591</b>	<b>45,301</b>	<b>45,630</b>	<b>50,009</b>
예수부채	14,376	17,253	16,573	16,907
차입부채	11,497	15,027	14,126	16,416
금융부채	3,946	4,766	5,191	6,153
기타부채	4,888	3,953	4,822	4,929
<b>부채총계</b>	<b>34,706</b>	<b>40,999</b>	<b>40,712</b>	<b>44,405</b>
자본금	128	145	145	145
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	541	1,039	1,039	1,039
자본조정	-61	-64	-64	-64
기타포괄손익누계액	-57	13	-4	-6
이익잉여금	2,306	3,132	3,760	4,442
비지배지분	28	37	41	47
<b>자본총계</b>	<b>2,885</b>	<b>4,302</b>	<b>4,918</b>	<b>5,604</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	28,203	32,747	25,981	27,810
BPS	114,155	149,422	173,071	197,217
DPS	3,000	3,500	3,300	3,600
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	4.5	3.3	3.8	3.5
PBR (배)	1.1	0.7	0.6	0.5
배당수익률	2.4	3.3	3.4	3.7
배당성향	11.0	11.6	11.6	11.6
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	27.6	25.4	16.0	15.0
ROA	2.3	2.2	1.6	1.6
C/I Ratio	34.0	34.1	35.9	35.3
<b>성장성 (% YoY)</b>				
EPS	95.7	16.1	-20.7	7.0
BPS	27.2	30.9	15.8	14.0
영업이익	104.6	24.8	-16.0	7.1
지배주주순이익	95.1	28.9	-19.3	7.0

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순영업손익	1,469	1,835	1,584	1,681
순수수료손익	728	968	640	653
수수료이익	917	1,248	828	846
Brokerage	668	880	525	536
WM	19	23	22	22
IB	89	120	115	119
기타	142	226	166	169
수수료비용	189	281	188	193
순이자손익	386	516	567	617
상품운용손익	232	81	138	154
기타손익	123	271	240	257
판관비	500	626	569	594
영업이익	969	1,209	1,015	1,087
영업외손익	15	25	-9	-11
세전이익	984	1,234	1,006	1,076
법인세비용	278	324	272	291
당기순이익	706	910	734	786
지배주주	703	904	732	784
비지배지분	3	6	2	2

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>안정성 (%)</b>				
순자본비율	973.4	1,533.3	1,783.2	1,937.1
레버리지비율 (배)	13.0	10.5	9.3	8.9
<b>순영업손익 대비 (%)</b>				
수수료이익	62.4	68.0	52.2	50.3
Brokerage	45.5	47.9	33.1	31.9
WM	1.3	1.3	1.4	1.3
IB	6.0	6.5	7.3	7.1
기타	9.6	12.3	10.4	10.1
수수료비용	-12.9	-15.3	-11.9	-11.5
순이자손익	26.2	28.1	35.8	36.7
상품운용손익	15.8	4.4	8.7	9.2
기타손익	8.4	14.7	15.2	15.3
<b>총자산 대비 (%)</b>				
순영업손익	3.9	4.1	3.5	3.4
순수수료손익	1.9	2.1	1.4	1.3
순이자손익	1.0	1.1	1.2	1.2
영업이익	2.6	2.7	2.2	2.2
지배주주순이익	1.9	2.0	1.6	1.6

Industry Indepth  
2022. 4. 18

# 삼성화재 000810

## 강점이 단점으로

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Hold, 적정주가 250,000원
- ✓ 1Q22E 순이익 3,609억원(-16.3% YoY, -413.1% QoQ)으로 컨센서스 7.2% 상회
- ✓ 4분기 배당성향 축소로 밸류에이션 프리미엄 희석
- ✓ 자본력, LAT 잉여액 등을 고려할 때 향후 제도 변화에 따른 불확실성은 제한적
- ✓ 다만 단기적으로는 초과자본에 대한 시장의 불만이 지속될 가능성에 무게

## Hold (신규)

**적정주가 (12개월)** 250,000 원  
**현재주가 (4.15)** 213,000 원  
**상승여력** 17.4%

KOSPI	2,696.06pt
시가총액	100,908억원
발행주식수	4,737만주
유동주식비율	65.56%
외국인비중	48.89%
52주 최고/최저가	251,500원/181,000원
평균거래대금	225.2억원

### 주요주주(%)

삼성생명보험 외 6 인	18.51
국민연금공단	9.73

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.4	-12.0	11.8
상대주가	13.2	-1.6	32.5

### 주가그래프



## 배당성향 후퇴의 후유증 지속

지난 4 분기 배당성향 축소 결정으로 훼손된 투자심리가 쉽게 회복되지 않고 있다. 배당성향이 아닌 안정적인 DPS 상승을 목표한 의사결정이라곤 하나 설득력은 떨어진다. 낮은 ROE를 정당화시켜준 주주환원정책 후퇴로 밸류에이션 프리미엄은 지속적인 하락이 불가피해 보인다.

## 1Q22 Earning Preview

1 분기 예상 순이익은 3,609 억원(-16.3% YoY, -413.1% QoQ)으로 컨센서스를 7.2% 상회할 전망이다. 자동차 손해율이 3%p 이상 하락한 가운데 일반 쪽에서도 지난해 고액사고의 기저효과로 개선되는 모습이 기대된다. 장기 위험손해율이 상승추세라는 점은 아쉬우나 투자수익률이 예상대비 선방하며 관련 부담을 일부 경감시켰다. 참고로 지난해 약 1,400 억원의 삼성전자 특별배당을 인식한 바 있다. 사업비율은 신계약 감소로 안정된 수준에서 관리됐다.

## 투자 의견 Hold, 적정주가 250,000원

투자 의견 Hold, 적정주가 250,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주는 12 개월 Fwd BPS 381,744 원에 Target PBR 0.64 배를 적용해 산출했다. 압도적인 자본력, 가장 높은 LAT 잉여액 보유 등 IFRS17 및 K-ICS 도입에 따른 불확실성이 적다는 강점은 여전히 유효한 투자 포인트다. 그러나 단기적으로 초과자본에 대한 시장의 불만이 지속될 수 밖에 없어 보이며, 뛰어난 위험손해율 관리 능력도 타사들의 실손 갹신 주기 도래 등의 이유로 모멘텀 측면에선 약화될 것으로 전망된다.

(십억원)	경과보험료	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	18,440	1,132	767	18,039	25.9	381,979	10.4	0.5	5.0	0.9	4.7
2021	18,539	1,550	1,093	25,702	42.5	362,277	7.9	0.6	6.9	1.2	5.9
2022E	18,808	1,459	1,034	24,330	-5.3	377,943	8.8	0.6	6.6	1.1	5.6
2023E	18,976	1,436	1,017	23,923	-1.7	389,347	8.9	0.5	6.2	1.1	5.6

표54 삼성화재 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	6.5
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	7.6
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.8
COE 조정계수	%	F	4.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	12.1
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.54
Premium/Discount	%	J	20.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.64</b>
12M Fwd BPS	원	L	381,744
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>250,000</b>
현재가(4/15)	원	N	213,000
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>17.4</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표55 삼성화재 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
원수보험료	4,849	4,914	4,966	4,921	4,935	4,957	4,968	4,969	19,830	19,986
일반	389	400	480	411	422	430	438	427	1,716	1,733
자동차	1,455	1,499	1,455	1,486	1,481	1,487	1,484	1,492	5,944	5,990
장기	3,006	3,016	3,030	3,023	3,033	3,040	3,046	3,050	12,170	12,263
보유보험료	4,630	4,686	4,722	4,670	4,717	4,728	4,737	4,771	18,952	19,114
경과보험료	4,570	4,629	4,674	4,666	4,674	4,690	4,704	4,741	18,808	18,976
일반	362	383	391	390	407	411	396	428	1,643	1,669
자동차	1,337	1,363	1,390	1,396	1,358	1,359	1,381	1,386	5,484	5,516
장기	2,872	2,883	2,893	2,880	2,908	2,920	2,926	2,927	11,682	11,790
경과손해액	3,748	3,693	3,815	3,992	3,792	3,846	3,893	4,022	15,553	15,727
일반	316	225	314	289	318	302	307	326	1,253	1,286
자동차	1,067	1,066	1,106	1,253	1,046	1,110	1,147	1,231	4,534	4,610
장기	2,366	2,402	2,395	2,449	2,429	2,434	2,438	2,465	9,766	9,832
순사업비	918	975	939	1,006	930	953	944	961	3,788	3,876
보험영업이익	-97	-38	-79	-331	-48	-109	-133	-242	-532	-628
투자영업이익	692	491	477	436	550	495	497	450	1,991	2,063
영업이익	595	452	398	105	501	386	363	208	1,459	1,436
영업외손익	-19	-18	-20	-19	-20	-20	-20	-20	-80	-80
세전이익	576	434	378	86	481	367	343	188	1,379	1,356
법인세비용	145	122	100	15	120	92	86	47	345	339
당기순이익	431	313	278	70	361	275	258	141	1,034	1,017

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성화재 (000810)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	77,375	77,141	78,880	81,041
현예금 및 예치금	1,667	1,346	1,172	1,173
유가증권	49,157	48,391	49,968	51,401
주식	12,556	13,218	13,479	13,837
채권	31,740	29,517	30,873	31,812
기타	4,861	5,656	5,616	5,752
대출채권	25,831	26,698	27,007	27,712
부동산	721	707	734	755
비운용자산	3,167	5,299	5,600	5,938
특별계정자산	11,178	10,945	10,825	10,724
<b>자산총계</b>	<b>91,721</b>	<b>93,385</b>	<b>95,305</b>	<b>97,703</b>
책임준비금	59,566	60,797	62,040	63,274
기타부채	4,739	4,819	5,291	5,546
특별계정부채	11,178	12,368	11,907	12,332
<b>부채총계</b>	<b>75,483</b>	<b>77,985</b>	<b>79,239</b>	<b>81,152</b>
자본금	26	26	26	26
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	939	939	939	939
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
이익잉여금	9,355	10,074	10,598	11,073
기타포괄손익누계액	7,400	5,844	5,986	5,996
<b>자본총계</b>	<b>16,238</b>	<b>15,400</b>	<b>16,066</b>	<b>16,551</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업지표 (%)</b>				
경과손해율	83.4	82.2	82.7	82.9
일반	81.6	75.0	76.3	77.0
자동차	85.6	81.9	82.7	83.6
장기	82.6	83.4	83.6	83.4
사업비율	21.1	20.7	20.1	20.4
합산비율	104.4	102.9	102.8	103.3
투자수익률	2.6	2.7	2.6	2.6
<b>성장성 (% YoY)</b>				
총자산	8.6	1.8	2.1	2.5
운용자산	8.4	-0.3	2.3	2.7
자기자본	14.3	-5.2	4.3	3.0
원수보험료	3.8	0.5	0.9	0.8
경과보험료	2.4	0.5	1.4	0.9
영업이익	23.8	36.9	-5.9	-1.6
순이익	25.9	42.5	-5.3	-1.7

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	19,549	19,650	19,830	19,986
일반	1,549	1,679	1,716	1,733
자동차	5,785	5,895	5,944	5,990
장기	12,215	12,076	12,170	12,263
보유보험료	18,865	18,709	18,952	19,114
경과보험료	18,440	18,539	18,808	18,976
일반	1,563	1,525	1,643	1,669
자동차	5,157	5,486	5,484	5,516
장기	11,720	11,528	11,682	11,790
경과손해액	15,370	15,248	15,553	15,727
일반	1,276	1,144	1,253	1,286
자동차	4,415	4,492	4,534	4,610
장기	9,679	9,612	9,766	9,832
순사업비	3,890	3,837	3,788	3,876
보험영업이익	-820	-546	-532	-628
투자영업이익	1,952	2,096	1,991	2,063
영업이익	1,132	1,550	1,459	1,436
영업외손익	-83	-76	-80	-80
세전이익	1,049	1,474	1,379	1,356
법인세비용	282	382	345	339
당기순이익	767	1,093	1,034	1,017

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	18,039	25,702	24,330	23,923
BPS	381,979	362,277	377,943	389,347
DPS	8,800	12,000	12,000	12,000
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	10.4	7.9	8.8	8.9
PBR (배)	0.5	0.6	0.6	0.5
배당수익률	4.7	5.9	5.6	5.6
배당성장률	45.7	43.7	48.0	49.0
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	5.0	6.9	6.6	6.2
ROA	0.9	1.2	1.1	1.1
<b>안정성 (%)</b>				
총자산/자기자본	564.9	606.4	593.2	590.3
보유보험료/자기자본	116.2	121.5	118.0	115.5

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

## Buy (신규)

**적정주가 (12개월)** **59,000 원**  
**현재주가 (4.15)** **46,450 원**  
**상승여력** **27.0%**

KOSPI	2,696.06pt
시가총액	56,030억원
발행주식수	12,063만주
유동주식비율	26.58%
외국인비중	11.59%
52주 최고/최저가	52,800원/17,250원
평균거래대금	219.0억원

### 주요주주(%)

메리츠금융지주 외 4 인	56.31
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.5	59.9	147.7
상대주가	15.2	78.8	193.5

### 주가그래프



# 메리츠화재 000060

## 주가 재평가는 현재 진행형

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 59,000원, 보험업종 최선호주 추천
- ✓ 1Q22E 순이익 1,916억원(+48.6% YoY, -2.1% QoQ)으로 컨센서스 20.4% 상회
- ✓ 연말 배당 10%를 제외한 나머지 주주환원여력은 자사주 매입에 사용 예상
- ✓ 우호적인 수급 여건과 함께 자동차 손해를 악화 부담이 낮다는 점도 긍정적
- ✓ 높은 밸류에이션은 실적 시즌을 거치는 과정에서 정당화 될 것으로 기대

### 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 순이익은 1,916억원(+48.6% YoY, -2.1% QoQ)으로 컨센서스를 20% 상회할 전망이다. 이익 기여도 비중이 크진 않으나 5%p YoY 이상의 자동차 손해를 개선과 함께 장기 위험손해율도 94% 내외로 안정된 수준을 유지했기 때문이다. 투자수익률 역시 채권 매각 등 대규모 일회성 요인 없이 업계 최고의 4%대를 유지하고 있는 것으로 파악된다.

### 차별화 된 주주환원정책은 지속

배당성향 축소에도 꾸준한 자사주 매입 정책, MSCI 편입 이슈 등이 맞물리며 보험업종 내 가장 가파른 주가 상승을 시현했다. 현재도 지난 2월에 발표했던 천억 원의 자사주 매입이 진행 중이며, 진행률은 약 60~70% 수준이다. 지난 2년간 보여준 경영진의 높은 신뢰를 바탕으로 향후에도 연말 현금배당 10%를 제외한 나머지 주주환원 여력은 자사주 매입에 사용할 것으로 기대한다.

### 보험업종 최선호주 추천

투자 의견 Buy, 적정주가 59,000 원을 제시한다. 자사주 매입 및 소각 정책이 지속되는 가운데 2분기 이후 자동차 손해를 악화 부담도 타사대비 적은 편이다. 장기채 보유 비중이 높은 탓에 단기 급등한 금리가 부담으로 작용할 수 있으나 그간의 신계약 판매 누적효과를 고려하면 IFRS17 도입 이후엔 모두 해소 가능하다. 지난해에 이어 올해도 20% 이상의 ROE가 기대된다는 점에서 보험업종 내 높은 밸류에이션은 실적 시즌을 거치는 과정에서 정당화 될 것으로 판단한다. 보험업종 최선호주로 추천한다.

(십억원)	경과보험료	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	8,543	611	433	3,844	58.0	22,638	3.8	0.6	17.0	1.8	8.8
2021	9,332	912	663	5,890	53.2	22,154	5.7	1.5	26.2	2.5	1.8
2022E	9,733	919	668	6,339	7.6	27,261	7.3	1.7	25.4	2.3	1.4
2023E	9,861	949	691	6,841	7.9	32,571	6.8	1.4	22.5	2.2	1.5

표56 메리츠화재 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	24.4
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	8.7
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.9
COE 조정계수	%	F	4.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	13.2
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	1.85
Premium/Discount	%	J	10.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>2.03</b>
12M Fwd BPS	원	L	29,031
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>59,000</b>
현재가(4/15)	원	N	46,450
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>27.0</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표57 메리츠화재 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
원수보험료	2,446	2,488	2,517	2,580	2,587	2,595	2,603	2,611	10,396	10,521
일반	149	156	146	162	159	159	159	161	637	645
자동차	199	194	198	215	208	208	210	212	837	848
장기	2,098	2,137	2,172	2,202	2,221	2,228	2,235	2,238	8,922	9,028
보유보험료	2,303	2,322	2,361	2,414	2,431	2,442	2,457	2,454	9,784	9,911
경과보험료	2,257	2,315	2,362	2,398	2,414	2,432	2,446	2,441	9,733	9,861
일반	69	85	93	89	84	91	98	93	365	367
자동차	165	173	182	188	188	192	194	191	766	770
장기	2,023	2,056	2,087	2,122	2,142	2,149	2,154	2,157	8,602	8,723
경과손해액	1,746	1,757	1,785	1,890	1,810	1,871	1,894	1,911	7,487	7,660
일반	55	60	65	68	64	70	76	71	280	281
자동차	128	129	138	154	130	148	152	156	585	607
장기	1,563	1,569	1,582	1,667	1,617	1,653	1,667	1,684	6,622	6,772
순사업비	540	561	569	492	582	588	590	589	2,349	2,384
보험영업이익	-30	-3	8	16	21	-27	-38	-59	-103	-183
투자영업이익	206	223	237	255	242	252	260	268	1,022	1,132
영업이익	176	220	245	271	264	224	223	208	919	949
영업외손익	2	2	-1	3	-1	-1	-1	-1	-4	-2
세전이익	178	222	244	274	262	223	222	208	915	946
법인세비용	50	61	67	78	71	60	60	56	247	255
당기순이익	129	161	178	196	192	163	162	152	668	691

자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터



## 메리츠화재 (000060)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	22,105	24,215	26,719	29,500
현예금 및 예치금	242	510	588	661
유가증권	13,781	14,438	16,225	17,961
주식	138	185	186	202
채권	9,225	9,527	10,602	11,717
기타	4,418	4,726	5,437	6,041
대출채권	7,403	8,327	8,844	9,703
부동산	679	940	1,061	1,175
비운용자산	3,175	3,337	3,598	3,893
특별계정자산	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>25,281</b>	<b>27,552</b>	<b>30,317</b>	<b>33,393</b>
책임준비금	20,859	22,963	25,183	27,438
기타부채	1,750	2,200	2,263	2,700
특별계정부채	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>22,609</b>	<b>25,163</b>	<b>27,445</b>	<b>30,138</b>
자본금	60	60	60	60
신종자본증권	105	105	105	105
자본잉여금	601	601	601	601
자본조정	-50	-313	-313	-313
이익잉여금	1,775	2,285	2,686	3,059
기타포괄손익누계액	180	-348	-268	-257
<b>자본총계</b>	<b>2,672</b>	<b>2,390</b>	<b>2,871</b>	<b>3,255</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업지표 (%)</b>				
경과손해율	78.4	76.9	76.9	77.7
일반	78.1	74.0	76.6	76.5
자동차	81.9	77.5	76.4	78.8
장기	78.1	77.0	77.0	77.6
사업비율	26.2	23.2	24.1	24.2
합산비율	104.6	100.1	101.1	101.9
투자수익률	4.7	4.0	4.0	4.0
<b>성장성 (% YoY)</b>				
총자산	9.3	9.0	10.0	10.1
운용자산	8.2	9.5	10.3	10.4
자기자본	9.8	-10.6	20.2	13.4
원수보험료	13.9	9.6	3.6	1.2
경과보험료	11.3	9.2	4.3	1.3
영업이익	61.5	49.3	0.7	3.2
순이익	59.8	53.0	0.7	3.4

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	9,151	10,030	10,396	10,521
일반	552	615	637	645
자동차	706	806	837	848
장기	7,893	8,610	8,922	9,028
보유보험료	8,600	9,399	9,784	9,911
경과보험료	8,543	9,332	9,733	9,861
일반	304	336	365	367
자동차	635	708	766	770
장기	7,605	8,288	8,602	8,723
경과손해액	6,696	7,178	7,487	7,660
일반	237	248	280	281
자동차	520	549	585	607
장기	5,939	6,381	6,622	6,772
순사업비	2,242	2,163	2,349	2,384
보험영업이익	-394	-9	-103	-183
투자영업이익	1,005	921	1,022	1,132
영업이익	611	912	919	949
영업외손익	-7	6	-4	-2
세전이익	604	919	915	946
법인세비용	170	256	247	255
당기순이익	433	663	668	691

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	3,844	5,890	6,339	6,841
BPS	22,638	22,154	27,261	32,571
DPS	1,280	620	640	700
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	3.8	5.7	7.3	6.8
PBR (배)	0.6	1.5	1.7	1.4
배당수익률	8.8	1.8	1.4	1.5
배당성향	34.9	10.1	10.1	10.1
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	17.0	26.2	25.4	22.5
ROA	1.8	2.5	2.3	2.2
<b>안정성 (%)</b>				
총자산/자기자본	946.2	1,153.0	1,055.8	1,025.8
보유보험료/자기자본	321.9	393.4	340.8	304.4

Industry Indepth  
2022. 4. 18

# DB 손해보험 005830

## 모든 지표가 상위권

### ▲ 금융/지주

Analyst 은경완  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 88,000원
- ✓ 1Q22E 순이익 2,166억원(+13.9% YoY, +65.5% QoQ)으로 컨센서스 5.7% 상회
- ✓ 손해율, 사업비율, 투자, 자본비율 등 모든 지표가 상위권에 포진
- ✓ 규제 민감도가 높은 만큼 향후 제도 개편에 따른 수혜도 기대 가능
- ✓ 다만 여타 2위권사 대비 뚜렷한 상승 모멘텀이 없다는 점은 아쉬운 부분

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **88,000 원**  
현재주가 (4.15) **68,900 원**  
상승여력 **27.7%**

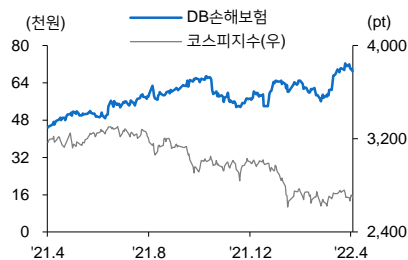
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	48,781억원
발행주식수	7,080만주
유동주식비율	61.59%
외국인비중	43.53%
52주 최고/최저가	72,300원/45,450원
평균거래대금	114.4억원

### 주요주주(%)

김남호 외 9인	23.21
국민연금공단	10.51
FMR Co. LLC 외 25인	9.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.6	4.7	51.4
상대주가	15.3	17.1	79.4

### 주가그래프



## 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 순이익은 2,166억원(+13.9% YoY, +65.5% QoQ)으로 컨센서스를 5.7% 상회할 전망이다. 타사들과 유사하게 백내장 수술 중심의 위험손해를 악화 부담을 자동차 손해율 개선으로 상쇄한 분위기다. 투자수익률과 사업비율은 각각 3.4%, 20.0%로 고 익성과 뛰어난 비용효율성을 유지한 것으로 파악된다. 전반적으로 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적을 예상된다.

## 전반적으로 우수한 지표 보유

손해율 및 사업비율 관리, 투자 성과, 자본비율 및 배당정책 등 모든 지표가 상위권이다. LAT 잉여비율, 유지율 등을 고려하면 IFRS17 도입 이후에도 현재의 안정된 펀더멘탈은 지속될 가능성이 높다. 또한 규제 민감도가 높은 만큼 향후 자동차, 실손 관련 제도 개편에 따른 수혜도 기대 가능하다. 반면 자사주 매입, 5년 실손 갱신 등 여타 2위권사 대비 뚜렷한 상승 모멘텀이 없다는 점은 아쉬운 부분이다. 수익성(FY22E ROE 11.4%) 대비 낮은 밸류에이션(PBR 0.72배)에서 거래되고 있는 것도 이와 무관치 않다고 본다.

## 투자 의견 Buy, 적정주가 88,000원

투자 의견 Buy, 적정주가 88,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS 116,300원에 Target PBR 0.76배를 적용했으며 현 주가 기준 상승여력은 27.7%로 추정된다. 전년대비 소폭 감익에도 안정적인 배당성향 상황 기조로 FY22E 5% 이상의 배당이 기대된다.

(십억원)	경과보험료	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	12,670	683	502	8,315	41.2	100,995	5.3	0.4	8.5	1.1	5.0
2021	13,772	1,066	776	12,930	55.5	104,069	4.2	0.5	12.6	1.6	6.5
2022E	14,255	992	741	12,347	-4.5	113,220	5.7	0.6	11.4	1.4	5.0
2023E	14,419	1,018	762	12,691	2.8	122,462	5.5	0.6	10.8	1.4	5.3

표58 DB손해보험 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	11.2
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	8.7
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.9
COE 조정계수	%	F	4.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	13.2
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.84
Premium/Discount	%	J	-10.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.76</b>
12M Fwd BPS	원	L	116,300
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>88,000</b>
현재가(4/15)	원	N	68,900
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>27.7</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표59 DB손해보험 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
원수보험료	3,641	3,792	3,753	3,889	<b>3,896</b>	3,902	3,909	3,916	15,623	15,729
일반	342	404	352	419	<b>391</b>	398	395	403	1,587	1,601
자동차	1,039	1,090	1,072	1,110	<b>1,114</b>	1,117	1,117	1,119	4,467	4,497
장기	2,260	2,298	2,328	2,361	<b>2,390</b>	2,387	2,397	2,394	9,569	9,631
보유보험료	3,362	3,479	3,478	3,659	<b>3,577</b>	3,600	3,645	3,640	14,462	14,627
경과보험료	3,316	3,396	3,470	3,591	<b>3,525</b>	3,546	3,599	3,585	14,255	14,419
일반	213	223	245	241	<b>266</b>	238	262	249	1,015	1,017
자동차	942	973	999	1,006	<b>947</b>	991	1,007	998	3,943	4,015
장기	2,161	2,200	2,226	2,344	<b>2,311</b>	2,318	2,330	2,338	9,297	9,387
경과손해액	2,715	2,737	2,804	3,048	<b>2,884</b>	2,915	2,986	3,033	11,817	11,971
일반	133	133	181	184	<b>178</b>	159	189	175	701	705
자동차	757	741	772	846	<b>739</b>	794	824	858	3,214	3,294
장기	1,826	1,862	1,851	2,018	<b>1,967</b>	1,962	1,973	2,000	7,902	7,972
순사업비	698	665	679	664	<b>705</b>	684	692	717	2,798	2,861
보험영업이익	-97	-6	-14	-122	<b>-64</b>	-52	-79	-165	-360	-412
투자영업이익	363	327	315	299	<b>354</b>	337	346	315	1,352	1,431
영업이익	266	321	301	177	<b>290</b>	286	267	150	992	1,018
영업외손익	-2	1	-1	0	<b>-1</b>	-1	-1	-1	-3	-2
세전이익	264	323	300	178	<b>289</b>	285	266	149	989	1,016
법인세비용	73	87	81	47	<b>72</b>	71	66	37	247	254
당기순이익	<b>190</b>	<b>235</b>	<b>220</b>	<b>131</b>	<b>217</b>	<b>214</b>	<b>199</b>	<b>112</b>	<b>741</b>	<b>762</b>

자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

## DB 손해보험 (005830)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	38,936	41,650	44,022	46,557
현예금 및 예치금	295	428	492	531
유가증권	25,550	27,491	28,929	30,575
주식	1,173	1,164	1,238	1,310
채권	9,168	9,555	10,154	10,744
기타	15,209	16,772	17,537	18,521
대출채권	11,945	12,587	13,372	14,150
부동산	1,145	1,143	1,229	1,302
비운용자산	3,622	3,822	3,857	3,890
특별계정자산	4,567	5,716	5,802	5,957
<b>자산총계</b>	<b>47,124</b>	<b>51,188</b>	<b>53,681</b>	<b>56,404</b>
책임준비금	34,288	36,265	38,237	40,202
기타부채	2,176	2,820	2,844	2,892
특별계정부채	4,596	5,855	5,802	5,957
<b>부채총계</b>	<b>41,060</b>	<b>44,940</b>	<b>46,883</b>	<b>49,051</b>
자본금	35	35	35	35
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	38	38	38	38
자본조정	-152	-152	-152	-152
이익잉여금	4,943	5,588	6,119	6,671
기타포괄손익누계액	1,200	740	758	761
<b>자본총계</b>	<b>6,064</b>	<b>6,249</b>	<b>6,798</b>	<b>7,353</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업지표 (%)</b>				
경과손해율	83.9	82.1	82.9	83.0
일반	70.7	68.4	69.1	69.4
자동차	84.4	79.5	81.5	82.0
장기	84.9	84.6	85.0	84.9
사업비율	20.8	19.6	19.6	19.8
합산비율	104.7	101.7	102.5	102.9
투자수익률	3.4	3.2	3.2	3.2
<b>성장성 (% YoY)</b>				
총자산	7.9	8.6	4.9	5.1
운용자산	5.3	7.0	5.7	5.8
자기자본	6.0	3.0	8.8	8.2
원수보험료	8.0	7.1	3.6	0.7
경과보험료	6.7	8.7	3.5	1.2
영업이익	33.4	55.9	-6.9	2.7
순이익	34.7	54.6	-4.5	2.8

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	14,070	15,075	15,623	15,729
일반	1,284	1,516	1,587	1,601
자동차	4,068	4,311	4,467	4,497
장기	8,718	9,247	9,569	9,631
보유보험료	13,035	13,978	14,462	14,627
경과보험료	12,670	13,772	14,255	14,419
일반	794	923	1,015	1,017
자동차	3,520	3,919	3,943	4,015
장기	8,356	8,930	9,297	9,387
경과손해액	10,626	11,305	11,817	11,971
일반	561	631	701	705
자동차	2,972	3,116	3,214	3,294
장기	7,093	7,558	7,902	7,972
순사업비	2,635	2,706	2,798	2,861
보험영업이익	-590	-238	-360	-412
투자영업이익	1,274	1,304	1,352	1,431
영업이익	683	1,066	992	1,018
영업외손익	-5	-1	-3	-2
세전이익	678	1,064	989	1,016
법인세비용	176	288	247	254
당기순이익	502	776	741	762

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	8,315	12,930	12,347	12,691
BPS	100,995	104,069	113,220	122,462
DPS	2,200	3,500	3,500	3,700
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	5.3	4.2	5.7	5.5
PBR (배)	0.4	0.5	0.6	0.6
배당수익률	5.0	6.5	5.0	5.3
배당성장	26.3	27.1	28.3	28.8
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	8.5	12.6	11.4	10.8
ROA	1.1	1.6	1.4	1.4
<b>안정성 (%)</b>				
총자산/자기자본	777.1	819.2	789.6	767.1
보유보험료/자기자본	215.0	223.7	212.7	198.9

Industry Indepth  
2022. 4. 18

### ▲ 금융/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

## Buy (신규)

**적정주가 (12개월)** **41,000 원**  
**현재주가 (4.15)** **32,150 원**  
**상승여력** **27.5%**

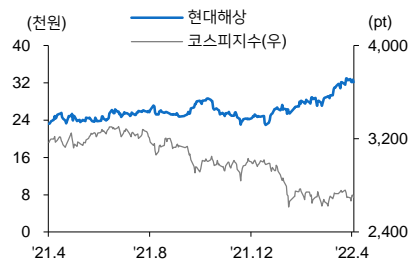
KOSPI	2,696.06pt
시가총액	28,742억원
발행주식수	8,940만주
유동주식비율	64.96%
외국인비중	27.62%
52주 최고/최저가	32,950원/22,950원
평균거래대금	139.8억원

### 주요주주(%)

정몽윤 외 4 인	22.75
국민연금공단	13.47
FMR Co. LLC 외 33인	5.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	14.2	36.5
상대주가	7.2	27.7	61.7

### 주가그래프



# 현대해상 001450

## 실손 갱신 기대감 유효

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 41,000원, 보험업종 최선호주 추천
- ✓ 1Q22E 순이익 1,485억원(+17.4% YoY, +193.1% QoQ)으로 컨센서스 7.2% 상회
- ✓ 5년 만기 실손 갱신 주기 도래로 차별화 된 위험손해를 개선 기대
- ✓ 증익 기조 이어나가는 가운데 배당정책도 시장 친화적
- ✓ 타사대비 규제 민감도가 높은 만큼 비급여 관리 강화 움직임도 긍정적 요인

### 실손 갱신 효과 기대

5년 만기 실손 비중이 높은 만큼 갱신 주기 도래에 따른 장기 위험손해를 개선 가능성이 가장 높다. 참고로 현대해상의 실손보험료 규모는 전체 위험보험료의 약 35% 수준으로, 이 중 구실손 비중은 28% 내외로 추산된다. 지난 5년간의 요율 인상분을 감안했을 때 100% 이상의 실손보험료 인상이 기대되며, 그 과정에서 차별화 된 위험손해를 개선 흐름을 기대한다.

### 1Q22 Earnings Preview

1분기 예상 순이익은 1,485억원(+17.4% YoY, +193.1% QoQ)으로 최근 높아진 시장 기대치를 7.2% 상회할 전망이다. 오미크론 확산, 유가 급등 등의 영향으로 자동차 손해율이 큰 폭으로 개선된 가운데 일반에서도 특이요인이 부재했다. 반면 2월말 이후 백내장 관련 청구가 급증하며 위험손해율은 소폭 악화가 불가피해 보인다. 사업비는 대면영업 제약에 따른 신계약 축소로 20% 내외에서 관리된 것으로 파악된다. 투자수익률은 금리 상승에도 지난해 약 300억원의 주식관련 기저효과의 영향으로 2.9%(-0.16%p YoY) 수준을 예상한다.

### 보험업종 최선호주 추천

투자 의견 Buy, 적정주가 41,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 67,695원에 Target PBR 0.61배를 적용해 산출했다. 그간 실적 및 밸류에이션 하락을 야기했던 5년 실손 상품의 손해를 개선 기대감과 함께 배당정책도 시장 친화적이다. 보험업종 최선호주로 추천한다.

(십억원)	경과보험료	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2020	12,837	479	306	3,850	22.6	59,815	5.9	0.4	6.6	0.6	4.4
2021	13,497	645	438	5,590	45.2	62,354	4.1	0.4	9.1	0.9	6.4
2022E	14,087	651	460	5,869	5.0	66,146	5.5	0.5	9.1	0.9	5.0
2023E	14,232	695	492	6,279	7.0	70,792	5.1	0.5	9.2	0.9	5.3

표60 현대해상 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	9.1
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	7.5
Risk Free Rate	%	C	3.0
Risk Premium	%	D	6.1
Beta	배	E	0.7
COE 조정계수	%	F	4.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	12.0
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.76
Premium/Discount	%	J	-20.0
<b>Target PBR</b>	<b>배</b>	<b><math>K=I \times (1+J)</math></b>	<b>0.61</b>
12M Fwd BPS	원	L	67,695
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b><math>M=K \times L</math></b>	<b>41,000</b>
현재가(4/15)	원	N	32,150
<b>Upside Potential</b>	<b>%</b>	<b><math>O=(M-N)/N</math></b>	<b>27.5</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표61 현대해상 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY22E	FY23E
원수보험료	3,708	3,848	3,869	3,984	3,996	4,004	4,012	4,020	16,031	16,159
일반	354	399	325	403	384	385	379	390	1,538	1,550
자동차	1,022	1,090	1,068	1,122	1,115	1,121	1,120	1,126	4,482	4,519
장기	2,332	2,359	2,392	2,452	2,473	2,468	2,476	2,480	9,897	9,973
보유보험료	3,373	3,481	3,410	3,468	3,599	3,574	3,598	3,577	14,348	14,501
경과보험료	3,336	3,395	3,401	3,365	3,538	3,508	3,537	3,504	14,087	14,232
일반	148	153	171	170	168	161	181	169	679	687
자동차	950	977	1,002	1,010	1,027	1,012	1,027	1,016	4,081	4,103
장기	2,238	2,265	2,228	2,185	2,343	2,335	2,329	2,318	9,326	9,442
경과손해액	2,792	2,808	2,805	2,897	2,950	2,938	2,982	2,997	11,867	12,024
일반	94	88	101	122	105	98	114	111	429	444
자동차	766	768	795	869	806	824	853	870	3,353	3,401
장기	1,932	1,952	1,909	1,906	2,039	2,016	2,015	2,016	8,085	8,179
순사업비	665	706	706	684	695	700	705	718	2,818	2,802
보험영업이익	-121	-119	-110	-216	-107	-131	-150	-212	-599	-594
투자영업이익	311	297	312	291	314	311	313	312	1,250	1,288
영업이익	190	178	202	74	207	181	163	100	651	695
영업외손익	-12	-9	-11	-6	-9	-9	-9	-10	-37	-38
세전이익	177	169	191	68	198	171	154	91	614	656
법인세비용	51	46	52	17	50	43	38	23	153	164
당기순이익	126	123	139	51	149	129	115	68	460	492

자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

## 현대해상 (001450)

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	40,697	43,265	44,382	45,607
현예금 및 예치금	996	879	918	943
유가증권	27,258	28,850	29,576	30,392
주식	174	198	199	204
채권	13,756	13,632	14,166	14,576
기타	13,328	15,020	15,212	15,612
대출채권	11,547	12,409	12,781	13,140
부동산	896	1,128	1,107	1,133
비운용자산	4,061	4,406	4,491	4,586
특별계정자산	4,063	4,620	4,855	5,052
<b>자산총계</b>	<b>48,820</b>	<b>52,291</b>	<b>53,728</b>	<b>55,246</b>
책임준비금	37,310	39,328	41,584	43,895
기타부채	2,573	3,412	2,102	848
특별계정부채	4,187	4,661	4,855	4,951
<b>부채총계</b>	<b>44,070</b>	<b>47,401</b>	<b>48,541</b>	<b>49,695</b>
자본금	45	45	45	45
신종자본증권	498	498	498	498
자본잉여금	113	113	113	113
자본조정	-45	-68	-68	-68
이익잉여금	3,412	3,754	4,098	4,465
기타포괄손익누계액	727	547	501	498
<b>자본총계</b>	<b>4,750</b>	<b>4,889</b>	<b>5,187</b>	<b>5,551</b>

## Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업지표 (%)</b>				
경과손해율	85.6	83.7	84.2	84.5
일반	71.0	63.1	63.1	64.6
자동차	85.4	81.2	82.2	82.9
장기	86.7	86.4	86.7	86.6
사업비율	21.0	20.5	20.0	19.7
합산비율	106.7	104.2	104.3	104.2
투자수익률	3.4	2.9	2.9	2.9
<b>성장성 (% YoY)</b>				
총자산	6.5	7.1	2.7	2.8
운용자산	5.7	6.3	2.6	2.8
자기자본	6.1	2.9	6.1	7.0
원수보험료	7.4	6.9	4.0	0.8
경과보험료	6.4	5.1	4.4	1.0
영업이익	25.0	34.6	0.9	6.7
순이익	22.2	43.2	5.0	7.0

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	14,410	15,409	16,031	16,159
일반	1,273	1,481	1,538	1,550
자동차	4,088	4,302	4,482	4,519
장기	9,048	9,534	9,897	9,973
보유보험료	13,160	13,731	14,348	14,501
경과보험료	12,837	13,497	14,087	14,232
일반	553	642	679	687
자동차	3,593	3,939	4,081	4,103
장기	8,691	8,916	9,326	9,442
경과손해액	10,992	11,303	11,867	12,024
일반	392	405	429	444
자동차	3,068	3,198	3,353	3,401
장기	7,531	7,700	8,085	8,179
순사업비	2,701	2,760	2,818	2,802
보험영업이익	-856	-566	-599	-594
투자영업이익	1,335	1,211	1,250	1,288
영업이익	479	645	651	695
영업외손익	-34	-40	-37	-38
세전이익	445	605	614	656
법인세비용	139	167	153	164
당기순이익	306	438	460	492

## Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	3,850	5,590	5,869	6,279
BPS	59,815	62,354	66,146	70,792
DPS	1,000	1,480	1,600	1,700
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	5.9	4.1	5.5	5.1
PBR (배)	0.4	0.4	0.5	0.5
배당수익률	4.4	6.4	5.0	5.3
배당성향	25.9	26.5	27.0	26.5
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	6.6	9.1	9.1	9.2
ROA	0.6	0.9	0.9	0.9
<b>안정성 (%)</b>				
총자산/자기자본	1,027.8	1,069.5	1,035.9	995.2
보유보험료/자기자본	277.0	280.8	276.6	261.2

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 본 자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

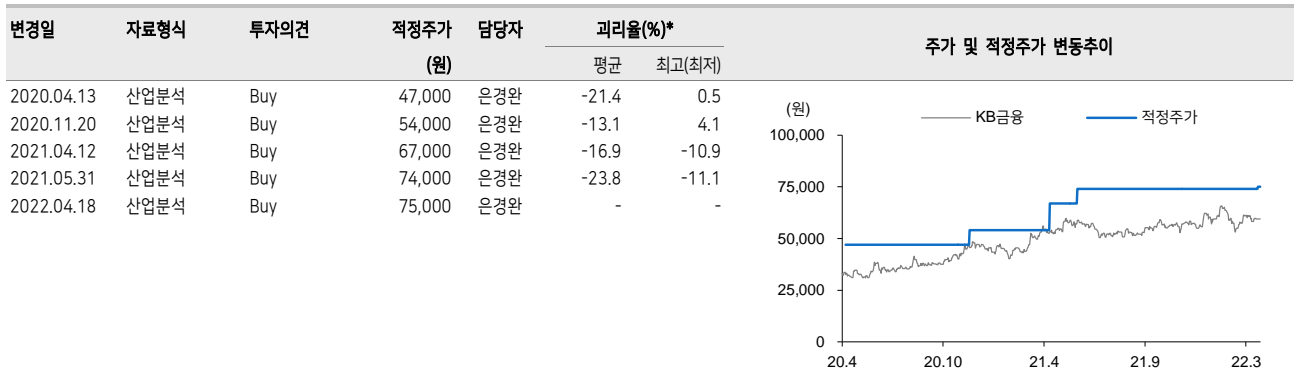
### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

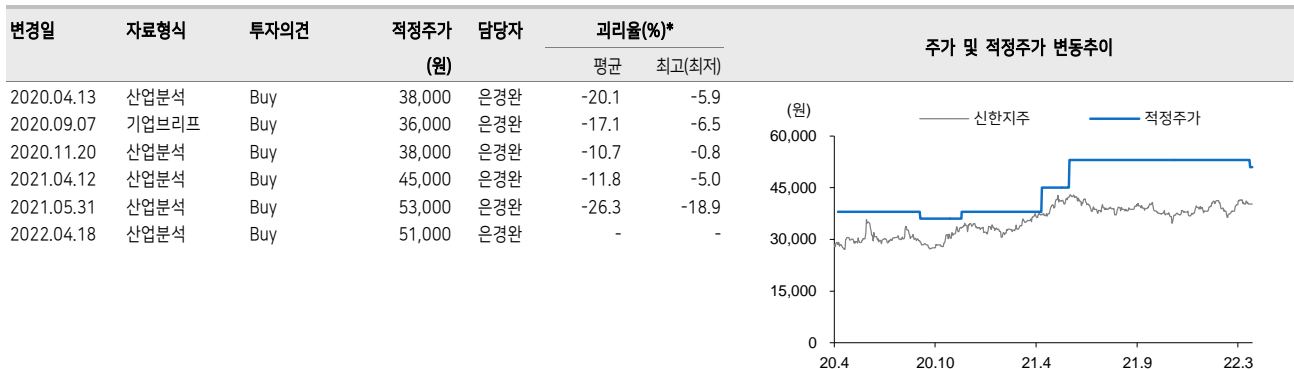
### KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### 신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

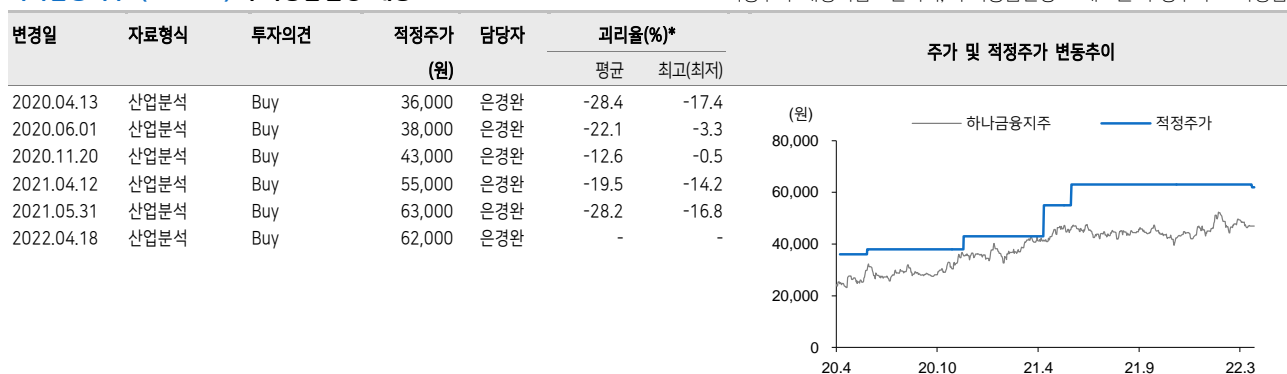
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨





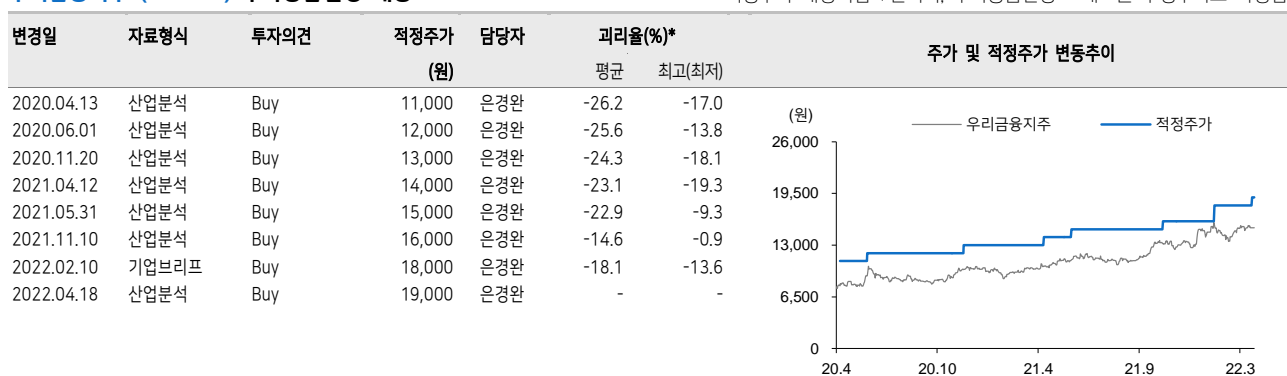
## 하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



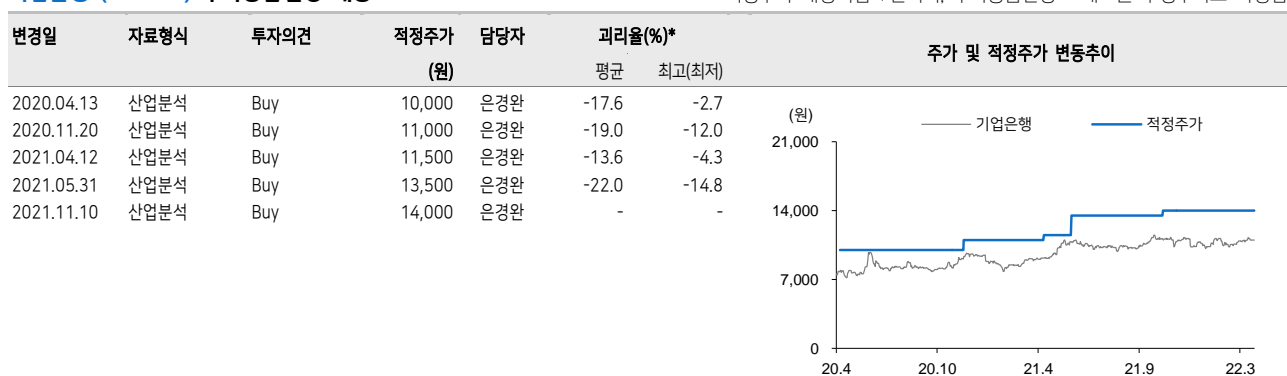
## 우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



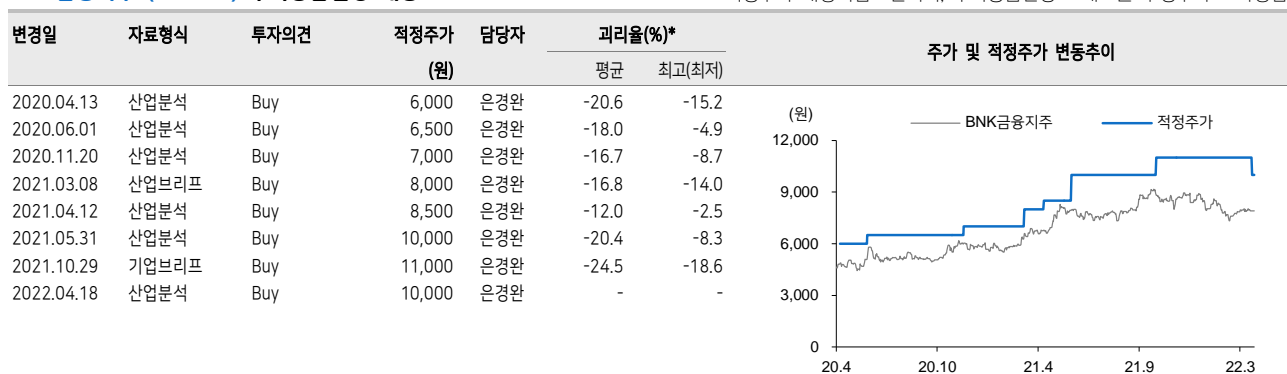
## 기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



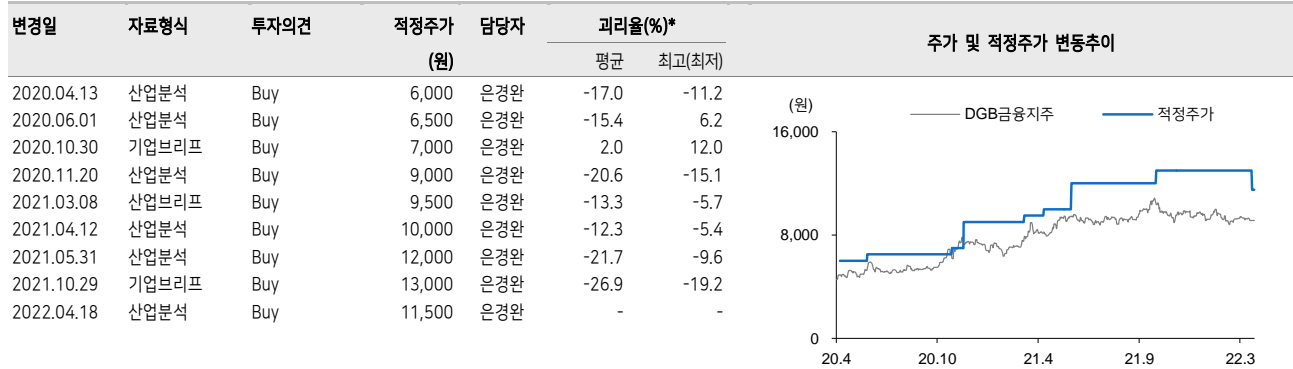
## BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



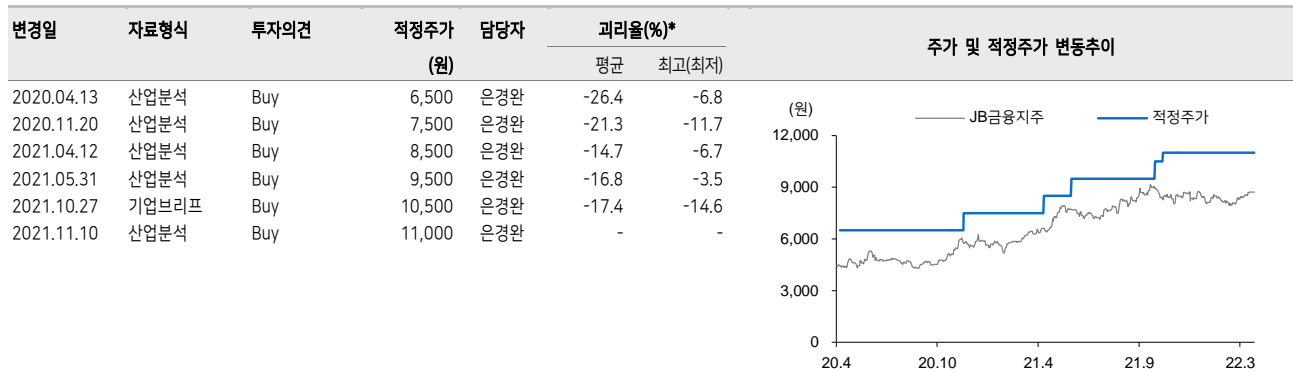
## DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



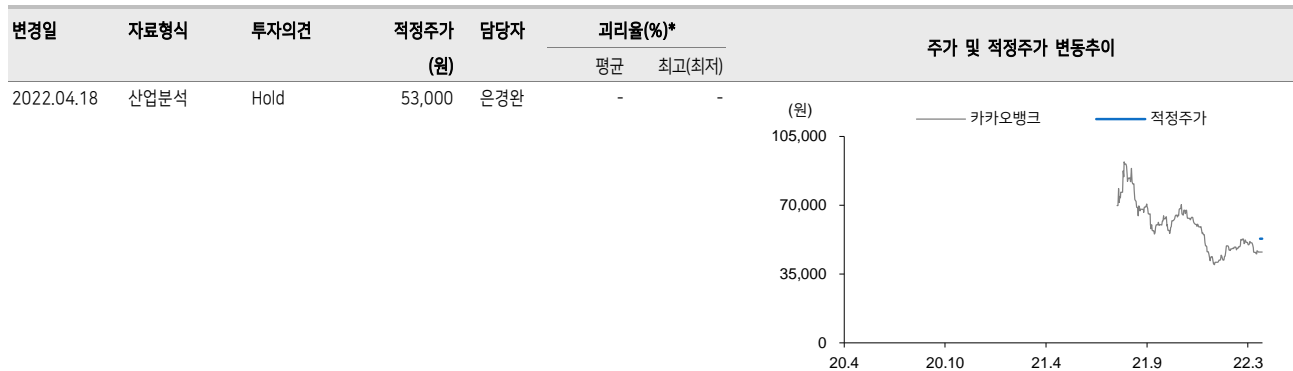
## JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



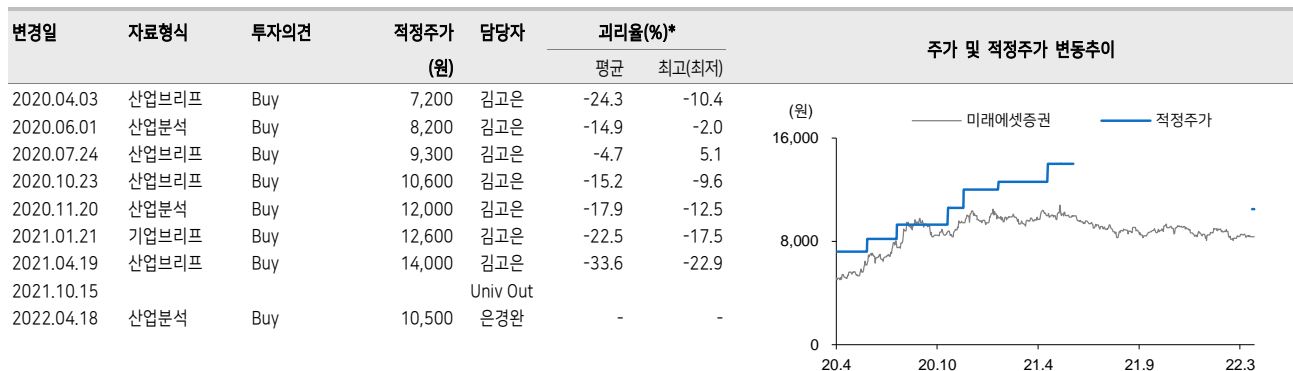
## 카카오뱅크 (323410) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



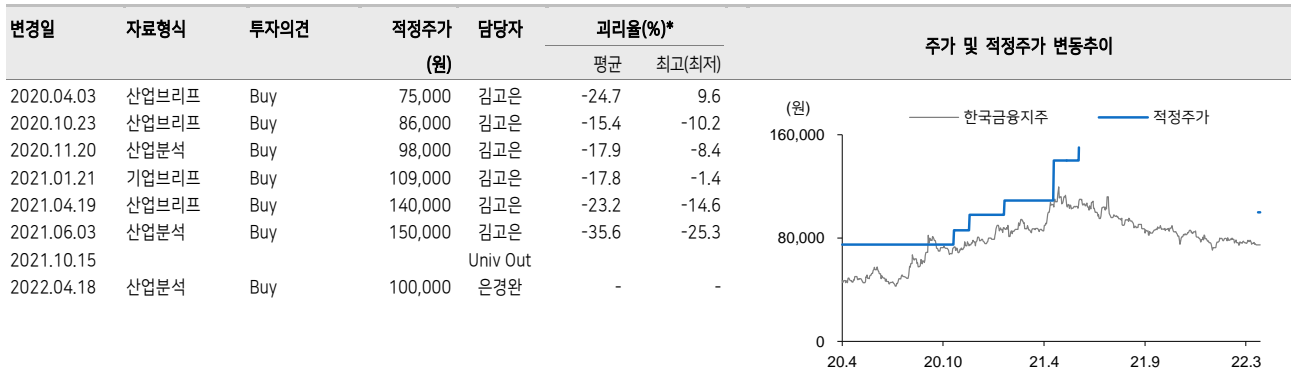
## 미래에셋증권 (006800) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



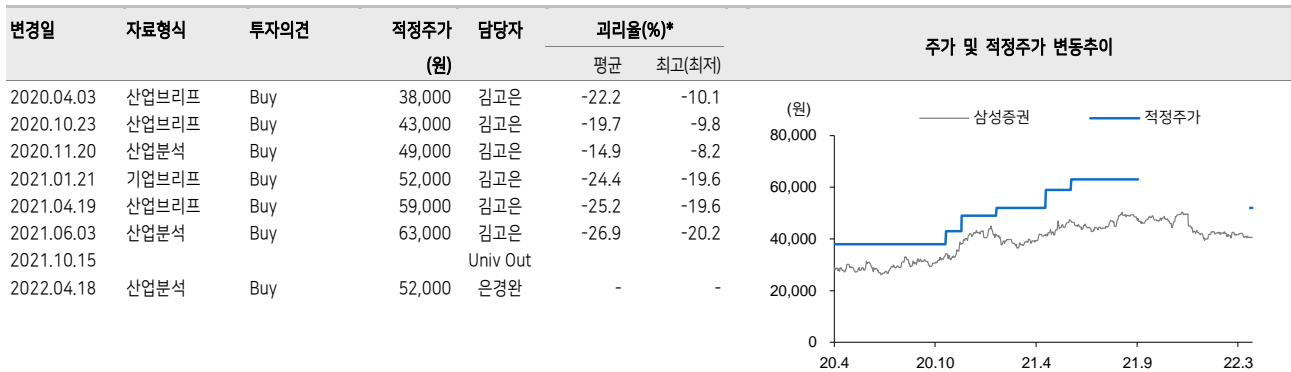
## 한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



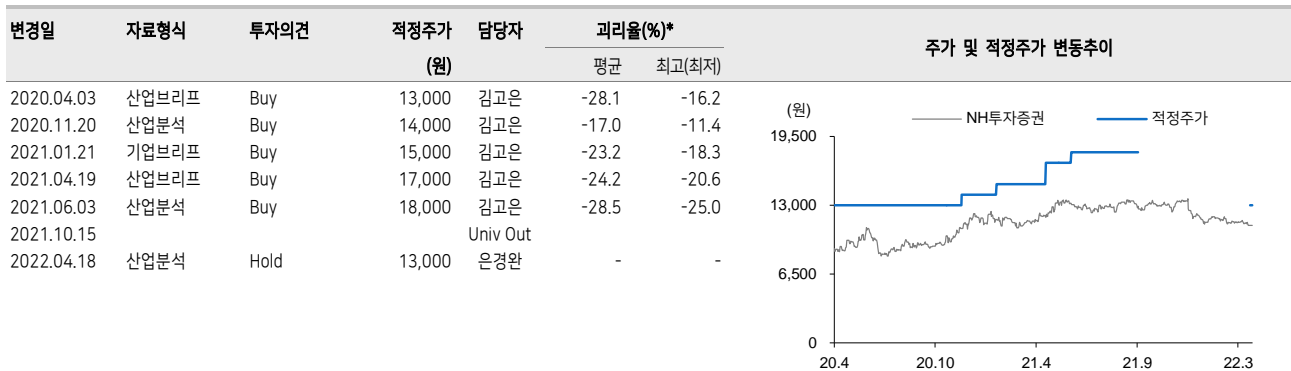
## 삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



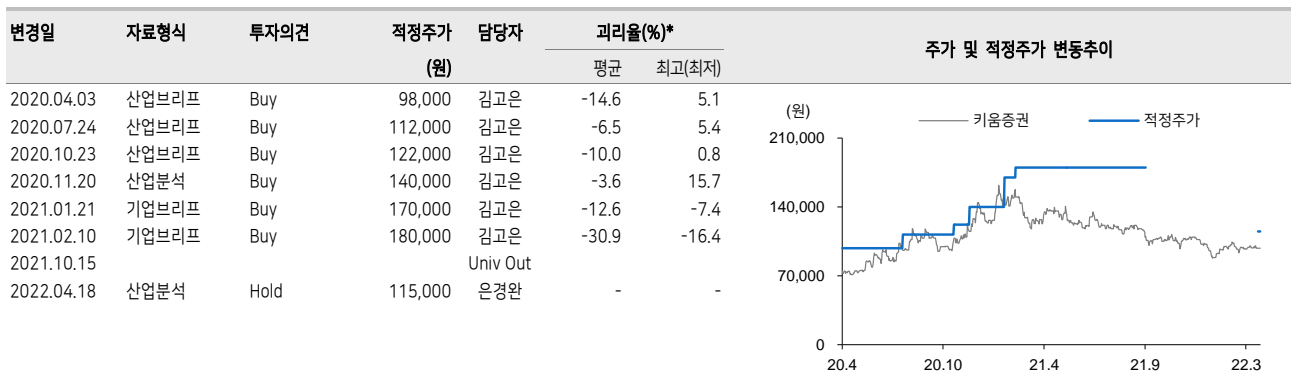
## NH 투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



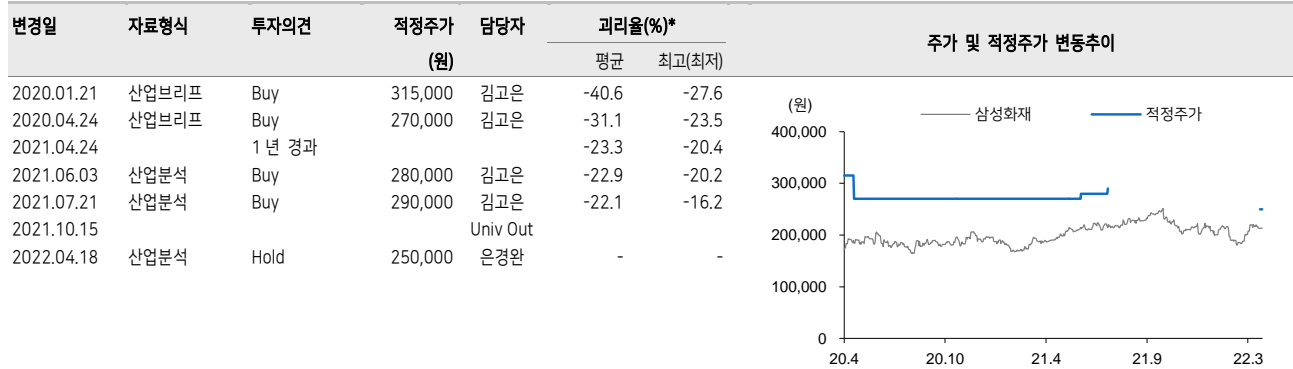
## 키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



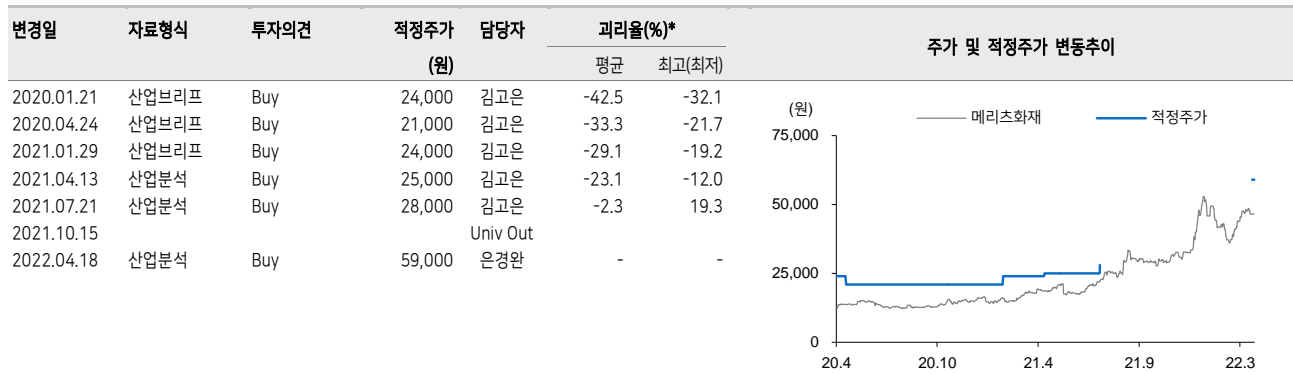
## 삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



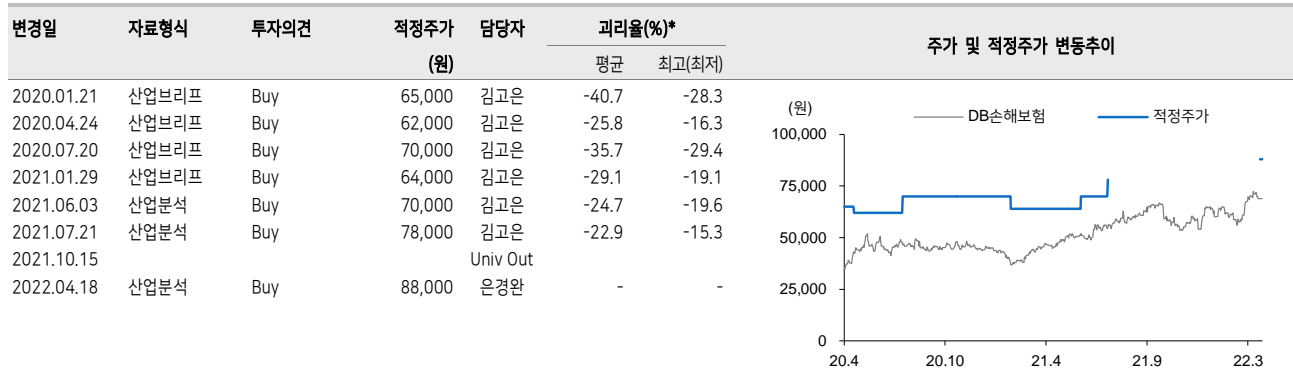
## 메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



## DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



## 현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

