

6

2022년 하반기 전망 시리즈

은행/증권/보험

REBALANCING

Rebalancing



은행 Overweight

Top Pick 및 관심종목	투자판단	적정주가
KB금융 (105560)	Buy	75,000원
신한지주 (055550)	Buy	52,000원
기업은행 (024110)	Buy	14,000원

증권 Neutral

Top Pick 및 관심종목	투자판단	적정주가
한국금융지주 (071050)	Buy	100,000원
삼성증권 (016360)	Buy	52,000원

보험 Neutral

Top Pick 및 관심종목	투자판단	적정주가
현대해상 (001450)	Buy	41,000원
메리츠화재 (000060)	Buy	55,000원

6
2022년 하반기 전망 시리즈
은행/증권/보험

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



Contents

Part I	[은행] 금리는 거들 뿐	7	기업분석	KB금융 (105560)	60
Part II	[증권] Next Money Move를 기다리며	27		신한지주 (055550)	62
Part III	[보험] 코로나19 > IFRS17	43		기업은행 (024110)	64
				한국금융지주 (071050)	66
				삼성증권 (016360)	68
				현대해상 (001450)	70
				메리츠화재 (000060)	72

[Summary] Rebalancing

Overweight/Neutral/Neutral



은행

금리는 거들 뿐

- 하반기 가장 큰 고민은 인플레이션 지표가 둔화될 경우의 대응
- 비단 인플레이션 헤지 수단인 아닌 코스피 내 높은 이익안정성과 주주 환원여력에 좀 더 초점을 둘 필요
- 금리 인상 과정에서의 NIM 상승 추세는 연중 내내 지속. 단 가계대출 가산금리 규제 가능성은 염두
- 부동산 중심 여신 구성상 급격한 건전성 훼손 가능성 제한적. 장단기금리차 설명력 약화된 것도 같은 이유
- 기준금리 인상과 함께 은행 이익추정치 추가 상향여지 충분
- 은행업종 투자의견 Overweight



증권

Next Money Move를 기다리며

- 금리 상승, 유동성 축소, 경기 침체 진입 우려 등 증권주 부진 심화
- 단기 실적 훼손 보다 더 큰 문제는 지속적으로 하락하는 밸류에이션
- 지난 2년간 Money Move 현실화에도 증권업 밸류에이션 확장 실패
- IB 이익이 견조하다는 점은 긍정적. 다만 태생적으로 높은 이익변동성과 낮은 이익가시성을 보유한 탓에 투자 포인트로는 한계 명확
- 새로운 성장동력으로 주목 받는 가상자산 사업 역시 현 주가에 투영시 키기엔 시기상조
- 증권업종 투자의견 Neutral



보험

코로나19 > IFRS17

- 금리 상승, 오미크론, 전쟁 발발 등 상반기 손보주 중심 강세 연출
- 실제 1분기 순이익은 시장 기대치 상회하는 어닝 서프라이즈 시현
- 반면 2분기 이후 자동차손해율 Peak-out, 위험손해율 구조적 개선 기대 요원 등 실적 둔화 불가피
- 분기 실적 흐름에 민감한 국내 증시 특성상 IFRS17 도입 효과가 가시화되는 연말까지 주가 모멘텀 부재
- 또한 시장이 기대하는 인플레이션 불확실성 해소, 리오프닝, 지정학적 리스크 완화 등도 보험주에 부정적
- 보험업종 투자의견 Neutral



Top Picks

KB금융, 한국금융지주, 현대해상

- **KB금융 (105560)**
Buy / 75,000원
업계 최고 수준의 이익체력, 자본력과 함께 자사주 5.5% 보유로 선도적 인 주주환원정책 역할 수행 기대
- **한국금융지주 (071050)**
Buy / 100,000원
증권주 내 유일한 지주회사 체제로 업황 부진에도 연간 1조원 이상의 이익체력 유지 가능
- **현대해상 (001450)**
Buy / 41,000원
하반기 5년 구실손 갱신 주기 도래 및 차별화 된 위험손해율 개선으로 밸류에이션 상승 예상

Part I

[은행]
금리는 거들 뿐

6

2022년 하반기 전망 시리즈

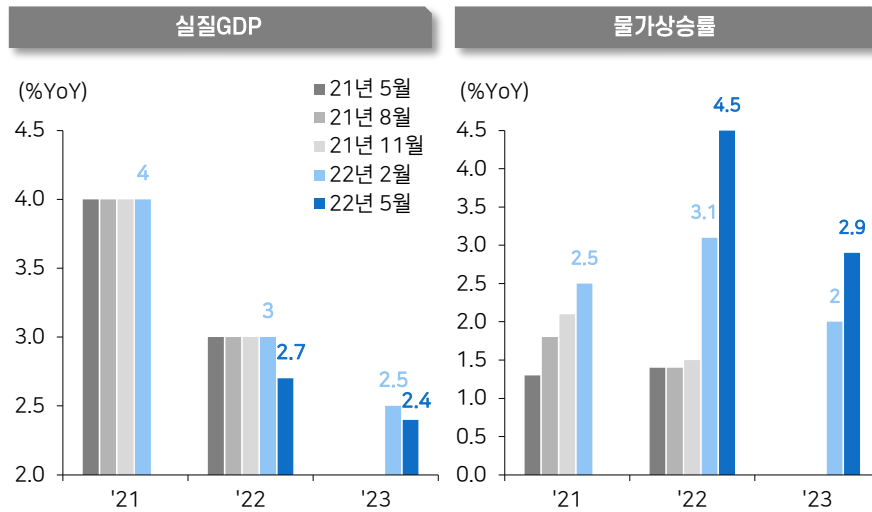
은행/증권/보험

하반기 기준금리 2.50% 전망

Part1. 은행

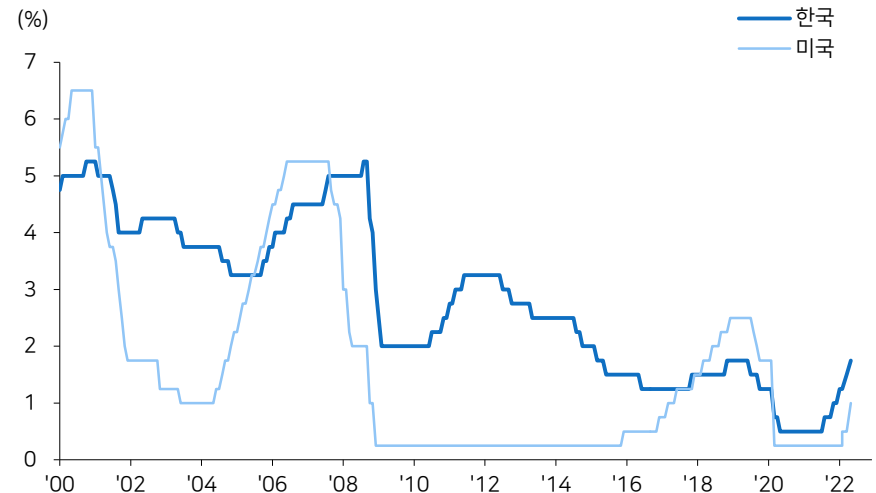
- 현재 시장의 가장 큰 화두는 긴축 내지 통화정책 정상화의 강도
- 주요국 중 일본과 중국을 제외한 미국, 유럽, 한국 등 모두 가파른 기준금리 인상 기조 지속
- 한국의 경우 높은 물가에 대응해 1, 4, 5월에 이어 하반기에도 3차례 추가 인상 전망(연말 2.50%)

한국은행 수정경제 전망(2022년 5월)



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

한미 기준금리 추이

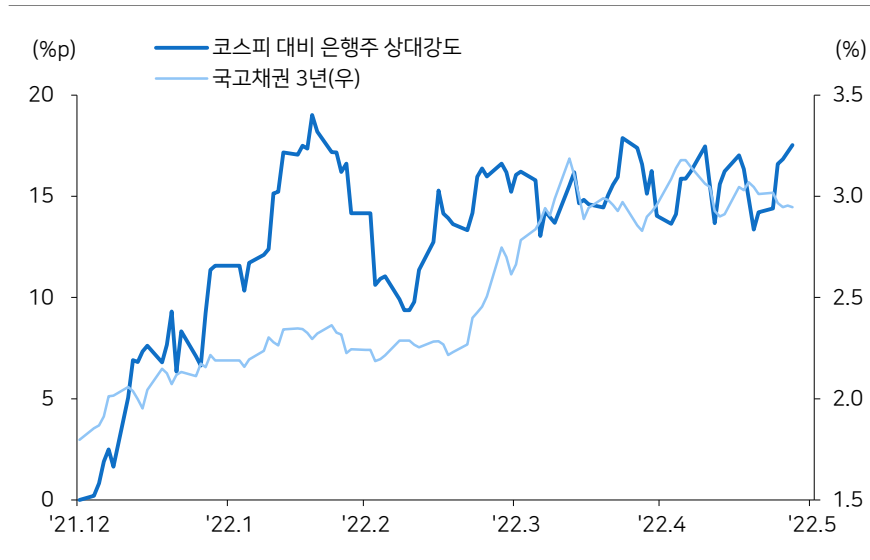


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

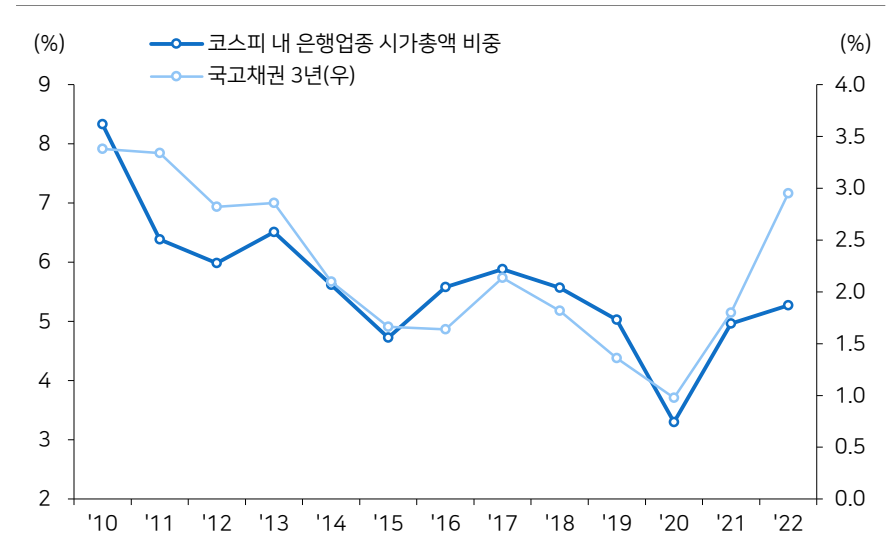
- 급격한 금리 상승으로 성장주 부진은 심화된 반면 은행주는 KOSPI 대비 17.5%p 초과수익 기록 중
- 은행주가 주식시장 내 인플레이션 Hedge 수단으로 인식되는 이유는 1) NIM 상승에 따른 ROE 개선, 2) 리스크 프리미엄 하락에 따른 밸류에이션 재평가 등이 기대되기 때문
- 실제 과거 10년간의 데이터를 보더라도 KOSPI 내 은행주 투자매력도는 금리 방향성이 결정

KOSPI 대비 은행주 상대강도 추이



자료: KRX, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

금리 방향성이 은행주 투자매력도 결정



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

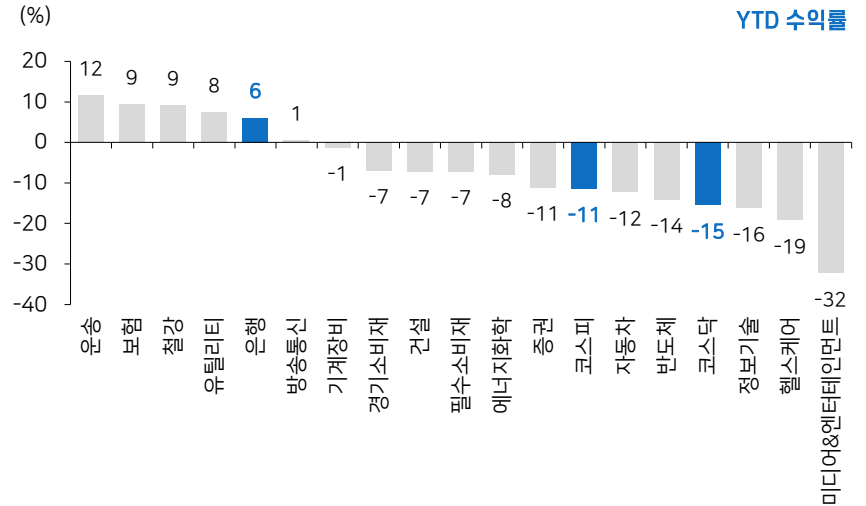
- 하반기 은행주 투자의 가장 큰 고민은 인플레이션 또는 금리 상승세가 둔화될 경우의 대응
- 금리에 기댄 이분법(가치주/성장주)적인 사고 방식, 연초 이후 초과 상승 부담 등을 견뎌낼 수 있을지 의문
- 후술하겠으나 우리는 단순 금리 보단 코스피 내 높은 이익안정성, 주주환원정책 확대 등에 좀 더 주목

금리에 기댄 이분법적인 사고방식



자료: Bloomberg, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

업종별 YTD 수익률



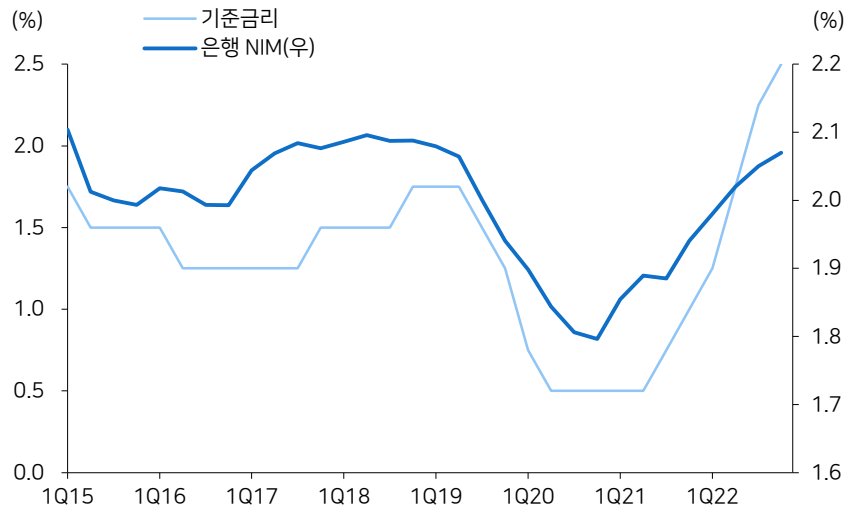
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

NIM 상승 흐름은 연말까지 지속

Part1. 은행

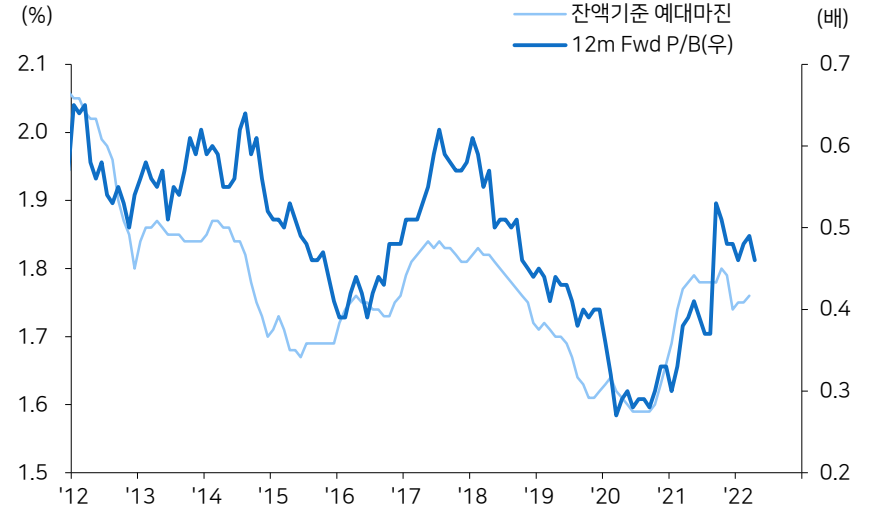
- 미국의 긴축 속도가 빨라지는 가운데 국내 역시 하반기 3차례의 추가 기준금리 인상 예상
- 대출금리와 조달금리의 리프라이싱 주기 차이 및 래깅효과 등을 고려할 때 NIM은 연중 내내 개선 가능
- 통상 25bp 기준금리 인상은 연간 3~4bp 내외의 NIM 개선을 견인하며 밸류에이션 확장으로 연결

은행 NIM 추이 및 전망



자료: 한국은행, 각사, 메리츠증권 리서치센터

NIM 상승은 밸류에이션 확장으로 연결

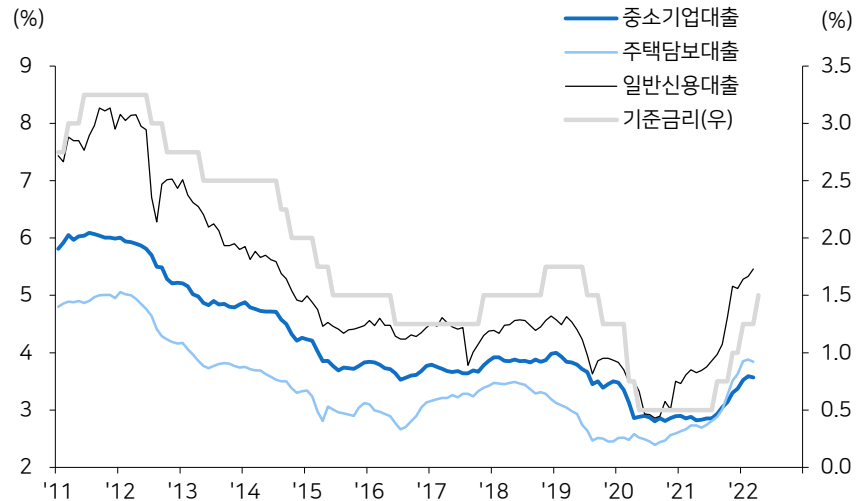


자료: 한국은행, KRX, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

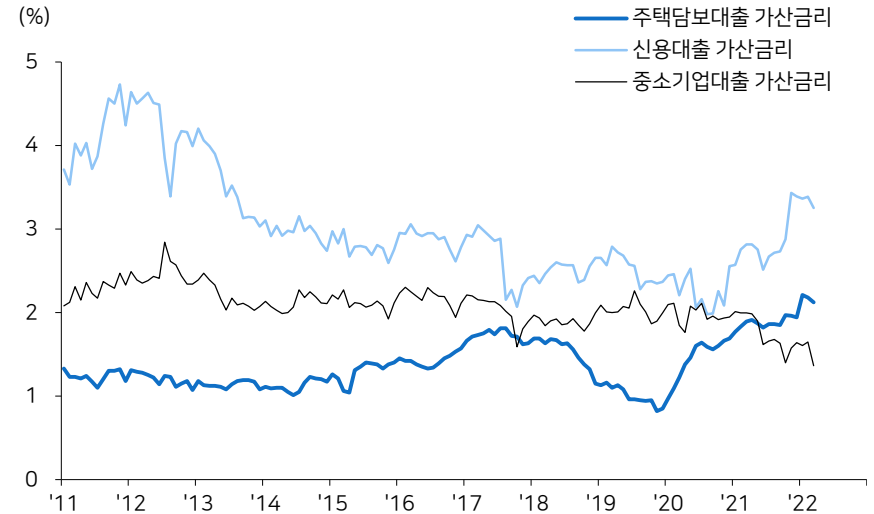
- 기준금리 인상 과정에서의 점진적인 NIM 개선 기대감은 유효하나 가계 가산금리 하락, 조달금리 상승 등의 이유로 개선 강도는 하반기로 갈수록 둔화될 것으로 예상
- 단적으로 코로나19로 피해가 컸던 중소기업에 대한 호혜적인 금리 정책, 가계대출 총량규제 등 가파른 가산금리 상승 등의 영향으로 지난 해 하반기 이후 주택담보대출 금리가 중소기업대출 금리를 역전한 상황
- 신 정부가 추진하는 예대금리차 공시제도(110대 국정과제 포함) 역시 NIM 개선엔 부담 요인

여신종별 신규대출금리 추이: 주택담보대출 > 중소기업대출



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

여신종별 가산금리 추이

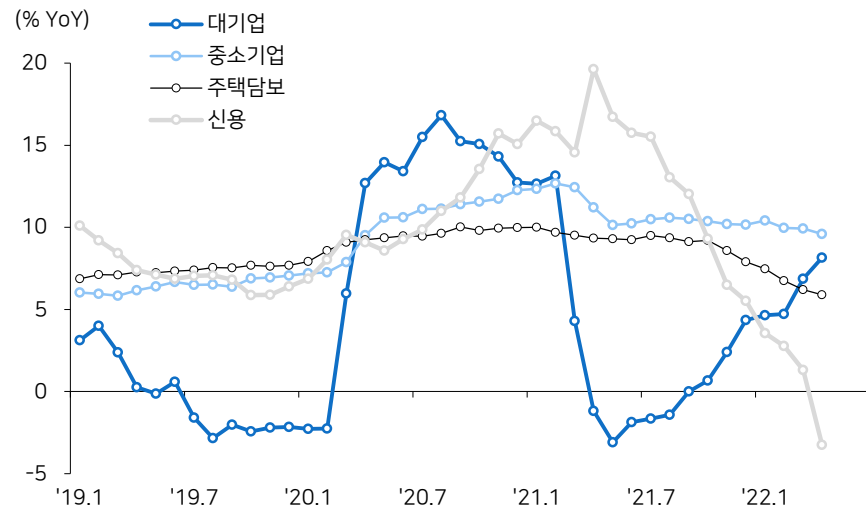


자료: 한국은행, 은행연합회, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

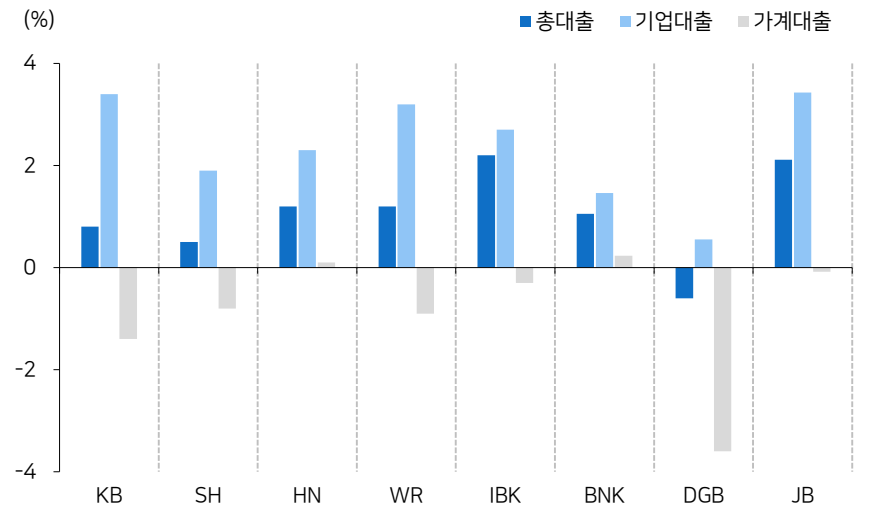
- 지난 하반기 이후 신용대출 증가율 급감. DSR 등 대출규제 강화, 금리 상승에 따른 이자부담 증가, 주식/가상화폐 등 위험자산 가격 변동성 확대에 레버리지 투자 수요 감소 등의 영향
- 주택담보대출 역시 부동산 가격 상승 둔화, 거래량 감소로 하향안정화 추세
- 반면 금리 상승으로 직접금융(IPO, 채권 등) 여건 악화되며 기업대출 수요는 견조한 수준 유지

차주별 대출성장률 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

1분기 은행권 대출성장률



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

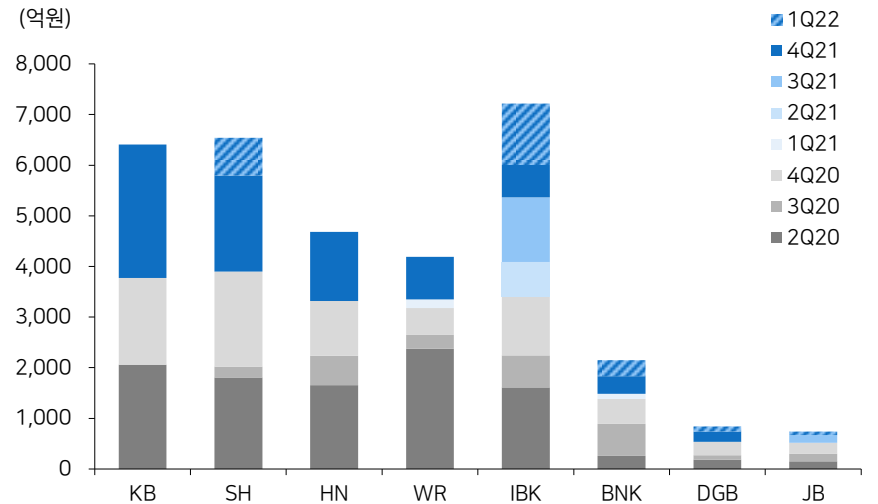
- 오는 9월 코로나19 금융지원 종료를 앞두고 은행권은 연착륙 프로그램(ex. 10년 분할상환) 도입 중
- 참고로 2022년 1월말 기준 금융권의 관련 총 익스포저는 133.3조원으로 은행권은 약 70% 이상을 담당
- 정책지원 종료 이후 건전성 악화 가능성에 대한 시장의 막연한 우려가 높아질 수 있으나 기 적립 총당금 규모가 약 3.3조원에 육박하는 만큼 단기 실적에 미칠 영향은 제한적

대출 만기연장 및 원리금 상환유예 잔액

(조원, 만건)		만기연장		원금 상환유예		이자 상환유예	
		금액	건수	금액	건수	금액	건수
지원실적 (20년 4월~22년 1월)		276.2	105.4	14.5	9.4	2,440	1.7
대출 잔액	2021년 7월	104.1	55.8	11.3	3.2	5.2	1
	2022년 1월말	116.6	65.5	11.7	3.7	5.0	1.2

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

코로나19 관련 총당금 전입 현황

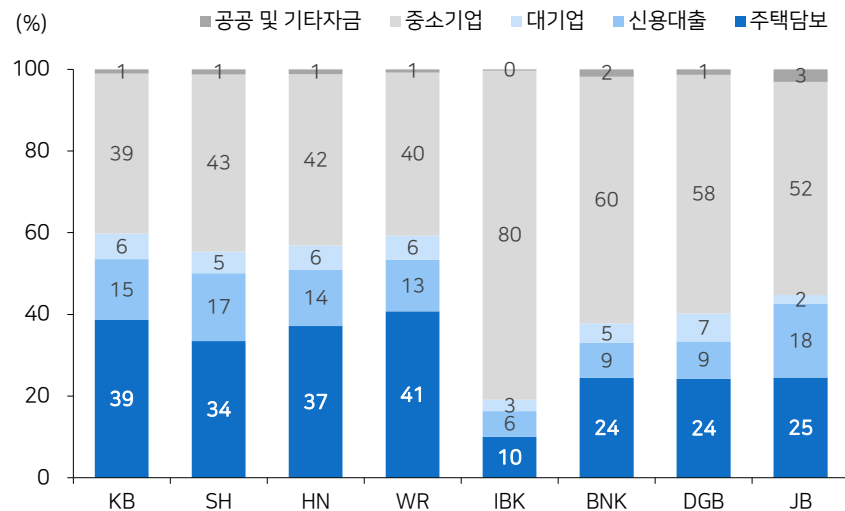


자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

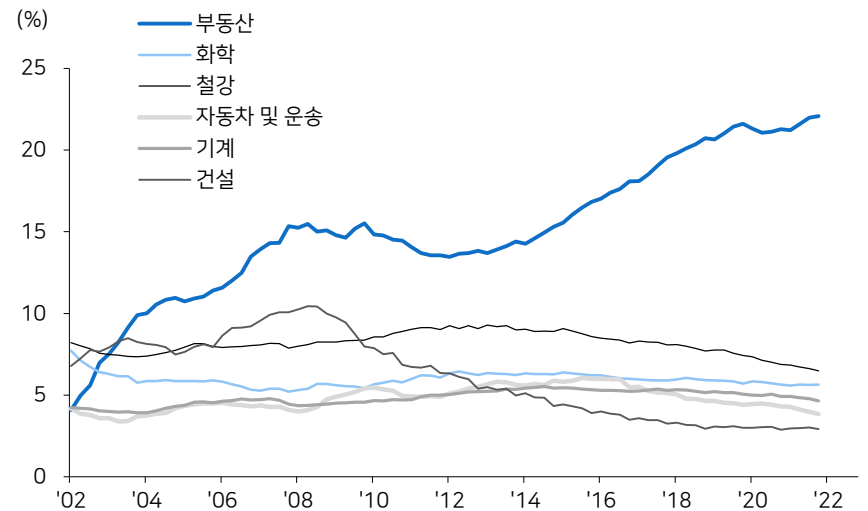
- 경기 침체를 자극하는 뉴스 Flow가 은행주에 부담으로 작용하고 있는 요즘. 실제 총당금의 경우 NIM, 대출성장률과 달리 금리, 경기, 대출구성 등이 시차를 두고 영향을 미치는 탓에 추정의 한계도 명확
- 다만 대출 자산 구성만 놓고 보면 국내 은행주는 경기 민감주가 아닌 부동산 민감주
- 실제 예금은행 산업별 대출금 중 부동산이 차지하는 비중은 20%를 상회하며, 주택담보대출, 전월세대출, 일부 신용대출까지 고려하면 여신 절반 이상이 부동산에 집중

상장은행 원화대출금 구성(FY21 기준)



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

예금은행 산업별 대출금 비중 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

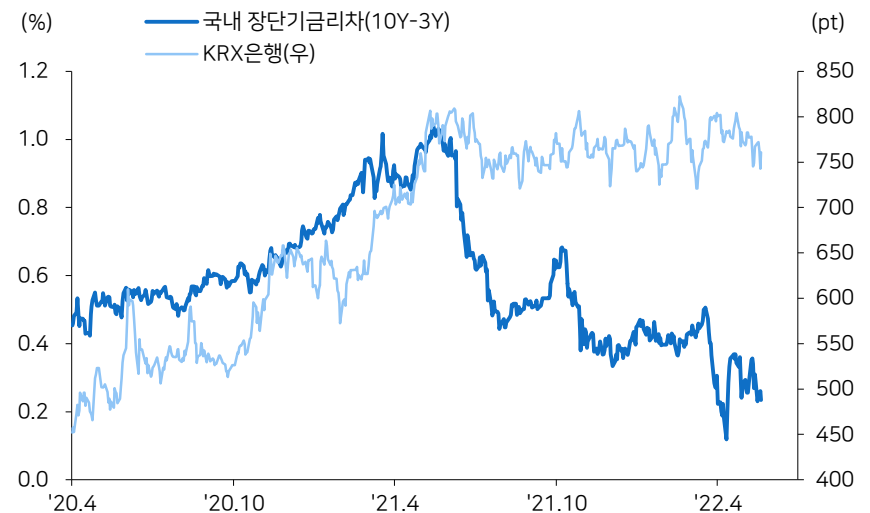
- 미국과 달리 국내 은행주와 장단기금리차의 상관관계가 약해진 것도 같은 이유
- 전반적인 경기 상황 보단 부동산 경기가 더 중요하며, 급격한 부동산 하락 만이 유일한 시스템 리스크
- 최근 부동산 거래량 감소, 미분양 물량 증가 등이 관찰되고 있긴 하나 은행권의 담보권이 훼손될 정도는 아니라는 점에서 현재의 안정된 건전성 흐름은 하반기에도 지속될 전망

(미국) 장단기금리차와 은행주



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(한국) 장단기금리차와 은행주



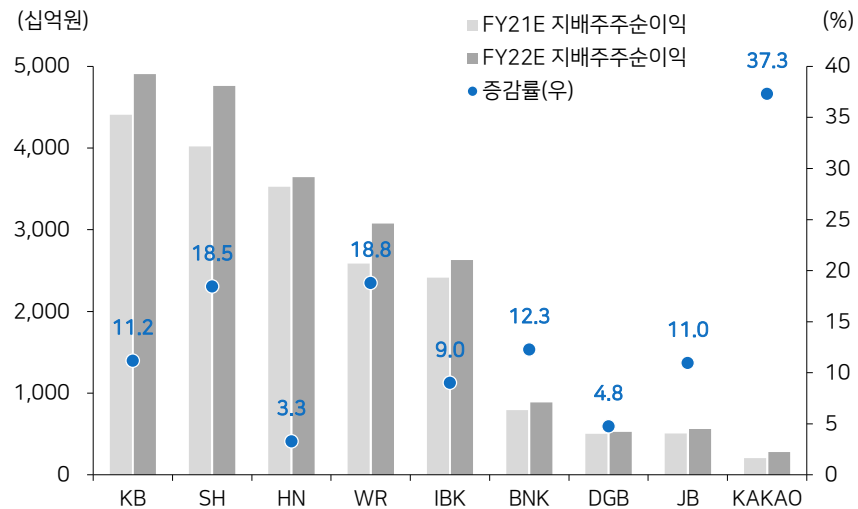
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

FY22E 순이익 12.2% 증가

Part1. 은행

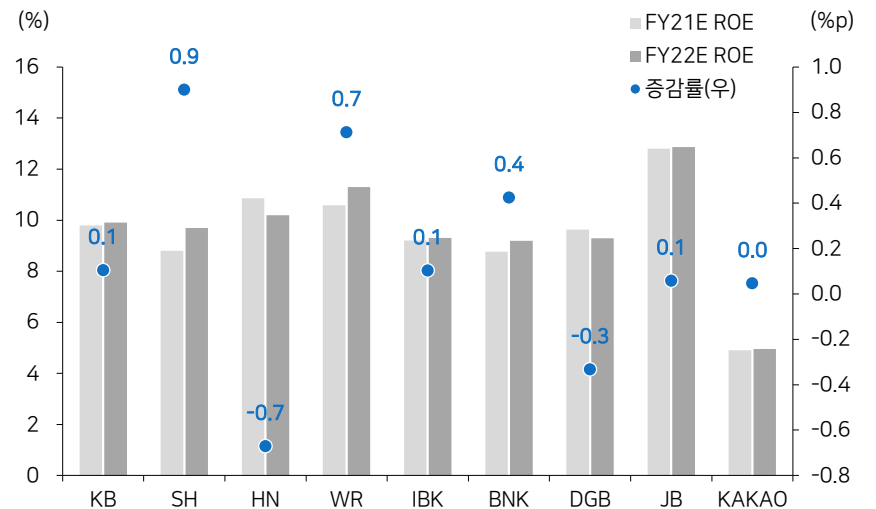
- 전술한 내용을 근거로 FY22E 순이익과 ROE를 각각 21.3조원(+12.2% YoY), 9.6%(+0.2%p YoY)로 추정
- 은행업종의 보수적인 실적 추정 관행을 감안시 실제 이익은 현재의 예상치를 상회할 가능성 다분
- ROE 역시 주주환원확대(ex. 추가 자사주 매입/소각, 배당성향 상향) 여부에 따라 추가 상향 여지 존재

FY22E 지배주주순이익 21.3조원(+12.2% YoY)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

FY22E ROE 9.6%(+0.2%p YoY)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

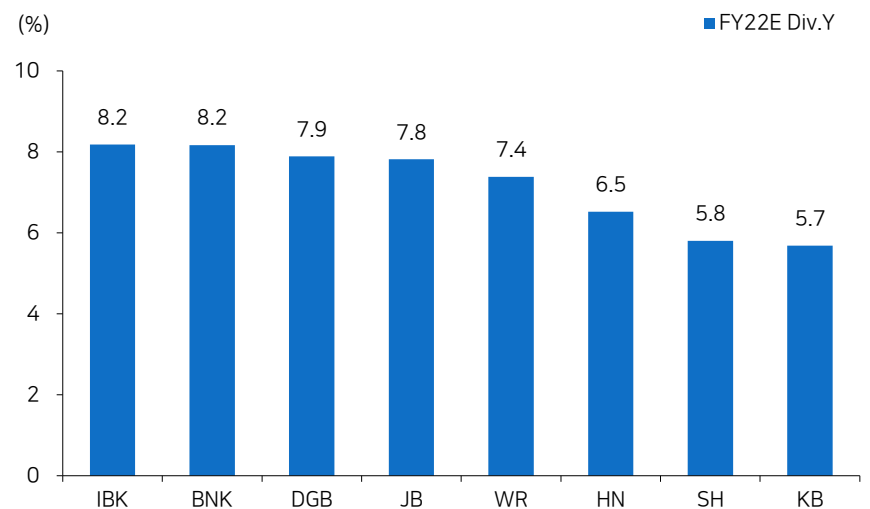
- Top down 측면에서 현재 시중금리가 향후 기준금리 인상분을 상당부분 선반영하고 있다는 점은 분명 부담
- 이에 2018년과 비슷한 구간으로 인식하는 투자자들이 많아지고 있으나 당시엔 배당수익률이 4%를 하회했던 반면 현재는 7%를 상회하고 있다는 점을 강조
- 코스피 내 높은 이익안정성, 주주환원 확대 가능성 등을 감안해 하반기 은행주 Overweight 투자의견 유지

현재는 2018년의 데자뷰?



자료: 한국은행, 금투협, KRX, 메리츠증권 리서치센터

FY22E 배당수익률 7.2%

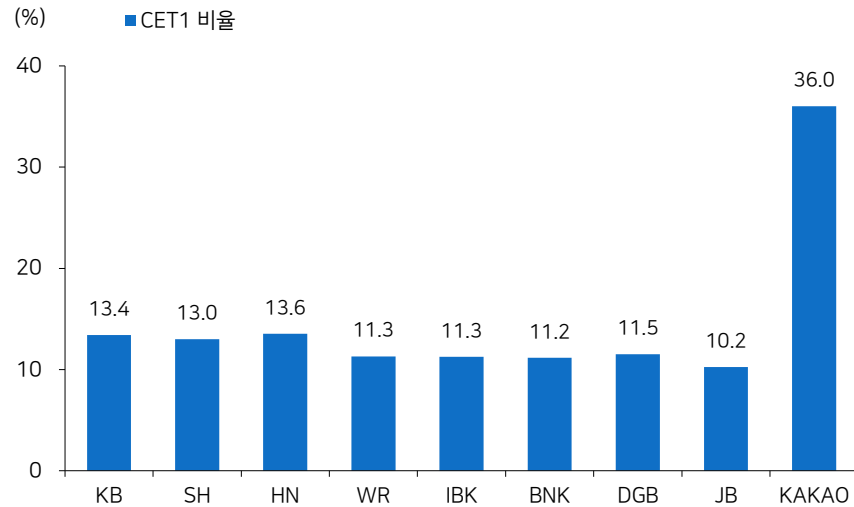


자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

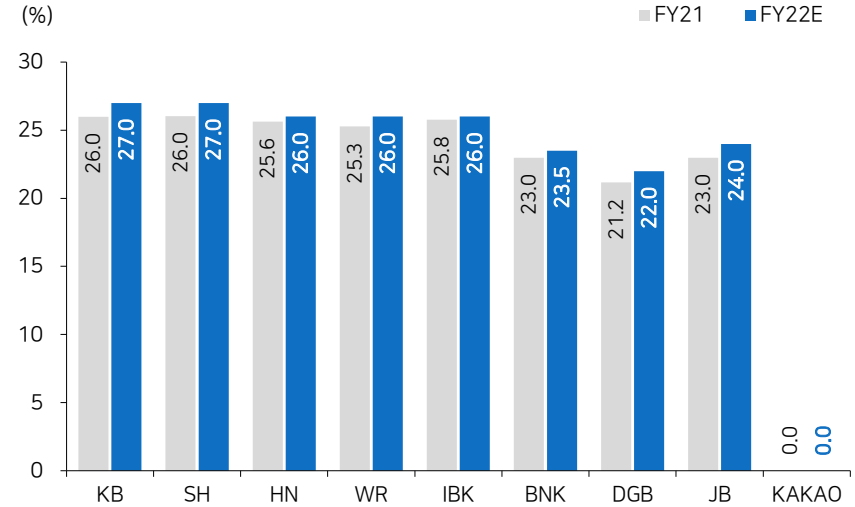
- 지난 해를 기점으로 배당성향 정상화 및 시중은행 중간배당 지급 등 주주환원확대 기조 본격화
- 특히 업종 대표주인 KB금융과 신한지주는 분기배당을 정례화하며 시장 기대에 적극 부응
- 최근 경기 불확실성에 근거한 금융당국의 배당자제 움직임에도 안정된 이익 흐름, 높은 자본 적정성, 선제적이고 보수적인 비용 집행 등을 감안시 점진적인 배당성향 상향에는 무리가 없을 것으로 판단

상장은행 CET1 비율(1Q22 기준)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

FY22E Payout Ratio 22.4%(+0.6%p YoY)

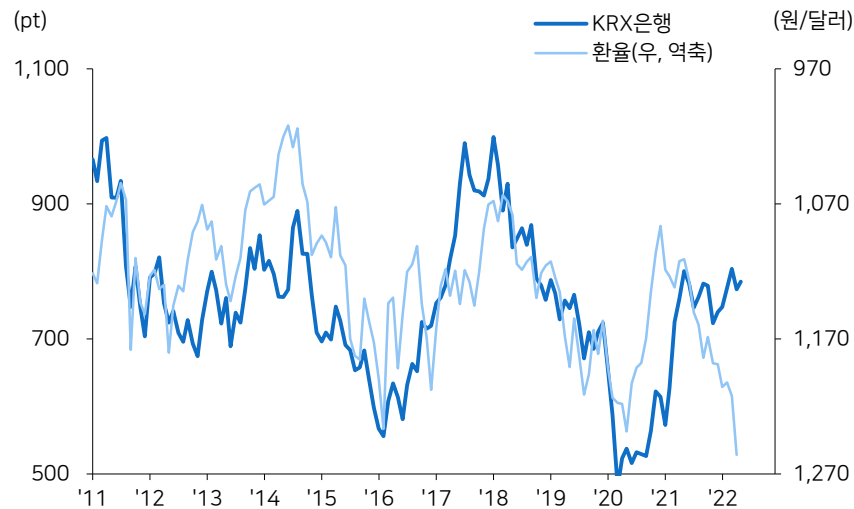


자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

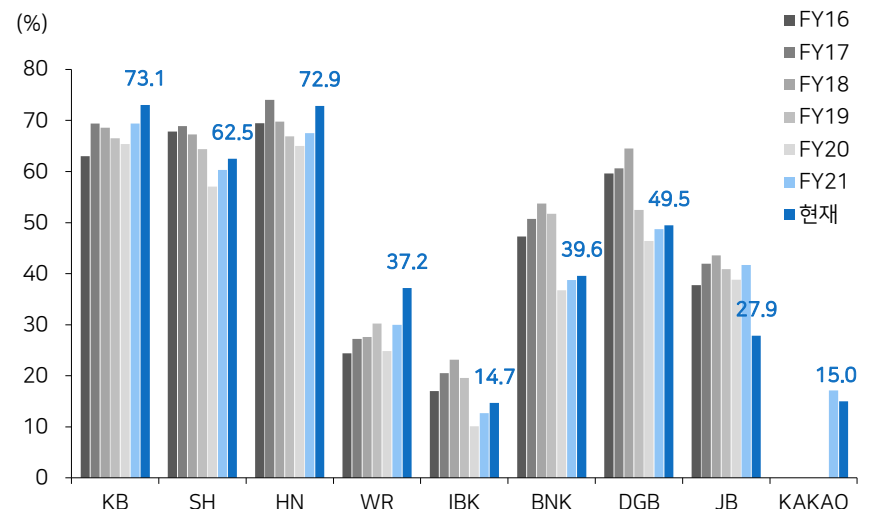
- 외국인 연초 이후 코스피 14.9조원 순매도한 반면 은행주는 1.9조원 순매수하며 주가 상승 주도
- 비우호적인 환율 여건을 감안하면 고무적인 결과. 비단 금리 상승 뿐 아니라 대형은행 중심의 분기배당 시행, 자사주 매입/소각 등 주주환원정책이 강화된 영향으로 해석
- 실제 대규모 유상증자를 단행했던 신한지주를 제외한 나머지 시중은행은 역대 최고 수준의 외인 지분율 기록

은행주 수급에 비우호적인 매크로 환경



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

종목별 외국인 지분율 추이 및 현황



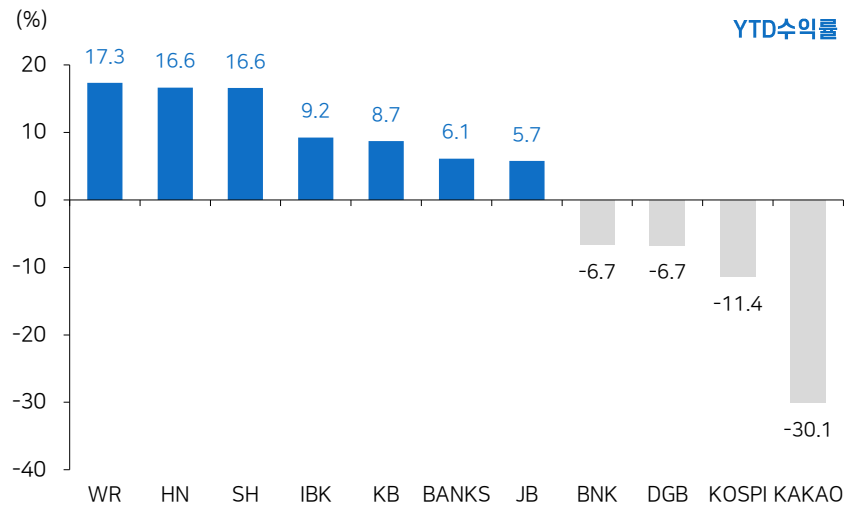
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

종목간 뚜렷한 온도 차

Part1. 은행

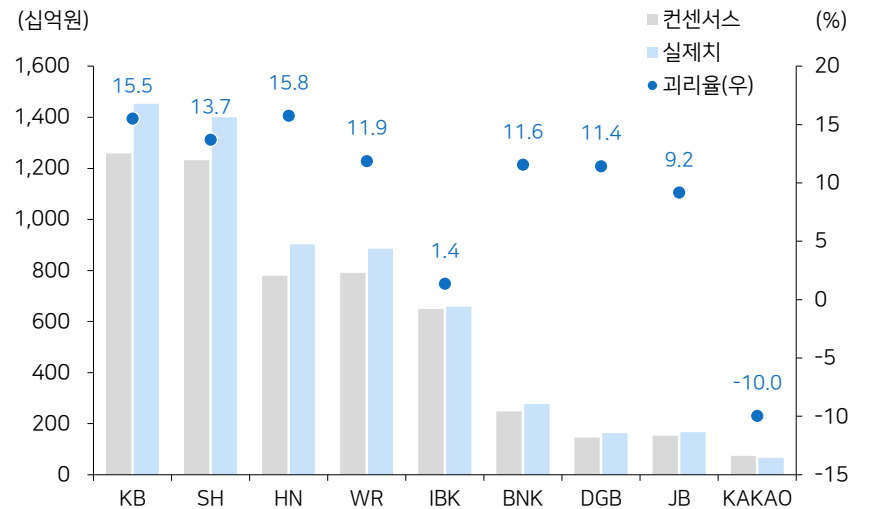
- 전반적인 업종 주가 상승에도 종목간 수익률 격차는 확연(시중은행>기업은행>지방은행>카카오뱅크)
- 통상 금리가 상승하는 구간에서 지방은행의 투자매력이 높아지기 마련이나 현재의 상황은 반대
- 경기 침체에 대한 투자심리 부담 여부와 주주환원여력 차이 때문. 하반기로 갈수록 배당수익률에 기댄 저가 매수세 유입을 기대해 볼 수 있겠으나 현재와 같은 시중은행 중심의 상승 추세가 유지될 가능성에 무게

종목별 YTD 수익률(시중은행 > 기업은행 > 지방은행 > 카카오뱅크)



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

1Q22 Earnings Review

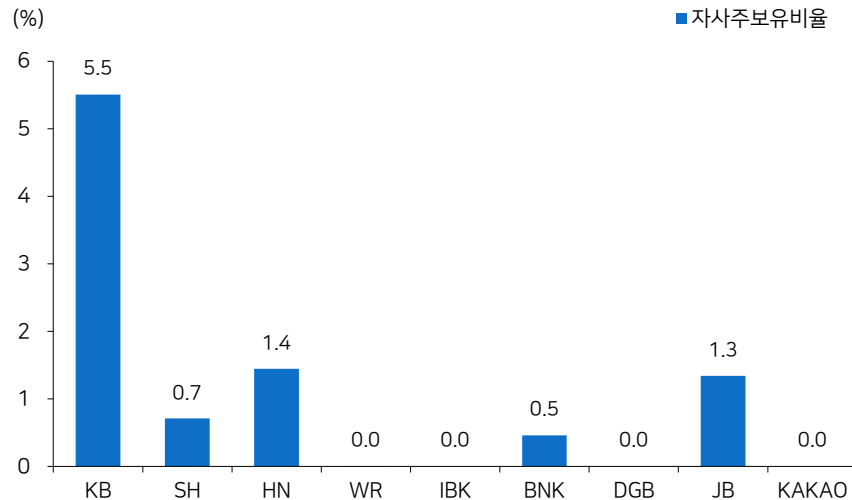


자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

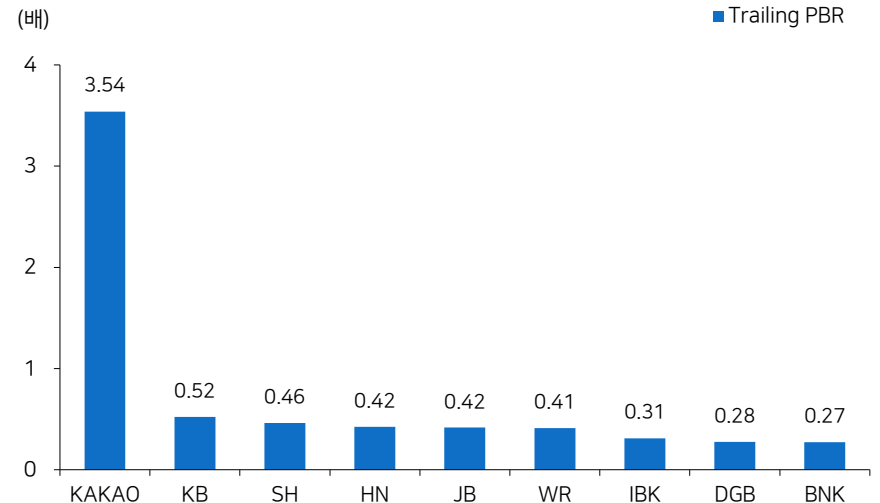
- 배당성향 상향 폭, 배당지급 방법론의 변경 등은 은행간 뚜렷한 차이를 보이기 어려운 만큼 향후 주주환원을 차별화를 가져올 포인트는 자사주. 같은 맥락에서 5.5%의 자사주를 보유한 KB금융을 최선호주로 추천
- 하반기 관심종목으로는 신한지주와 기업은행을 추천
- 신한지주는 은행/증권 이익 정상화, 신금투 사육 매각익 등 약 5조원 이상의 순이익이 예상되며, 기업은행은 가계대출 가산금리 규제에서 비교적 자유롭고 초저금리대출 만기 도래로 차별화 된 NIM 개선 기대

상장은행 자사주 보유 비율



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

상장은행 Trailing PBR 현황



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part1. 은행

- 은행업종 12m Target PBR Multiple 0.48배 제시
- 12m Fwd ROE 10.0%에 CAPM 모형을 적용한 자본비용 17.0%를 적용해 산출. 자본비용 계산 과정에서 과거 4개년 KOSPI 대비 KRX은행업 평균 COE 할증 폭 10.6% 가산
- 카카오뱅크의 경우 지난해 확충한 2.6조원의 자기자본을 고려해 약 60조원 이상의 대출자산을 확보할 것으로 기대되는 2027년 기준으로 적정주가 산출

은행업 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	(%)	10.0	메리츠증권 은행업 유니버스 기준
Cost of Equity	(%)	7.6	메리츠증권 은행업 유니버스 기준
Risk Free Rate	(%)	3.0	국고채권 3년물 금리
Risk Premium	(%)	6.1	메리츠증권 기준
Beta	(배)	0.7	종목별 52주 주간 베타 산술평균
COE 조정계수	(%)	10.6	최근 4개년 KOSPI 대비 은행업종 COE 할증폭
Adj. Cost of Equity	(%)	17.0	Cost of Equity + COE 조정계수
Eternal Growth	(%)	0.3	영구성장률 0% 가정. 카카오뱅크는 3% 부여
Adj. Fair PBR	(배)	0.58	
Premium/Discount	(%)	-17.8	종목별 Premium/Discount 산술평균
Target PBR	(배)	0.48	
현재 시가총액(5/27)	(십억원)	105,819	메리츠증권 은행업 유니버스 기준
목표 시가총액	(십억원)	130,430	메리츠증권 은행업 유니버스 기준
Upside Potential	(%)	23.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

종목별 적정주가 산출 내역

2022년 하반기 전망 시리즈 6
은행/증권/보험

(%)	KB금융	신한지주	하나금융지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주	카카오뱅크
12M Fwd ROE	9.8	9.6	10.2	11.0	9.3	9.2	9.3	12.4	9.0
Cost of Equity	9.3	7.6	8.7	8.1	8.2	7.0	6.8	7.0	5.4
Risk Free Rate	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Risk Premium	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
Beta	1.0	0.8	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6	0.7	0.4
COE 조정계수	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	0.0
Adj. Cost of Equity	19.9	18.2	19.3	18.7	18.8	17.6	17.4	17.6	5.4
Eternal Growth	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
Adj. Fair PBR (배)	0.49	0.53	0.53	0.59	0.49	0.52	0.53	0.71	2.46
Premium/Discount	10.0	0.0	-10.0	-20.0	-30.0	-40.0	-40.0	-40.0	10.0
Target PBR (배)	0.54	0.53	0.47	0.47	0.34	0.31	0.32	0.43	2.71
12M Fwd BPS (원)	139,536	99,336	130,984	40,900	40,056	31,995	35,870	24,737	17,670
적정주가 (원)	75,000	52,000	62,000	19,000	14,000	10,000	11,500	11,000	48,000
현재가(5/27, 원)	59,800	42,900	49,050	14,900	11,250	7,840	8,750	8,830	41,250
기존 적정주가 (원)	75,000	51,000	62,000	19,000	14,000	10,000	11,500	11,000	48,000
적정주가 변동사항	유지	2.0% 상향	유지	유지	유지	유지	유지	유지	유지
Upside Potential	26.3	26.6	32.2	25.0	27.3	26.4	26.1	26.1	14.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation Table

2022년 하반기 전망 시리즈 6
은행/증권/보험

		KB금융	신한지주	하나금융지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주	카카오뱅크
Code No.		105560 KS	055550 KS	086790 KS	316140 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS	175330 KS	323410 KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
적정주가(원)		75,000	52,000	62,000	19,000	14,000	10,000	11,500	11,000	48,000
현재가(5/27, 원)		59,800	42,900	49,050	14,900	11,250	7,840	8,750	8,830	41,250
상승여력(%)		25.4	21.2	26.4	27.5	24.4	27.6	31.4	24.6	16.4
지배순이익(십억원)	2020	3,468	3,415	2,637	1,307	1,536	519	342	364	114
	2021	4,410	4,019	3,526	2,588	2,412	791	503	507	204
	2022E	4,904	4,761	3,643	3,075	2,630	888	527	562	280
	2023E	5,191	5,002	3,931	3,183	2,777	949	566	578	344
자본총계(십억원)	2020	42,545	44,070	30,714	23,054	25,018	8,729	4,953	3,756	2,797
	2021	47,461	47,291	34,219	25,842	27,387	9,326	5,498	4,157	5,521
	2022E	51,561	50,890	37,267	28,587	29,107	10,009	5,844	4,586	5,792
	2023E	55,997	55,217	40,250	30,969	31,185	10,751	6,291	5,029	6,136
ROE(%)	2020	8.6	8.2	9.0	5.9	6.4	6.1	7.2	10.1	5.1
	2021	9.8	8.8	10.9	10.6	9.2	8.8	9.6	12.8	4.9
	2022E	9.9	9.7	10.2	11.3	9.3	9.2	9.3	12.9	5.0
	2023E	9.7	9.4	10.1	10.7	9.2	9.1	9.3	12.0	5.8
EPS(원)	2020	8,902	6,643	9,045	1,810	2,060	1,601	2,023	1,870	303
	2021	11,317	7,526	12,094	3,570	3,211	2,438	2,974	2,607	469
	2022E	12,723	8,922	12,356	4,224	3,495	2,738	3,116	2,893	589
	2023E	13,468	9,365	13,283	4,372	3,689	2,924	3,349	2,976	722
BPS(원)	2020	109,191	82,515	105,341	31,918	33,494	26,905	29,283	19,328	6,861
	2021	121,808	88,548	117,363	35,494	36,391	28,745	32,507	21,392	11,620
	2022E	133,781	95,285	125,945	39,264	38,676	30,852	34,548	23,596	12,164
	2023E	145,291	103,387	136,024	42,536	41,437	33,139	37,192	25,879	12,886
PER(배)	2020	4.9	4.8	3.8	5.4	4.3	3.5	3.4	3.0	0.0
	2021	4.9	4.9	3.5	3.6	3.2	3.4	3.2	3.2	125.9
	2022E	4.7	4.8	4.0	3.5	3.2	2.9	2.8	3.1	70.1
	2023E	4.4	4.6	3.7	3.4	3.0	2.7	2.6	3.0	57.1
PBR(배)	2020	0.40	0.39	0.33	0.30	0.26	0.21	0.23	0.29	0.00
	2021	0.45	0.42	0.36	0.36	0.28	0.29	0.29	0.39	5.08
	2022E	0.45	0.45	0.39	0.38	0.29	0.25	0.25	0.37	3.39
	2023E	0.41	0.41	0.36	0.35	0.27	0.24	0.24	0.34	3.20

자료: 메리츠증권 리서치센터

Part II

[증권]

Next Money Move를 기다리며

6

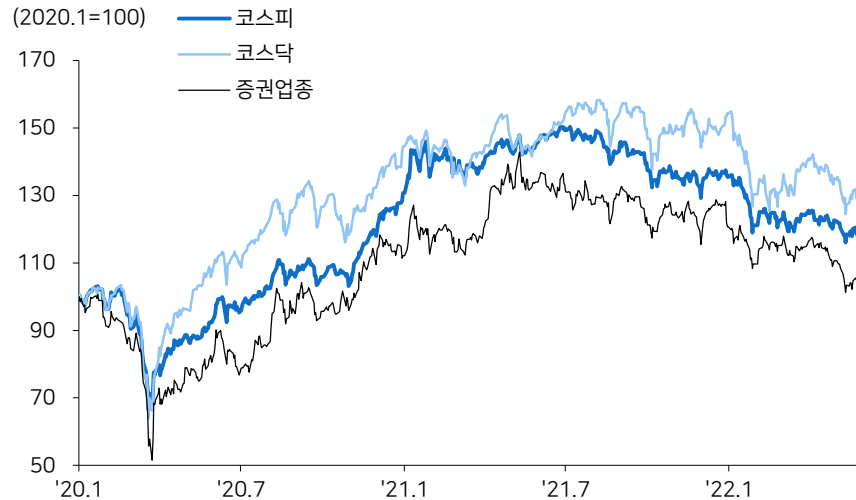
2022년 하반기 전망 시리즈

은행/증권/보험

Part2. 증권

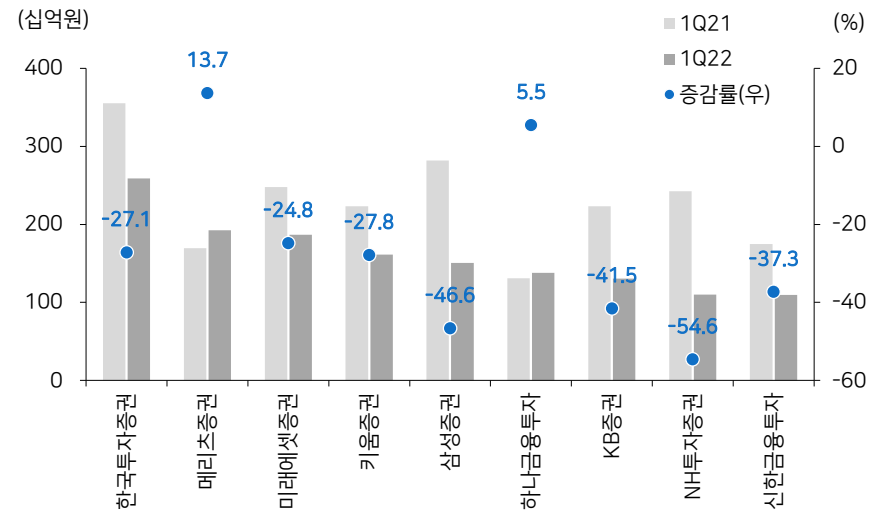
- 금리 상승, 유동성 축소, 경기 침체 진입 우려 등 증시 조정과 함께 증권주 부진 심화
- 실제 1분기 증권사 순이익은 평균 약 30% 급감. 거래대금 하락에 따른 브로커리지 수익 감소는 공통적인 가운데 급격한 금리 상승과 주가 하락으로 트레이딩, WM 등도 부진
- 종목별로는 메리츠증권, 미래에셋증권을 제외한 대부분의 증권주가 코스피 대비 언더퍼폼 중

증시에 동행 또는 후행 하는 증권주 흐름 지속



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

1분기 증권사 순이익 평균 약 30% 급감



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

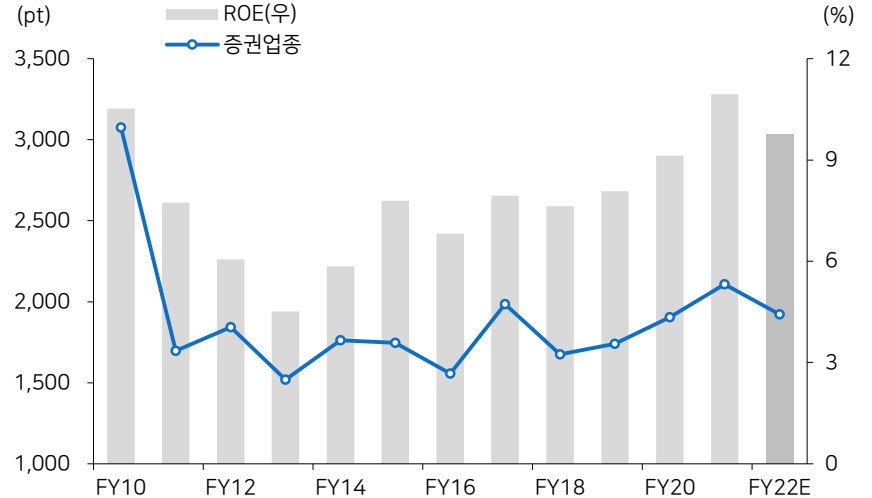
- 단기 실적 훼손 보다 더 큰 문제는 지속적으로 De-rating되고 있는 밸류에이션
- 모두가 기대했던 Money Move 현실화에도 증권업종 PBR은 코로나19 이전 수준에 그치며 확장 실패
- 과거대비 높아진 ROE, 단순 브로커리지 중심에서 투자은행으로의 전환 등 이익의 질과 양이 모두 개선됐음에도 안타까운 결과

증권주 밸류에이션 지속 하락 추세



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

과거대비 높아진 ROE를 반영 못하는 증권주

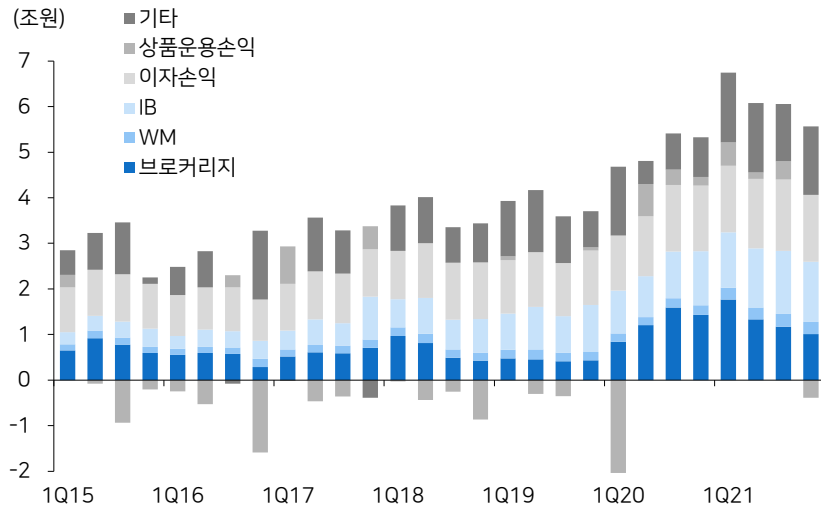


자료: 금감원, KRX, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

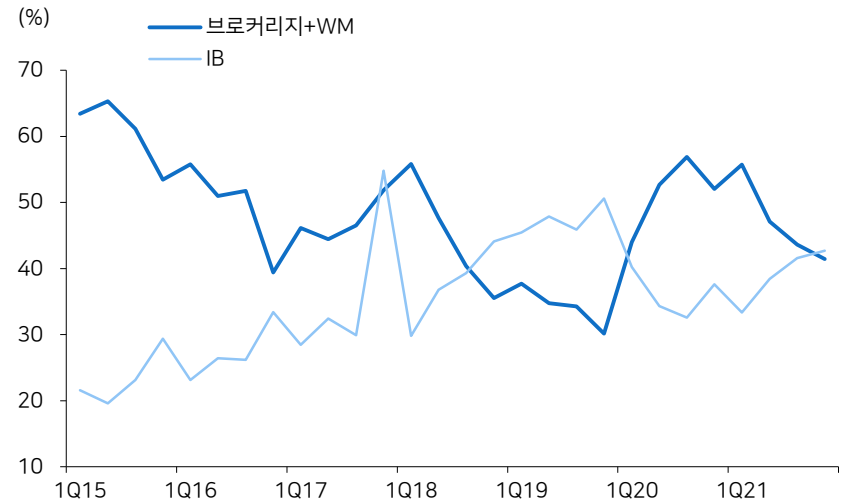
- 브로커리지, WM, 트레이딩과 달리 IB 이익은 여전히 견조한 모습
- 이에 전반적인 업황 부진에도 IB 중심의 이익 개선을 통해 ROE 방어가 가능한 것이 현재 시장에 있는 증권주 저점 매수의 주요 논리. 실제 수수료손익 내 IB 비중은 브로커리지 및 WM 비중을 상회
- 다만 IB는 태생적으로 높은 이익변동성과 낮은 이익가시성을 보유한 탓에 증권주 투자 포인트로는 한계

국내 증권사 수익구조 추이



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

수수료손익 내 IB 이익 비중 브로커리지 역전



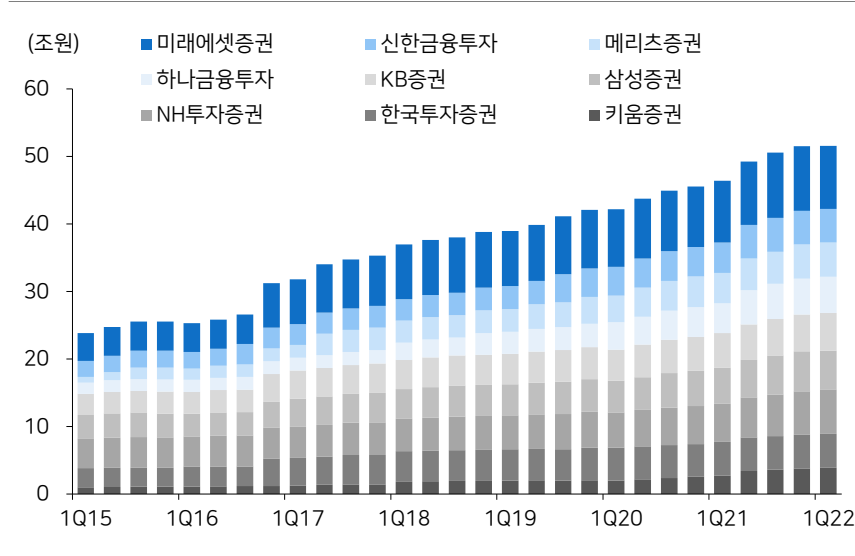
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

IB 경쟁강도 심화 불가피

Part2. 증권

- 그럼에도 대부분의 증권사는 IB 비즈니스 확장을 위해 자기자본 규모를 키우는 추세
- 현재 초대형 IB(자기자본 4조원 이상)로 지정된 증권사는 미래에셋증권, NH투자증권, 한국투자증권, 삼성증권, KB증권. 키움증권의 경우 최근 종투사 인가 받으며 IB 경쟁력 확대 움직임 본격화
- 중장기적으로는 IB를 키우는 전략이 최선일 수 있으나 현재의 녹록지 않은 대외여건 환경(ex. 금리상승 및 증시하락, 부동산 경기 둔화)과 경쟁강도 강화 등을 고려할 때 하반기 IB 성장 기대감은 낮출 필요

국내 주요 증권사 자기자본 규모 추이



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

2022년 KOSPI IPO 현황

공모-심사 철회 기업			
회사	상장 유형	심사 청구일	심사 결과
시몬느엑세서리컬렉션	신규상장	'21.6.10	'21.10.22 (공모 철회)
현대엔지니어링	신규상장	'21.9.30	'22.1.28 (공모 철회)
태림페이퍼	신규상장	'21.10.7	'22.5.11 (공모 철회)
원스토어	신규상장	'21.11.26	'22.5.11 (공모 철회)
SK힐더스	신규상장	'22.1.5	'22.5.6 (공모 철회)
한화종합화학	신규상장	'21.6.4	'21.6.24 (심사 철회)
넷마블네오	신규상장	'21.6.25	'21.11.4 (심사 철회)
심사 승인 기업			
쏘카	신규상장	'22.1.5	'22.4.6 (심사 승인)
심사 대기 기업			
현대오일뱅크	신규상장	'21.12.13	올해 목표
교보생명	신규상장	'21.12.21	
컬리	신규상장	'22.3.28	하반기 목표
수산인더스트리	신규상장	'22.4.21	
골프존카운티	신규상장	'22.4.22	

자료: KRX, 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

증권사 자기자본 규모별 업무 구분

2022년 하반기 전망 시리즈 6
은행/증권/보험

구분		3조 이상 ~ 4조 미만	4조 이상 ~ 8조 미만	8조 이상
증권사(별도기준 자본)		키움증권 (3조 8,603억원)	한국투자증권 (5조 225억원) NH투자증권 (6조 6,081억원) 삼성증권 (5조 7,263억원) KB증권 (5조 5,777억원) 하나금융투자 (5조 3,923억원) 메리츠증권 (5조 469억원) 신한금융투자 (4조 9,671억원)	미래에셋증권 (9조 3,498억원)
허용 업무	프라이브로커 업무	○	○	○
	기업신용공여 (일반 신용공여와 합산 자기자본 100% 한도)	○	○	○
	발행어음 (자기자본 200% 한도)	-	○	○
	종합금융투자계좌	-	-	○
	레버리지 규제 적용예외	-	○ (발행어음 한정)	○ (발행어음, 종투계좌 한정)
	신용공여 한도 증액 (기업대출 별도로 자기자본 100%까지 허용)	○	○	○
	다자간 비상장주식 매매·중개 업무	○	○	○
	일반 외국환 업무	-	○	○
	부동산 담보신탁	-	-	○

자료: 금융위원회, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

- 과거 사례를 참고할 때 증권주 밸류에이션 확장을 위해선 신 금융상품 출현이 반드시 필요
- 1999~2000년 바이코리아, 2007년 주식형 펀드, 2010년 Wrap, 2014~2015년 ELS 등이 대표적 사례
- 실제 동기간 증권업종은 금융주 내 높은 성장성 부각 받으며 코스피 대비 큰 폭의 초과수익 기록

과거 자본시장 자금 유입 사례

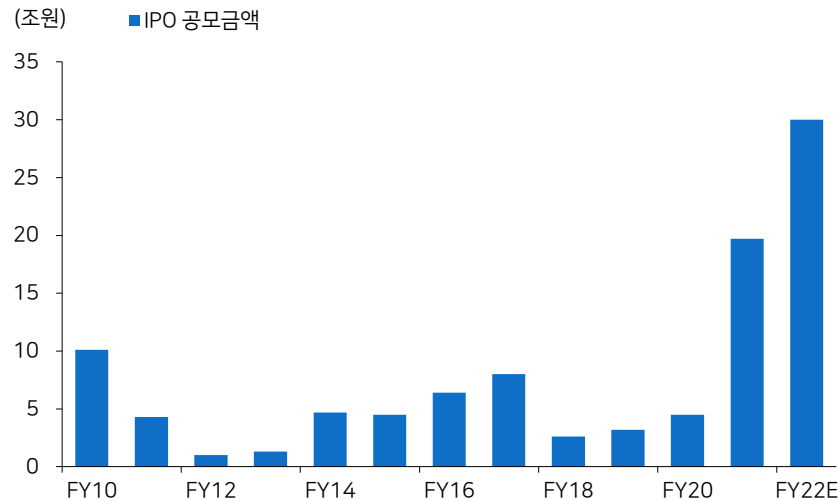


자료: 금융투자협회, KRX, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

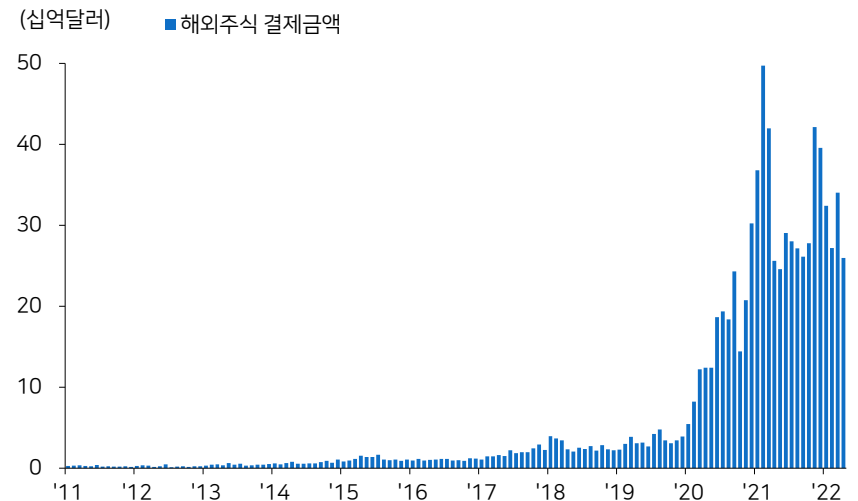
- 코로나19 이후 국내 자본시장에서 새롭게 부각된 금융상품은 크게 2가지
- 파상상 등의 신조어를 탄생시킨 공모주 투자, 서학개미운동으로 대표되는 해외주식 열풍
- 다만 공모주 투자는 상장 초기 버블의 학습 효과, 임직원의 도덕적 해이 논란 등으로 그 열기가 과거 같지 않으며, 해외주식은 증권사간 고객 유치를 위한 마케팅 경쟁이 격화되고 있는 만큼 마진 하락 불가피

2020~2021년 (1) IPO



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

2020~2021년 (2) 해외주식



자료: 예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

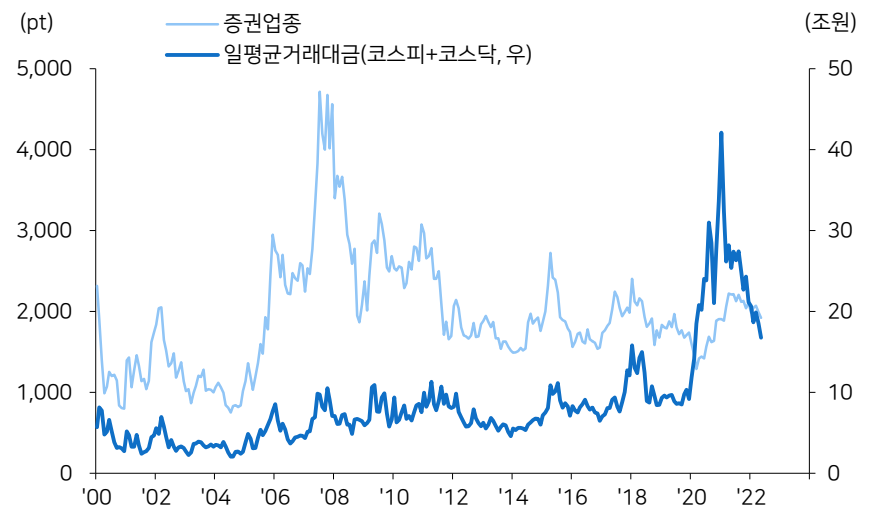
- 결국 지난 2년간의 역대급 호황은 단기 EPS 개선만 가져왔을 뿐 밸류에이션을 끌어올리기엔 한계 존재
- 물론 과거대비 높아진 증시 유동성, 거래대금 레벨 상승 등 이익안정성 측면에선 긍정적 영향이 존재하나 증권주의 시황 민감도를 높이는 부작용을 수반했다는 점은 부담
- 같은 맥락에서 거래대금 하락 추세가 마무리 되기 전까진 증권업종 투자심리 회복 기대감은 요원

과거대비 증시 유동성 환경은 개선



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

지속적인 거래대금 하락에도 레벨 자체는 상승



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

- 기존 비즈니스 모델에서의 성장성을 인정 받지 못한 상황에서 가상자산 사업이 새로운 성장동력으로 주목
- 해외 사례를 참고하더라도 가상자산의 제도권 편입을 대비해 은행, 증권을 중심으로 매매, 수탁 등 기본 업무를 포함해 자체 가상화폐/코인 발행까지 적극적으로 대응하는 모습
- 국내 역시 상황은 비슷. 제도적 지원이 부족했던 탓에 성장 속도는 더디나 지난 9월 특금법 개정안 발표, 윤석열 대통령의 각종 공약(ex. 디지털자산기본법 제정) 발표 이후 제도권으로 점차 편입되는 양상

국내 금융권 가상자산 사업 현황

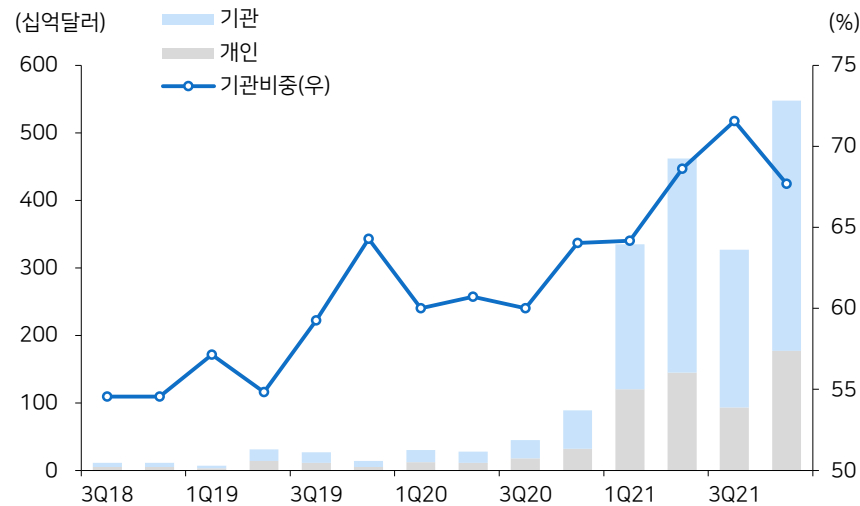
업권	기업명	사업 현황	업권	기업명	사업 현황
은행	KB국민은행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 블록체인 기업 해치랩스, 블록체인 투자사 해시드와 합작법인 수탁업체 한국디지털에셋(KODA) 설립 ▪ 가상자산 금융모델 개발 착수 ▪ 메타버스게임 '로블록스' 가상 지점 시범 운영 	증권	한국투자증권	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 블록체인 기반 가격 예측 플랫폼 레인보우닷 지분투자 ▪ 핀테크 기업 인덱스마인 지분투자 ▪ 핀테크 기업 루센트블록 MOU체결 및 전략적 투자
	신한은행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 글로벌 디지털 자산 금융서비스 기업 비트고(BitGo)와 업무협약 체결 (디지털 자산 전반의 수탁 서비스 제공과 수탁 솔루션 개발 공동 추진) ▪ 한국디지털자산수탁(KDAC)에 전략적 지분투자 ▪ KT와 전략적 파트너십 협약 (블록체인 기반 플랫폼 구축) 		미래에셋증권	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 가상자산 전문법인 설립 준비 및 관련 인력 채용 중
	하나은행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 한국은행 CBDC 발행 대비 시범 시스템 구축 ▪ 디지털자산 투자 서비스 기업 업라이즈와 MOU체결 		하나금융투자	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 핀테크 기업 루센트블록 MOU체결 및 전략적 투자
	우리은행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 한국은행 CBDC, NFT 유통 블록체인 플랫폼 구축 ▪ 블록체인 기술 기업 코인플러그와 합작법인 수탁업체 DiCustody 설립 ▪ NFT 기반 STO 사업 검토 		KB증권	<ul style="list-style-type: none"> ▪ KODA에 추가 지분투자 계획
	NH농협은행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 법무법인 태평양, 블록체인 기업 헥슬란트(Hexlant)와 컨소시엄 구성 및 수탁 서비스 준비 ▪ 수탁 전문 기업 카르도(Cardo)에 전략적 지분투자 ▪ CBDC 대응 파일럿 시스템 구축 		삼성증권	<ul style="list-style-type: none"> ▪ STO 사업 진출 위한 인력 채용 중 ▪ 글로벌 컨설팅 기업에서 STO 관련 컨설팅 학습
	BNK부산은행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 소니뮤직퍼블리싱과 메타버스-블록체인 전략적 제휴 		한화투자증권	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 가상자산 거래소 업비트 및 가상자산 공시 ▪ 데이터 플랫폼 쟁글 서비스 투자 ▪ 싱가포르 디지털 자산 발행 기업 원익스체인지 운영사 캡브릿지그룹 투자 ▪ 가상자산거래소 업비트 운영사인 두나무 지분 6.14% 인수
보험	한화손해보험	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 업계 최초 가상 자산 거래소 해킹 피해 보장 사이버 보험 출시 ▪ 캐롯손해보험 통해 블록체인 모바일 신원증명(DID) 연합 참여 	SK증권	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Peertec와 수탁 서비스 협약 체결 ▪ 해치랩스와 공동 연구개발을위한 업무협약 ▪ 스타트업 펀블과 MOU (블록체인 기술 적용된 부동산 디지털 유통화 시스템 구축 목적) 	
			코리야에셋 투자증권	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Peertec, 핀테크 투자플랫폼 기업 SBCN과 신규 비즈니스 모델 연구 	

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

- 현재로서는 가상자산 관련 비즈니스 영역, 수익 기여도 등을 예단하기 어려우나 가상자산이 기관화 되고 있다는 점은 분명한 사실. 실제 2018년 50%에 불과했던 기관 투자자 비중은 현재 70% 수준까지 성장
- 물론 최근 루나/테라 사태 등으로 가상자산 투자심리 위축됐으나 큰 흐름에서의 성장성은 여전
- 유사한 수익구조를 보유한 증권업의 경우 신규 시장에서의 경쟁력 확보 여부가 성장성 반영으로 연결되는 만큼 헤게모니 확보를 위한 공격적이고 직접적인 시장 진출이 필요하다는 판단

가상화폐 거래대금 중 기관 투자자 비중 약 70%



자료: Coinbase, 메리츠증권 리서치센터

가상화폐 가격 급락



자료: CoinMarketCap, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

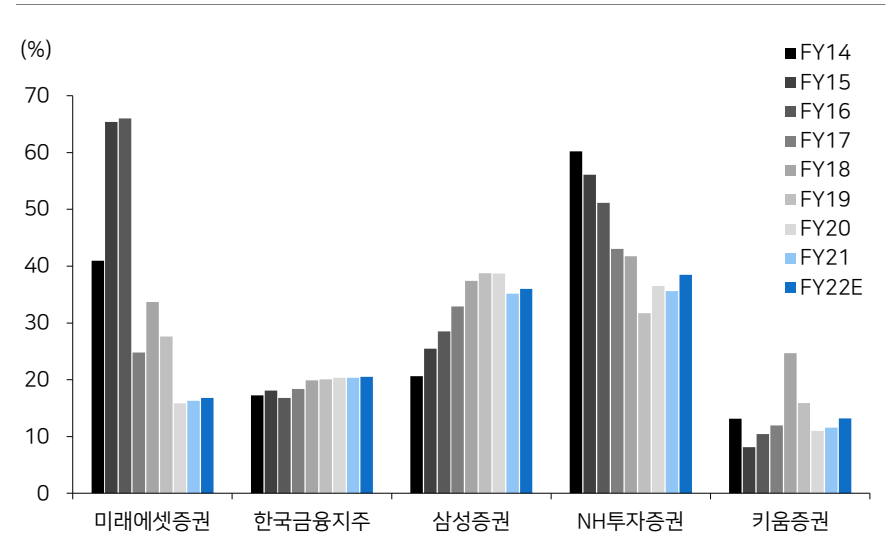
- 1분기 실적 및 업황 부진을 반영하며 주가 조정 폭이 컸던 만큼 추가적인 주가 하방 리스크는 크지 않은 편
- 다만 시황을 극복할 밸류에이션 상향 요인이 부족하며, 가상자산 시장에서의 성장 기회를 기업가치에 투영시키기에 아직은 시기상조. 하반기 증권업종에 대한 Neutral 투자의견 유지
- 증권업도 성숙산업에 진입한 만큼 과거대비 높아진 이익안정성에 기반한 주주환원확대 정책 필요

증권사 자사주 취득 내역

회사	2019	2020	2021	2022
미래에셋증권		[장내매수] (3월) 보통주 1,300만주 [장내매수] (6월) 보통주 1,600만주 [장내매수] (7월) 보통주 1,500만주 [장내매수] (10월) 보통주 600만주	[장내매수] (1월) 보통주 1,050만주 [장내매수] (9월) 보통주 1,000만주 / 기타 300만주	[장내매수] (1월) 보통주 1,000만주
키움증권	[장내매수] (6월) 보통주 50만주			[장내매수] (2월) 보통주 50만주 [장내매수] (5월) 보통주 40만주
메리츠증권			[자기주식취득신탁계약] (3월) 1,000억원 [자기주식취득신탁계약] (6월) 1,000억원 [자기주식취득신탁계약] (11월) 1,400억원	[자기주식취득신탁계약] (3월) 1,000억원

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

커버리지 증권사 배당성향 추이 및 전망



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

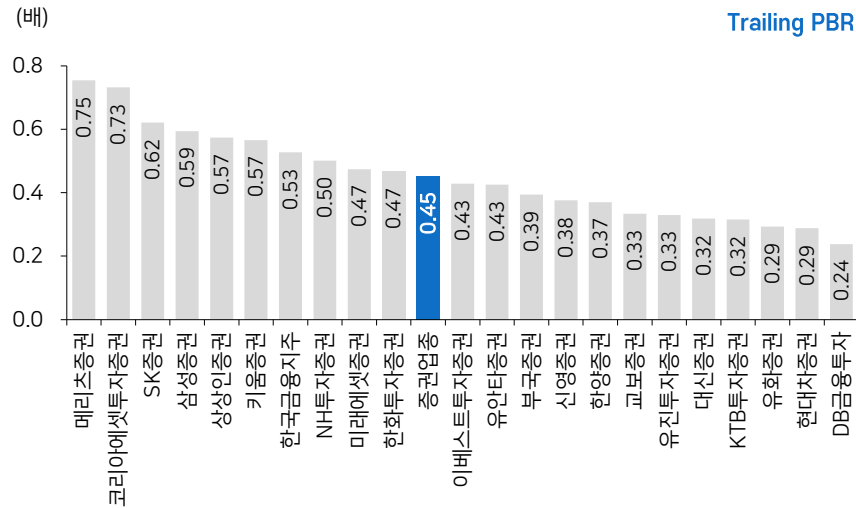
최선호주: 한국금융지주/관심종목: 삼성증권

2022년 하반기 전망 시리즈 6
은행/증권/보험

Part2. 증권

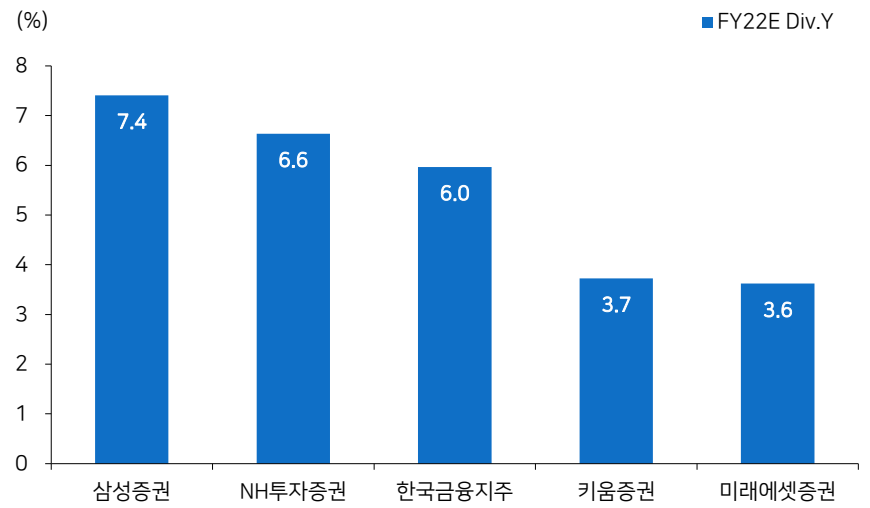
- 하반기 증권업종 최선호주로 한국금융지주 추천
- 증권주로 분류되는 종목 중 유일한 지주회사로 다각화 된 사업 포트폴리오에 기반한 방어적 매력에 주목
- 관심종목으로는 약 7% 이상의 배당수익률로 주가하방리스크가 제한적인 삼성증권 추천

상장 증권사 PBR 현황



자료: KRX, 각사, 메리츠증권 리서치센터

커버리지 증권사 FY22E 배당수익률



자료: KRX, 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part2. 증권

- 증권업종 12m Target PBR Multiple 0.61배 제시
- 12m Fwd ROE 11.5%에 CAPM 모형을 적용한 자본비용 17.0%를 적용해 산출. 자본비용 계산 과정에서 과거 4개년 KOSPI 대비 증권업 평균 COE 할증폭 7.5% 가산
- 이익 추정치 및 Valuation 시점 변경 등을 반영해 미래에셋증권, NH투자증권 적정주가를 소폭 하향 조정

증권업 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	(%)	11.5	메리츠증권 증권업 유니버스 기준
Cost of Equity	(%)	9.5	메리츠증권 증권업 유니버스 기준
Risk Free Rate	(%)	3.0	국고채권 3년물 금리
Risk Premium	(%)	6.1	메리츠증권 기준
Beta	(배)	1.1	종목별 52주 주간 베타 산술평균
COE 조정계수	(%)	7.5	최근 4개년 KOSPI 대비 증권업종 COE 할증폭
Adj. Cost of Equity	(%)	17.0	Cost of Equity + COE 조정계수
Eternal Growth	(%)	0.0	영구성장률 0% 가정
Adj. Fair PBR	(배)	0.66	
Premium/Discount	(%)	-7.0	종목별 Premium/Discount 산술평균
Target PBR	(배)	0.61	
현재 시가총액(5/27)	(십억원)	18,309	메리츠증권 증권업 유니버스 기준
목표 시가총액	(십억원)	23,399	메리츠증권 증권업 유니버스 기준
Upside Potential	(%)	27.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

종목별 적정주가 산출 내역

2022년 하반기 전망 시리즈 6
은행/증권/보험

(%)	미래에셋증권	한국금융지주	삼성증권	NH투자증권	키움증권
12M Fwd ROE	7.5	14.9	11.5	8.7	14.9
Cost of Equity	7.9	11.1	9.1	7.7	11.9
Risk Free Rate	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Risk Premium	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
Beta	0.8	1.3	1.0	0.8	1.5
COE 조정계수	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
Adj. Cost of Equity	15.4	18.6	16.6	15.2	19.4
Eternal Growth	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Adj. Fair PBR (배)	0.49	0.80	0.69	0.57	0.77
Premium/Discount	10.0	-15.0	0.0	-10.0	-20.0
Target PBR (배)	0.54	0.68	0.69	0.51	0.61
12M Fwd BPS (원)	18,614	149,772	75,213	24,418	184,076
적정주가 (원)	10,000	100,000	52,000	12,500	110,000
현재가(5/27, 원)	8,010	70,400	39,150	10,550	93,900
기존 적정주가 (원)	10,500	100,000	52,000	13,000	110,000
적정주가 변동사항	4.8% 하향	유지	유지	3.8% 하향	유지
Upside Potential	24.8	42.0	32.8	18.5	17.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation Table

2022년 하반기 전망 시리즈 6
은행/증권/보험

		미래에셋증권	한국금융지주	삼성증권	NH투자증권	키움증권
Code No.		006800 KS	071050 KS	016360 KS	005940 KS	039490 KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
적정주가(원)		10,000	100,000	52,000	12,500	110,000
현재가(5/27, 원)		8,010	70,400	39,150	10,550	93,900
상승여력(%)		24.8	42.0	32.8	18.5	17.1
지배순이익(십억원)	2020	822	863	508	577	703
	2021	1,153	1,764	965	932	904
	2022E	818	1,187	717	604	667
	2023E	867	1,279	773	685	778
자본총계(십억원)	2020	9,346	5,632	5,317	5,803	2,885
	2021	10,610	7,428	6,081	6,823	4,302
	2022E	11,295	8,275	6,459	7,484	4,867
	2023E	11,995	9,298	6,974	7,921	5,543
ROE(%)	2020	8.9	16.3	9.9	10.3	27.6
	2021	11.7	27.1	16.9	14.8	25.4
	2022E	7.5	15.2	11.4	8.4	14.7
	2023E	7.5	14.6	11.5	8.9	15.1
EPS(원)	2020	1,232	14,786	5,686	1,926	28,203
	2021	1,809	30,214	10,810	3,078	32,747
	2022E	1,320	20,335	8,026	1,915	23,756
	2023E	1,400	21,902	8,651	2,172	27,747
BPS(원)	2020	14,268	96,097	59,542	19,352	114,155
	2021	16,701	126,688	68,096	21,630	149,422
	2022E	18,055	141,052	72,332	23,725	172,125
	2023E	19,173	158,493	78,093	25,111	196,028
PER(배)	2020	7.7	5.3	7.1	5.9	4.5
	2021	4.8	2.7	4.2	4.1	3.3
	2022E	6.1	3.5	4.9	5.5	4.0
	2023E	5.7	3.2	4.5	4.9	3.4
PBR(배)	2020	0.66	0.82	0.68	0.58	1.11
	2021	0.52	0.64	0.66	0.58	0.72
	2022E	0.44	0.50	0.54	0.44	0.55
	2023E	0.42	0.44	0.50	0.42	0.48

자료: 메리츠증권 리서치센터

Part III

[보험]

코로나19 > IFRS17

6

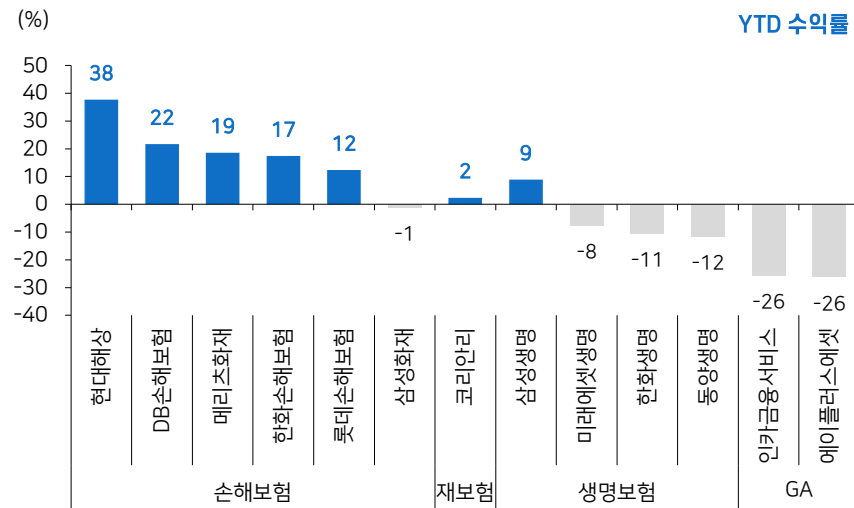
2022년 하반기 전망 시리즈

은행/증권/보험

Part3. 보험

- 연초 이후 보험업종 주가 코스피 대비 강세 지속. 1) 금리 상승, 2) 코로나19 재확산, 3) 러시아-우크라이나 전쟁 발발로 경기 방어주적 성격 부각 등의 영향
- 업권별로는 생명보험 대비 손해보험 주가의 상승세가 뚜렷. 통상 금리가 상승하는 경우 이차 역마진 축소가 기대되는 생명보험 주가가 강세를 보이기 마련이나 현재의 상황은 반대
- 금리 상승 보단 손해율 개선, IFRS 17 도입 기대감 등이 주가에 좀 더 강하게 투영되고 있기 때문

손해보험>재보험>생명보험>GA



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

금리와 보험주 추이



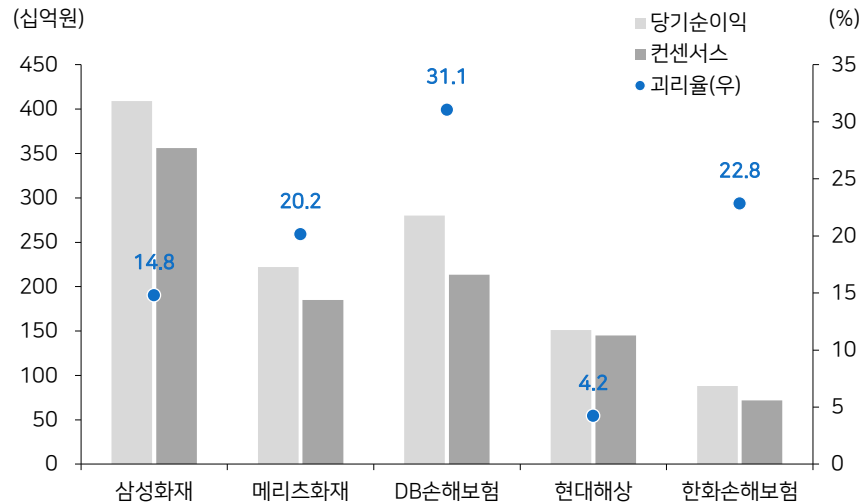
자료: 금투협, KRX, 메리츠증권 리서치센터

큰 폭의 자동차 손해율 개선

Part3. 보험

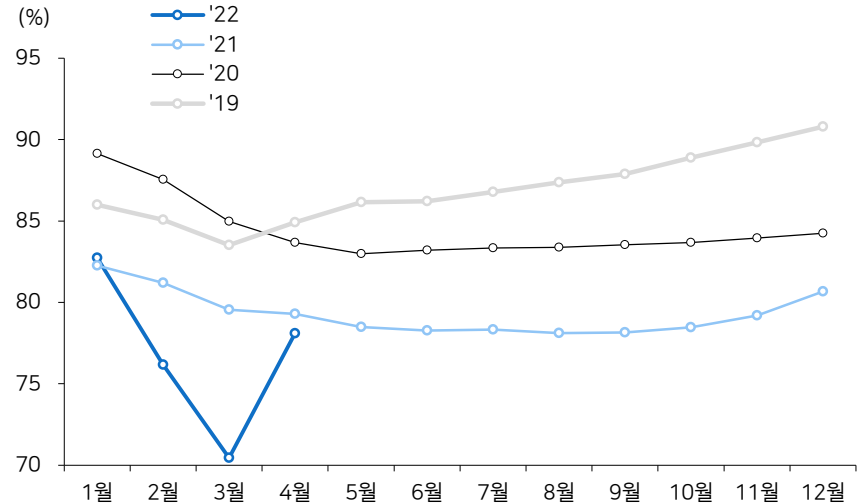
- 1분기 대부분의 손해보험사는 시장 기대치를 상회하는 호실적 발표
- 신계약 판매 축소에 따른 사업비율 하락, 운용수익률 제고 등의 영향도 존재하나 핵심은 자동차 손해율
- 실제 커버리지 4개사 기준 자동차 손해율은 76.0%(-3.6%p YoY, -9.5%p YoY)로 역대 최저 수준에서 관리

1Q22 Earnings Review



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

자동차 손해율 추이

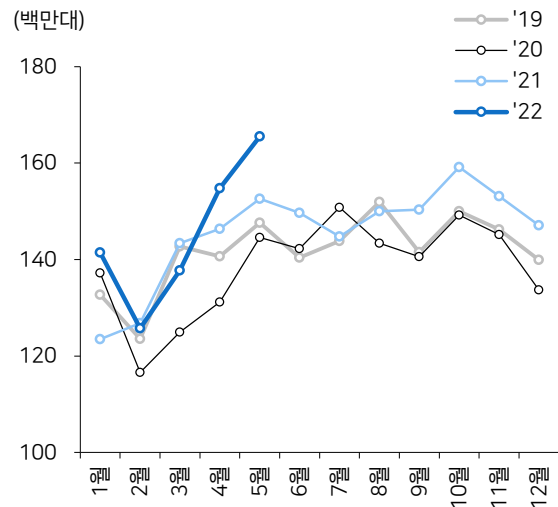


자료: 보험개발원, 손해보험협회, 메리츠증권 리서치센터

Part3. 보험

- 4월에 접어들며 개인용 자동차 보험료 1.2~1.4% 인하. 물론 특약 조정, 사업비 절감 등의 노력을 통해 합산비율 상승 폭은 크지 않겠으나 손해율 상승은 불가피
- 또한 리오프닝과 함께 자동차 통행량은 코로나19 수준을 회복했고 계절적 요인, 정비수가 인상 등도 부담
- 모럴헤저드 방지를 위한 각종 정책 지원이 뒤따르고 있다곤 하나 2023년 이후에나 손해율 하락에 기여

월간 고속도로 통행량 추이



자료: 한국도로공사, 메리츠증권 리서치센터

자동차 보험 제도 개선 방안

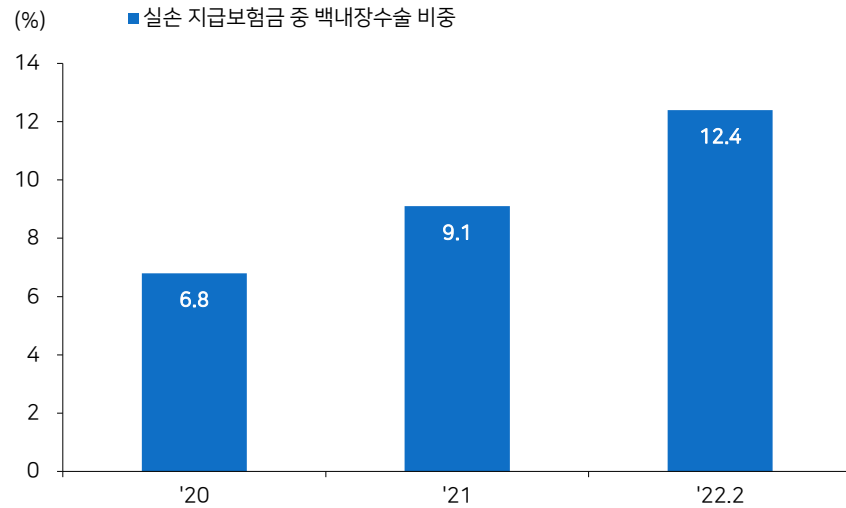
구분	과제명	시행시기
경상환자 치료비 지급체계 정비	경상환자 대인2 치료비 과실책임주의 도입	'23.1
	자기신체사고(자손) 보장 보상한도 증액	'23.1
	경상환자 장기 치료시 진단서 제출 의무화	'23.1
상급병실, 한방분야 등 보험금 지급기준 구체화	상급병실 입원료 지급기준 개선	'22년 중
	한방 분야 진료수가 기준 개선	'22년 상반기
	자동차보험 진료비에 대한 심사지침 확대	'22년 상반기
	마약·약물 운전 사고부담금 강화 / 운전자 부담 사고부담금 전면 도입	'22.1 / '22.6
일상 생활 속 보장 확대를 통한 국민편익 제고	부부특약 가입시 배우자의 무사고경력 인정	'22.1
	군인 상실수익액 보상 현실화	'22.1
	차량 낙하물 사고 피해자 정부 지원	'22년 상반기
	상실수익액 할인방식 개선	'22.1
자동차보험 데이터 활용도 제고	자동차보험 원가지수 산출·공표	'22년 상반기
	주행거리 정보공유를 통한 특약가입 편의 제고	'22년 상반기

자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

Part3. 보험

- 1분기 백내장 관련 보험금 지급 청구 급증으로 장기 위험손해율 상승 압력 심화
- 실제 백내장 수술 보험금 지급 심사 강화를 앞두고 선수요가 물리며 실손 지급 보험금 중 백내장 수술 비중이 12.4% 수준까지 상승
- 다만 4월 이후 금융당국의 규제 강화로 관련 부담은 일단락 된 모습

실손 지급 보험금 중 백내장 수술 비중



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

백내장 보험사기 특별 신고·포상제도 운영계획

계획	세부 내용
특별 신고기간 운영	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 기간: '22.4.18(월)~5.13(화), 약 6주 ▪ 신고대상: 안과 병·의원이 연루된 백내장 보험사기 혐의 ▪ 신고처: 금감원 및 보험회사의 보험사기 신고센터 ①제보 접수(신고센터) → ②보험사기 조사 실시(금감원, 보험회사) → ③경찰청 수사의뢰 → ④포상금 지급(보험협회)
특별 포상금	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 수사진행시 현행 포상금(최대10억원)외에 추가 특별 포상금 지급 ▪ (지급대상) ①안과 병·의원 관계자, ②브로커, ③환자 ▪ (지급조건) 구체적 물증 제시, 참고인 진술 등 수사 개시에 협조한 노력 인정되는 경우
백내장 보험사기 포상금 지급기준(안)	
신고자 구분	① 경찰 수사진행시 ② 검찰 송치시
병원 관계자	최대 3,000만원
브로커	최대 1,000만원
환자	최대 100만원
	포상금 지급기준에 따라 적발금액별 차등 지급

자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

실손보험 문제 해결을 위한 움직임

Part3. 보험

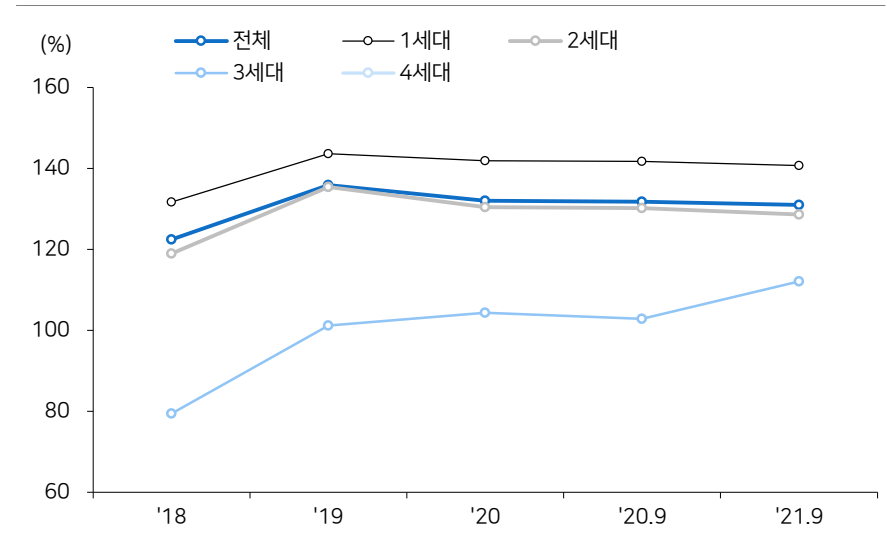
- 지난 연말 평균 10% 초반의 실손 보험료 인상 결정
- 보험업계가 요구했던 20% 수준에는 미달했으나 비교적 유의미한 결과로 4세대 상품 전환 유도를 포함해 과잉청구 등의 구조적 문제를 해결하기 위한 다양한 방안 발표
- 특히 최근 언론보도를 참고하면 ‘실손보험 자동청구’ 도입을 위한 움직임도 본격화. 물론 의료계의 반대 목소리가 높은 사항인 만큼 현실화 될 가능성은 높지 않으나 투자심리엔 긍정적 요인

실손보험료 평균 인상 폭 연혁

일자	1세대	2세대			3세대	4세대
		표준화 I	표준화 II	표준화 III		
'11.06	20~30%					
'13.04	10%					
'15.01	12~19%					
'16.01	18~27%					
'18.09	6~12%				-	
'20.01	-	9.8~9.9%		-	-	
'20.04	9.8~9.9%		-		-	
'21.01	15~17%		10~12%		-	
'22.01		15%			8.90%	-

자료: 손해보험협회, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

실손보험 상품별 위험손해율 추이



자료: 손해보험협회, 메리츠증권 리서치센터

실손보험 세대별 비교 정리

구분	1세대	2세대			3세대	4세대			
		표준화 I	표준화 II	표준화 III					
제도 경과	2003 8월 보험업법 개정: 제3보험 신설	2009 9월 2세대 실손 출시 (보장내용 표준화)	2013 1월 단독형 상품 도입. 자기부담금 도입	2014 8월 노후실손 의료보험 출시	2015 9월 가격자유화	2017 4월 3세대 실손 출시	2018 4월 유병력자실손 출시 12월 실손보험 연계제도	2021 7월 4세대 실손 출시	
가입시기	'09.10 이전	'09.10 ~ '13.4	'13.4 ~ 15.9	'15.9 ~ '17.4	'17.4 ~ '21.6	'21.7 ~			
갱신주기	3년, 5년	3년	1년	1년	1년	1년			
갱신 보험료 평균 인상률	20%	15%			0	-			
보장구조 변경주기	없음	없음	15년		15년	5년			
보장구조	보장범위	상해, 질병, 입·통원 치료비, 해외치료비 보상가능, 다만 급여부분 치과, 한방, 치질치료 면책	상해, 질병, 입·통원 치료비, 해외치료비 면책 다만 급여부분 치과, 한방, 치질치료 보상			비급여 ① 도수치료 치료목적인 경우 연간 최대 50회 보장 ② 비급여 주사제 치료목적으로 투여된 경우 보장	급여 ① 불임관련 질환 보장 확대 ② 선천성 뇌질환 보장 확대 ③ 치료 필요성 인정되는 피부질환 등 보장 확대	비급여 ① 도수치료 보장범위 제한 ② 비급여 주사제 보장기준 정비	
	자기부담금	0%	0%	급여 10% / 20%	비급여 20%	20 ~ 30%	급여 20%	비급여 30%	
	한도	입원: 5,000만원/통원: 30만원						급여 5,000만원/20만원	비급여 5,000만원/20만원
	공제	통원 (1회) 5,000원	외래: 10,000 ~ 20,000원 / 처방: 8,000원						병·의원급:최소 10,000원 상급병원:최소 20,000원
할인·할증제	없음	없음			2년 무사고할인 10%	2년 무사고할인 10% + 비급여 개별 할인·할증			
주요 특징	<ul style="list-style-type: none"> 보험사마다 상품 상이 자기부담금 부재로 의료쇼핑 문제 적립대체가능 	<ul style="list-style-type: none"> 모든 보험사 상품 통일 갱신주기 통일 가입금액 1억원 →5,000만원 축소 	자기부담금 도입 및 상향 조정 갱신주기 재설정		<ul style="list-style-type: none"> 실손보험 끼워팔기 금지 단독형 실손보험만 가입 가능 일부 비급여 치료를 특약으로 분리 	<ul style="list-style-type: none"> 비급여 치료 전체를 특약으로 분리 비급여 보험금에 따라 보험료 3배까지 할증 			
문제점과 개편 내용	<ul style="list-style-type: none"> 실손가입자 개별 건강위험 및 의료이용에 따른 보험료 세분화 한계로 역선택·도덕적해이 노출 의료이용량과 상관없는 보험료 부담구조로 가입자간 형평성 문제 불필요한 의료이용 통제 기능 미흡 의료환경 및 진료형태 변화 등에 능동적 대응 필요 					<ul style="list-style-type: none"> 개인별 의료이용량과 연계한 할인·할증 방식 보험료 차등제 도입 급여·비급여를 주계약과 특약으로 분리 운영 자기부담금 상향 보장구조 변경주기(재가입주기) 단축 			

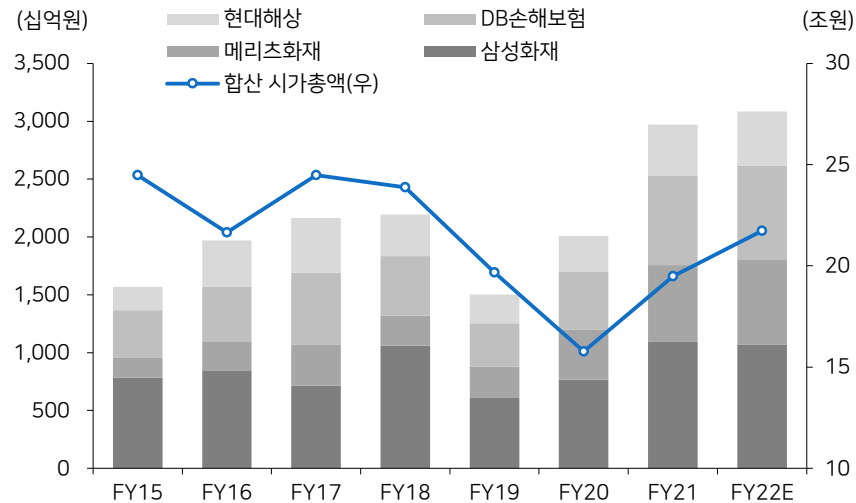
자료: 금융위원회, 보험연구원, 손해보험협회, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

실적 모멘텀은 여기까지

Part3. 보험

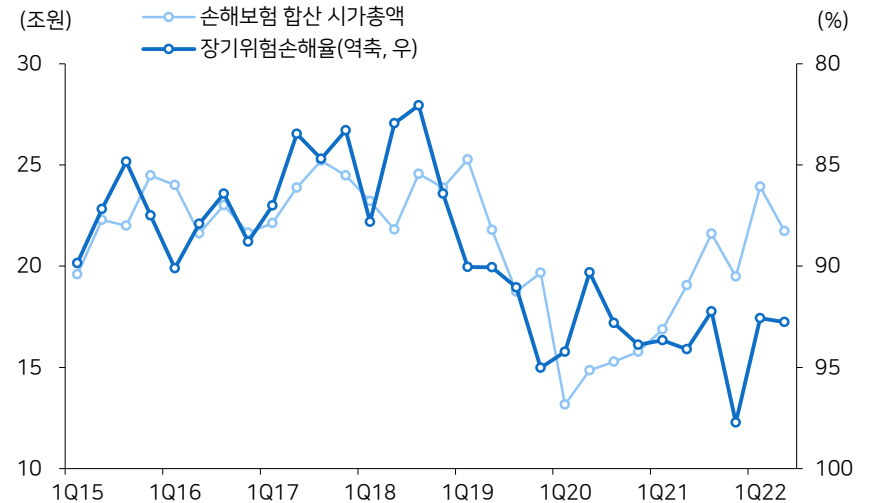
- 실손 갱신, 비급여 과잉진료 제재 움직임 등을 고려하면 장기 위험손해율의 추가 악화 가능성은 제한적
- 동시에 리오프닝에 따른 의료 이용량 회복, 여전한 실손보험의 모럴해저드 등 구조적 개선 역시 무리
- 1분기 호실적으로 증익 기조는 유지할 수 있겠으나 장기 위험손해율의 구조적 개선 없이는 추가 상승 한계 명확. 하반기 손보사 주가는 IFRS 17 도입 기대감 반영 여부가 결정

FY22E 순이익 3.1조원(+3.9% YoY)



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

손보주와 장기 위험손해율의 높은 상관관계

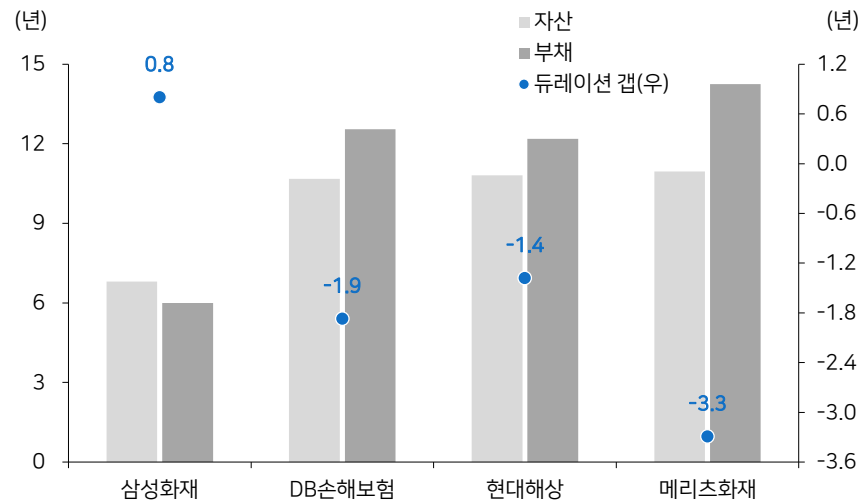


자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

Part3. 보험

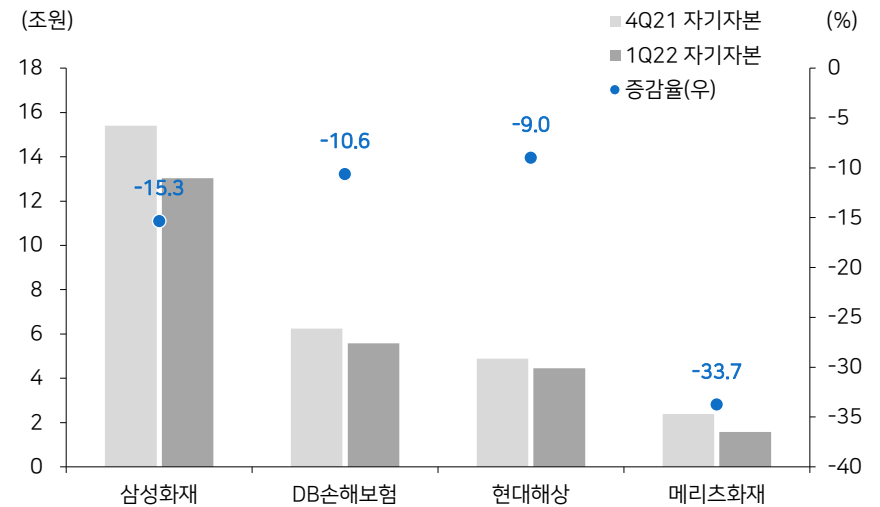
- 1) 자산 대비 부채 듀레이션이 긴 만큼 금리가 상승하면 보험사의 자본 규모는 증가하고, 2) 수익성이 뛰어난 보장성 건강보험 판매가 늘어날수록 이익은 개선
- 당연한 얘기로 들리겠지만 현행 보험회계(IFRS4)은 이를 반대로 반영
- 실제 1분기 금리 급등으로 손보사의 자기자본은 지난 연말 대비 평균 14.8% 감소

1Q22 기준 자산/부채 듀레이션



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

1분기 금리 급등으로 손보사 자기자본 평균 14.8% 감소

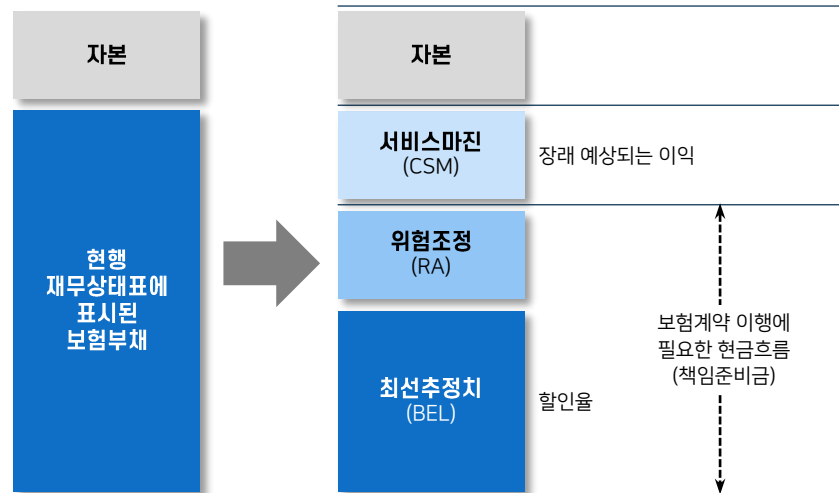


자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part3. 보험

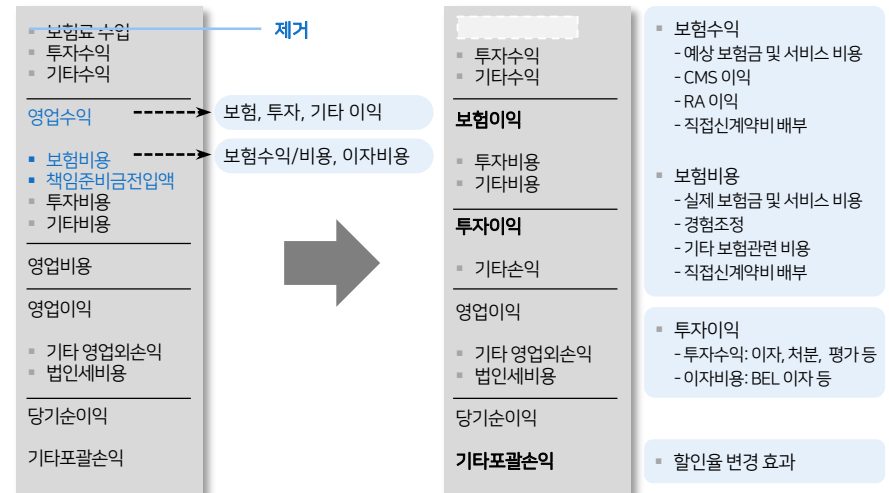
- IFRS17은 크게 1) 부채 시가평가, 2) 수익과 비용의 인식 변화로 요약 가능
- 보험부채는 계약서비스마진(CSM), 위험조정(RA), 최선추정부채(BEL)로 세분화
- 수익과 비용의 경우 현행 현금주의에서 예상 보험금, 예상 비용으로 변경. 즉 CSM, RA 상각분과 예상과 실제치의 차이인 예실차에 의해 보험수지 결정

IFRS17의 보험부채



자료: 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

IFRS17 도입시 손익계산서 변화

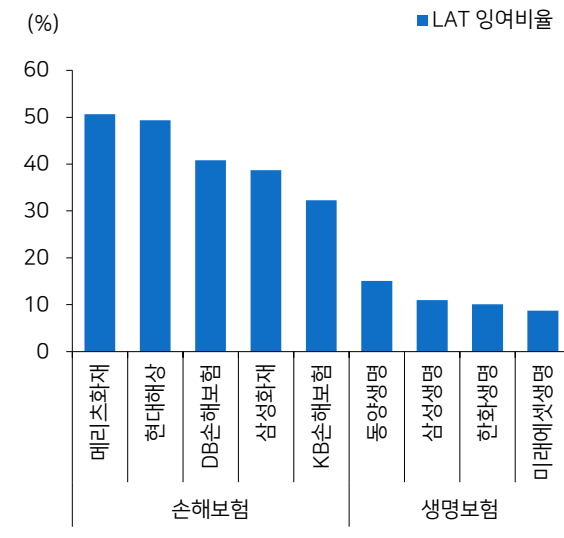


자료: 한국회계기준원(2013) 수정 인용, 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

Part3. 보험

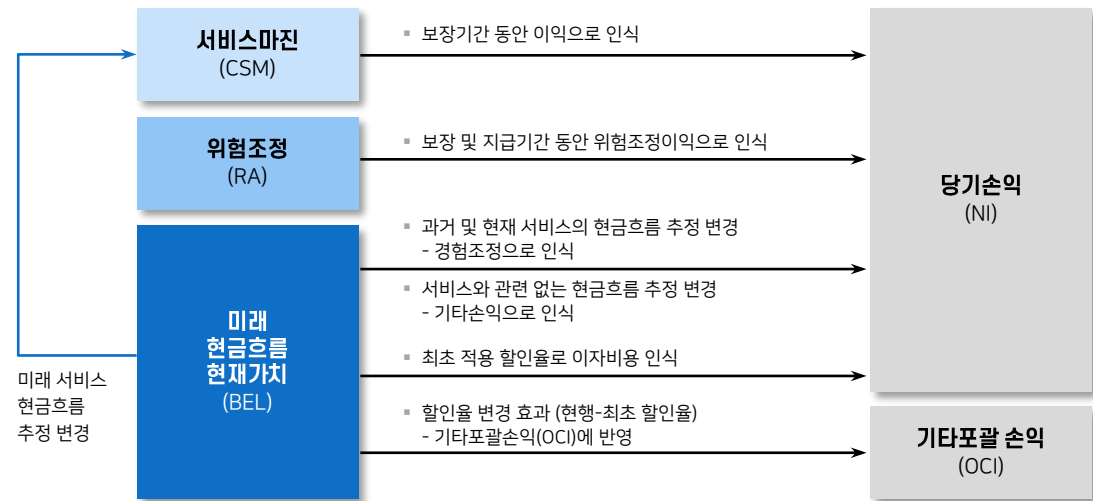
- 일각에선 도입 초기 자본 감소 우려, 실질 기업가치 변화가 아닌 단순 회계기준 변경에 의한 손익 증가 등의 이유로 IFRS17 도입 효과 폼하
- 반면 우리는 1) 비정상적인 회계기준의 정상화, 2) 계약 초기 수익 인식에서 보험 기간 동안 균등 인식 등 투자자들에게 더 높은 재무정보성과 배당가시성을 제공할 수 있다는 점에서 긍정적 평가
- 다만 IFRS17 전환시점의 CSM 소급 기준, 부채 평가 세부 사항 등 정확한 수치적 접근이 불가하고, 높아진 이익이 주주환원으로 연결될 지 여부도 불투명한 만큼 당장의 주가에 투영시키기엔 한계

보험사 LAT 잉여비율 현황



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

IFRS17에서의 보험부채 측정과 손익 인식



자료: 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

Part3. 보험

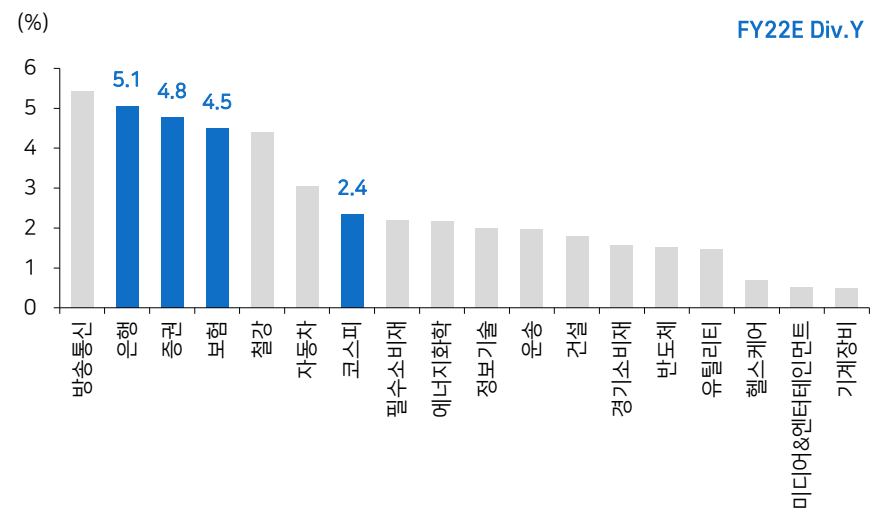
- 분기 실적 흐름에 민감한 국내 증시 특성상 IFRS17 도입 효과가 가시화되는 연말까지 주가 모멘텀 부재
- 또한 현재 시장이 기대하는 긴축 또는 인플레이션 관련 불확실성 해소, 리오프닝, 지정학적 리스크 완화 등도 모두 보험주 투자 매력을 저하시키는 요인
- 금융업종 내 배당수익률도 가장 낮은 수준. 하반기 보험업종에 대한 Neutral 투자의견 유지

코로나19 반사효과 마무리



자료: 질병관리청, KRX, 메리츠증권 리서치센터

FY22E 업종별 예상 배당수익률(컨센서스 기준)

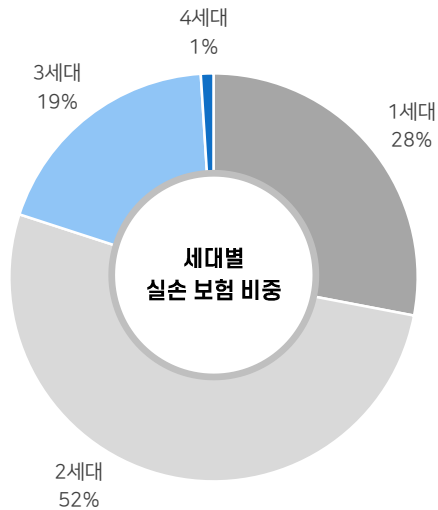


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

Part3. 보험

- 보험업종 최선호주로는 하반기 이후 5년 실손 갱신 주기 도래하는 현대해상 추천
- 관심종목은 메리츠화재. 1분기 급격한 금리 상승에 따른 자본 감소로 자사주 매입 정책 중단되며 큰 폭의 주가 조정 겪었으나 자본 확충, 금리 안정 등으로 빠른 시일 내 재개될 것으로 기대되기 때문
- 두 기업 모두 LAT 잉여비율이 높은 만큼 IFRS17 적용 이후 이익 모멘텀도 높은 편

현대해상 세대별 실손 보험 비중



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

메리츠화재 주가와 자기주식 비율 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

Part3. 보험

- 보험업종 12m Target PBR Multiple 1.06배 제시
- 12m Fwd ROE 13.9%에 CAPM 모형을 적용한 자본비용 12.8%를 적용해 산출. 자본비용 계산 과정에서 과거 4개년 KOSPI 대비 보험업종 평균 COE 할증폭 4.5% 가산
- 종목별로는 금리 급등으로 자사주 매입 정책이 중단된 메리츠화재의 적정주가를 6.8% 하향 조정

보험업 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	(%)	13.9	메리츠증권 보험업 유니버스 기준
Cost of Equity	(%)	8.3	메리츠증권 보험업 유니버스 기준
Risk Free Rate	(%)	3.0	국고채권 3년물 금리
Risk Premium	(%)	6.1	메리츠증권 기준
Beta	(배)	0.9	종목별 52주 주간 베타 산술평균
COE 조정계수	(%)	4.5	최근 4개년 KOSPI 대비 보험업종 COE 할증폭
Adj. Cost of Equity	(%)	12.8	Cost of Equity + COE 조정계수
Eternal Growth	(%)	0.0	영구성장률 0% 가정
Adj. Fair PBR	(배)	1.08	
Premium/Discount	(%)	-2.5	종목별 Premium/Discount 산술평균
Target PBR	(배)	1.06	
현재 시가총액(5/27)	(십억원)	21,729	메리츠증권 보험업 유니버스 기준
목표 시가총액	(십억원)	28,374	메리츠증권 보험업 유니버스 기준
Upside Potential	(%)	30.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

종목별 적정주가 산출 내역

2022년 하반기 전망 시리즈 6
은행/증권/보험

(%)	삼성화재	메리츠화재	DB손해보험	현대해상
12M Fwd ROE	6.7	27.6	12.0	9.4
Cost of Equity	7.0	9.1	9.4	7.9
Risk Free Rate	3.0	3.0	3.0	3.0
Risk Premium	6.1	6.1	6.1	6.1
Beta	0.7	1.0	1.1	0.8
COE 조정계수	4.5	4.5	4.5	4.5
Adj. Cost of Equity	11.5	13.6	13.9	12.4
Eternal Growth	0.0	0.0	0.0	0.0
Adj. Fair PBR (배)	0.58	2.03	0.86	0.76
Premium/Discount	20.0	0.0	-10.0	-20.0
Target PBR (배)	0.70	2.03	0.78	0.61
12M Fwd BPS (원)	359,933	27,056	113,988	66,509
적정주가 (원)	250,000	55,000	88,000	41,000
현재가(5/27, 원)	199,500	39,800	65,700	31,600
기존 적정주가 (원)	250,000	59,000	88,000	41,000
적정주가 변동사항	유지	6.8% 하향	유지	유지
Upside Potential	25.3	38.2	33.9	29.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation Table

2022년 하반기 전망 시리즈 6
은행/증권/보험

		삼성화재	메리츠화재	DB손해보험	현대해상
Code No.		000810 KS	000060 KS	005830 KS	001450 KS
투자의견		Hold	Buy	Buy	Buy
적정주가(원)		250,000	55,000	88,000	41,000
현재가(5/27, 원)		199,500	39,800	65,700	31,600
상승여력(%)		25.3	38.2	33.9	29.7
순이익(십억원)	2020	767	433	502	306
	2021	1,093	663	776	438
	2022E	1,070	737	811	467
	2023E	965	693	774	492
자본총계(십억원)	2020	16,238	2,672	6,064	4,750
	2021	15,400	2,390	6,249	4,889
	2022E	15,105	2,553	6,573	5,036
	2023E	15,496	2,917	7,116	5,394
ROE(%)	2020	5.0	17.0	8.5	6.6
	2021	6.9	26.2	12.6	9.1
	2022E	7.0	29.8	12.6	9.4
	2023E	6.3	25.4	11.3	9.4
EPS(원)	2020	18,039	3,844	8,315	3,850
	2021	25,702	5,890	12,930	5,590
	2022E	25,176	7,033	13,505	5,960
	2023E	22,694	6,975	12,891	6,277
BPS(원)	2020	381,979	22,638	100,995	59,815
	2021	362,277	22,154	104,069	62,354
	2022E	355,331	24,423	109,468	64,223
	2023E	364,535	29,688	118,507	68,794
PER(배)	2020	10.4	3.8	5.3	5.9
	2021	7.9	5.7	4.2	4.1
	2022E	7.9	5.7	4.9	5.3
	2023E	8.8	5.7	5.1	5.0
PBR(배)	2020	0.49	0.64	0.43	0.38
	2021	0.56	1.51	0.52	0.37
	2022E	0.56	1.63	0.60	0.49
	2023E	0.55	1.34	0.55	0.46

자료: 메리츠증권 리서치센터

6

2022년 하반기 전망 시리즈

은행/증권/보험

기업분석

은행	투자판단	적정주가
KB금융 (105560)	Buy	75,000원
신한지주 (055550)	Buy	52,000원
기업은행 (024110)	Buy	14,000원

증권	투자판단	적정주가
한국금융지주 (071050)	Buy	100,000원
삼성증권 (016360)	Buy	52,000원

보험	투자판단	적정주가
현대해상 (001450)	Buy	41,000원
메리츠화재 (000060)	Buy	55,000원

KB금융 (105560) 차별화 된 주주환원 여력 보유

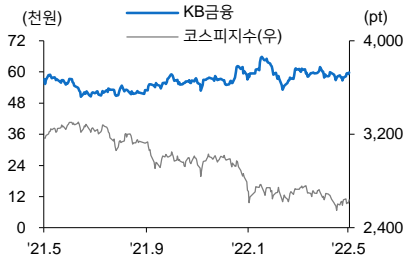
Analyst 은경완 02.6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	75,000원
현재주가 (5.27)	59,800원
상승여력	25.4%
KOSPI	2,638.05pt
시가총액	246,587억원
발행주식수	41,235만주
유동주식비율	78.06%
외국인비중	73.10%
52주 최고/최저가	65,800원/50,400원
평균거래대금	726.1억원
주요주주(%)	
국민연금공단	8.73
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.3	7.2	7.9
상대주가	3.3	19.3	29.5

주가그래프



모멘텀 측면에서 아쉬웠던 상반기

- 1분기 호실적, 지주사 설립 이래 최초의 분기배당 지급 등에도 상반기 시중은행내 가장 부진한 주가 흐름 연출
- 타행대비(ex. 신한지주-실적 기저효과, 우리금융-M&A기대감 및 MSCI비중 상향) 주가 모멘텀이 부족했던 영향

선도적인 주주환원정책 역할 수행 기대

- 1분기를 기점으로 은행권의 분기/중간배당 정책 시행, 자사주 매입 및 소각 등 주주환원정책 본격화
- 다만 배당성향 상향 폭, 배당지급 방법론 변경 등은 은행간 큰 차이를 보이기 어려운 만큼 자사주 보유 여부가 중요
- KB금융은 4대 금융지주 중 가장 많은 5.5%의 자사주를 보유(신한0.7%, 하나 1.4%, 우리0.0%)
- 지난 4분기 KB금융을 시작으로 신한지주, 하나금융지주가 자사주 소각에 동참했던 경험을 기억할 필요

업종 주도주 지위는 내년에도 지속

- FY22E 지배주주순이익과 ROE를 각각 4.9조원(+11.2% YoY), 9.9%(+0.1%p YoY)로 추정
- 업계 2위권인 KB손해보험을 보유하고 있는 만큼 2023년(IFRS17 도입) 이후 추가적인 이익 개선 가능
- 투자의견 Buy와 적정주가 75,000원을 유지하며 은행업종 최선호주로 추천

(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	15,463	8,124	6,785	4,904	12,723	12.4	133,781	4.7	0.4	9.9	0.7
2023E	16,519	8,913	7,315	5,191	13,468	5.9	145,291	4.4	0.4	9.7	0.7

Balance Sheet				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	25,609	31,009	30,065	31,528
대출채권	377,167	417,900	441,562	463,683
금융자산	166,048	175,024	186,849	196,210
유형자산	5,434	5,240	5,433	5,706
기타자산	36,463	34,722	41,919	44,019
자산총계	610,720	663,895	705,828	741,145
예수부채	338,580	372,024	388,376	407,276
차입부채	49,827	56,912	61,635	64,172
사채	62,761	67,430	70,323	73,217
기타부채	116,150	119,235	133,057	139,532
부채총계	567,318	615,602	653,391	684,196
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	1,696	2,838	3,437	3,437
자본잉여금	17,205	17,422	16,940	16,940
자본조정	-1,618	-1,618	-986	-986
기타포괄손익누계액	630	1,055	529	515
이익잉여금	22,541	25,673	29,550	34,001
비지배지분	858	833	877	952
자본총계	43,402	48,294	52,438	56,949
Key Financial Data I				
	2020	2021	2022E	2023E
주당지표 (원)				
EPS	8,902	11,317	12,723	13,468
BPS	109,191	121,808	133,781	145,291
DPS	1,770	2,940	3,400	3,730
Valuation (%)				
PER (배)	4.9	4.9	4.7	4.4
PBR (배)	0.4	0.5	0.4	0.4
배당수익률	4.1	5.3	5.7	6.2
배당성장	19.9	26.0	27.0	28.0
수익성 (%)				
NIM	1.8	1.8	1.9	2.0
ROE	8.6	9.8	9.9	9.7
ROA	0.6	0.7	0.7	0.7
Credit cost	0.3	0.3	0.3	0.3
효율성 (%)				
예대율	111.4	112.3	113.7	113.8
C/I Ratio	54.6	49.7	47.5	46.0

Income Statement				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	9,722	11,230	12,736	13,519
이자수익	14,486	15,211	18,258	20,310
이자비용	4,763	3,981	5,521	6,790
순수수료이익	2,959	3,626	3,405	3,469
수수료수익	4,527	5,324	5,051	5,146
수수료비용	1,568	1,698	1,646	1,677
기타비이자이익	-189	-372	-679	-469
총영업이익	12,493	14,484	15,463	16,519
판관비	6,815	7,201	7,339	7,607
충전영업이익	5,678	7,283	8,124	8,913
총당금전입액	1,043	1,185	1,338	1,598
영업이익	4,634	6,098	6,785	7,315
영업외손익	146	-16	-78	-99
세전이익	4,780	6,082	6,707	7,216
법인세비용	1,264	1,697	1,765	1,985
당기순이익	3,516	4,384	4,943	5,232
지배주주	3,468	4,410	4,904	5,191
비지배지분	47	-25	39	41
Key Financial Data II				
	2020	2021	2022E	2023E
자본적정성				
BIS Ratio	15.3	15.8	15.9	16.1
Tier 1 Ratio	14.1	14.5	14.7	15.1
CET 1 Ratio	13.3	13.5	13.7	14.1
자산건전성				
NPL Ratio	0.4	0.3	0.3	0.3
Precautionary Ratio	1.1	0.9	0.9	0.9
NPL Coverage	345.9	422.9	422.8	419.9
성장성				
자산증가율	17.8	8.7	6.3	5.0
대출증가율	11.0	10.8	5.7	5.0
순이익증가율	4.7	27.1	11.2	5.9
Dupont Analysis				
순이자이익	1.6	1.7	1.8	1.8
비이자이익	0.5	0.5	0.4	0.4
판관비	-1.1	-1.1	-1.0	-1.0
대손상각비	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2

신한지주 (055550) 5조원대 이익 가시화

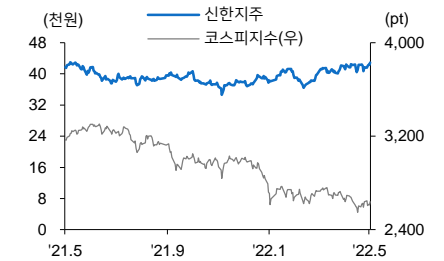
Analyst 은경완 02.6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	52,000원
현재주가 (5.27)	42,900원
상승여력	21.2%
KOSPI	2,638.05pt
시가총액	220,049억원
발행주식수	51,293만주
유동주식비율	83.09%
외국인비중	62.48%
52주 최고/최저가	43,000원/34,650원
평균거래대금	506.4억원
주요주주(%)	
국민연금공단	8.83
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.67

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	16.9	3.4
상대주가	4.2	30.1	24.0

주가그래프



상대적 주가 부진 탈출 성공

- 코로나19 이후 각종 악재(ex. 유상증자, 라임사태)가 터지며 시중은행 내 가장 부진한 주가 흐름 기록
- 반면 올해 들어 1) 은행/증권 이익정상화, 2)주주환원확대, 3) 낮은 밸류에이션 부각되며 경쟁은행 대비 초과상승
- 여전히 10% 이상의 Valuation gap이 존재하는 만큼 추가 상승여력은 충분한 구간

FY22E 지배주주순이익 5조원 상회 가능

- 지난 4분기 약 3천억원의 금융상품 관련 Big bath, 1분기 745억원의 코로나19 총당금 등 보수적 비용 처리 진행
- 실적 불확실성이 상당 부분 해소된 만큼 FY22E 지배주주순이익 4.8조원(+18.5% YoY) 달성은 무난
- 여기에 여의도 신한금융투자 사옥 매각이익이 더해질 경우 5조원 이상의 지배주주순이익도 기대 가능

이익안정성 측면에서 단연 최고

- 실적 기저효과, 일회성 매각익에 기반한 이익 버퍼 등을 고려할 때 FY22 이익안정성은 단연 최고 수준
- 투자의견 Buy 유지. 적정주가는 이익 추정치 및 밸류에이션 시점 변경을 반영해 52,000원으로 소폭 상향
- 하반기 은행업종 내 관심종목으로 추천

(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	13,989	8,034	6,786	4,761	8,922	18.6	95,285	4.8	0.5	9.7	0.7
2023E	14,730	8,561	7,127	5,002	9,365	5.0	103,387	4.6	0.4	9.4	0.7

신한지주 (055550)

2022년 하반기 전망 시리즈 6

은행/증권/보험

Balance Sheet				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	33,411	28,453	29,739	31,153
대출채권	356,222	389,137	408,769	427,533
금융자산	172,982	183,885	197,590	206,660
유형자산	3,990	4,046	4,277	4,473
기타자산	38,631	42,630	50,305	52,614
자산총계	605,234	648,152	690,679	722,433
예수부채	326,956	364,897	380,030	398,110
차입부채	41,594	43,167	47,240	48,340
사채	75,134	80,149	80,329	82,200
기타부채	115,192	110,401	129,876	136,055
부채총계	558,877	598,614	637,476	664,706
자본금	2,970	2,970	2,970	2,970
신종자본증권	2,180	3,335	3,933	3,933
자본잉여금	12,235	12,095	12,095	12,095
자본조정	-688	-664	-611	-611
기타포괄손익누계액	-404	-985	-1,395	-1,403
이익잉여금	27,777	30,541	33,898	38,233
비지배지분	2,287	2,247	2,314	2,511
자본총계	46,357	49,538	53,204	57,727
Key Financial Data I				
	2020	2021	2022E	2023E
주당지표 (원)				
EPS	6,643	7,526	8,922	9,365
BPS	82,515	88,548	95,285	103,387
DPS	1,500	1,960	2,490	2,710
Valuation (%)				
PER (배)	4.8	4.9	4.8	4.6
PBR (배)	0.4	0.4	0.5	0.4
배당수익률	4.7	5.3	5.8	6.3
배당성장	23.5	26.0	27.0	28.0
수익성 (%)				
NIM	1.8	1.8	1.9	1.9
ROE	8.2	8.8	9.7	9.4
ROA	0.6	0.6	0.7	0.7
Credit cost	0.4	0.3	0.3	0.3
효율성 (%)				
예대율	109.0	106.6	107.6	107.4
C/I Ratio	45.2	45.3	42.6	41.9

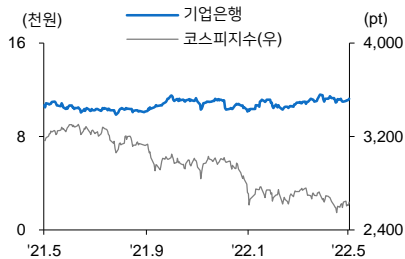
Income Statement				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	9,883	10,769	12,069	12,769
이자수익	14,774	14,724	17,621	19,377
이자비용	4,891	3,955	5,551	6,608
순수수료이익	2,383	2,675	2,664	2,724
수수료수익	3,814	4,127	4,082	4,173
수수료비용	1,432	1,465	1,417	1,449
기타비이자이익	-733	-753	-745	-763
총영업이익	11,532	12,691	13,989	14,730
판관비	5,212	5,743	5,955	6,168
총전영업이익	6,320	6,948	8,034	8,561
총당금전입액	1,390	996	1,248	1,434
영업이익	4,930	5,952	6,786	7,127
영업외손익	-176	-368	-172	-163
세전이익	4,754	5,584	6,615	6,964
법인세비용	1,256	1,471	1,775	1,880
당기순이익	3,498	4,113	4,840	5,084
지배주주	3,415	4,019	4,761	5,002
비지배지분	83	93	78	82
Key Financial Data II				
	2020	2021	2022E	2023E
자본적정성				
BIS Ratio	15.7	16.2	16.3	16.5
Tier 1 Ratio	14.4	14.9	15.2	15.5
CET 1 Ratio	12.9	13.1	13.3	13.7
자산건전성				
NPL Ratio	0.5	0.4	0.4	0.4
Precautionary Ratio	1.2	1.0	1.1	1.0
NPL Coverage	307.9	373.7	371.6	368.6
성장성				
자산증가율	9.6	7.1	6.6	4.6
대출증가율	10.2	9.2	5.0	4.6
순이익증가율	0.3	17.7	18.5	5.0
Dupont Analysis				
순이자이익	1.6	1.7	1.7	1.8
비이자이익	0.3	0.3	0.3	0.3
판관비	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
대손상각비	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2

Buy

적정주가 (12개월)	14,000원
현재주가 (5. 27)	11,250원
상승여력	24.4%
KOSPI	2,638.05pt
시가총액	83,734억원
발행주식수	74,430만주
유동주식비율	36.15%
외국인비중	14.70%
52주 최고/최저가	11,600원/9,870원
평균거래대금	135.4억원
주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부)	63.74
국민연금공단	5.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	2.3	7.1
상대주가	2.3	13.8	28.6

주가그래프



건전성에 대한 막연한 우려는 그만

- 장단기금리차 축소 등 경기 침체 가능성 불거지며 기업은행 건전성 악화와 관련된 막연한 우려가 증가하는 요즘
- 다만 7,215억원의 선제적 총당금 적립 규모와 과거대비 높아진 담보/보증 비율을 감안시 기우에 가깝다는 판단

하반기 차별화된 NIM 개선 기대

- 코로나19 이후 타행대비 유독 가파르게 마진이 하락
- 가계여신 비중이 낮은 탓에 가산금리 상승 구간에서의 수혜를 누리지 못한 동시에 정책 부담이 가중된 영향
- 실제 1.5%의 초저금리대출(2019년 2조원, 2020년 7.8조원) 취급으로 마진 하방 압력 심화
- 반면 현재의 상황은 반대. 가계 가산금리 규제 가능성이 높아진 가운데 초저금리대출 리프라이싱 주기 도래

하반기 은행업종 관심종목으로 추천

- 시중은행 대비 주주환원 방법론(ex. 중간/분기배당)은 아쉬울 수 있으나 연말 예상 배당수익률은 8%를 상회
- 밸류에이션 역시 Trailing PBR 기준 0.31배에 불과해 Downside risk 극히 제한적
- 하반기 차별화된 NIM 개선, 높은 배당수익률 등에 기댄 주가 상승 예상. 하반기 은행업종 관심종목으로 추천

(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	7,495	4,753	3,559	2,630	3,495	8.8	38,676	3.2	0.3	9.3	0.6
2023E	8,009	5,169	3,817	2,777	3,689	5.6	41,437	3.0	0.3	9.2	0.6

기업은행 (024110)

2022년 하반기 전망 시리즈 6

은행/증권/보험

Balance Sheet				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	12,838	19,493	20,660	22,099
대출채권	268,688	286,302	303,998	323,721
금융자산	68,685	79,158	84,680	90,174
유형자산	2,117	2,170	2,248	2,394
기타자산	9,288	10,949	13,368	14,236
자산총계	361,616	398,072	424,955	452,624
예수부채	140,942	158,252	162,559	173,882
차입부채	38,132	43,192	47,350	50,174
사채	131,215	143,615	150,571	159,552
기타부채	26,185	25,480	35,212	37,665
부채총계	336,474	370,538	395,692	421,273
자본금	4,183	4,211	4,211	4,211
신종자본증권	3,060	3,499	3,349	3,349
자본잉여금	1,145	1,172	1,172	1,172
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	472	432	324	317
이익잉여금	16,159	18,073	20,050	22,135
비지배지분	124	146	156	167
자본총계	25,142	27,534	29,262	31,351
Key Financial Data I				
	2020	2021	2022E	2023E
주당지표 (원)				
EPS	2,060	3,211	3,495	3,689
BPS	33,494	36,391	38,676	41,437
DPS	471	780	920	1,010
Valuation (%)				
PER (배)	4.3	3.2	3.2	3.0
PBR (배)	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률	5.3	7.6	8.2	9.0
배당성향	24.3	25.8	26.0	27.0
수익성 (%)				
NIM	1.6	1.5	1.7	1.7
ROE	6.4	9.2	9.3	9.2
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6
Credit cost	0.7	0.3	0.4	0.4
효율성 (%)				
예대율	190.6	180.9	187.0	186.2
C/I Ratio	39.0	38.6	36.6	35.5

Income Statement				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순이자이익	5,615	6,128	6,974	7,491
이자수익	8,654	8,689	10,757	12,212
이자비용	3,039	2,561	3,783	4,721
순수수료이익	564	632	565	584
수수료수익	899	977	883	913
수수료비용	336	345	318	329
기타비이자이익	51	-34	-45	-67
총영업이익	6,230	6,726	7,495	8,009
판관비	2,430	2,599	2,741	2,840
충전영업이익	3,800	4,127	4,753	5,169
총당금전입액	1,674	895	1,195	1,351
영업이익	2,126	3,231	3,559	3,817
영업외손익	-39	87	18	-3
세전이익	2,087	3,318	3,577	3,815
법인세비용	539	892	939	1,030
당기순이익	1,548	2,426	2,638	2,785
지배주주	1,536	2,412	2,630	2,777
비지배지분	12	13	7	8
Key Financial Data II				
	2020	2021	2022E	2023E
자본적정성				
BIS Ratio	14.8	14.8	15.1	15.2
Tier 1 Ratio	12.8	13.0	13.2	13.4
CET 1 Ratio	11.1	11.3	11.7	12.0
자산건전성				
NPL Ratio	1.1	0.9	0.8	0.8
Precautionary Ratio	2.5	2.1	2.1	2.1
NPL Coverage	190.9	226.6	233.9	234.1
성장성				
자산증가율	13.7	10.1	6.8	6.5
대출증가율	12.3	6.6	6.2	6.5
순이익증가율	-4.4	57.1	9.0	5.6
Dupont Analysis				
순이자이익	1.6	1.5	1.6	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

한국금융지주 (071050) 이익 방어력에 주목

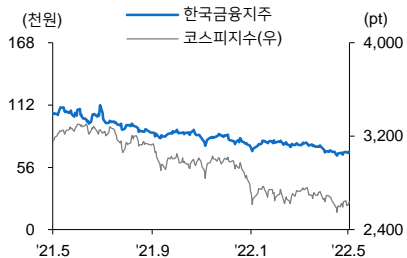
Analyst 은경완 02.6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	100,000원
현재주가 (5.27)	70,400원
상승여력	42.0%
KOSPI	2,638.05pt
시가총액	39,231억원
발행주식수	5,573만주
유동주식비율	73.94%
외국인비중	33.52%
52주 최고/최저가	112,000원/66,500원
평균거래대금	122.1억원
주요주주(%)	
김남구	20.70
국민연금공단	10.81

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	-13.5	-32.3
상대주가	1.3	-3.7	-18.8

주가그래프



1조원 이상의 이익체력 유지 가능

- 1분기 순이익은 비우호적인 업황에도 3,068억원(-23.6% YoY, -0.3% QoQ) 기록하며 컨센서스 11.2% 상회
- 타사대비 시황 변화에 따른 이익민감도가 비교적 낮으며, 자회사 성장으로 연간 1조원 이상의 이익체력 유지 가능

비증권 이익기여도 제고 여부가 중요

- 증권주로 분류되는 종목 중 유일한 지주회사 체제
- 여전히 증권의 이익기여도(1분기 82.0%)가 압도적이나 캐피탈/저축은행 중심의 이자이익 기반 확대는 긍정적
- 참고로 1분기 저축은행과 캐피탈의 여신/영업자산 규모는 각각 6.2조원(+9.2% QoQ), 5.1조원(+13.6% QoQ)
- 증권업도 성숙산업에 진입한 만큼 향후에도 비증권 자회사 성장 전략(= 이익안정성 제고)은 지속될 것으로 예상

증권주 내 방어적 매력에 주목

- 업황 부진이 이어지는 가운데 증시 거래대금이 살아나지 않는 이상 증권주 투자심리 회복에는 시간 필요
- 같은 의미에서 다각화 된 사업포트폴리오, 높은 이익안정성을 보유한 한국금융지주의 방어적 매력에 주목
- 투자의견 Buy, 적정주가 100,000원 유지하며 하반기 증권주 내 최선호주 추천

(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	2,552	1,346	1,190	20,335	-32.7	141,052	3.5	0.5	15.2	1.4	6.0
2023E	2,686	1,472	1,282	21,902	7.7	158,493	3.2	0.4	14.6	1.4	6.4

한국금융지주 (071050)

2022년 하반기 전망 시리즈 6

은행/증권/보험

Balance Sheet				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	11,997	15,305	14,674	14,970
금융자산	40,609	45,810	51,751	58,219
대출채권	14,784	18,353	19,904	22,392
유형자산	389	380	409	460
기타자산	2,659	2,189	2,504	2,772
자산총계	70,438	82,037	89,242	98,813
예수부채	13,155	14,768	14,247	14,534
차입부채	31,888	41,413	44,892	50,629
금융부채	15,757	13,891	16,256	18,532
기타부채	4,006	4,535	5,572	5,820
부채총계	64,805	74,608	80,967	89,515
자본금	308	308	308	308
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	614	614	611	611
자본조정	-50	-51	-51	-51
기타포괄손익누계액	27	226	240	237
이익잉여금	4,713	6,302	7,130	8,151
비지배지분	21	30	38	42
자본총계	5,632	7,428	8,275	9,298

Key Financial Data I				
	2020	2021	2022E	2023E
주당지표 (원)				
EPS	14,786	30,214	20,335	21,902
BPS	96,097	126,688	141,052	158,493
DPS	3,000	6,150	4,200	4,500
Valuation (%)				
PER (배)	5.3	2.7	3.5	3.2
PBR (배)	0.8	0.6	0.5	0.4
배당수익률	3.8	7.6	6.0	6.4
배당성향	20.3	20.4	20.5	20.5
수익성 (%)				
ROE	16.3	27.1	15.2	14.6
ROA	1.3	2.3	1.4	1.4
C/I Ratio	52.6	44.2	47.2	45.2
성장성 (% YoY)				
EPS	2.2	104.3	-32.7	7.7
BPS	12.2	31.8	11.3	12.4
영업이익	-9.1	77.6	-11.5	9.3
지배주주순이익	1.5	105.2	-32.5	7.7

Income Statement				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순영업손익	1,808	2,726	2,552	2,686
순수수료손익	1,099	1,462	1,205	1,203
수수료이익	1,333	1,733	1,466	1,455
Brokerage	464	513	348	351
WM	264	227	195	200
IB	517	713	724	746
기타	88	280	200	157
수수료비용	234	271	261	252
순이자손익	1,044	1,152	1,163	1,279
상품운용손익	-387	22	77	76
기타손익	52	90	106	128
판관비	951	1,205	1,205	1,214
영업이익	856	1,521	1,346	1,472
영업외손익	339	896	211	215
세전이익	1,195	2,417	1,557	1,687
법인세비용	335	653	367	405
당기순이익	860	1,765	1,190	1,282
지배주주	863	1,764	1,187	1,279
비지배지분	-3	0	3	3

Key Financial Data II				
	2020	2021	2022E	2023E
안정성 (%)				
순자본비용	1,829.9	2,365.9	2,514.1	2,589.7
레버리지비율 (배)	12.5	11.0	10.8	10.6
순영업손익 대비 (%)				
수수료이익	73.7	63.6	57.5	54.1
Brokerage	25.7	18.8	13.6	13.1
WM	14.6	8.3	7.6	7.5
IB	28.6	26.2	28.4	27.8
기타	4.9	10.3	7.8	5.9
수수료비용	-12.9	-10.0	-10.2	-9.4
순이자손익	57.7	42.3	45.6	47.6
상품운용손익	-21.4	0.8	3.0	2.8
기타손익	2.9	3.3	4.2	4.8
총자산 대비 (%)				
순영업손익	2.6	3.3	2.9	2.7
순수수료손익	1.6	1.8	1.4	1.2
순이자손익	1.5	1.4	1.3	1.3
영업이익	1.2	1.9	1.5	1.5
지배주주순이익	1.2	2.2	1.3	1.3

삼성증권 (016360) 증권주를 채우고 싶다면

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

Buy

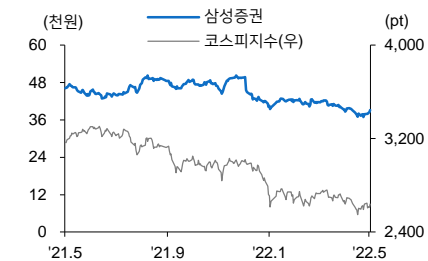
적정주가 (12개월)	52,000원
현재주가 (5. 27)	39,150원
상승여력	32.8%

KOSPI	2,638.05pt
시가총액	34,961억원
발행주식수	8,930만주
유동주식비율	68.37%
외국인비중	28.46%
52주 최고/최저가	50,300원/36,950원
평균거래대금	112.0억원

주요주주(%)	
삼성생명보험 외 4 인	29.62
국민연금공단	9.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	-14.9	-15.6
상대주가	1.3	-5.3	1.2

주가그래프



견고한 리테일 고객 기반

- 해외주식 및 금융상품 예약잔고 역대치 기록 등 리테일 고객(HNWI 23.3만명) 자산 견고
- 실제 1분기 리테일 고객자산은 309.3조원(10.3% YoY)을 기록하며 5분기 연속 순유입세 지속

IB 경쟁력 제고 노력 지속

- 리테일 경쟁력이 유지되는 가운데 최근 IB 부문 성장을 위한 노력 지속 중
- 시장 불확실성 증대, 일부 딜 지연 등 인수 및 자문수수료 둔화는 아쉬우나 구조화금융은 안정된 이익체력 유지

단기 트레이딩 수요에 최적의 대안

- 업황 부진, 밸류에이션 상향 요인 부재 등 증권주의 구조적 주가 상승을 기대하긴 어려운 여건
- 다만 증권주 전반적으로 주가가 많이 내려와있는 만큼 트레이딩 매수 수요는 높아질 수 있는 구간임은 인정
- 증시 반등 가능성에 초점을 맞춘다면 베타가 높은 종목이 선순위. 반면 하방리스크 고려시 삼성증권이 편한 선택지
- FY22E 배당수익률은 7%를 상회하며 주가 하방경직성 확보한 상태
- 투자의견 Buy, 적정주가 52,000원 유지. 하반기 증권주 내 관심종목으로 추천

(십억원)	순영업손익	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	1,839	971	717	8,026	-25.8	72,332	4.9	0.5	11.4	1.1	7.4
2023E	1,964	1,037	773	8,651	7.8	78,093	4.5	0.5	11.5	1.1	8.2

삼성증권 (016360)

2022년 하반기 전망 시리즈 6

은행/증권/보험

Balance Sheet				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
현금 및 예치금	16,172	18,001	17,463	17,815
금융자산	31,465	33,272	34,027	36,607
대출채권	8,846	9,826	9,452	10,169
유형자산	118	105	104	112
기타자산	7,269	4,504	5,973	6,568
자산총계	63,870	65,707	67,019	71,271
예수부채	15,074	17,468	16,021	16,344
차입부채	25,935	27,841	27,863	30,128
금융부채	10,157	10,015	10,955	11,927
기타부채	7,387	4,302	5,721	5,898
부채총계	58,553	59,627	60,560	64,297
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	189	190
이익잉여금	2,980	3,749	4,127	4,640
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	5,317	6,081	6,459	6,974
Key Financial Data I				
	2020	2021	2022E	2023E
주당지표 (원)				
EPS	5,686	10,810	8,026	8,651
BPS	59,542	68,096	72,332	78,093
DPS	2,200	3,800	2,900	3,200
Valuation (%)				
PER (배)	7.1	4.2	4.9	4.5
PBR (배)	0.7	0.7	0.5	0.5
배당수익률	5.4	8.5	7.4	8.2
배당성향	38.7	35.2	36.0	37.0
수익성 (%)				
ROE	9.9	16.9	11.4	11.5
ROA	0.9	1.5	1.1	1.1
C/I Ratio	54.6	41.6	47.2	47.2
성장성 (% YoY)				
EPS	29.6	90.1	-25.8	7.8
BPS	7.4	14.4	6.2	8.0
영업이익	31.0	93.0	-25.8	6.8
지배주주순이익	29.6	90.1	-25.8	7.8

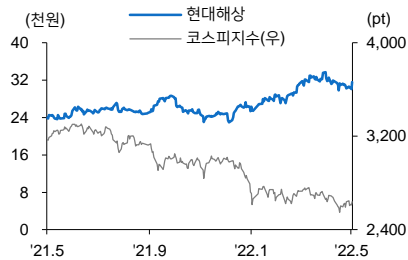
Income Statement				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
순영업손익	1,493	2,242	1,839	1,964
수수료손익	911	1,114	756	766
수수료이익	1,074	1,307	900	913
Brokerage	787	885	516	517
WM	90	134	127	130
IB	77	124	125	129
기타	120	164	132	137
수수료비용	163	192	144	147
순이자손익	646	711	676	722
상품운용손익	-355	163	207	236
기타손익	291	254	200	240
판매비	815	933	868	927
영업이익	678	1,309	971	1,037
영업외손익	8	18	20	21
세전이익	686	1,327	990	1,058
법인세비용	178	362	274	286
당기순이익	508	965	717	773
지배주주	508	965	717	773
비지배지분	0	0	0	0
Key Financial Data II				
	2020	2021	2022E	2023E
안정성 (%)				
순자본비용	1,515.8	1,207.6	1,286.0	1,236.3
레버리지비율 (배)	12.0	10.8	10.4	10.2
순영업손익 대비 (%)				
수수료이익	71.9	58.3	48.9	46.5
Brokerage	52.7	39.5	28.1	26.3
WM	6.0	6.0	6.9	6.6
IB	5.2	5.5	6.8	6.6
기타	8.0	7.3	7.2	7.0
수수료비용	-10.9	-8.6	-7.9	-7.5
순이자손익	43.3	31.7	36.8	36.8
상품운용손익	-23.8	7.3	11.2	12.0
기타손익	19.5	11.3	10.9	12.2
총자산 대비 (%)				
순영업손익	2.3	3.4	2.7	2.8
순수수료손익	1.4	1.7	1.1	1.1
순이자손익	1.0	1.1	1.0	1.0
영업이익	1.1	2.0	1.4	1.5
지배주주순이익	0.8	1.5	1.1	1.1

현대해상 (001450) 위험손해율 개선에 거는 기대감

Analyst 은경완 02.6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	41,000원		
현재주가 (5.27)	31,600원		
상승여력	29.7%		
KOSPI	2,638.05pt		
시가총액	28,250억원		
발행주식수	8,940만주		
유동주식비율	64.91%		
외국인비중	29.94%		
52주 최고/최저가	33,700원/22,950원		
평균거래대금	131.8억원		
주요주주(%)			
정몽운 외 4인	22.80		
국민연금공단	13.47		
FMR Co. LLC 외 40인	6.00		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	28.5	32.8
상대주가	-0.6	43.0	59.3
주가그래프			



기대에 못 미쳤던 1분기

- 1분기 순이익 1,512억원(+19.6% YoY, +198.4% QoQ)으로 컨센서스에 부합
- 타사들이 평균 20%가 넘는 어닝 서프라이즈를 기록했던 것에 비하면 아쉬웠던 결과
- 보수적인 회계처리(자보 관련 준비금 추가 전입, 채권 매각익 부재 등)의 결과물로 하반기 이익 버퍼는 높은 편

위험손해율 개선과 함께 밸류에이션 상황 예상

- 하반기 이후 5년 구실손 갱신 주기 도래하며 위험보험료 증가 효과 기대
- 참고로 현대해상의 실손보험료 규모는 전체 위험보험료의 약 35% 수준. 이 중 구실손 비중은 28% 내외로 파악
- 또한 1분기 백내장 수술 청구건수가 큰 폭으로 증가했으나 4월 이후에는 안정화되는 모습
- 상대적으로 높은 위험손해율이 밸류에이션 하락을 초래했으나 위험손해율 개선과 함께 점진적인 주가 상승 예상

보험업종 최선호주 추천

- 하반기 위험손해율 개선 기대감은 물론 LAT 잉여비율이 높은 만큼 IFRS17 도입 이후의 전망도 긍정적
- 투자의견 Buy, 적정주가 41,000원 유지하며 하반기 보험업종 내 최선호주로 추천

(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	13,945	675	467	5,960	6.6	64,223	5.3	0.5	9.4	0.9	5.1
2023E	14,022	696	492	6,277	5.3	68,794	5.0	0.5	9.4	0.9	5.4

현대해상 (001450)

2022년 하반기 전망 시리즈 6

은행/증권/보험

Balance Sheet				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	40,697	43,265	43,719	44,324
현예금 및 예치금	996	879	844	853
유가증권	27,258	28,850	29,123	29,524
주식	174	198	194	196
채권	13,756	13,632	13,758	13,959
기타	13,328	15,020	15,171	15,369
대출채권	11,547	12,409	12,627	12,809
부동산	896	1,128	1,126	1,138
비운용자산	4,061	4,406	4,625	4,763
특별계정자산	4,063	4,620	4,437	4,617
자산총계	48,820	52,291	52,781	53,704
책임준비금	37,310	39,328	40,610	41,914
기타부채	2,573	3,412	2,610	1,871
특별계정부채	4,187	4,661	4,526	4,525
부채총계	44,070	47,401	47,745	48,310
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	4,083	4,450
기타포괄손익누계액	727	547	365	356
자본총계	4,750	4,889	5,036	5,394

Key Financial Data I				
	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
경과손해율	85.6	83.7	84.2	84.4
일반	71.0	63.1	61.2	63.6
자동차	85.4	81.2	82.4	83.0
장기	86.7	86.4	86.6	86.6
사업비율	21.0	20.5	19.7	19.5
합산비율	106.7	104.2	103.8	103.9
투자수익률	3.4	2.9	2.8	2.8
성장성 (% YoY)				
총자산	6.5	7.1	0.9	1.7
운용자산	5.7	6.3	1.0	1.4
자기자본	6.1	2.9	3.0	7.1
원수보험료	7.4	6.9	3.2	0.4
경과보험료	6.4	5.1	3.3	0.5
영업이익	25.0	34.6	4.7	3.1
순이익	22.2	43.2	6.6	5.3

Income Statement				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	14,410	15,409	15,898	15,962
일반	1,273	1,481	1,566	1,565
자동차	4,088	4,302	4,366	4,397
장기	9,048	9,534	9,794	9,833
보유보험료	13,160	13,731	14,137	14,230
경과보험료	12,837	13,497	13,945	14,022
일반	553	642	680	688
자동차	3,593	3,939	4,008	4,009
장기	8,691	8,916	9,258	9,325
경과손해액	10,992	11,303	11,739	11,840
일반	392	405	416	437
자동차	3,068	3,198	3,302	3,328
장기	7,531	7,700	8,021	8,075
순사업비	2,701	2,760	2,741	2,732
보험영업이익	-856	-566	-535	-551
투자영업이익	1,335	1,211	1,210	1,247
영업이익	479	645	675	696
영업외손익	-34	-40	-41	-40
세전이익	445	605	635	656
법인세비용	139	167	167	164
당기순이익	306	438	467	492

Key Financial Data II				
	2020	2021	2022E	2023E
주당지표 (원)				
EPS	3,850	5,590	5,960	6,277
BPS	59,815	62,354	64,223	68,794
DPS	1,000	1,480	1,600	1,700
Valuation (%)				
PER (배)	5.9	4.1	5.3	5.0
PBR (배)	0.4	0.4	0.5	0.5
배당수익률	4.4	6.4	5.1	5.4
배당성장률	25.9	26.5	27.0	26.5
수익성 (%)				
ROE	6.6	9.1	9.4	9.4
ROA	0.6	0.9	0.9	0.9
안정성 (%)				
총자산/자기자본	1,027.8	1,069.5	1,048.1	995.5
보유보험료/자기자본	277.0	280.8	280.7	263.8

메리츠화재 (000060) 스쳐 지나갈 노이즈

Analyst 은경완 02.6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	55,000원
현재주가 (5.27)	39,800원
상승여력	38.2%
KOSPI	2,638.05pt
시가총액	48,009억원
발행주식수	12,063만주
유동주식비율	25.91%
외국인비중	11.94%
52주 최고/최저가	52,800원/17,400원
평균거래대금	108.8억원
주요주주(%)	
메리츠금융지주 외 4인	56.31
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.0	25.2	119.3
상대주가	-10.9	39.3	163.1

주가그래프



금리 상승의 후폭풍

- 손보사 중 자산 듀레이션이 가장 긴 만큼 급격한 금리 상승의 부작용으로 1분기 자기자본 33.7% 감소
- 이에 기 공시한 천억 원의 자사주 매입이 종료된 5월 9일 이후 추가 매입 발표 지연되며 단기 주가 급락

분기 최대 이익 갱신은 지속

- 반면 실적(FY22E 순이익 7,372억원) 및 수익성(FY22E ROE 29.8%)은 여전히 업계 최고 수준
- 1분기 순이익은 2,222억원(+72.3% YoY, +13.5% QoQ)으로 당사 추정치 및 컨센서스 각각 15.9%, 20.2% 상회
- 자동차손해율(73.1%), 위험손해율(94.4%), 사업비율(21.8%) 하락과 함께 4%대의 투자수익률을 유지했던 덕분

주주환원정책 방향성은 여전히 유효

- 타사대비 자동차 손해율 상승 부담이 적고 그간 신계약 판매가 많았던 만큼 안정된 실적 흐름은 하반기에도 지속
- 단기적으로 주주환원정책 관련 불확실성이 주가에 부담으로 작용하고 있으나 큰 흐름에서의 방향성은 유지
- 최근 후순위채(2,960억원) 발행, 경영진의 적극적인 주주가치 제고 의지 등을 고려시 현 주가는 바텀피싱 구간
- 투자의견 Buy, 적정주가 55,000원 제시하며 하반기 보험주 내 관심종목으로 추천

(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	9,822	1,018	737	7,033	19.4	24,423	5.7	1.6	29.8	2.6	1.8
2023E	10,054	953	693	6,975	-0.8	29,688	5.7	1.3	25.4	2.2	1.8

메리츠화재 (000060)

2022년 하반기 전망 시리즈 6

은행/증권/보험

Balance Sheet				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	22,105	24,215	25,769	28,618
현예금 및 예치금	242	510	646	734
유가증권	13,781	14,438	15,472	17,219
주식	138	185	203	224
채권	9,225	9,527	9,924	11,018
기타	4,418	4,726	5,346	5,978
대출채권	7,403	8,327	8,631	9,530
부동산	679	940	1,019	1,135
비운용자산	3,175	3,337	3,865	4,219
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	25,281	27,552	29,634	32,837
책임준비금	20,859	22,963	25,277	27,641
기타부채	1,750	2,200	1,804	2,279
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	22,609	25,163	27,082	29,920
자본금	60	60	60	60
신종자본증권	105	105	105	105
자본잉여금	601	601	101	101
자본조정	-50	-313	-413	-413
이익잉여금	1,775	2,285	3,354	3,723
기타포괄손익누계액	180	-348	-654	-660
자본총계	2,672	2,390	2,553	2,917
Key Financial Data I				
	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
경과손해율	78.4	76.9	77.2	77.8
일반	78.1	74.0	77.9	77.3
자동차	81.9	77.5	78.0	79.0
장기	78.1	77.0	77.2	77.7
사업비용	26.2	23.2	22.7	23.8
합산비용	104.6	100.1	100.0	101.6
투자수익률	4.7	4.0	4.1	4.1
성장성 (% YoY)				
총자산	9.3	9.0	7.6	10.8
운용자산	8.2	9.5	6.4	11.1
자기자본	9.8	-10.6	6.8	14.3
원수보험료	13.9	9.6	5.2	2.0
경과보험료	11.3	9.2	5.3	2.4
영업이익	61.5	49.3	11.5	-6.3
순이익	59.8	53.0	11.2	-5.9

Income Statement				
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	9,151	10,030	10,551	10,763
일반	552	615	676	685
자동차	706	806	854	872
장기	7,893	8,610	9,020	9,206
보유보험료	8,600	9,399	9,916	10,141
경과보험료	8,543	9,332	9,822	10,054
일반	304	336	362	377
자동차	635	708	771	786
장기	7,605	8,288	8,689	8,891
경과손해액	6,696	7,178	7,587	7,818
일반	237	248	282	291
자동차	520	549	601	621
장기	5,939	6,381	6,704	6,905
순사업비	2,242	2,163	2,231	2,397
보험영업이익	-394	-9	5	-161
투자영업이익	1,005	921	1,013	1,115
영업이익	611	912	1,018	953
영업외손익	-7	6	-5	-4
세전이익	604	919	1,012	950
법인세비용	170	256	275	256
당기순이익	433	663	737	693
Key Financial Data II				
	2020	2021	2022E	2023E
주당지표 (원)				
EPS	3,844	5,890	7,033	6,975
BPS	22,638	22,154	24,423	29,688
DPS	1,280	620	710	710
Valuation (%)				
PER (배)	3.8	5.7	5.7	5.7
PBR (배)	0.6	1.5	1.6	1.3
배당수익률	8.8	1.8	1.8	1.8
배당성장률	34.9	10.1	10.1	10.1
수익성 (%)				
ROE	17.0	26.2	29.8	25.4
ROA	1.8	2.5	2.6	2.2
안정성 (%)				
총자산/자기자본	946.2	1,153.0	1,160.8	1,125.8
보유보험료/자기자본	321.9	393.4	388.4	347.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 본 자료에 언급된 종목 중 메리트화재와 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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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

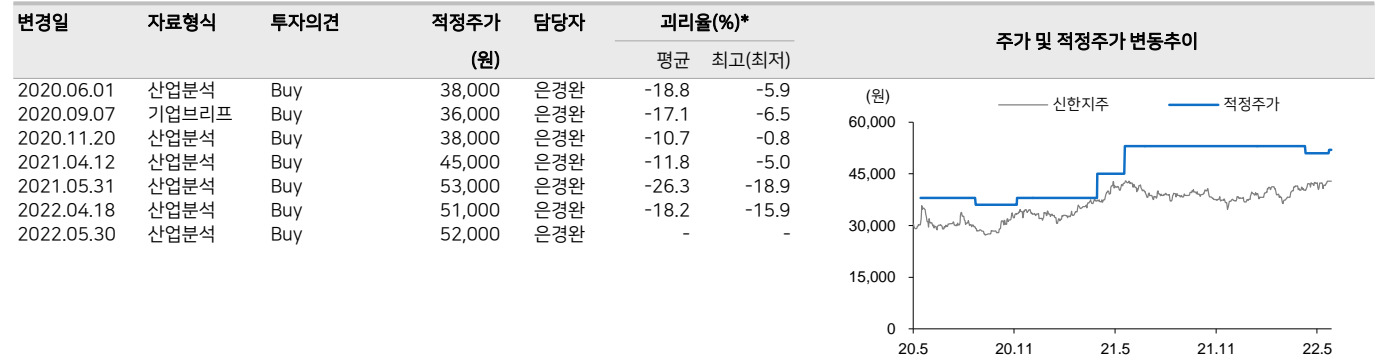
KB금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.06.01	산업분석	Buy	47,000	은경완	-18.9	0.5	
2020.11.20	산업분석	Buy	54,000	은경완	-13.1	4.1	
2021.04.12	산업분석	Buy	67,000	은경완	-16.9	-10.9	
2021.05.31	산업분석	Buy	74,000	은경완	-23.8	-11.1	
2022.04.18	산업분석	Buy	75,000	은경완	-	-	

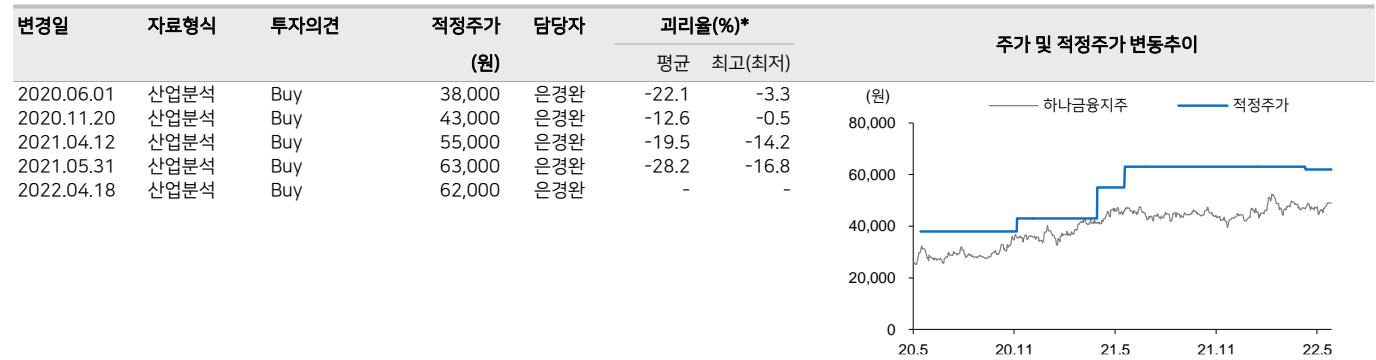
신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



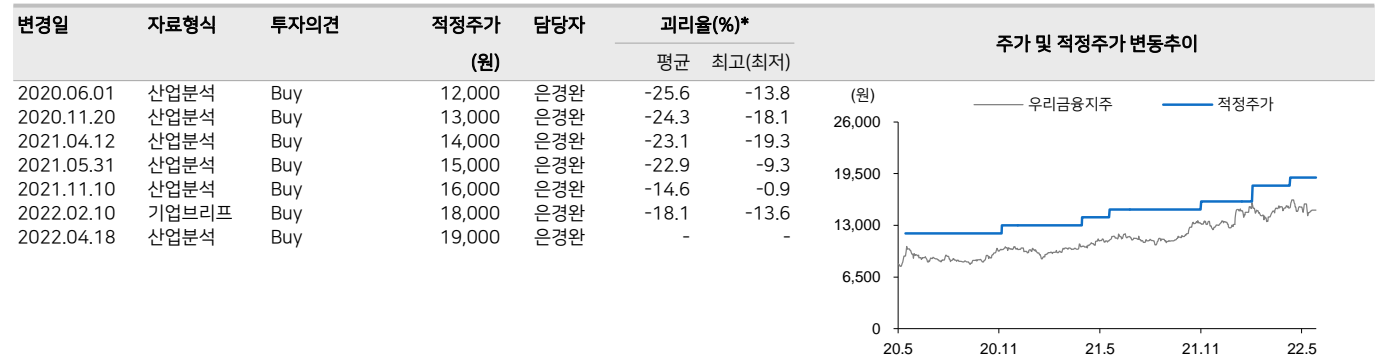
하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



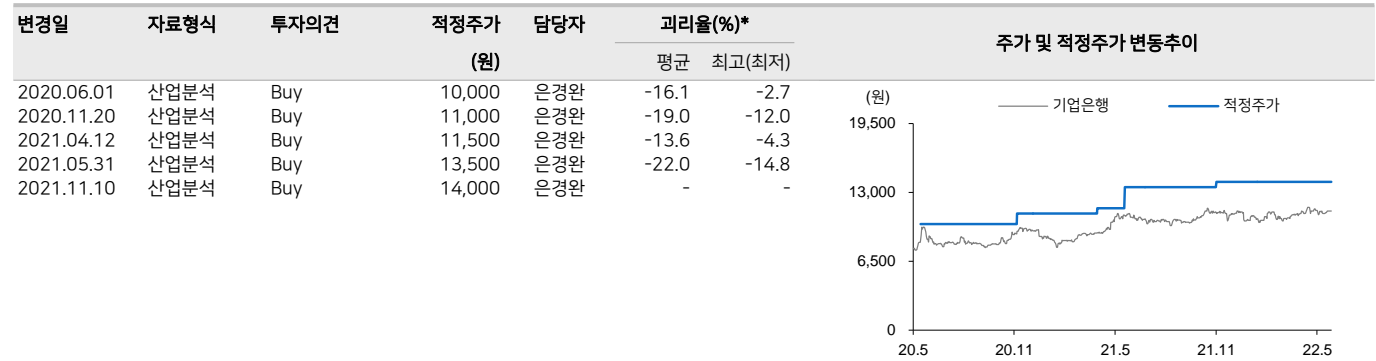
우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



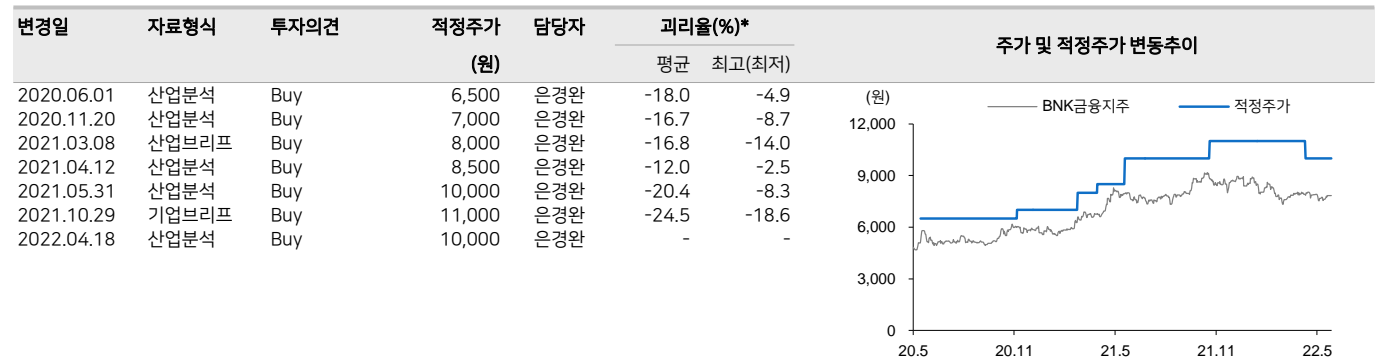
기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



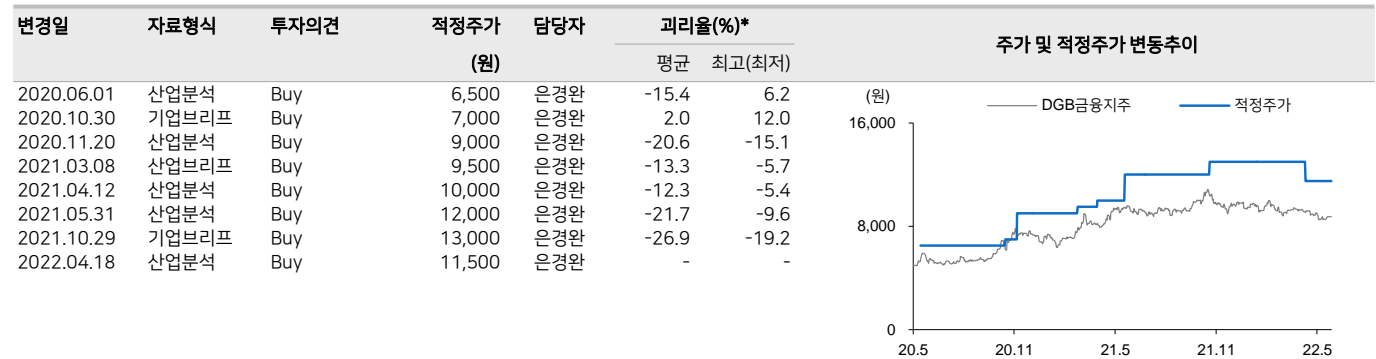
BNK금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



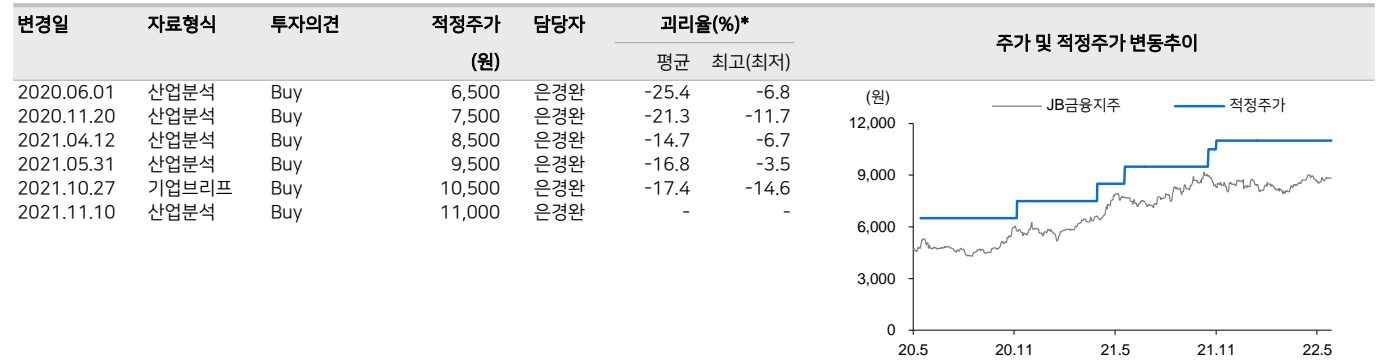
DGB금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



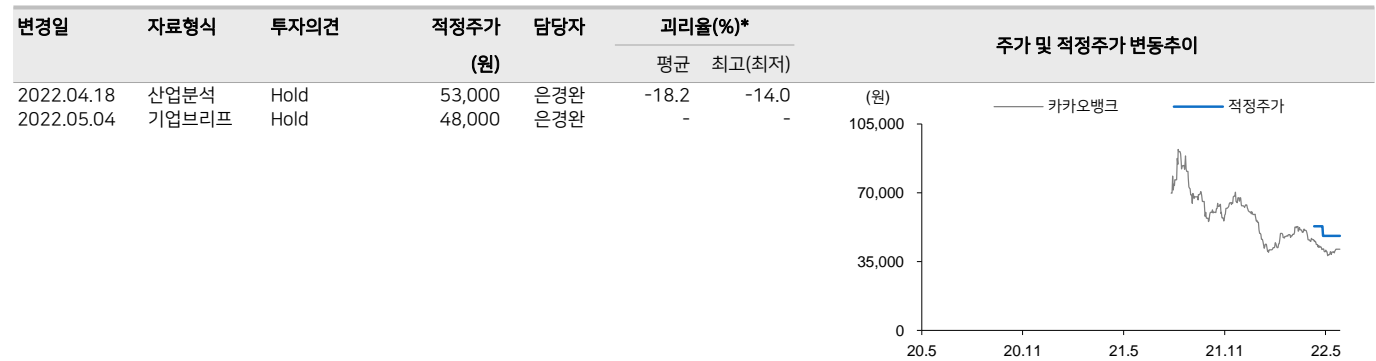
JB금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



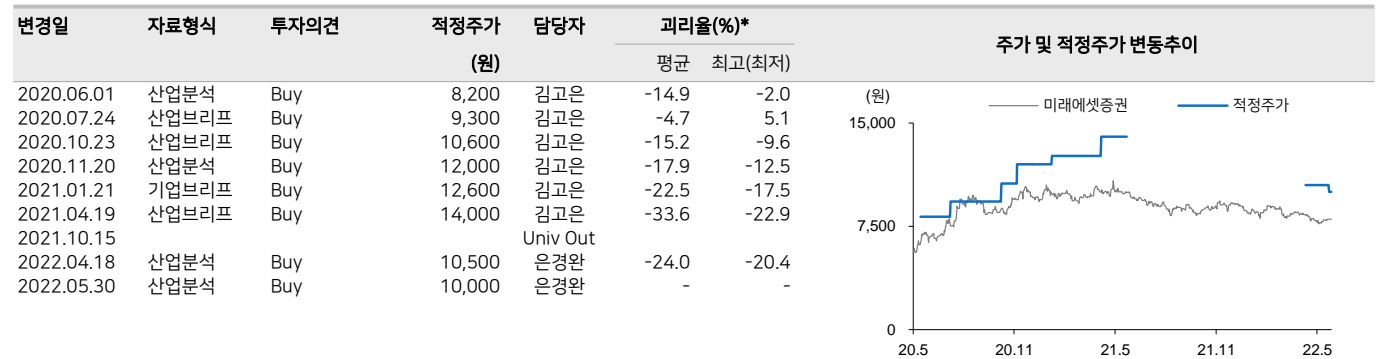
카카오뱅크 (323410) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



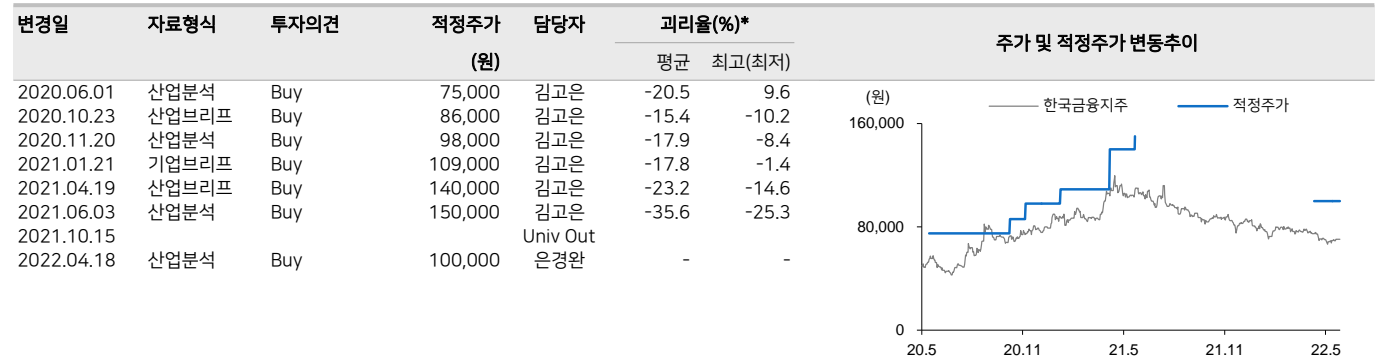
미래에셋증권 (006800) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



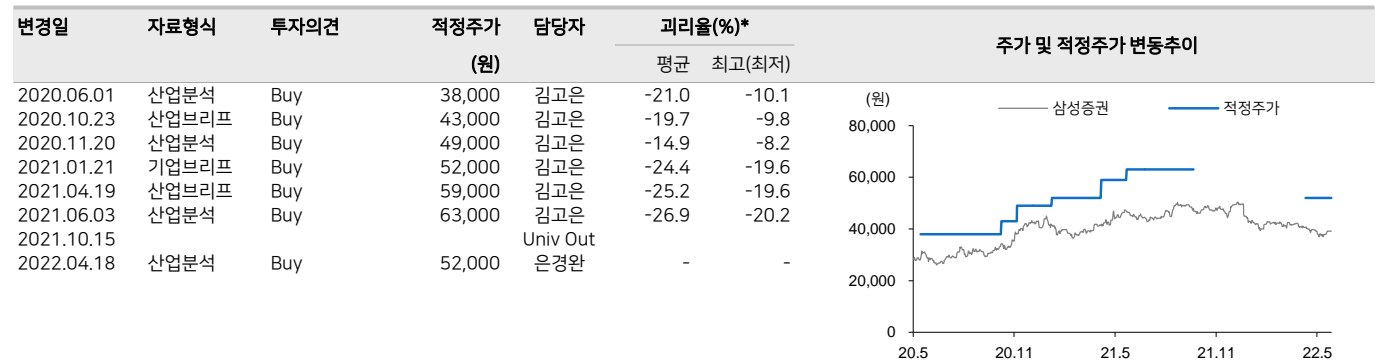
한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



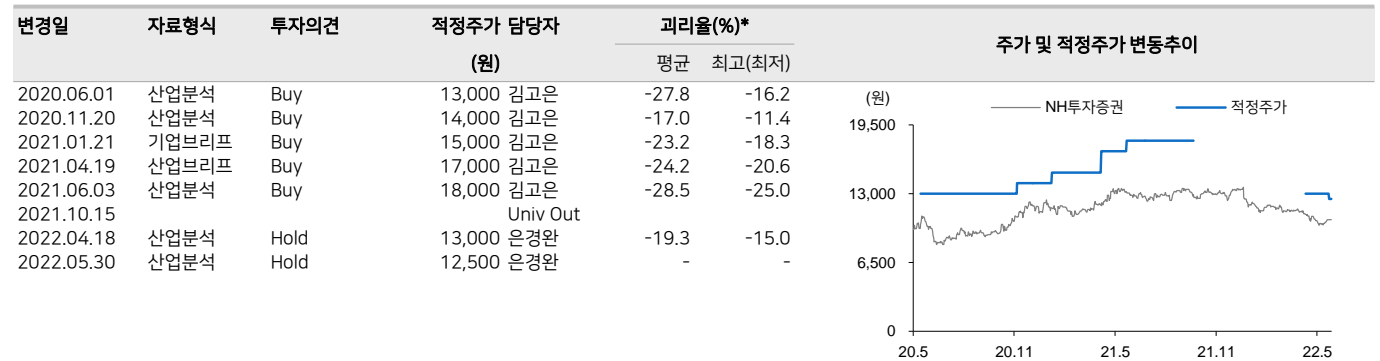
삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



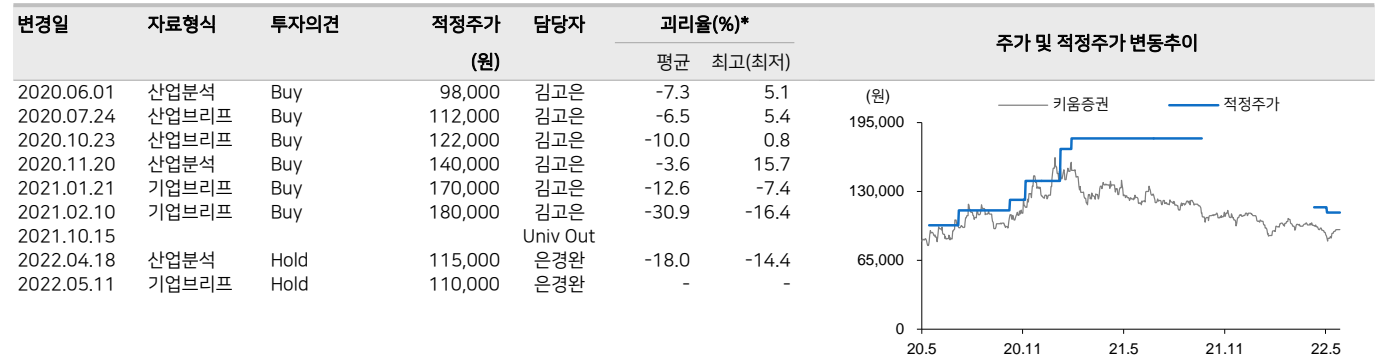
NH투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



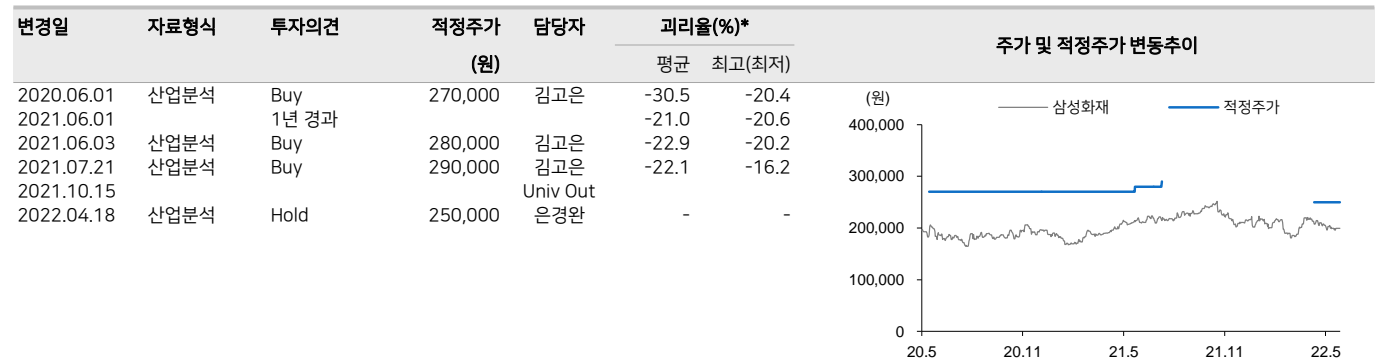
키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



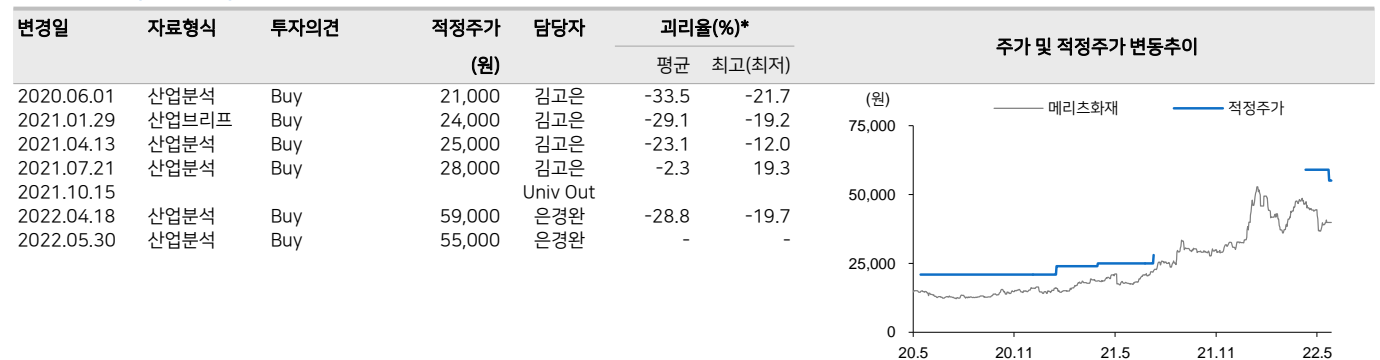
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



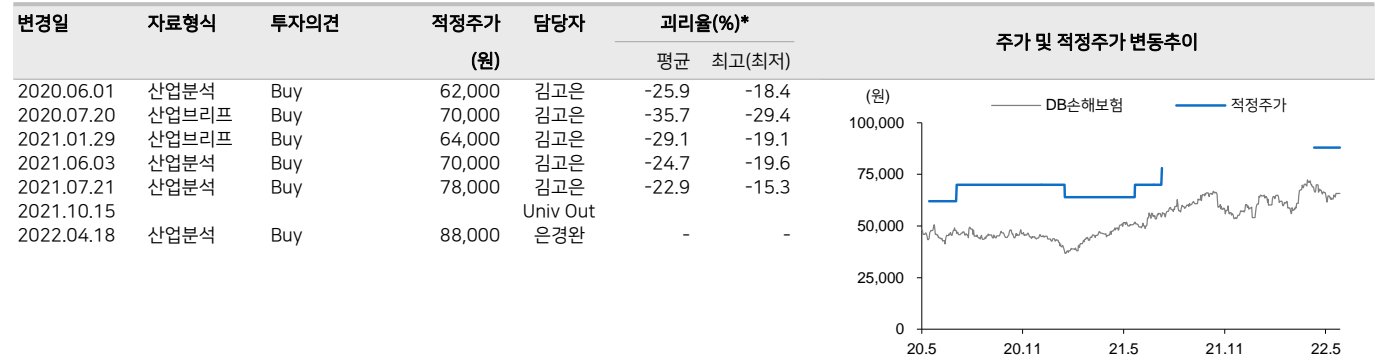
메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



DB손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

