

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 5월 30일 발간된
[2022년 하반기 전망 시리즈 6 - 은행/증권/보험: Rebalancing] 임



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

2022년 하반기 전망 시리즈 6 (해설판)
[은행/증권/보험] Rebalancing

- ✓ [은행] Overweight. 기준금리 인상과 함께 은행 이익추정치 추가 상향여지 충분
- ✓ [증권] Neutral. 시황 극복할 밸류에이션 상향 요인 부족
- ✓ [보험] Neutral. IFRS17 도입 효과 가시화되는 연말까지 주가 모멘텀 부재
- ✓ Top picks: KB금융·한국금융지주·현대해상

Part 1 [은행] 금리는 거들 뿐

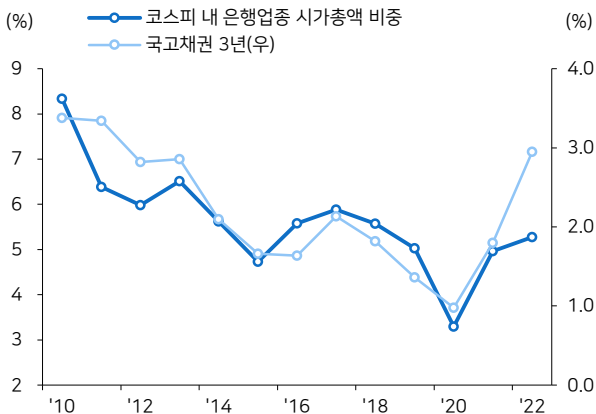
금리 인상 과정에서의 NIM 상승 추세는 연중 내내 지속

미국의 긴축 속도가 빨라지는 가운데 국내 역시 하반기 3차례의 추가 기준금리 인상이 예상된다. 대출금리와 조달금리의 리프라이싱 주기 차이 및 레깅효과 등을 고려할 때 NIM은 연중 내내 개선 가능하다. 통상 25bp 기준금리 인상은 연간 3~4bp 내외의 NIM 개선을 견인하며 밸류에이션 확장으로 연결되었다.

가계대출 가산금리 규제 가능성은 염두

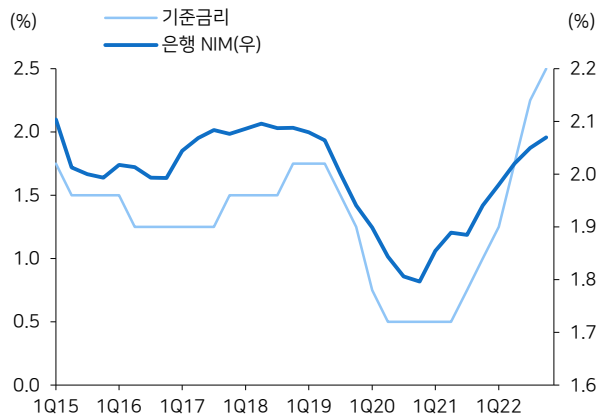
기준금리 인상 과정에서의 점진적인 NIM 개선 기대감은 유효하나 가계 가산금리 하락, 조달금리 상승 등의 이유로 개선 강도는 하반기로 갈수록 둔화될 것으로 예상된다. 신 정부가 추진하는 예대금리차 공시제도(110대 국정과제 포함) 역시 NIM 개선엔 부담 요인이다.

그림1 금리 방향성이 은행주 투자매력도 결정



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림2 은행 NIM 추이 및 전망



자료: 한국은행, 각사, 메리츠증권 리서치센터

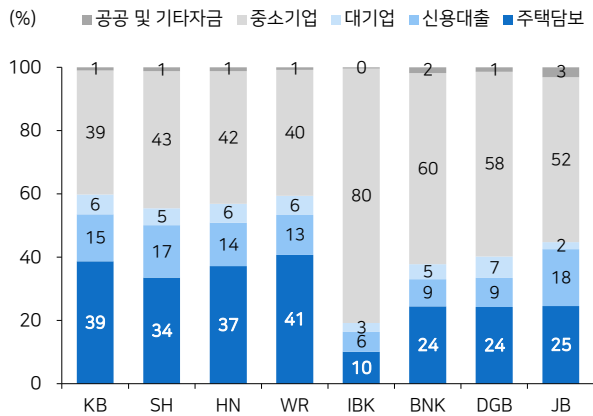
국내 은행주는 부동산 민감주

대출 자산 구성만 놓고 보면 국내 은행주는 경기 민감주가 아닌 부동산 민감주다. 실제 예금은행 산업별 대출금 중 부동산이 차지하는 비중은 20%를 상회하며, 주택담보대출, 전월세대출, 일부 신용대출까지 고려하면 여신 절반 이상이 부동산에 집중되어 있다.

급격한 건전성 훼손가능성 제한적 장단기금리차 설명력 약화도 같은 이유

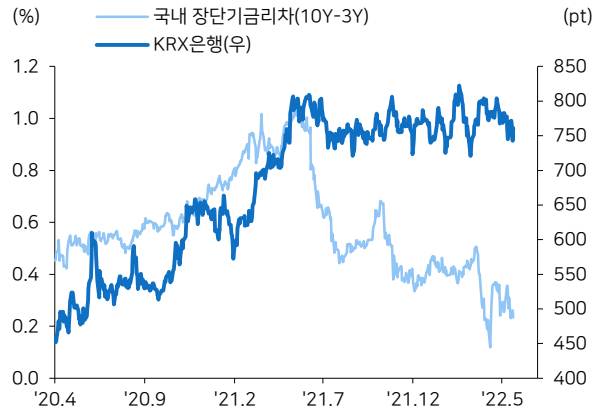
미국과 달리 국내 은행주와 장단기금리차의 상관관계가 약해진 것도 같은 이유다. 전반적인 경기 상황보단 부동산 경기가 더 중요하며, 급격한 부동산 하락 만이 유일한 시스템 리스크이다. 최근 부동산 거래량 감소, 미분양 몰량 증가 등이 관찰되고 있긴 하나 은행권의 담보권이 훼손될 정도는 아니라는 점에서 현재의 안정된 건전성 흐름은 하반기에도 지속될 전망이다.

그림3 상장은행 원화대출금 구성(FY21 기준)



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국 장단기금리차와 은행주



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기준금리 인상과 함께 은행 이익추정치 추가 상향여지 충분

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

은행업종 투자 의견 Overweight

Top down 측면에서 현재 시중금리가 향후 기준금리 인상분을 상당부분 선반영하고 있다는 점은 분명 부담이다. 이에 2018년과 비슷한 구간으로 인식하는 투자자들이 많아지고 있으나 당시엔 배당수익률이 4%를 하회했던 반면 현재는 7%를 상회하고 있다는 점을 강조한다. 코스피 내 높은 이익안정성, 주주환원 확대 가능성 등을 감안해 하반기 은행업종에 대한 Overweight 투자 의견을 유지한다.

주주환원확대 기조 본격화
점진적 배당성향 상향에 무리없음

지난 해를 기점으로 배당성향 정상화 및 시중은행 중간배당 지급 등 주주환원확대 기조가 본격화되었다. 특히 업종 대표주인 KB금융과 신한지주는 분기배당을 정례화하며 시장 기대에 적극 부응했다. 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 판단된다.

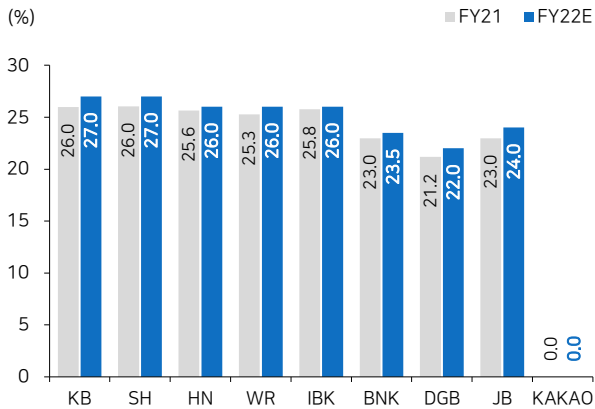
최선호주: KB금융

배당성향 상향 폭, 배당지급 방법론의 변경 등은 은행간 뚜렷한 차이를 보이기 어려운 만큼 향후 주주환원을 차별화를 가져올 포인트는 자사주다. 같은 맥락에서 5.5%의 자사주를 보유한 KB금융을 최선호주로 추천한다.

관심종목: 신한지주, 기업은행

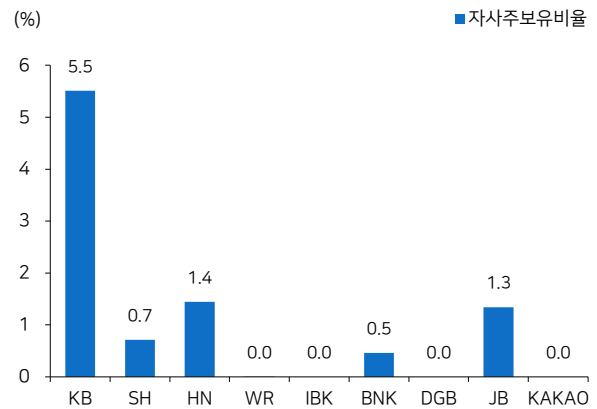
하반기 관심종목으로는 신한지주와 기업은행을 추천한다. 신한지주는 은행/증권 이익 정상화, 신금투 사옥 매각익 등 약 5조원 이상의 순이익이 예상되며, 기업은행은 가계대출 가산금리 규제에서 비교적 자유롭고 초저금리대출 만기 도래로 차별화 된 NIM 개선이 기대된다.

그림5 FY22E Payout Ratio 22.4%(+0.6%p YoY)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 상장은행 자사주 보유비율



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 [증권] Next Money Move를 기다리며

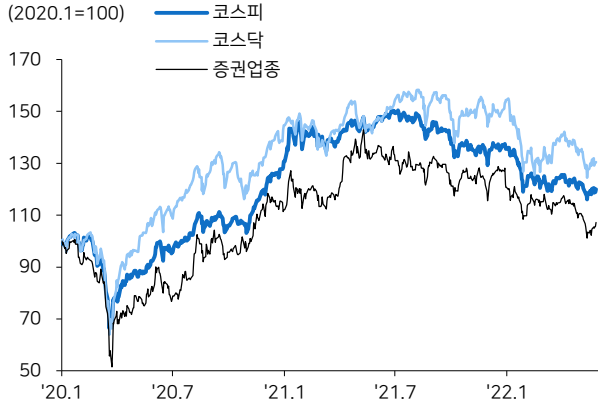
금리 상승, 유동성 축소,
경기 침체 진입 우려 등 증권주
부진 심화

금리 상승, 유동성 축소, 경기 침체 진입 우려 등 증시 조정과 함께 증권주 부진이 심화되고 있다. 실제 1분기 증권사 순이익은 평균 약 30% 급감했다. 종목별로는 메리츠, 미래에셋을 제외한 대부분의 증권주가 코스피 대비 언더퍼폼 중이다.

단기 실적 훼손보다 더 큰 문제는
지속적으로 하락하는 밸류에이션

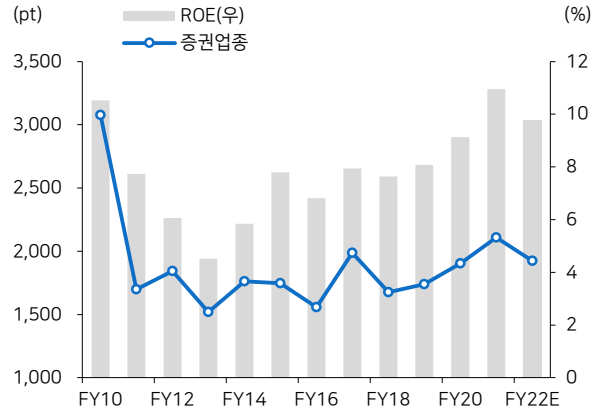
단기 실적 훼손 보다 더 큰 문제는 지속적으로 De-rating되고 있는 밸류에이션이다. 모두가 기대했던 Money Move 현실화에도 증권업종 PBR은 코로나19 이전 수준에 그치며 확장에 실패했다. 과거대비 높아진 ROE, 브로커리지 중심에서 투자은행으로의 전환 등 이익의 질과 양이 모두 개선됐음에도 안타까운 결과다.

그림7 증시에 동행 또는 후행 하는 증권주 흐름 지속



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림8 과거대비 높아진 ROE를 반영 못하는 증권주



자료: 금감원, KRX, 메리츠증권 리서치센터

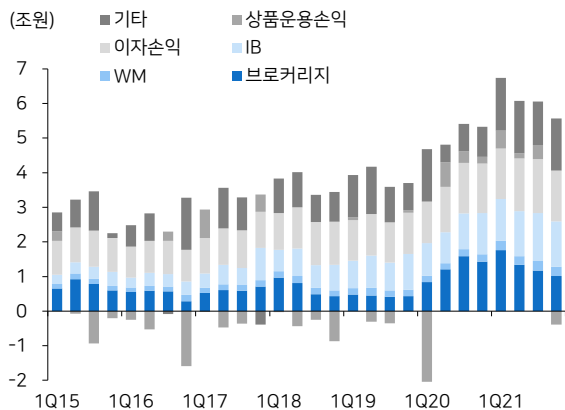
IB 이익 견조하다는 점은 긍정적
다만 투자 포인트로는 한계 명확

브로커리지, WM, 트레이딩과 달리 IB 이익은 여전히 견조한 모습이다. 다만 IB는 태생적으로 높은 이익변동성과 낮은 이익가시성을 보유한 탓에 증권주 투자 포인트로는 한계가 있다. 그럼에도 대부분의 증권사는 IB 비즈니스 확장을 위해 자기 자본 규모를 키우는 추세다. 중장기적으로는 IB를 키우는 전략이 최선일 수 있으나 현재의 녹록치 않은 대외여건 환경과 경쟁강도 강화 등을 고려할 때 하반기 IB 성장 기대감은 낮출 필요가 있다.

새로운 성장동력으로 주목받는
가상자산 사업 역시 현 주가에
투영시키기엔 시기상조

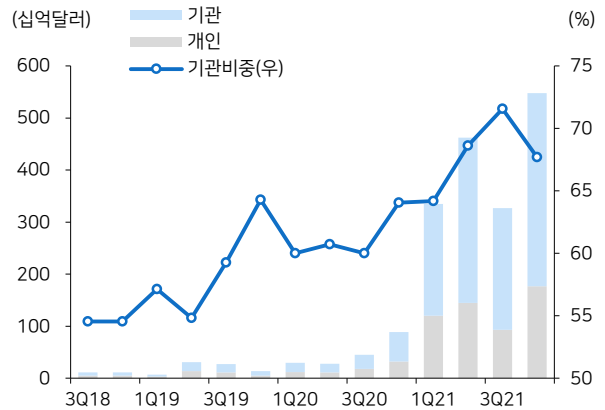
가상자산 사업이 새로운 성장동력으로 주목 받고 있다. 현재로선 가상자산 관련 비즈니스 영역, 수익 기여도 등을 판단하기 어려우나 가상자산이 기관화 되고 있다는 점은 분명한 사실이다. 실제 2018년 50%에 불과했던 기관 투자자 비중은 70% 수준까지 성장했다. 최근 루나/테라 사태 등으로 가상자산 투자심리는 위축됐으나 큰 흐름에서의 성장성은 유효해 보인다.

그림9 국내 증권사 수익구조 추이



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림10 가상화폐 거래대금 중 기관 투자자 비중 약 70%



자료: Coinbase, 메리츠증권 리서치센터

증권업종 투자 의견: Neutral

하반기 증권업종에 대한 Neutral 투자 의견을 유지한다. 1분기 실적 및 업황 부진을 반영하며 주가 조정 폭이 컸던 만큼 추가적인 주가 하방 리스크는 크지 않은 편이다. 다만 시황을 극복할 밸류에이션 상향 요인이 부족하며, 가상자산 시장에서의 성장 기회를 기업가치에 투영시키기에도 아직은 시기상조다.

**최선호주: 한국금융지주
관심종목: 삼성증권**

하반기 증권업종 최선호주로 한국금융지주를 추천한다. 증권주로 분류되는 종목 중 유일한 지주회사로 다각화 된 사업 포트폴리오에 기반한 방어적 매력에 주목한다. 관심종목으로는 약 7% 이상의 배당수익률로 주가 하방리스크가 제한적인 삼성증권을 추천한다.

Part 3 [보험] 코로나19 > IFRS17

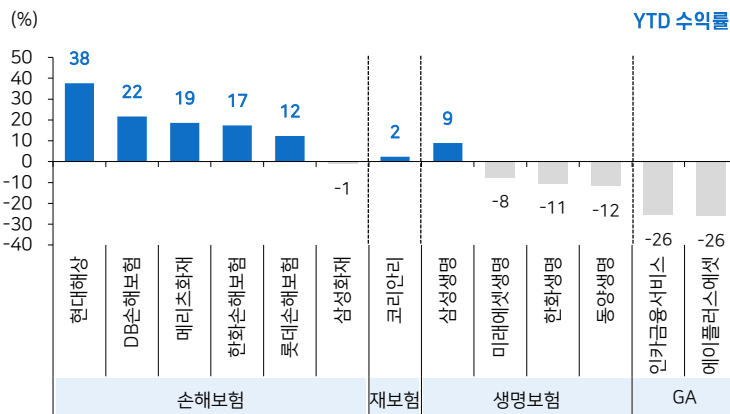
금리 상승, 오미크론, 전쟁 발발 등 상반기 손보주 중심 강세

연초 이후 보험업종 주가는 코스피 대비 강세를 지속하고 있다. 1) 금리 상승, 2) 코로나19 재확산, 3) 러시아-우크라이나 전쟁 발발로 경기 방어주적 성격 부각 등의 영향 덕이다. 업권별로는 생명보험 대비 손해보험 주가의 상승세가 뚜렷하다. 금리 상승 보단 손해율 개선, IFRS 17 도입 기대감 등이 주가에 좀 더 강하게 투영되고 있기 때문이다.

실제 1분기 순이익은 시장 기대치 상회하는 어닝 서프라이즈 시현

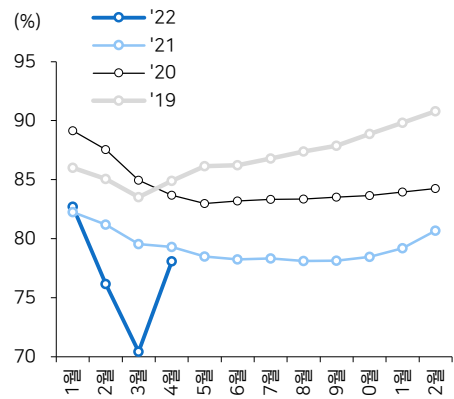
1분기 대부분의 손해보험사는 시장 기대치를 상회하는 호실적을 발표했다. 신계약 판매 축소에 따른 사업비율 하락, 운용수익률 제고 등의 영향도 존재하나 핵심은 자동차 손해율 덕분이다. 실제 커버리지 4개사 기준 자동차 손해율은 76.0%(-3.6%p YoY, -9.5%p YoY)로 역대 최저 수준을 기록했다.

그림11 손해보험>재보험>생명보험>GA



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림12 자동차 손해율 추이



자료: 보험개발원, 손해보험협회, 메리츠증권 리서치센터

자동차손해율 Peak-out

4월 이후 개인용 자동차 보험료가 1.2~1.4% 인하되었다. 물론 특약 조정, 사업비 절감 등의 노력을 통해 합산비율 상승 폭은 크지 않았으나 손해율 상승은 불가피하다. 또한 리오프닝과 함께 자동차 통행량은 코로나19 수준을 회복했고 계절적 요인, 정비수가 인상 등도 부담이다. 모럴해저드 방지를 위한 각종 정책 지원이 뒤따르고 있다곤 하나 2023년 이후에나 손해율 하락에 기여할 부분이다.

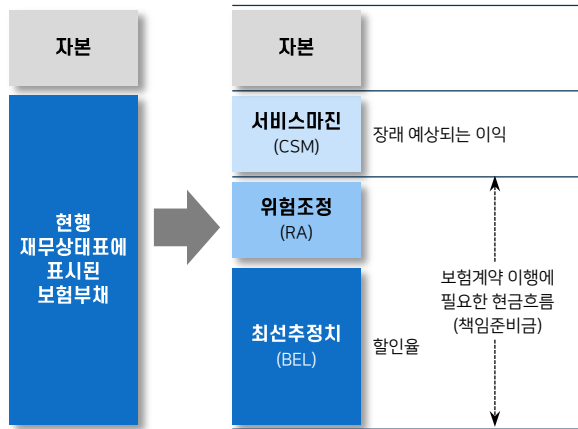
위험손해율 구조적 개선
기대 요원 등 실적 둔화 불가피

실손 갱신, 비급여 과잉진료 제재 움직임 등을 고려하면 장기위험손해율의 추가 악화 가능성은 제한적이다. 동시에 리오프닝에 따른 의료 이용량 회복, 실손 보험의 모럴해저드 등 구조적 개선 역시 무리다. 1분기 호실적으로 증익 기조는 유지할 수 있겠으나 장기위험손해율의 구조적 개선 없이는 추가 상승에 한계가 명확하다. 하반기 손보사 주가는 IFRS 17 도입 기대감 반영 여부가 결정할 전망이다.

IFRS 17 도입으로 달라지는 변화

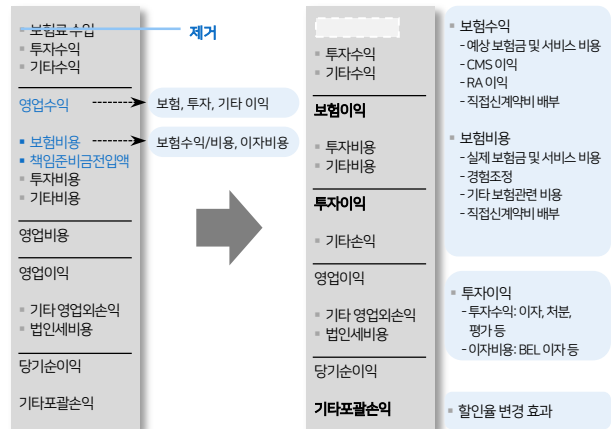
IFRS 17은 크게 1) 부채 시가평가, 2) 수익과 비용의 인식 변화로 요약 가능하다. 보험부채는 계약서비스마진(CSM), 위험조정(RA), 최선추정부채(BEL)로 세분화된다. 수익과 비용의 경우 현행 현금주의에서 예상 보험금, 예상 비용으로 변경된다. 즉 CSM, RA 상각분과 예상과 실제치의 차이인 예실차에 의해 보험수지가 결정된다.

그림13 IFRS 17의 보험부채



자료: 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림14 IFRS 17 도입시 손익계산서 변화



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

IFRS 17 도입 효과가 가시화되는
연말까지 주가 모멘텀 부재

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 긍정적으로 평가한다. 다만 IFRS 17 전환시점의 CSM 소급 기준, 부채 평가 세부 사항 등 정확한 수치적 접근이 불가하고, 높아진 이익이 주주환원으로 연결될 지 여부도 불투명한 만큼 당장의 주가에 투영시키기엔 한계가 있다.

보험업종 투자 의견: Neutral

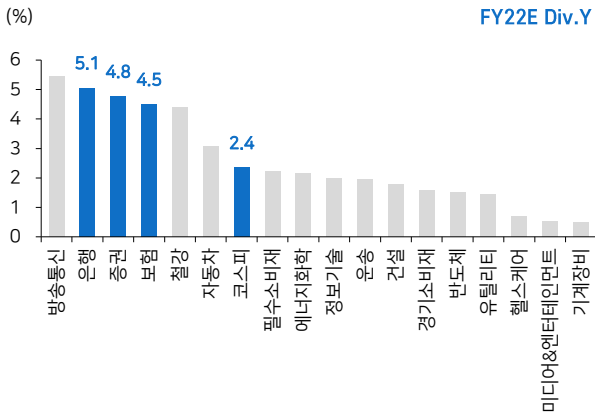
하반기 보험업종에 대한 Neutral 투자 의견을 유지한다. 분기 실적 흐름에 민감한 국내 증시 특성상 IFRS 17 도입 효과가 가시화되는 연말까지 주가 모멘텀이 부재하다. 또한 현재 시장이 기대하는 긴축 또는 인플레이션 관련 불확실성 해소, 리오프닝, 지정학적 리스크 완화 등도 모두 보험주 투자 매력을 저하시키는 요인이다. 금융업종 내 배당수익률도 가장 낮다.

최선호주: 현대해상

관심종목: 메리츠화재

보험업종 최선호주로 하반기 이후 5년 실손 갱신 주기가 도래하는 현대해상을 추천한다. 관심종목은 메리츠화재를 추천한다. 1분기 급격한 금리 상승에 따른 자본 감소로 자사주 매입 정책이 중단되며 큰 폭의 주가 조정을 겪었으나 자본 확충, 금리 안정 등으로 빠른 시일 내 재개될 것으로 기대되기 때문이다. 두 기업 모두 LAT 잉여비율이 높은 만큼 IFRS 17 적용 이후 이익 모멘텀도 높은 편이다.

그림15 FY22E 업종별 예상 배당수익률(컨센서스 기준)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 메리츠화재 주가와 자기주식 비율 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

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.