

2024년
전망 시리즈 11

금융

Defense

Defense



금융

Analyst 조아해

02. 6454-4870

like.cho@meritz.co.kr

은행 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
KB금융 (105560)	Buy	70,000원
하나금융지주 (086790)	Buy	54,000원

증권 Neutral

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성증권 (016360)	Buy	47,000원
관심종목	투자판단	적정주가

보험 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
DB손해보험 (005830)	Buy	120,000원
삼성생명 (032830)	Buy	94,000원

Contents

Part I	[Intro]	09
	금융주를 움직이는 요인, 무엇이 달라졌는가	
Part II	[은행]	13
	지속될 견고함	
Part III	[보험]	07
	불확실성 소멸 이후	
Part IV	[증권]	63
	선별적 접근의 중요성	

기업분석		
KB금융 (105560)	88	
하나금융지주 (086790)	90	
DB손해보험 (005830)	92	
삼성생명 (032830)	94	
삼성증권 (016360)	96	
키움증권 (039490)	98	

Summary**금융 Defense**

은행 Overweight	보험 Overweight	증권 Neutral
-------------------------	-------------------------	----------------------

I Intro

금융주를 움직이는 요인,
무엇이 달라졌는가

- 금융주를 움직이는 요인은 금리. 통상 금리 상승은 금융주에게 있어 호재로 작용
- 그러나 코로나19 이후 금융 업권별로 상이한 상황을 맞이함에 따라, 금리 민감도가 낮아짐
- 은행 0.8 → 0.2 / 보험 0.8 → 0.7 / 증권 0.6 → -0.7
- 장단기 금리차 축소로 인해 금융 실적 훼손 우려가 부각되었기 때문
 - 1) 은행: 자산 건전성 우려 증대, 2) 보험: IFRS17 도입으로 일부 불확실성 제기, 3) 증권: IB사업 부문의 우려 증대
- 2024년 하반기 금리 인하에 따른 해당 우려 완화 전망
 - 금리 인하는 현 매크로 상황 상 앞서 언급한 우려들 완화에 기여한다는 점에서 긍정적으로 해석 가능

II 은행

지속될 견고함

- 은행 3Q23 누적 당기순이익은 이미 전년 이익의 85% 수준을 달성하며 건전한 은행임을 입증 중
- 2024년 금리 인하를 맞이할 은행 NIM
 - 연말 중 조달금리 부담 완화 및 대출금리 상향 조정에 힘입어 회복 가능성 존재
 - 내년 금리 인하에 따른 하락세 불가피하나 NIM 하락은 차주들의 이자 부담 완화 및 부동산 시장 회복 기여 가능
- 은행 대출성장을 핵심은 여전히 기업대출
 - 은행들의 가계대출 회복세가 두드러지고 있으나, 가계대출 규제 재등장 및 강화된 은행들의 대출태도지수 고려 필요
 - 여전히 기업대출 금리가 회사채 금리보다 낮다는 점에서 2024년에도 은행들의 대출성장을 핵심은 기업대출 전망
- 감내 가능한 은행들의 대손비용률
 - 올해에도, 내년에도 은행들 실적의 주요 핵심 변수는 대손비용률
 - 경상 대손비용률은 여전히 과거 평균과 유사한 수준(1-3Q23 대손비용률 0.38% vs. 2015~2019년 0.37%)
 - 대손비용률 표면 및 경상 간 14bp로 큰 차이를 보인다는 점에서 내년 표면적 대손비용률 감소 예상
- 2024년 은행들의 증익 기조(24E +6.0% YoY) 유지 예상. 이를 기반 ROE제고를 위한 주주환원을 상향 흐름 지속 전망

III

보험

불확실성 소멸 이후

- IFRS17로 보험사들의 당기순이익(+57.8%), 자본총계(+132.2%)가 큰 폭으로 개선
- 변화된 회계기준 기반 변화된 보험사들의 경영 패러다임은 2024년에도 지속될 것으로 예상
 - 현 회계기준 상 보험 수익성에 있어 주요 지표는 CSM
 - 이를 놀리기 위해 보험사들은 1) 보장성 보험 상품 중심 다양한 신상품 출시 및 2) GA를 통해 판매 역량 강화 전망
- 수익성 높은 보험상품 확보에 따라 생보사와 손보사 간 2024년 CSM 성장을 전년대비 방향성 상이할 것으로 예상
 - 생보사 CSM잔액 24E +8.2% YoY (vs. 23E +12.2% YoY), 손보사 CSM잔액 24E +8.2% YoY (vs. 23E +7.5% YoY)
- 물론 회계제도 도입 초기 단계인 만큼 여러 불확실성을 상존하나, 이는 2023년 안에 해결될 예정
 - 3Q23 실적을 통해 IFRS17 가이드라인 회계처리 영향 확인 가능: KB손해보험 사례 참고 필요
 - 10월 27일 보험사 상법 개정 입법예고로 배당 관련 불확실성 완화 중
- 2024년, 본격적인 ROE 제고 방안을 제시할 시기
 - 높아진 자본력, 개선된 체력을 바탕으로 배당정책을 통한 ROE 개선이 필요한 시기 도래
 - 타 금융업과 마찬가지로 배당의 근간은 K-ICS비율

IV

증권

선별적 접근의 중요성

- 달라진 증권사들의 자본력은 각자만의 사업영역을 구축해나가는 원동력으로 작용
 - 전통IB, 부동산PF 등 위험 인수 기능이 활성화됨에 따라 각 증권사별로 고유한 특성 보유
 - 이는 증권사별 주가와 거래대금과의 민감도가 상이해진 이유(거래대금 민감도 키움증권 0.8 vs. 미래에셋증권 -0.1)
- 2024년 거래대금 전년대비 소폭 감소한 수준 예상
 - 종시 일평균 거래대금 3월 기점으로 20조원대 회복했다가 최근 감소세로 전환
 - 1H24 증시 변동성 높은 구간이나, 2H24 금리 안정화에 따른 위험자산 선호도 높아질 시 거래대금 상승세 전망
- 2H24 금리 인하 시기 도래됨에 따라 트레이딩 손익 점차 안정화 예상
- 전통 IB 점진적 회복 vs. 부동산PF 및 해외대체투자 우려 지속
- 증권사들의 영업환경 상 불확실성이 여전히 상존하고 있는 상황이나, 종목별 선별적 접근은 유효
 - 은행에 이어 증권도 적극적 주주환원정책을 제시하기 시작
 - 1) 브로커리지 수익 비중이 높고, 2) 부동산PF 익스포져가 적은 증권사가 주주환원정책에도 가시성 있을 것으로 예상

Part I

Intro

금융주를 움직이는 요인, 무엇이 달라졌는가

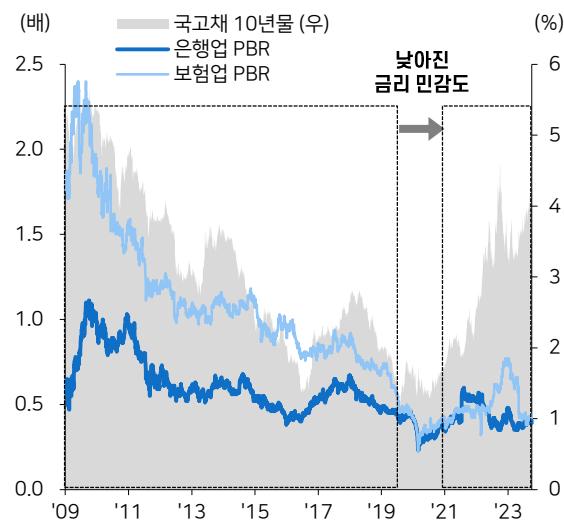
✓ 금융주와 금리의 관계

2024년 전망 시리즈 11
금융

금리와 낮아진 상관계수

- 금리 상승은 금융주에게 있어 호재
 - 1) 은행은 NIM 상승을, 2) 보험은 투자수익률 상승을 누릴 수 있기 때문
 - 3) 증권은 증시 거래대금과 민감도가 높으나, 기본적으로 경기 호황을 기반한 금리 상승은 투자 활성화로 이어짐에 따라 긍정적으로 작용
- 그러나 코로나19 이후 금융 업권별로 상이한 상황을 맞이함에 따라, 금리 민감도가 낮아짐
 - 은행 0.8 → 0.2 / 보험 0.8 → 0.7 / 증권 0.6 → -0.7

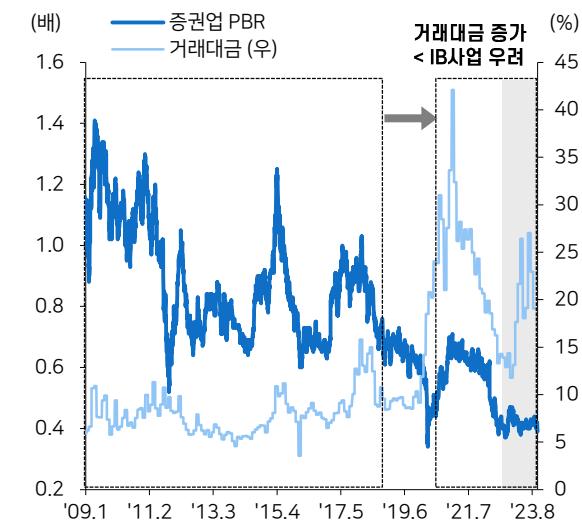
은행업 PBR, 보험업 PBR vs. 국고채 10년물



증권업 PBR vs. 국고채 10년물



증권업 PBR vs. 일평균 거래대금



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

✓ 원인, 매크로 불확실성

2024년 전망 시리즈 11
금융

2024년 금융업종 우려 완화 예상

- 장단기 금리차 축소로 인해 금융 실적 훼손 우려 부각
 - 은행: 자산 건전성 우려가 증대
 - 보험: IFRS17 도입으로 일부 불확실성 제기
 - 증권: IB사업 부문의 우려 증대
- 2024년 하반기 금리 인하에 따른 해당 우려 완화 전망
 - 금리 인하는 현 매크로 상황 상 앞서 언급한 우려들 완화에 기여한다는 점에서 긍정적으로 해석 가능

장단기 금리차



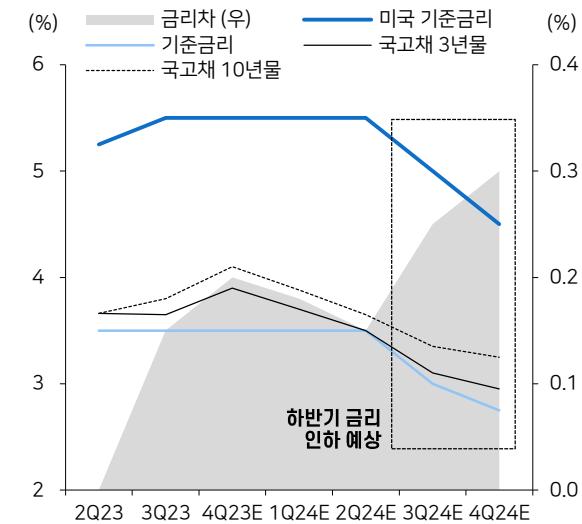
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

금융 실적 훼손 우려 부각



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

2024년 당사 주요 경제 전망



자료: 한국은행, 통계청, Bloomberg,
메리츠증권 리서치센터 추정

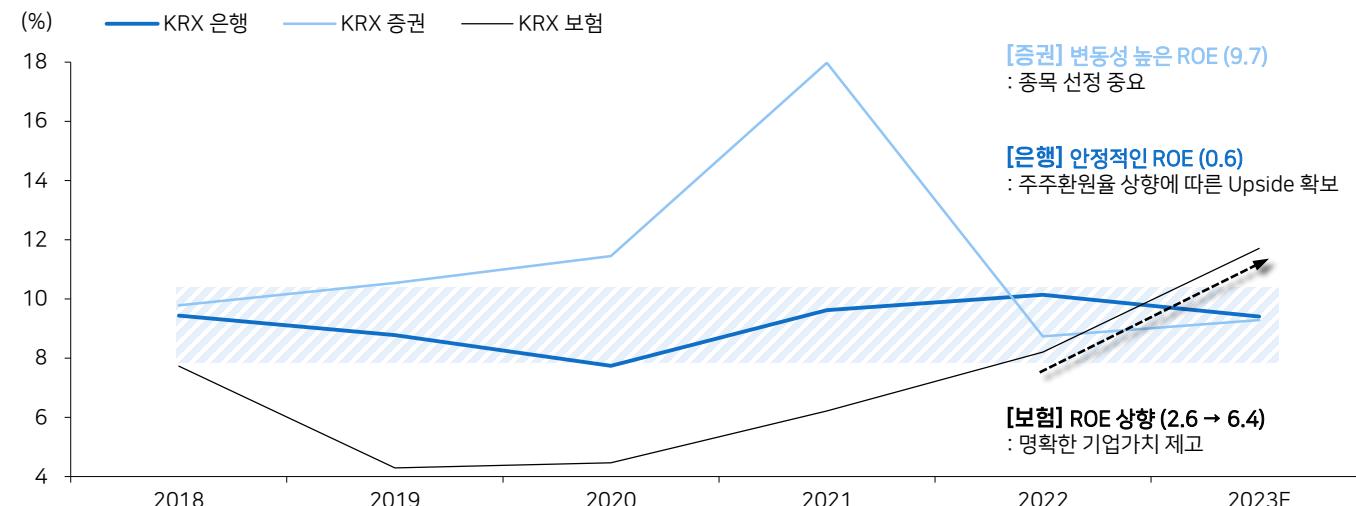
✓ 변화된 모습 기반 금융업권별 투자전략

2024년 전망 시리즈 11
금융

은행 > 보험 > 증권

- 안정적 ROE 기반 주주환원 확대 역량을 기준으로 은행 > 보험 > 증권 선호도 순 유지
은행: 우려대비 양호한 실적으로 안정적인 ROE 달성(2018~2023E ROE 분산 0.6 vs. 증권 9.7) 및 명확한 주주환원율 상향 흐름 지속 중
보험: IFRS17 도입 초기라는 점에서 가이드라인, 상법 시행령 개정 등 여러 이슈들이 논의되고 있으나, IFRS17로 인한 가치 제고는 불편
증권: IB사업 부문 우려(부동산PF 및 해외 투자 관련)를 고려해 투자의견 Neutral 유지하나, 브로커리지 익스포저가 높은 증권 중심 투자 전략은 유효

금융 ROE 추이



주: 괄호는 ROE 분산, 보험은 IFRS17 이전/이후 5개년 기준
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

은행 Valuation table

2024년 전망 시리즈 11
금융

	KB금융*	신한금융	하나금융*	우리금융	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융	카카오뱅크
종목코드	105560	055550	086790	316140	024110	138930	139130	175330	323410
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
주가	52,600	34,900	40,250	12,140	11,310	6,800	7,980	10,320	21,100
적정주가(원)	70,000	46,000	54,000	15,000	14,000	8,200	10,000	12,000	33,000
상승여력(%)	33.1	31.8	34.2	23.6	23.8	20.6	25.3	16.3	56.4
목표 P/B(배)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	2.5
목표 P/E(배)	5.2	4.8	4.1	3.4	4.2	3.3	3.3	3.7	40.1
지배순이익(십억원)	2022	4,395	4,642	3,552	3,142	2,774	810	402	263
	2023E	5,077	4,693	3,740	2,876	2,779	739	482	325
	2024E	5,217	4,864	3,938	3,253	2,979	797	511	392
PER(배)	2022	4.3	4.0	3.5	2.7	2.9	2.6	2.9	44.0
	2023E	4.0	3.8	3.2	3.1	3.6	3.0	2.8	31.0
	2024E	3.9	3.7	3.0	2.7	3.4	2.7	2.6	25.7
PBR(배)	2022	0.44	0.41	0.38	0.34	0.33	0.23	0.24	0.37
	2023E	0.39	0.37	0.34	0.33	0.38	0.23	0.25	0.44
	2024E	0.37	0.34	0.31	0.31	0.35	0.22	0.23	0.40
EPS(원)	2022	11,180	8,899	12,005	4,315	3,418	2,486	2,374	3,051
	2023E	13,147	9,078	12,639	3,950	3,146	2,296	2,852	681
	2024E	13,389	9,494	13,308	4,468	3,318	2,476	3,022	822
BPS(원)	2022	111,113	85,064	110,519	34,416	29,521	27,789	28,867	21,190
	2023E	135,597	94,595	119,087	36,676	29,960	29,495	32,458	11,988
	2024E	143,403	102,648	128,567	39,304	32,237	31,329	34,680	12,625
ROA(%)	2022	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	1.0
	2023E	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.7
	2024E	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	1.0
ROE(%)	2022	10.0	10.7	11.0	10.4	11.4	9.2	8.1	15.2
	2023E	10.6	10.1	10.9	8.8	10.7	8.0	9.3	13.6
	2024E	9.6	9.6	10.7	9.4	10.7	8.1	9.0	13.2
DPS(원)	2022	2,950	2,065	3,350	1,130	960	625	650	835
	2023E	3,400	2,100	3,600	1,130	970	630	700	850
	2024E	3,600	2,300	3,900	1,300	1,100	640	760	900
배당수익률(%)	2022	6.1	5.9	8.0	9.8	9.8	9.6	9.3	10.6
	2023E	6.5	6.0	8.9	9.3	8.6	9.3	8.8	8.2
	2024E	6.8	6.6	9.7	10.7	9.7	9.4	9.5	8.7
배당성향(%)	2022	26.2	23.5	27.5	26.2	29.2	25.0	27.4	27.0
	2023E	26.2	23.1	28.5	28.5	31.0	27.0	25.0	14.5
	2024E	27.2	24.1	29.0	29.0	31.5	26.0	25.0	12.0
									10.0

주: 2023년 11월 5일 이전 발간된 자료와 추정치 자료와 동일(*는 제외)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

보험 Valuation table

2024년 전망 시리즈 11
금융

		삼성화재	DB손해보험*	현대해상	삼성생명*	한화생명	동양생명
종목코드		000810	005830	001450	032830	088350	082640
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
주가		248,500	85,000	30,050	70,000	2,700	4,445
적정주가(원)		340,000	120,000	42,000	94,000	4,000	6,400
상승여력(%)		36.8	41.2	39.8	34.3	48.1	44.0
적정 P/B(배)		0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
적정 P/E(배)		6.1	4.9	2.7	7.5	3.7	3.6
지배순이익(십억원)	2023E	2,247	1,641	1,099	1,988	833	285
	2024E	2,375	1,720	1,238	2,376	816	286
PER(배)	2023E	4.7	3.7	2.2	6.6	2.4	2.5
	2024E	4.4	3.5	1.9	5.6	2.5	2.5
PBR(배)	2023E	0.7	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2
	2024E	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
수정 PBR(배)	2023E	0.4	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2
	2024E	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1	0.2
EPS(원)	2023E	52,861	23,174	13,835	10,587	1,108	1,767
	2024E	55,873	24,292	15,591	12,531	1,086	1,770
BPS(원)	2023E	352,838	131,118	107,096	214,144	16,323	20,197
	2024E	391,718	155,363	119,990	219,622	17,256	21,677
수정 BPS(원)	2023E	557,393	216,041	136,719	260,498	22,479	28,139
	2024E	601,795	249,781	152,879	271,163	23,354	29,567
ROE(%)	2023E	15.0	17.7	12.9	4.9	6.8	8.7
	2024E	14.3	15.6	13.0	5.7	6.3	8.2
ROA(%)	2023E	2.7	3.6	2.5	0.7	0.7	0.9
	2024E	2.8	3.6	2.8	0.9	0.7	0.9
DPS(원)	2023E	16,000	5,000	2,200	3,700	170	350
	2024E	17,000	5,500	2,600	4,400	180	370
배당수익률(%)	2023E	6.4	5.9	7.3	5.3	6.3	7.9
	2024E	6.8	6.5	8.7	6.3	6.7	8.3
배당성향(%)	2023E	30.0	22.0	16.0	35.0	15.0	20.0
	2024E	31.0	22.5	16.5	35.0	17.0	21.0

주: 2023년 11월 5일 이전 발간된 자료와 추정치 자료와 동일(*는 제외)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

증권 Valuation table

2024년 전망 시리즈 11
금융

		미래에셋증권	NH투자증권	삼성증권*	한국금융지주	키움증권*
종목코드		006800	005940	016360	071050	039490
투자의견		Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
주가		6,940	9,870	37,150	54,200	86,800
적정주가 (원)		7,000	13,000	47,000	67,000	110,000
상승여력 (%)		0.9	31.7	26.5	23.6	26.7
적정 P/B (배)		0.3	0.5	0.6	0.4	0.5
적정 P/E (배)		7.6	7.7	6.8	4.5	4.5
지배순이익 (십억원)	2022	639	303	422	637	507
	2023E	666	594	677	899	515
	2024E	730	592	621	909	704
PER (배)	2022	7.5	11.5	6.6	5.2	4.8
	2023E	8.2	5.8	4.9	3.7	4.9
	2024E	7.5	5.8	5.3	3.7	3.6
PBR (배)	2022	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5
	2023E	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5
	2024E	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
EPS (원)	2022	810	866	4,730	10,341	17,467
	2023E	844	1,694	7,585	14,591	17,739
	2024E	925	1,689	6,957	14,762	24,246
BPS (원)	2022	16,352	20,647	69,383	131,505	161,697
	2023E	18,283	21,904	75,689	146,535	176,223
	2024E	19,449	23,596	82,646	162,103	201,216
ROE (%)	2022	6.2	4.3	6.9	8.5	11.5
	2023E	6.1	8.0	10.5	11.1	10.8
	2024E	6.2	7.4	8.8	10.1	13.2
ROA (%)	2022	0.6	0.5	0.7	0.8	1.1
	2023E	0.6	1.0	1.2	1.0	1.0
	2024E	0.6	1.0	1.1	0.9	1.3
DPS (원)	2022	200	700	1,700	2,300	3,000
	2023E	220	750	2,700	3,000	3,500
	2024E	250	800	2,700	3,300	4,500
배당수익률 (%)	2022	3.3	7.0	5.4	4.3	3.6
	2023E	3.2	7.6	7.3	5.5	4.0
	2024E	3.6	8.1	7.3	6.1	5.2
배당성향 (%)	2022	19.3	81.0	35.9	21.0	17.6
	2023E	21.2	44.4	35.6	19.5	17.2
	2024E	21.9	47.4	38.8	21.2	16.2

주: 2023년 11월 5일 이전 발간된 자료와 추정치 자료와 동일(*는 제외)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
KB금융 (105560)	Buy	70,000원
하나금융지주 (086790)	Buy	54,000원
DB손해보험 (005830)	Buy	120,000원
삼성생명 (032830)	Buy	94,000원
삼성증권 (016360)	Buy	47,000원
키움증권 (039490)	Buy	110,000원

KB금융 (105560) 지속될 우위

Analyst 조아해 02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	70,000원		
현재주가(11.3)	52,600원		
상승여력	33.1%		
KOSPI	2,368.34pt		
시가총액	212,247억원		
발행주식수	40,351만주		
유동주식비율	77.43%		
외국인비중	72.79%		
52주 최고/최저가	60,000원/46,500원		
평균거래대금	501.2억원		
주요주주(%)			
국민연금	8.74		
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	6.20		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.9	-8.2	5.1
상대주가	-7.6	-8.5	0.4
주가그래프			



걱정없는 실적

- 3Q23 지배주주순이익은 1.37조원 (+0.4% YoY, -8.4% QoQ)으로 양호한 흐름세 지속
- 1) 타행대비 높은 NIM 방어력(3Q 누적 +10bp 전년말대비 vs. 업종 평균 -1bp) 및
- 2) 다변화된 이익구조(3Q 누적 기준 비은행 37.4%) 기반 4대 시중은행 중 유일하게 전년대비 증익 기록

자본비율 우위 증명 지속

- 자본비율 우위는 안정적인 실적 및 적극적인 주주환원정책 둘 다 성취할 수 있는 근간
- 2024년 당기순이익 5.2조원 (+2.8% YoY) 추정
- 3Q 중 CET-1비율은 13.7%(vs. 목표 CET-1비율 13.0%)으로 업종 내 가장 높은 수준을 유지
- 이를 기반 2023년 주주환원율은 약 38%를 기록할 것으로 추정 (vs. 업종 평균 32.2% 추정)
- 내년 초에도 추가적인 자사주 매입 및 소각 진행하며 적극적인 주주환원정책 기조 유지할 것으로 예상

투자의견 Buy, 적정주가 70,000원 유지

(십억원)	총전영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2021	7,558	4,410	11,317	27.1	114,115	4.9	0.5	10.3	0.7	14.5	5.3
2022	7,770	4,395	11,180	(1.2)	111,113	4.3	0.4	10.0	0.7	14.9	6.1
2023E	9,900	5,077	13,147	17.6	135,597	4.0	0.4	10.6	0.7	15.5	6.5
2024E	9,102	5,217	13,389	1.8	143,403	3.9	0.4	9.6	0.7	16.1	6.8
2025E	9,153	5,372	13,786	3.0	152,510	3.8	0.3	9.3	0.7	16.6	7.4

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
이자수익	15,211	20,789	28,462	29,576	30,551
이자비용	(3,981)	(7,676)	(16,651)	(17,465)	(18,357)
순이자수익	11,230	13,113	11,811	12,111	12,194
대손충당금	(1,185)	(1,836)	(2,414)	(1,209)	(987)
총당금적립후순이자수익	10,044	11,277	9,397	10,902	11,207
순수수료수익	3,626	3,322	3,674	3,605	3,727
기타비이자이익합계	(372)	(1,422)	1,229	772	751
총이익	13,298	13,177	14,355	15,279	15,685
판매관리비	(7,201)	(7,538)	(7,055)	(7,598)	(7,763)
영업이익	6,098	5,639	7,300	7,681	7,921
기타영업외이익	(16)	157	(432)	(451)	(475)
법인세차감전순이익	6,082	5,796	6,867	7,230	7,447
법인세	(1,697)	(1,622)	(1,823)	(1,988)	(2,048)
당기순이익	4,384	4,173	5,059	5,242	5,399
소수주주지분	25	222	33	(25)	(27)
지배주주지분 순이익	4,410	4,395	5,077	5,217	5,372
총당금적립전영업이익	7,558	7,770	9,900	9,102	9,153

Key Financial Data I

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
요주의이하여신/총여신	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
대손충당금/고정이하여신	569.4	568.1	651.6	604.0	571.3
대손충당금/요주의이하여신	202.4	176.4	196.1	180.2	170.1
대손충당금/총여신	1.9	2.0	2.0	1.9	1.8
순상각/고정이하여신	53.0	43.9	54.6	68.4	65.0
순상각/총여신	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2
주당지표 (원)					
EPS	11,317	11,180	13,147	13,389	13,786
BPS	114,115	111,113	135,597	143,403	152,510
DPS	2,940	2,950	3,400	3,600	3,900
배당성향 (%)	26.0	26.2	26.2	27.2	28.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
현금 및 예치금	31,210	32,133	32,469	34,037	35,690
유가증권	173,603	189,582	201,560	212,086	223,233
대출채권	425,851	445,704	442,889	462,287	481,873
이자부자산	630,664	667,419	677,125	708,627	741,021
고정자산	9,495	9,402	5,076	5,325	5,589
기타자산	23,737	24,349	32,692	34,886	37,240
자산총계	663,896	701,171	714,894	748,839	783,849
예수금	372,024	388,888	406,798	422,780	439,691
차입금	56,901	71,709	71,169	75,178	79,443
사채	67,442	68,707	70,078	73,863	77,879
이자부부채	564,604	598,048	596,814	624,610	654,153
기타부채	50,998	53,480	58,374	61,008	62,924
부채총계	615,602	651,528	655,188	685,618	717,077
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
자본잉여금	17,422	17,422	16,941	16,941	16,941
이익잉여금	25,673	28,447	31,965	35,779	39,631
자본조정	(1,618)	(1,318)	(145)	(445)	(745)
기타포괄손익누계액	1,055	(2,713)	1,788	1,788	1,788
소수주주지분	833	1,280	2,034	2,034	2,034
자본총계	48,294	49,643	59,706	63,220	66,772

Key Financial Data II

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Valuation					
PER (배)	4.9	4.3	4.0	3.9	3.8
PBR (배)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
배당수익률	5.3	6.1	6.5	6.8	7.4
재무비율					
ROA	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	10.3	10.0	10.6	9.6	9.3
대출금성장률	7.9	3.1	3.2	3.8	3.9
예수금성장률	9.9	5.1	3.2	3.8	3.9
자산성장률	10.3	7.1	2.7	3.9	3.9
대출금/예수금	97.4	96.7	97.5	97.5	97.5
순이자마진	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7
순익분기이자마진	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
비용/이익	49.7	50.2	42.1	46.1	46.6
자본적정성					
BIS Ratio	15.8	16.2	16.6	17.1	17.5
Tier 1 Ratio	14.5	14.9	15.5	16.1	16.6
Tier 2 Ratio	1.2	1.3	1.0	1.0	1.0
단순자기자본비율	13.5	13.2	13.7	14.3	14.9

하나금융지주 (086790) 든든한 매력

Analyst 조아해 02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	54,000원		
현재주가(11.3)	40,250원		
상승여력	34.2%		
KOSPI	2,368.34pt		
시가총액	117,674억원		
발행주식수	29,236만주		
유동주식비율	89.07%		
외국인비중	68.52%		
52주 최고/최저가	53,100원/37,550원		
평균거래대금	391.2억원		
주요주주(%)			
국민연금공단	8.56		
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	6.27		
The Capital Group Companies, Inc. 외 23 인	5.49		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.2	-3.1	-1.5
상대주가	-1.3	2.3	-3.1
주가그래프			



일회성 비용을 모두 상쇄한 경상 이익 체력

- 3Q 지배주주순이익은 9,570억원 (-14.7% YoY, +4.2% QoQ)으로 경상이익 체력이 일회성 비용 1,246억원을 상쇄
- 높은 대출성장률(+2.5% QoQ) 기반 이자이익 증가세 (+5.6% QoQ) 지속
- 자회사 증권 해외 상업용 부동산(3Q23 익스포져 2.4조)에 대해서도 적극적인 충당금을 적립하며 지속적인 리스크 관리 진행 중

Valuation 매력 유호

- 2024년 당기순이익 3.9조원 (+5.3% YoY) 추정
- 경상적인 실적 개선세 지속 기반 경쟁사와의 Valuation Gap 축소 여력 충분
- 적극적인 주주환원정책을 기대하기에도 가능 (2Q CET-1비율 12.8%)
- 코로나19 이전 은행 중 유일하게 중간배당을 실시하는 등 주주환원정책에 적극적인 은행
- 연간 예상 배당수익률은 8.9%로 시중은행 중 높은 배당매력도를 보유

투자의견 Buy, 적정주가 54,000원 유지

(십억원)	총전영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2021	5,361	3,526	11,744	33.7	104,216	3.6	0.4	0.7	11.7	15.1	7.4
2022	5,992	3,552	12,005	2.2	110,519	3.5	0.4	0.7	11.0	14.6	8.0
2023E	7,049	3,740	12,639	5.3	119,087	3.2	0.3	0.6	10.9	13.4	8.9
2024E	6,963	3,938	13,308	5.3	128,567	3.0	0.3	0.6	10.7	13.9	9.7
2025E	7,161	4,151	14,029	5.4	138,585	2.9	0.3	0.6	10.4	14.4	9.9

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
이자수익	10,867	15,877	22,802	23,657	24,433
이자비용	(3,430)	(6,957)	(13,933)	(14,677)	(15,320)
순이자수익	7,437	8,920	9,000	8,980	9,112
대손충당금	(535)	(1,121)	(1,729)	(1,128)	(1,034)
총당금적립후순이자수익	6,902	7,799	7,271	7,852	8,078
순수수료수익	1,742	1,755	1,900	1,904	2,013
기타비이자이익합계	38	(431)	436	451	519
총이익	8,682	9,123	9,607	10,206	10,611
판매관리비	(4,050)	(4,433)	(4,454)	(4,544)	(4,660)
영업이익	4,631	4,690	5,153	5,662	5,951
기타영업외이익	274	254	(43)	(136)	(131)
법인세차감전순이익	4,905	4,944	5,109	5,526	5,820
법인세	(1,323)	(1,323)	(1,322)	(1,520)	(1,601)
당기순이익	3,582	3,621	3,788	4,006	4,220
소수주주지분	(56)	(69)	(48)	(68)	(68)
지배주주지분 순이익	3,526	3,552	3,740	3,938	4,151
총당금적립전영업이익	5,361	5,992	7,049	6,963	7,161

Key Financial Data I

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
요주의이하여신/총여신	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
대손충당금/고정이하여신	494.0	645.8	717.6	731.3	740.6
대손충당금/요주의이하여신	158.9	169.0	197.0	200.8	203.3
대손충당금/총여신	1.3	1.3	1.5	1.5	1.6
순상각/고정이하여신	30.3	18.4	31.4	67.4	98.5
순상각/총여신	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
주당지표 (원)					
EPS	11,744	12,005	12,639	13,308	14,029
BPS	104,216	110,519	119,087	128,567	138,585
DPS	3,100	3,350	3,600	3,900	4,000
배당성향 (%)	25.6	27.5	28.5	29.0	29.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
현금 및 예치금	31,407	45,756	46,861	49,160	51,585
유가증권	99,587	125,918	134,945	142,183	149,860
대출채권	342,662	367,161	380,496	396,247	412,937
이자부자산	474,130	539,147	562,988	588,334	615,187
고정자산	5,870	7,978	9,123	9,681	10,277
기타자산	22,445	21,749	31,311	32,574	33,889
자산총계	502,445	568,873	603,421	630,589	659,353
예수금	325,345	362,576	373,342	387,725	402,878
차입금	30,735	37,087	38,048	40,056	42,183
사채	54,476	56,674	58,321	61,777	65,463
이자부부채	419,623	466,992	481,380	501,998	523,791
기타부채	47,323	64,463	81,481	84,137	87,000
부채총계	466,946	531,454	563,449	587,866	613,718
자본금	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
자본잉여금	10,577	10,581	10,581	10,581	10,581
이익잉여금	20,824	23,195	25,544	28,363	31,342
자본조정	(316)	(165)	(165)	(165)	(165)
기타포괄손익누계액	(994)	(1,981)	(1,981)	(1,981)	(1,981)
소수주주지분	1,281	992	990	922	853
자본총계	35,499	37,419	39,972	42,723	45,634

Key Financial Data II

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Valuation					
PER (배)	3.6	3.5	3.2	3.0	2.9
PBR (배)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률	7.4	8.0	8.9	9.7	9.9
재무비율					
ROA	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE	11.7	11.0	10.9	10.7	10.4
대출금성장률	8.5	7.1	3.0	4.0	4.0
예수금성장률	6.9	6.5	5.3	3.9	3.9
자산성장률	9.0	13.2	6.1	4.5	4.6
대출금/예수금	97.7	97.3	98.1	98.1	98.1
순이자마진	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5
손익분기이자마진	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
비용/이익	43.9	43.3	39.3	40.1	40.0
자본적정성					
BIS Ratio	16.3	15.7	14.4	14.9	15.4
Tier 1 Ratio	15.1	14.6	13.4	13.9	14.4
Tier 2 Ratio	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
단순자기자본비율	7.1	6.6	6.6	6.8	6.9

DB손해보험 (005830) 이유있는 자신감

Analyst 조아해 02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	120,000원		
현재주가(11.3)	85,000원		
상승여력	41.2%		
KOSPI	2,368.34pt		
시가총액	60,180억원		
발행주식수	7,080만주		
유동주식비율	61.69%		
외국인비중	46.59%		
52주 최고/최저가	94,000원/54,800원		
평균거래대금	135.7억원		
주요주주(%)			
김남호 외 10인	23.12		
국민연금공단	9.99		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	4.4	51.0
상대주가	-1.0	10.3	48.5
주가그래프			



역시는 역시

- 상반기 중 언더라이팅 및 자산운용 역량을 증명
- 보장성보험의 CSM배수는 1H23기준 18.0배로 업종 내 가장 높은 수준
- 투자손익에 있어서도 고이원 자산 중심 포트폴리오 구축으로 높은 자산운용이익률 (1H23 FVPL제외 기준 2.9% vs. 손보사 평균 2.7%)을 보유
- 배당에 있어서도 1) K-ICS비율이 200%를 상회하고 있으며, 2) 해약환급금준비금 제외 배당가능이익잉여금 약 4조원을 보유하고 있어 기대감 유효

견고한 이익 체력

- 3Q23 중 괌 태풍, 하와이 화재 관련 비용 발생(일반보험 약 800억원)으로 2023년 당기순이익을 7.5% 하향 조정
- 다만 1) 보장성보험의 높은 수익성, 2) 안정적인 손해율(23년 8월 누적 78% vs. 손보사 평균 84%), 3) 높은 자본비율(K-ISC비율 200% 상회)은 지속될 것임은 분명
- 2023년 CSM잔액은 효율적인 언더라이팅 능력 기반 전년대비 7% 증가한 13.1조원으로 추정

투자의견 Buy, 적정주가 120,000원 유지

(십억원)	보험순익	투자순익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	1,684	516	1,641	23,174	n/a	131,118	3.7	0.6	17.7	3.6	5.9
2024E	1,822	541	1,720	24,292	4.8	155,363	3.5	0.5	15.6	3.6	6.5
2025E	1,854	693	1,852	26,164	7.7	181,504	3.2	0.5	14.4	3.6	7.1

Income Statement (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
보험손익	1,684	1,822	1,854
일반/변동수료모형(VFA)	1,432	1,586	1,659
CSM상각	1,357	1,444	1,546
RA환입	118	116	109
예실차 및 기타	(44)	26	4
보험료배분(PPA)	600	561	480
재보험손익	(214)	(188)	(140)
기타사업비	(134)	(138)	(144)
투자손익	516	541	693
보험금용손익	(802)	(822)	(835)
투자서비스손익	1,317	1,362	1,528
FVPL 평가손익	188	185	188
기타	1,130	1,177	1,340
영업이익	2,200	2,362	2,547
영업외이익	12	10	8
세전이익	2,212	2,372	2,555
법인세비용	(571)	(652)	(703)
당기순이익	1,641	1,720	1,852

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)			
EPS	23,174	24,292	26,164
BPS	131,118	155,363	181,504
수정 BPS	216,041	249,781	286,169
보통주 DPS	5,000	5,500	6,000

Valuation(배, %)

PER	3.7	3.5	3.2
PBR	0.6	0.5	0.5
수정 PBR	0.4	0.3	0.3
배당성향	22.0	22.5	23.0
보통주 배당수익률	5.9	6.5	7.1
재무비율 (%)			
ROA	3.6	3.6	3.6
ROE	17.7	15.6	14.4
수정 ROE	10.7	9.7	9.1

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	42,584	44,753	47,033
현금및예치금	583	613	644
유가증권	30,521	32,076	33,710
FVPL	11,035	11,598	12,189
FVOCI	18,603	19,551	20,547
AC	0	0	0
대출채권	10,265	10,788	11,337
부동산	1,215	1,277	1,342
비운용자산	3,019	3,540	3,764
특별계정자산	9	9	9
자산총계	45,612	48,303	50,806
책임준비금	33,180	34,148	34,800
보험계약부채	27,551	28,232	28,583
최선추정(BEL)	6,956	6,747	6,181
위험조정(RA)	1,259	1,222	1,119
보험계약마진(CSM)	12,047	12,993	14,012
보험료배분접근법(PAA)	3,019	3,016	3,015
투자계약부채	5,629	5,915	6,217
기타부채	3,140	3,146	3,146
특별계정부채	9	9	9
부채총계	36,329	37,303	37,956
자본금	35	35	35
자본잉여금	38	38	38
이익잉여금	9,287	11,007	12,860
해약환급금준비금	2,721	2,735	2,748
자본조정	(152)	(152)	(152)
기타포괄손익누계액	75	72	70
자본총계	9,283	11,000	12,850

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	2,700	2,721	2,775
CSM 배수 (배, 개월)	17.0	16.8	16.9
CSM 상각률 (%)	9.1	9.1	9.2
CSM Movement			
기초 CSM	12,250	13,076	14,022
신계약 CSM	2,700	2,721	2,775
이자부리	363	389	417
CSM 조정	(879)	(720)	(627)
CSM 상각	(1,357)	(1,444)	(1,546)
기말 CSM	13,076	14,022	15,041
투자손익			
투자서비스 수익률	3.1	3.0	3.2
FVPL제외 투자서비스 수익률	2.7	2.6	2.8

삼성생명 (032830) 신뢰에서 나오는 여유

Analyst 조아해 02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	94,000원		
현재주가(11.3)	70,000원		
상승여력	34.3%		
KOSPI	2,368.34pt		
시가총액	140,000억원		
발행주식수	20,000만주		
유동주식비율	43.79%		
외국인비중	17.00%		
52주 최고/최저가	74,700원/61,500원		
평균거래대금	119.1억원		
주요주주(%)			
삼성물산 외 7 인	45.30		
신세계 외 1 인	8.07		
국민연금공단	6.17		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	4.2	4.8
상대주가	3.6	10.0	3.1
주가그래프			



주주환원정책을 이행하기에 가장 유리한 구조

- 보수적인 가정 기반 CSM잔액 증가율 가장 높음(2Q23 CSM 잔액 11.9조원 +10.9% YTD vs. 업종 평균 +5.2%)
- 해약환급금준비금이 없다(vs. 업종 평균 자본대비 해약환급금준비금 비중 22.2%)는 것도 이를 방증
- 더 나아가 200%를 상회하는 K-ICS비율까지 고려 시 주주환원정책을 이행하기에 가장 유리한 구조
- 2023년 배당성향 35% 가정 시, DPS는 3,700원으로 배당수익률은 5.3%로 예상

변하지 않을 우위

- IFRS17 계리적 가정 가이드라인 적용에 따른 불확실성이 잔존하나, 높은 수익성 및 자본비율을 보유했다는 점은 변하지 않는 사실. 2024년에도 이와 같은 우위 지속 전망
- 2023년 CSM잔액은 1) 타행대비 보수적인 가정 및 2) 생보사 중 높은 보장성 상품의 수익성(2Q 보장성 14.0배 vs. 생보사 평균 13.5배; APE기준) 기반 전년대비 19% 증가한 12.8조원으로 추정
- 투자손익은 2Q 중 저이원에서 고이원으로 채권 교체된 점 고려 시 안정적 흐름 예상

투자의견 Buy, 적정주가 94,000원 유지

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	1,723	898	1,988	10,587	n/a	214,144	6.6	0.3	4.9	0.7	5.3
2024E	1,911	1,468	2,376	12,531	18.4	219,622	5.6	0.3	5.7	0.9	6.3
2025E	2,061	1,616	2,536	13,328	6.4	230,281	5.3	0.3	5.8	0.9	6.7

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익			1,723	1,911	2,061
일반/변동수수료모형(VFA)		1,791	1,977	2,127	
CSM상각		1,348	1,498	1,645	
RA환입		584	546	541	
예실차 및 기타		(142)	(66)	(58)	
보험료배분(PPA)		0	0	0	
재보험손익		(29)	(31)	(31)	
기타사업비		(42)	(43)	(43)	
투자손익	898	1,468	1,616		
보험금융손익		(8,566)	(7,189)	(7,186)	
투자서비스손익		9,465	8,657	8,802	
FVPL 평가손익		2,027	914	878	
기타		7,438	7,743	7,924	
영업이익	2,622	3,379	3,677		
영업외이익		181	96	59	
세전이익		2,803	3,474	3,736	
법인세비용		(686)	(968)	(1,070)	
당기순이익		2,117	2,506	2,666	
지배주주 순이익	1,988	2,376	2,536		

Key Financial Data I

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표 (원)					
EPS		10,587	12,531	13,328	
BPS		214,144	219,622	230,281	
수정 BPS		260,498	271,163	286,522	
보통주 DPS		3,700	4,400	4,700	
Valuation (배, %)					
PER		6.6	5.6	5.3	
PBR		0.3	0.3	0.3	
수정 PBR		0.3	0.3	0.2	
배당성향		35.0	35.0	35.0	
보통주 배당수익률		5.3	6.3	6.7	
재무비율 (%)					
ROA		0.7	0.9	0.9	
ROE		4.9	5.7	5.8	
수정 ROE		4.1	4.6	4.7	

주: 별도 기준

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산			213,491	222,160	231,181
현금및예치금		1,554	1,629	1,707	
유가증권		200,460	209,041	217,971	
FVPL		17,262	18,767	20,333	
FVOCI		144,939	151,432	158,188	
AC		37,975	37,975	37,975	
대출채권		1,031	3,156	5,367	
부동산		3,883	4,041	4,205	
비운용자산		80,979	71,303	66,959	
자산총계	294,470	293,463	298,140		
책임준비금			204,937	202,834	205,379
보험계약부채		175,812	172,534	173,860	
최선추정(BEL)		160,978	156,357	156,386	
위험조정(RA)		2,400	2,311	2,312	
보험계약마진(CSM)		12,434	13,866	15,163	
보험료배분접근법(PAA)		0	0	0	
투자계약부채		28,620	29,791	31,010	
기타부채		46,705	46,705	46,705	
부채총계	251,641	249,538	252,083		
자본금		100	100	100	
자본잉여금		125	125	125	
이익잉여금		16,982	18,566	20,501	
해약환급금준비금		0	0	0	
자본조정		(2,117)	(2,117)	(2,117)	
기타포괄손익누계액		25,904	25,416	25,613	
비지배지분		8,391	8,234	8,298	
자본총계	42,829	43,924	46,056		

Key Financial Data II

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익					
신계약 CSM			3,474	3,120	3,136
CSM 배수 (배, 개월) -APE기준			12.7	12.7	12.8
CSM 상각률 (%)			9.5	9.4	9.5
CSM Movement					
기초 CSM			10,749	12,787	14,218
신계약 CSM			3,474	3,120	3,136
이자부리			78	(27)	(30)
CSM 조정			(164)	(164)	(164)
CSM 상각			(1,348)	(1,498)	(1,645)
기말 CSM			12,787	14,218	15,515
투자손익					
투자서비스 수익률			4.0	3.4	3.4
FVPL제외 투자서비스 수익률			2.8	2.8	2.8

주: 별도 기준

삼성증권 (016360) 높은 신뢰감

Analyst 조아해 02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	47,000원		
현재주가(11.3)	37,150원		
상승여력	26.5%		
KOSPI	2,368.34pt		
시가총액	33,175억원		
발행주식수	8,930만주		
유동주식비율	69.48%		
외국인비중	34.30%		
52주 최고/최저가	38,950원/30,400원		
평균거래대금	65.1억원		
주요주주(%)			
삼성생명보험 외 4 인	29.63		
국민연금공단	8.42		
BlackRock Fund Advisors 외 11 인	5.46		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	9.6	17.7
상대주가	5.2	15.7	15.8
주가그래프			



양호한 경상이익 흐름

- 3Q23 지배주주순이익은 1,510억원(+22.3% YoY, -0.4% QoQ)으로 금리 상승(국고채 3년물 +22bp QoQ)에 따른 트레이딩 손익 우려에도 불구하고, 경상 이익 양호한 수준 기록
- 브로커리지(수탁수수료+40.6% YoY): 3Q23 일평균 거래대금 +7.2% QoQ로 높은 회복세 달성
- IB부문(인수 및 자문수수료+26.2% YoY): 구조화금융 +23.8% QoQ 주효

안정적 배당을 기대하다

- 2024년 당기순이익 6,212억원(-8.3% YoY) 추정
- 1Q23 중 인식한 대규모 채권평가이익 기저효과 제외 시 경상이익은 증익 기조 유지할 것으로 예상
- 2024년 업권 공통적으로 부동산PF 및 해외 투자 관련 평가손이 주요 핵심으로 작용할 전망
- 동사는 1) 브로커리지 중심 사업 구조(2022년 수수료 수익 내 브로커리지 수익 55%) 및 2) 자본대비 해외투자 비중은 2%대(vs. 업권 평균 20%)로 충당금 부담이 낮아 양호한 실적 창출 가능
- 타행대비 안정적 실적 기반 높은 배당 매력도를 보여줄 것으로 예상 (배당수익률 23E 7.3% vs. 업종 평균 5.6%)

투자의견 Buy 및 적정주가 47,000원 유지

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	2,242	1,309	965	10,810	90.1	68,096	4.2	0.7	1.5	16.9	8.5
2022	1,401	578	422	4,730	(56.2)	69,383	6.6	0.5	0.7	6.9	5.4
2023E	1,829	912	677	7,585	60.4	75,689	4.9	0.5	1.2	10.5	7.3
2024E	1,750	857	621	6,957	(8.3)	82,646	5.3	0.4	1.1	8.8	7.3
2025E	1,864	934	677	7,582	9.0	90,227	4.9	0.4	1.1	8.8	8.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
현금및예치금	18,001	15,989	14,900	15,505	16,135
현금및현금성자산	3,244	2,849	2,017	2,099	2,184
예치금	14,757	13,141	12,883	13,406	13,950
유가증권	33,272	25,158	24,411	25,402	26,433
단기매매증권	28,155	19,499	20,117	20,933	21,783
매도가능증권	4,342	4,515	3,226	3,357	3,493
파생상품	0	0	0	0	0
기타유가증권	775	1,144	1,068	1,112	1,157
대출채권	9,848	9,118	8,092	8,421	8,763
유형자산	105	106	91	95	99
무형자산	86	104	103	107	111
기타자산	4,396	3,372	9,191	9,911	10,691
자산총계	65,707	53,848	56,788	59,440	62,231
예수부채	17,468	13,359	14,749	15,348	15,971
차입부채	33,307	25,302	26,935	28,029	29,167
차입금	6,671	5,409	5,902	6,142	6,392
환매조건부채권매도	18,135	11,777	12,995	13,522	14,071
매도신종증권	4,273	4,198	3,942	4,103	4,269
시채	3,040	3,404	2,846	2,962	3,082
기타차입부채	1,188	515	1,249	1,300	1,353
기타부채	3,935	3,242	8,243	8,578	8,926
미지급금	3,340	2,475	4,435	4,615	4,802
미지급비용	267	265	292	304	317
제세예수금	0	0	0	0	0
임대보증금	0	0	0	0	0
이연법인세부채	130	176	200	208	216
기타	182	326	3,302	3,436	3,576
부채총계	54,947	41,916	50,029	52,060	54,174
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
기타자본	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)
기타포괄이익누계액	188	220	258	258	258
이익잉여금	3,749	3,832	4,358	4,979	5,656
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,081	6,196	6,759	7,380	8,057

Key Financial Data I

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
수익성					
자기자본회전율	161.3	217.7	185.3	147.0	136.5
ROA	1.5	0.7	1.2	1.1	1.1
ROE	16.9	6.9	10.5	8.8	8.8
총자산영업이익률	1.5	1.6	1.3	1.5	1.5

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
순수수료수익	1,114	714	830	871	912
수탁수수료	755	408	507	537	564
수익증권취급수수료	59	43	46	45	46
랩어카운트수수료	33	19	24	24	24
인수및주선수수료	92	58	59	64	74
기타수수료수익	176	185	195	199	204
순이자수익	711	621	606	608	633
순상품운용수익	414	64	404	283	326
기타이익	3	2	(11)	(12)	(8)
순영업수익	2,242	1,401	1,829	1,750	1,864
판매비와관리비	933	822	918	894	930
영업이익	1,309	578	912	857	934
영업외이익	18	(3)	10	0	0
법인세차감전순이익	1,327	575	922	857	934
법인세	362	152	244	236	257
당기순이익	0	0	0	0	0
지배주주 순이익	965	422	677	621	677

Key Financial Data II

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
배당 및 주당지표					
BPS (원)	68,096	69,383	75,689	82,646	90,227
EPS (원)	10,810	4,730	7,585	6,957	7,582
DPS (보통주, 원)	3,800	1,700	2,700	2,700	3,000
PBR (배)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
PER (배)	4.2	6.6	4.9	5.3	4.9
배당성향 (%)	35.2	35.9	35.6	38.8	39.6
배당수익률 (보통주 현금배당, %)	8.5	5.4	7.3	7.3	8.1
효율성 (%)					
판관비율	71.3	142.3	100.6	104.3	99.6
영업수지율	129.6	111.6	117.2	119.2	120.4
성장성 (전년대비 %)					
예수금증가율	15.9	(23.5)	10.4	4.1	4.1
총자산증가율	2.9	(18.0)	5.5	4.7	4.7
자기자본증가율	14.4	1.9	9.1	9.2	9.2
순영업이익증가율	50.2	(37.5)	30.6	(4.3)	6.5
순이익증가율	90.1	(56.2)	60.4	(8.3)	9.0
EPS증가율	90.1	(56.2)	60.4	(8.3)	9.0
BPS증가율	14.4	1.9	9.1	9.2	9.2

키움증권 (039490) 유효한 강점

Analyst 조아해 02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	110,000원		
현재주가(11.3)	86,800원		
상승여력	26.7%		
KOSPI	2,368.34pt		
시가총액	22,765억원		
발행주식수	2,623만주		
유동주식비율	52.87%		
외국인비중	24.03%		
52주 최고/최저가	109,400원/75,700원		
평균거래대금	99.2억원		
주요주주(%)			
다우기술 외 6 인	41.37		
국민연금공단	11.23		
Orbis Investment Management Limited 외 16 인	9.98		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	-3.7	14.7
상대주가	-4.3	1.7	12.8
주가그래프			



걱정없는 사업구조

- 브로커리지 강점을 지닌 증권사로 거래대금 증가에 따른 높은 ROE 민감도 보유
- 이는 반대로 시장 변동성과 연관된 자산 비중이 적다는 것을 뜻함
(2Q23 자산 내 IB, 트레이딩 및 금융상품 수익 관련 자산 비중 43% vs. 업종 평균 50%)
- 2Q23 자본대비 국내 부동산PF 및 해외 투자 비중은 약 20%(vs. 업종 평균 48%)에 불과

주주환원정책 신뢰감 구축 중

- 영풍제지 하한가에 따른 미수금 규모(3,000억원 손실 가정)고려해, 2023년 당기순이익을 29.7%로 하향 조정
- 해당 이슈 이후 동사는 700억원의 자사주 매입을 발표하며, 기 발표한 주주환원정책을 이행함에 무리없음을 증명
- 2024년 당기순이익 7,042억원(+36.7% YoY) 추정
- 타사대비 부동산PF 익스포저가 적어 상대적으로 충당금 부담이 적을 것으로 예상

투자의견 Buy 유지 및 적정주가 110,000원으로 하향

- 적정주가는 12m Fwd PPS 201,216원에 Target PBR 0.54배를 적용
- Target PBR은 3개년 평균 ROE 12.2%, COE 22.4%를 적용

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	1,835	1,209	904	31,114	12.9	149,422	3.4	0.7	2.2	25.4	3.3
2022	1,269	656	507	17,467	(43.9)	161,697	4.8	0.5	1.1	11.5	3.6
2023E	1,303	694	515	17,739	1.6	176,223	4.9	0.5	1.0	10.8	4.0
2024E	1,575	971	704	24,246	36.7	201,216	3.6	0.4	1.3	13.2	5.2
2025E	1,648	1,040	754	25,971	7.1	227,988	3.3	0.4	1.3	12.5	5.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
현금및예치금	16,221	12,691	14,510	15,099	15,712
현금및현금성자산	1,035	1,244	1,700	1,769	1,841
예치금	15,186	11,447	12,810	13,330	13,871
유가증권	15,771	21,919	22,923	23,854	24,822
단기매매증권	14,721	20,042	21,249	22,112	23,010
매도가능증권	474	461	451	469	488
파생상품	119	761	452	470	489
기타유가증권	457	655	771	802	834
대출채권	9,499	10,374	11,206	11,661	12,134
유형자산	139	127	125	125	125
무형자산	59	75	107	107	107
기타자산	3,671	2,925	4,253	4,773	5,336
자산총계	45,301	48,037	53,017	55,512	58,129
예수부채	17,253	15,268	17,191	17,889	18,615
차입부채	19,793	25,518	26,726	27,811	28,940
차입금	3,307	4,610	6,054	6,300	6,556
환매조건부채권매도	6,639	8,566	8,370	8,710	9,063
매도신종증권	3,376	4,773	4,695	4,886	5,084
사채	4,984	4,448	4,180	4,350	4,526
기타차입부채	1,487	3,122	3,426	3,566	3,710
기타부채	3,705	2,595	3,916	3,916	3,916
미지급금	2,793	2,042	3,364	3,364	3,364
미지급비용	201	240	272	272	272
제세예수금	20	16	14	14	14
임대보증금	5	4	3	3	3
이연법인세부채	69	52	37	37	37
기타	682	294	263	263	263
부채총계	40,999	43,444	48,013	49,803	51,666
자본금	145	145	145	145	145
자본잉여금	1,039	1,039	1,039	1,039	1,039
기타자본	(64)	(148)	(148)	(148)	(148)
기타포괄이익누계액	13	(16)	(22)	(22)	(22)
이익잉여금	3,132	3,536	3,950	4,655	5,409
비지배주주지분	37	37	39	39	39
자본총계	4,302	4,593	5,004	5,709	6,463

Key Financial Data I

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
수익성					
자기자본회전율	136.4	194.7	190.3	148.8	132.6
ROA	2.2	1.1	1.0	1.3	1.3
ROE	25.4	11.5	10.8	13.2	12.5
총자산영업이익률	2.6	2.0	1.3	1.5	1.8

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
순수수료수익	968	726	668	705	743
수탁수수료	682	490	488	521	552
수익증권취급수수료	54	54	39	39	40
랩어카운트수수료	15	14	18	19	19
인수및주선수수료	32	16	15	13	15
기타수수료수익	185	152	108	113	118
순이자수익	591	804	882	779	770
순상품운용수익	334	(286)	208	91	135
기타이익	(58)	25	(455)	0	0
순영업수익	1,835	1,269	1,303	1,575	1,648
판매비와관리비	626	612	608	604	607
영업이익	1,209	656	694	971	1,040
영업외이익	25	24	2	0	0
법인세차감전순이익	1,234	680	697	971	1,040
법인세	324	172	180	267	286
당기순이익	910	508	516	704	754
지배주주 순이익	904	507	515	704	754

Key Financial Data II

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
배당 및 주당지표					
BPS (원)	149,422	161,697	176,223	201,216	227,988
EPS (원)	31,114	17,467	17,739	24,246	25,971
DPS (보통주, 원)	3,500	3,000	3,500	4,500	5,000
PBR (배)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
PER (배)	3.4	4.8	4.9	3.6	3.3
배당성향 (%)	11.6	17.6	17.2	16.2	16.8
배당수익률 (보통주 현금배당, %)	3.3	3.6	4.0	5.2	5.8
효율성 (%)					
판관비율	51.8	93.3	87.6	62.1	58.4
영업수지율	145.5	116.5	120.2	122.8	123.8
성장성 (전년대비 %)					
예수금증가율	20.0	(11.5)	12.6	4.1	4.1
총자산증가율	20.5	6.0	10.4	4.7	4.7
자기자본증가율	49.1	6.8	9.0	14.1	13.2
순영업이익증가율	24.9	(30.9)	2.7	20.9	4.6
순이익증가율	28.5	(43.9)	1.6	36.7	7.1
EPS증가율	12.9	(43.9)	1.6	36.7	7.1
BPS증가율	30.9	8.2	9.0	14.2	13.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 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.

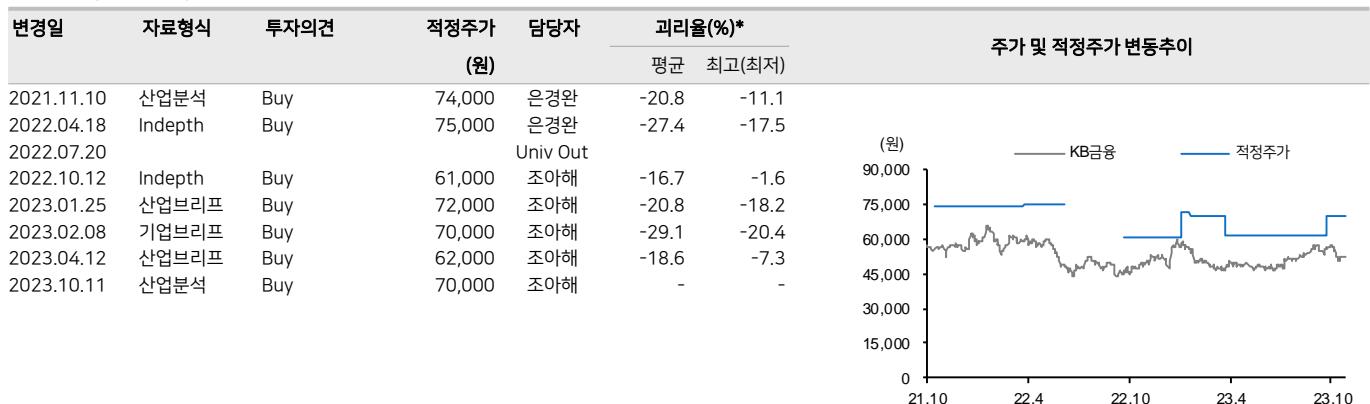
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미			투자의견 비율
	Buy	Hold	Sell	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상	추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 미만	매수 86.5%
산업		시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	Neutral (중립)	Underweight (비중축소)	중립 13.5%
				매도 0.0%
				2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

KB금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		하나금융지주	적정주가
2021.11.10	산업분석	Buy	63,000	은경완	-27.4	-16.8	75,000		
2022.04.18	Indepth	Buy	62,000	은경완	-29.3	-20.2			
2022.07.20				Univ Out					
2022.10.12	Indepth	Buy	50,000	조아해	-21.3	-17.3			
2022.11.03	산업분석	Buy	54,000	조아해	-17.2	-2.6			
2023.01.25	산업브리프	Buy	64,000	조아해	-30.5	-17.0			
2023.04.12	산업브리프	Buy	54,000	조아해	-	-			

DB손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		DB손해보험	적정주가
2021.07.21	산업분석	Buy	78,000	김고은	-21.8	-7.3	150,000		
				담당자 변경	-18.9	-10.4			
2022.04.18	Indepth	Buy	88,000	은경완	-28.1	-20.6			
2022.07.20				Univ Out					
2023.10.11	산업분석	Buy	120,000	조아해	-	-			

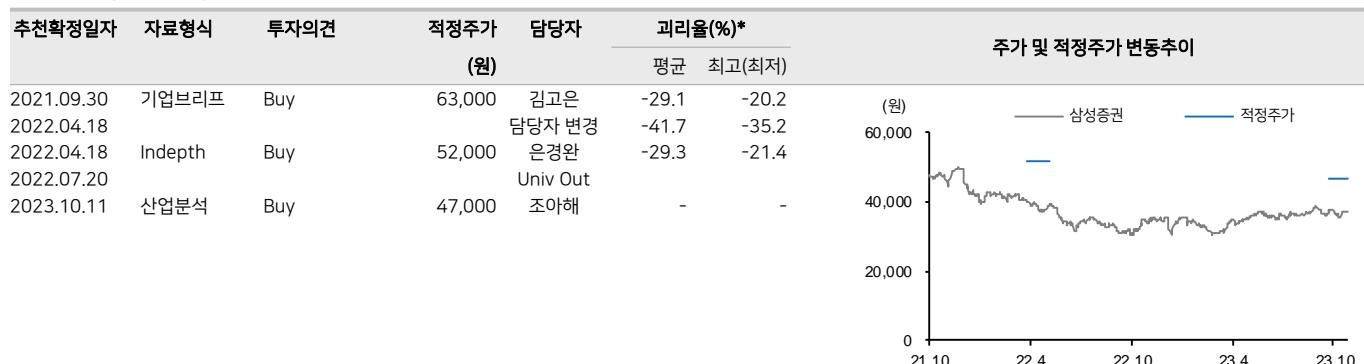
삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		삼성생명	적정주가
2021.07.21	산업분석	Buy	110,000	김고은	-39.1	-29.5	105,000		
2022.07.21	1년 경과				-39.1	-32.1			
2023.10.11	산업분석	Buy	94,000	조아해	-	-			

삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

