

Strategy Idea

**금융**

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

본 자료의 원본은 2024년 6월 3일 발간된
[2024년 하반기 전망 시리즈 11 - 금융: 우상향에 대한 근거]입니다.

2024년 하반기 전망 시리즈 11 (해설판) [금융] 우상향에 대한 근거

- ✓ 안정적 ROE 및 자본비율 개선 여력 기반 주주환원 확대 역량: 은행 > 보험 > 증권
- ✓ 은행: 안정적인 실적 창출 기반 은행들의 자본비율 개선 여력 유효. 24E CET-1비율 13% 상회하는 은행 (3대 금융지주) 중심으로 추가적인 자사주 매입 및 소각 여력 충분
- ✓ 보험: IFRS17 변동성 축소 및 K-ICS비율 기반 주주환원정책을 제시하기 시작. 내재된 체력 기반 K-ICS비율 200% 상회하는 보험사에게 적극적 주주환원정책 기대 가능
- ✓ 증권: 현 영업환경 상 브로커리지 수익 비중이 높은 증권사가 실적 안정성을 보유. IB사업 부문 우려(부동산PF 및 해외 투자 관련) 완화 시, 적극적 주주환원정책 시행 가능

Intro. 지속가능한 주주환원정책의 근간, 자본비율

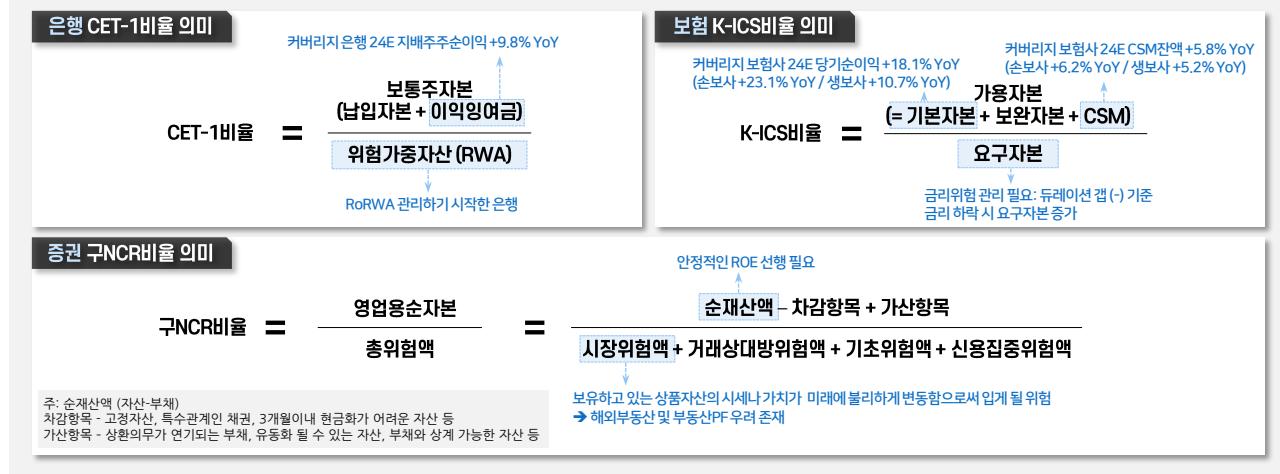
금융, 지속가능한 주주환원정책의 근간은 자본비율이다. 자본비율이 높을수록 1) 안정적인 실적 및 2) 적극적인 주주환원정책을 이행할 수 있기 때문이다.

은행의 CET-1비율은 개선될 여력이 유효하다. 1) 분자 상 커버리지 은행 합산 24E 지배주주순이익은 전년대비 9.8% 증가할 것으로 예상되는 가운데, 2) 분모 상 은행들은 본격적으로 RoRWA를 관리하기 시작하였다.

보험의 K-ICS비율은 금리 영향을 고려해야 한다. 1) 분자 상 커버리지 보험사 합산 24E 당기순이익은 전년대비 18.1% 증가, CSM잔액은 전년대비 5.8% 증가할 것으로 예상되나, 2) 분모 상 금리위험 관리가 필요하다.

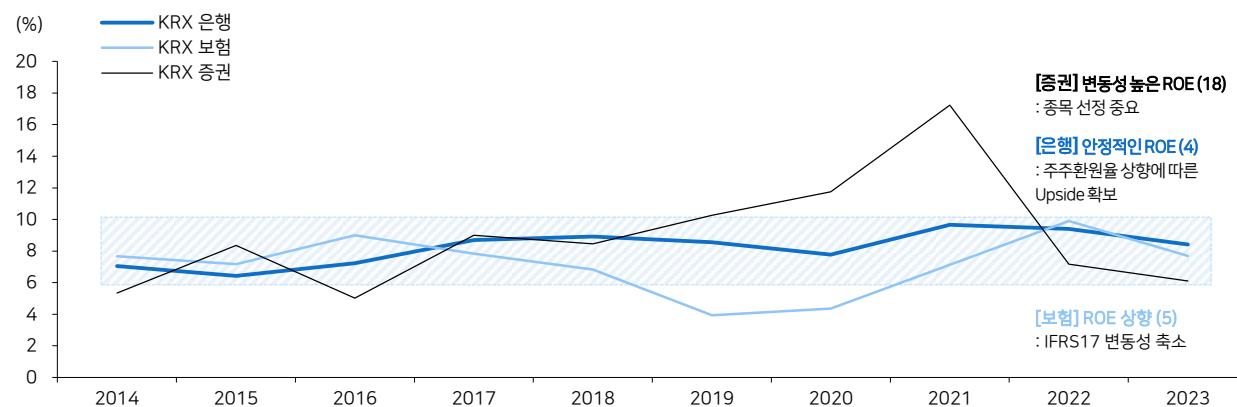
증권의 구NCR비율은 증권사별 수익 구조에 따라 변동성이 상이할 것으로 예상한다. 1) 분자 상 안정적인 ROE가 선행해야 하며, 2) 분모 상 부동산PF 및 해외 투자 관련 비중이 높을수록 시장위험액 변동성이 높아 해당 우려 완화가 필요하다.

그림1 금융 자본비율 의미



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 ROE 추이 및 분산: 증권 vs. 은행, 보험



주: 괄호는 ROE 분산

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 1. 은행: 짙어지는 방향성

양호한 은행의 펀더멘털

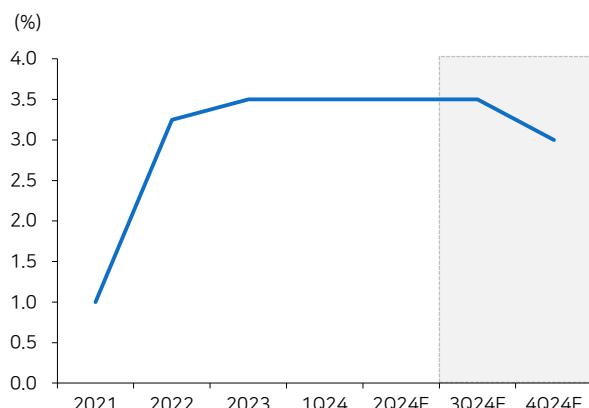
안정적인 실적 창출 기반 은행들의 자본비율 개선여력이 유효하다.

하반기 중 기준금리 하락이 예상되는 점 고려 시, 은행 NIM 하락세는 불가피하다. 2024년 연간 전통은행 평균 전년대비 6bp 하락을 예상한다. 카카오뱅크의 경우 대출성장률 가이던스 하향 조정 (기존: 20% 내외 → 현재 10% 초반)된 점 고려 시, 예대율 하락에 따른 높은 하락폭을 예상한다 (-24bp YoY).

다만 현재까지 누적 적립된 선제적 대손충당금 규모 고려 시, 은행 대손비용률은 전년대비 하락을 예상한다. 커버리지 은행 대손비용률은 2024년 평균 0.48% 추정한다 (vs. 2023년 연간 0.62%). 1) 경상 대손비용률은 연체율 상승 추이 고려 시, 상승세 유지될 것으로 예상하나, 2) 표면적 대손비용률(경상+선제적)은 누적 적립된 선제적 대손충당금 규모 고려 시 감소세를 예상한다. 2023년 중 은행들은 대손충당금 산정 방식인 PD, LGD의 산출 방식이 보수적인 형태로 개선됨에 따라, 2023년 가중평균 기준 (대손비용률 - 경상 대손비용률)은 25bp로 큰 차이를 보이고 있기 때문이다.

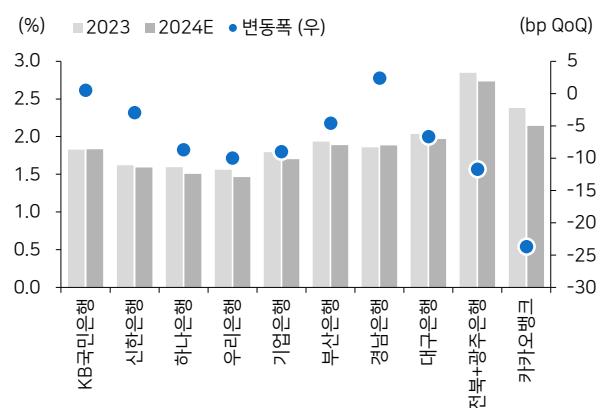
안정적인 실적 창출 기반 은행들의 자본비율 개선 여력은 유효하다. 주주환원정책의 핵심인 자본비율의 경우 2024년 이익 규모만 고려 시 140bp 개선될 것으로 추정한다. RWA 증가율 가정 시 (시중은행 4%, 이 외 6% 단순 가정), 25bp 개선될 것으로 추정한다.

그림3 국내 기준금리 추이 및 당사 전망



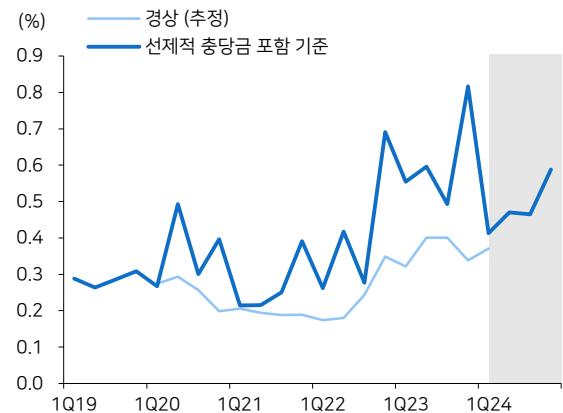
자료: 한국은행 메리츠증권 리서치센터

그림4 은행 2024E NIM 전망



자료: 각 사 메리츠증권 리서치센터

그림5 은행 대손비용률 추이 및 전망



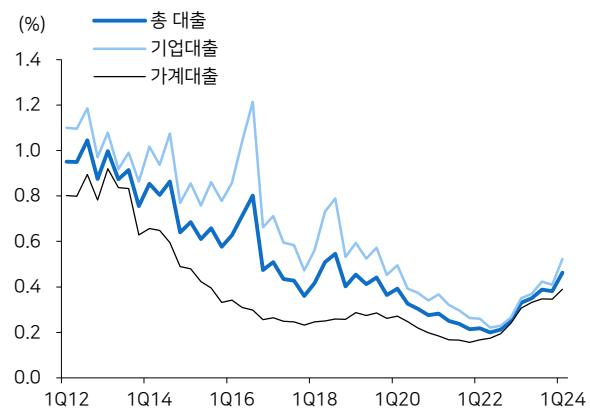
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연간 은행 대손비용률 vs. 경상 대손비용률 추이



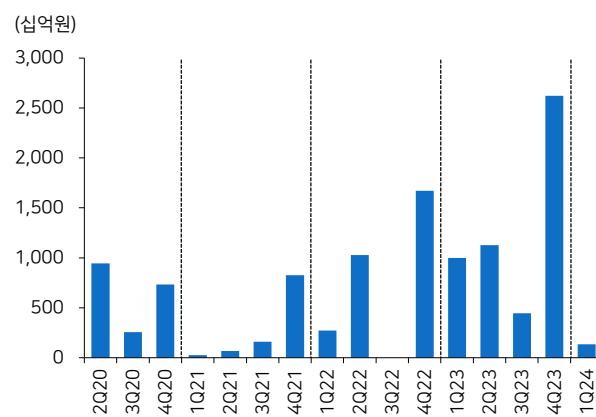
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 은행 연체율 추이



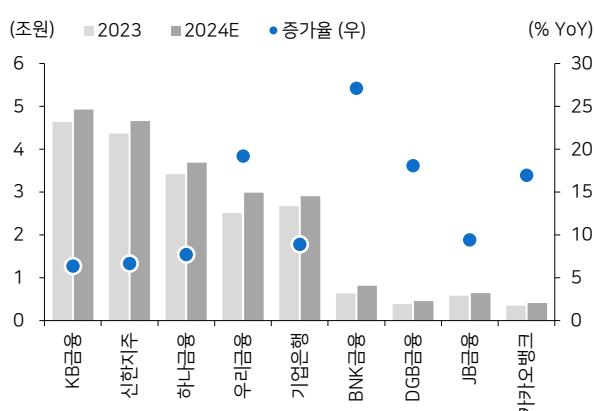
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 은행 선제적 대손충당금 적립 추이

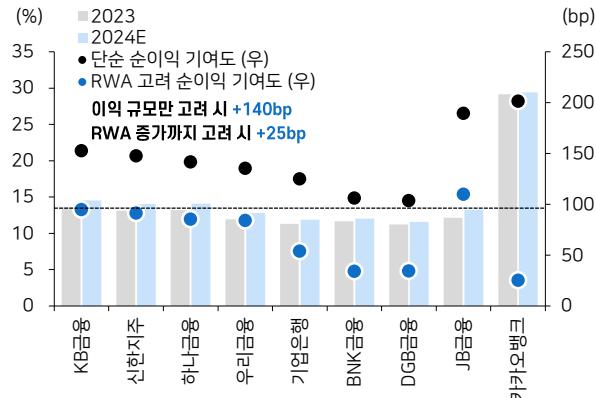


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 은행 지배주주 순이익 추정



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 은행 CET-1비율 추정
(RWA 단순 증가율 및 이익잉여금 증가분만 고려)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

RoRWA 개선 → CET-1비율 개선 → 적극적인 주주환원정책의 이행

국내은행들은 이미 CET-1비율을 기반으로 명확한 주주환원정책을 제시하기 시작했다. 각 은행 목표 CET-1비율 제시 및 이에 기반한 주주환원성향 중장기 목표치를 제시했다 (기업은행 제외).

더 나아가 RoRWA 개선 의지까지 확인되고 있다. 'RoRWA 개선 → CET-1비율 개선 → 적극적인 주주환원정책의 이행'이라는 흐름이 본격화되었다. 1) KB금융은 명목 GDP 성장을 기본 벤치마크로 하는 등 효율적 자산운용 계획을, 2) 우리금융은 자체 자산 성장 4~5% 수준 관리할 것임을, 3) JB금융은 지방은행 특성 고려하여 향후 3년간 연평균 7~8% 수준 관리할 것임을 제시하였다.

현재 지방은행 중 가장 적극적으로 대출자산 포트폴리오를 개선하고 있는 곳은 BNK금융이다. 1Q24 중 CET-1비율이 가장 큰 폭으로 개선되었다 (+31bp QoQ vs. 업종 평균 -3bp QoQ). 이는 RWA 감축 (-0.5% vs. 총자산 +2.2% QoQ)을 통한 수익성 개선에 기인한다. 위험가중치가 낮은 가계대출은 전분기대비 4.0% 증가한 반면, 위험가중치가 높은 기업대출은 전분기대비 1.3% 감소하였다. 이는 은행 NIM이 전분기대비 5bp 개선된 이유이다 (vs. 업종 평균 +1bp QoQ).

표1 국내은행 주주환원정책

주주환원정책	
KB금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 13.0% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용
신한지주	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 13.0% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용 분기 균등 배당 실시: 24년 540원 제시 vs. 23년 525원
하나금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 13.0~13.5% 구간 전년대비 증가한 자본비율의 50% 해당하는 자본은 주주환원의 재원으로 활용 CET-1비율 13.5% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용
우리금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 11.5~13.0% 구간 총 주주환원을 30~35% CET-1비율 13.5% 초과 총 주주환원을 35% 이상 추진
BNK금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 25년까지 12.0% 이상 개선 예정 중간배당 및 자기주식 취득 정례화
DGB금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 11.0~12.0% 구간 총 주주환원율 30% CET-1비율 12.0~13.0% 구간 총 주주환원율 30~40% CET-1비율 13.0% 초과 총 주주환원율 40% 이상 추진
JB금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 12.0% 초과 시 DPS 안정적 상향 및 자사주 매입/소각 적극 검토 CET-1비율 13.0% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용 2024년부터 분기배당 실시

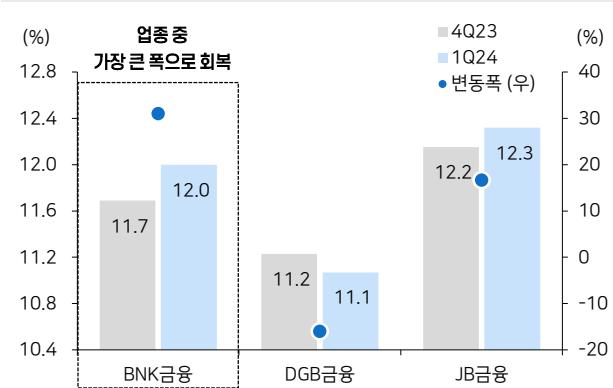
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 KB금융 주주환원정책 RWA 관리방안



자료: KB금융

그림12 3대 지방은행 CET-1비율: 1Q24 vs. 2Q23



자료: 갈사 메리츠증권 리서치센터

주주환원성향 우상향 지속 전망

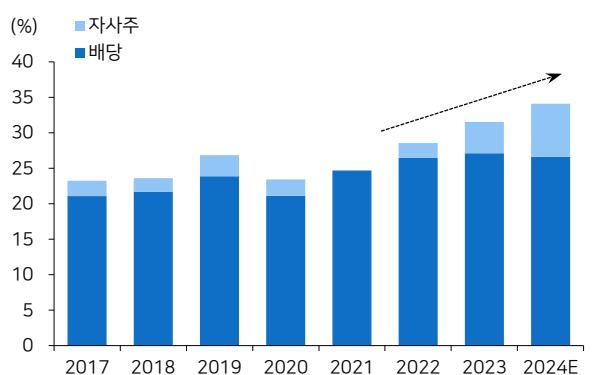
CET-1비율 개선 여력 기반 은행들의 주주환원성향 우상향 지속을 전망한다.

CET-1비율 13% 상회하는 은행들 중심으로 추가적인 자사주 매입 및 소각 여력 충분하다. 2024년 주주환원성향 커버리지 은행은 단순 평균 기준 34% 추정한다 (vs. 2023년 32%). 3대 금융지주의 경우 약 38% 추정한다 (vs. 2023년 36%).

현재 은행들의 주주환원정책은 신뢰성을 확보한 것으로 판단한다. 은행 PBR을 ROE와 주주환원성향 2가지 변수 모두를 활용해 도출할 수 있다. 일본/미국/국내 은행들의 PBR, ROE, 주주환원성향 기반 도출된 추세선 기준 은행 업종 지속 가능한 ROE를 9%, 올해 주주환원성향을 약 35%로 가정하게 될 시, Target PBR은 0.52배다 (vs. 카카오뱅크 제외 기준 은행 PBR 0.41배).

업종 내 자본비율 우위가 지속될 것으로 예상되는 KB금융, 경쟁사와의 Valuation Gap 축소 여력 및 시중은행 중 높은 배당매력을 보유한 하나금융을 Top-picks로 제시한다.

그림13 은행 주주환원성향 단순평균 추이



주: 회계기준 기준 자사주 매입 · 소각 고려
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

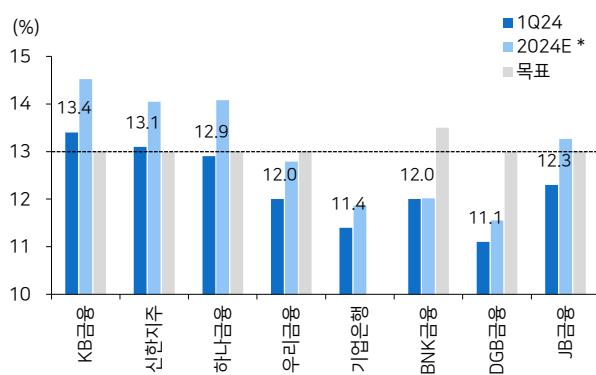
표2 은행 PBR 민감도 분석: ROE vs. 주주환원성향

주주환원성향 (%)	PBR (배)	ROE (%)					
		7	8	9	10	11	12
30	30	0.27	0.37	0.46	0.56	0.65	0.75
	35	0.33	0.43	0.52	0.62	0.72	0.81
	40	0.39	0.49	0.59	0.68	0.78	0.88
	45	0.46	0.55	0.65	0.75	0.84	0.94
	50	0.52	0.62	0.71	0.81	0.9	1
	55	0.58	0.68	0.77	0.87	0.97	1.06
	60	0.65	0.74	0.84	0.93	1.03	1.13
	65	0.71	0.8	0.9	1	1.09	1.19
							1.28

주: 2023년 일본/미국/국내 은행들의 PBR, ROE, 주주환원성향 기반 도출된 추세선을 기준으로 작성

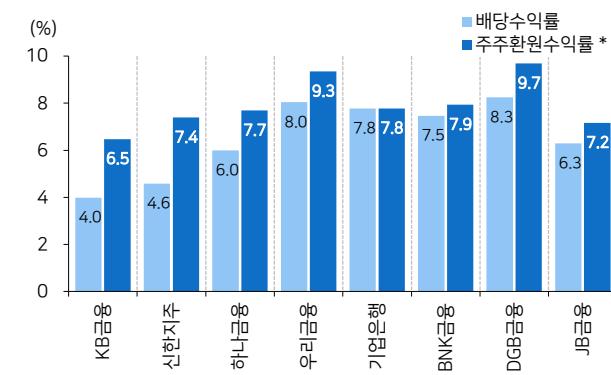
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 은행 CET-1비율



주: *24년 당기순이익 및 RWA 단순 증가율(시중 4%, 이 외 6% 가정)에 기반
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 커버리지 은행 배당수익률 및 주주환원수익률 (24E)



주: 5월 31일 종가 기준, *회계기준 추정치
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 보험: 시작된 구체화

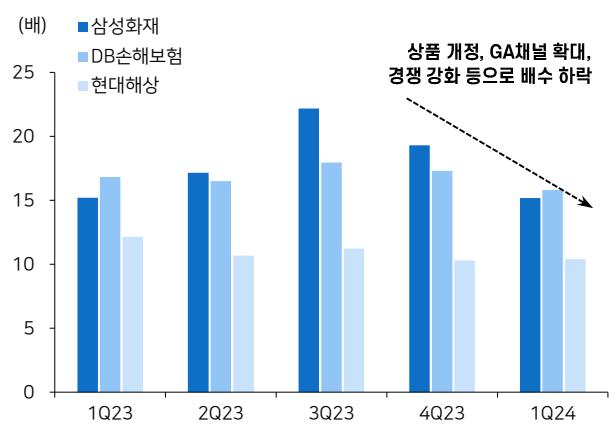
CSM, 질적인 성장의 중요성 부각

보험사별 CSM잔액 증가율에 따른 K-ICS비율 개선세 상이할 것으로 예상한다. 상대적으로 높은 증가율을 보인 보험사 중심으로 K-ICS비율 개선 여력을 보유한 것으로 추정된다. CSM잔액 증가 기반 커버리지 보험사 K-ICS비율의 개선세는 평균 7%p 추정한다 (손보사 평균 +9%p, 생보사 평균 +5%p).

신계약 CSM은 과당경쟁으로 인한 CSM배수 하락으로 전년대비 축소가 불가피한 것으로 판단된다. 생보사의 경우 단기납 종신보험 판매 영향으로 손보사보다 더 큰 폭의 하락세를 예상한다 (손보사 -5.1% YoY vs. 생보사 -13.2% YoY). 업계 공통적으로 1Q 중 CSM배수 하락세를 시현했다. 1Q 중 경쟁 강화, 상품 개정, GA 채널 확대 (ex. 삼성화재 GA매출 비중 30%; +10%p YoY), 종신보험 해지율 가정 변경 등에 기인한다. 특히 생보사는 1) 단기납 종신보험 해지 환급률 상향, 2) 건강보험 중심 포트폴리오 개선을 위한 절판 마케팅 등 과당 경쟁으로 인해 생보사의 하락폭이 확대되었다 (손보사 -1.8배 QoQ vs. 생보사 -4.8배 QoQ).

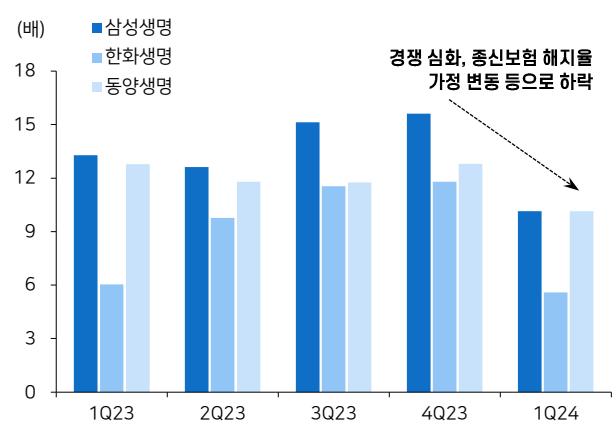
CSM조정은 작년 당국의 계리적 가이드라인 영향 고려 시, 전년대비 변동성 축소 예상한다. 해당 요인을 기반으로 CSM잔액은 전년대비 증가할 것으로 예상되며, 손보사가 더 큰 폭으로 증가할 것으로 예상한다 (손보사 +6.2% YoY vs. 생보사 +5.2% YoY).

그림16 손보사 3사 CSM배수 추이



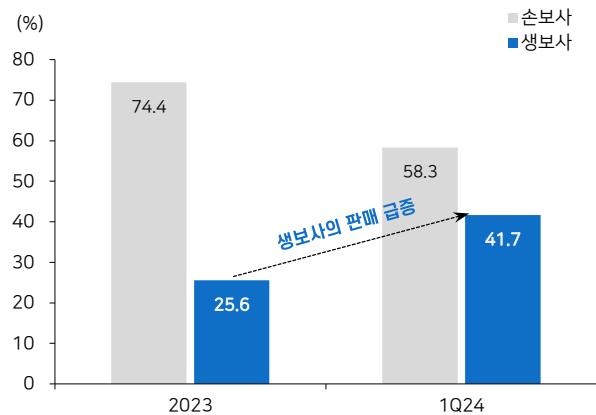
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 생보사 3사 CSM배수 추이



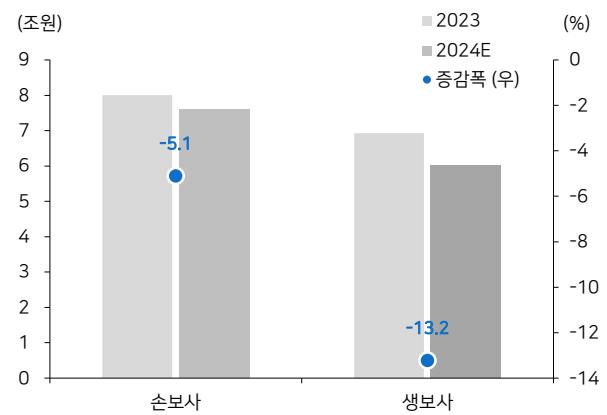
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 제3보험 신계약 점유율 (상위 5개사 기준)



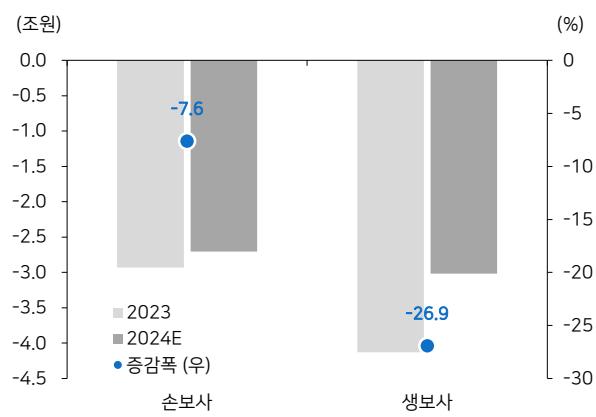
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 신계약 CSM 전망: 손보사 vs. 생보사



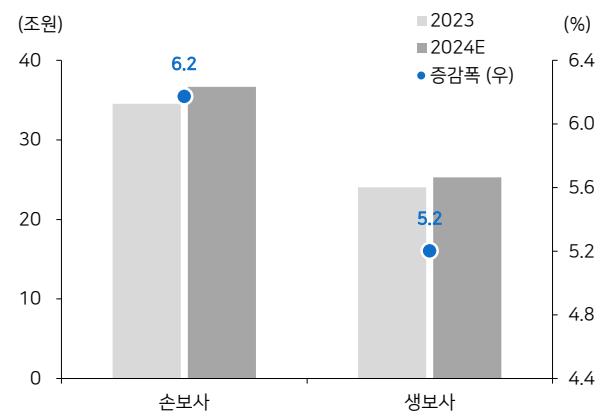
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림20 CSM조정 전망: 손보사 vs. 생보사



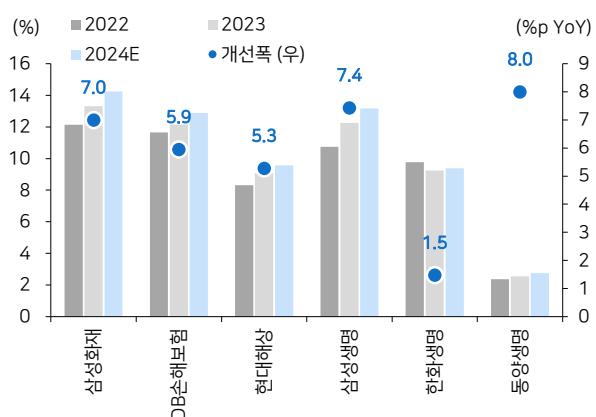
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림21 CSM잔액 전망: 손보사 vs. 생보사

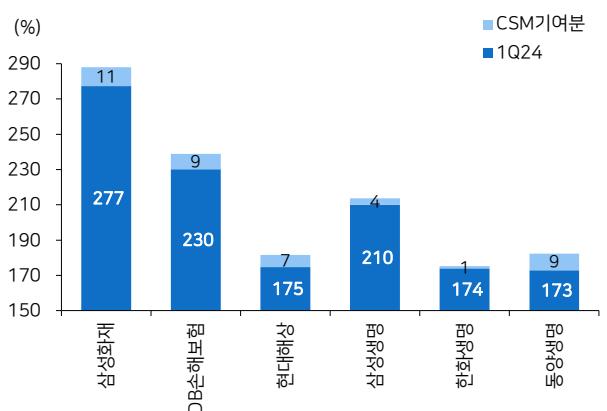


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림22 커버리지 보험사 CSM잔액 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림23 커버리지 보험사 1Q24 K-ICS비율¹⁾ 및 CSM잔액 기여분 추정²⁾

주: 1) 1Q24 중 할인율 제도 반영된 것을 고려, 비교 기준으로 선정

2) CSM증가분만을 단순 고려

현대해상 후순위채 5,000억원 발행 고려 (발행 전 1Q24 167.8%)

자료: 메리츠증권 리서치센터

하향 조정이 불가피한 K-ICS비율

제도 변경, 금리 하락 등으로 인해 보험사들의 K-ICS비율 하향 조정이 불가피하다. 다만 금리 민감도에 따라 보험사별 영향이 상이할 것으로 예상한다.

당국은 IFRS17에 적용하는 할인율을 현실화하기 위해 '2024년 보험부채 할인 요소 적용기준 및 2027년까지 할인율 단계적 적용방안'을 마련하였다. 주요 골자는 할인율 인하이다 (보험부채(최선추정부채 BEL) ↑, 보험계약자산(부채) 순금융손익 ↓ ⇒ K-ICS비율 하락). 해당 제도 변경으로 인해 1Q24 중 보험사들은 K-ICS비율이 하락되었다. 1Q25에도 이와 같은 영향을 예상한다.

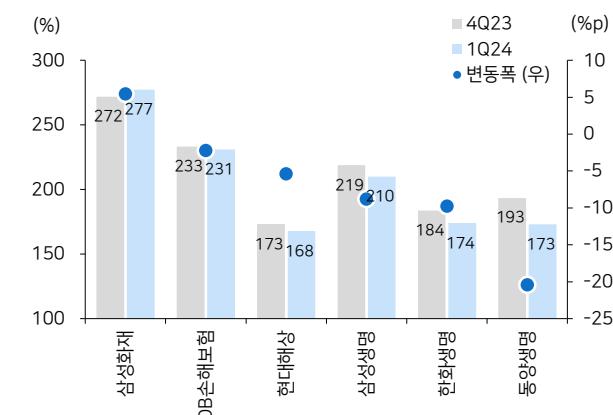
앞선 제도 변경과 함께 올해 하반기 금리 인하로 인해 보험사들의 요구자본 증가가 불가피하다. 다만 듀레이션 캡에 따라 보험사별 영향이 상이하다. 1) 삼성화재의 경우 듀레이션 캡 방향성 차이로 금리 인하가 오히려 (+) 요인으로 작용할 것이며, 2) DB손해보험의 경우 듀레이션 캡이 적어 생보사보다 적은 하락폭을 시현할 것으로 예상한다.

표3 보험부채 할인율 개선방안

요소	개선방안	시행시기
장기선도금리	조정폭 15bp에서 25bp로 상향	2024년
최종관찰만기	20년에서 30년으로 확대	2025년
유동성 프리미엄	개인대출	채권신용등급 매핑방식 대신 신규 대출금리 직접 이용해 산출
	특수금융	자산평가 위험스프레드 산출방식과 일원화
	신용위험 스프레드	채권시장 신용경색 등 외부요인을 유동성 프리미엄에서 제외
	조정비율	자산, 부채 간 현금흐름 미스매칭 특성 고려 조정비율 개선

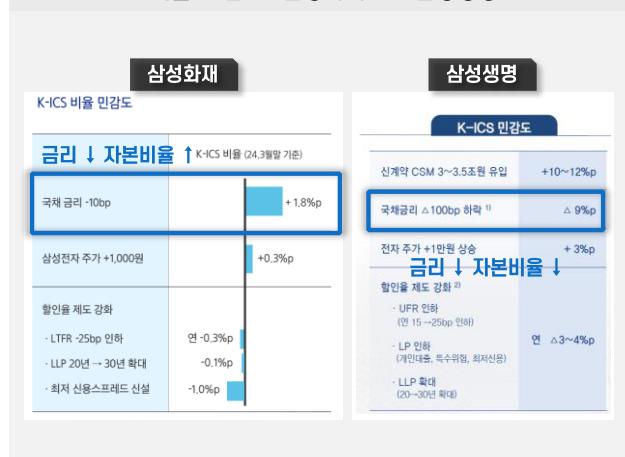
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림24 보험사 K-ICS비율



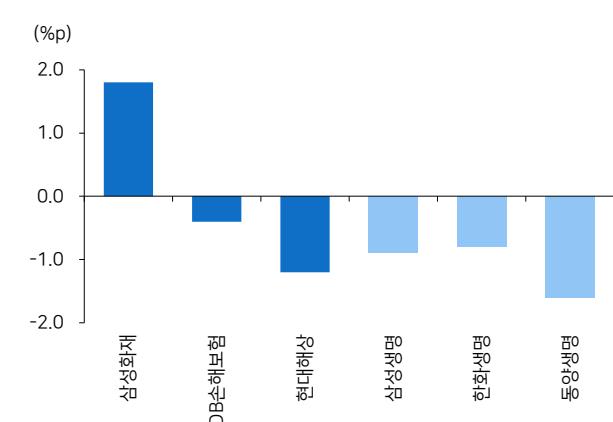
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림25 K-ICS비율 민감도: 삼성화재 vs. 삼성생명



자료: 각 사

그림26 K-ICS비율 민감도: -10bp 당



주: 국고채 10년물 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

보험사, 시작된 자본정책의 변화

보험사의 중장기 자본정책이 본격화되었다. 중장기적으로 내재된 체력 기반 K-ICS비율 200% 상회하는 보험사에게 적극적 주주환원정책 기대할 수 있겠다.

적정자본에 기반한 중장기 자본정책이 구체화되고 있다. 삼성화재는 적정자본 수준을 220% 제시 (vs. 1Q24 277%), 초과분에 대해 주주환원 (중장기 주주환율 50% 제시) 및 자본투자를 진행 예정임을 발표하였다. 삼성생명 또한 자본비율 관리 방안은 200~220%를 제시하였다. 추후 DB손해보험 또한 2Q24 실적 발표를 통해 자본정책을 구체화할 예정이다.

종합적으로 1) K-ICS비율 (+) 요인인 CSM 및 이익 기여분 (손보사 평균 +30%p, 생보사 평균 +15%p) 및 2) K-ICS비율 (-) 요인인 금리 하락에 따른 변화 요인 고려 시, 200% 상회가 예상되는 보험사는 삼성화재, DB손해보험, 삼성생명이다. 수익성 및 안전성 모두 보유한 삼성화재를, 높은 수익성 대비 Valuation 매력도 (수정 PBR vs. ROE) 보유한 DB손해보험을 Top-picks로 제시한다.

그림27 삼성화재 중장기 자본정책

중장기 자본정책 (검토안)

- 초과 자본의 효율성 제고 및 기업 가치 극대화 방향으로 자본정책 수립

자본정책 방향 ✓ 중장기 ROE, 지금여력(K-ICS) 타겟 설정

✓ 초과자본 활용 계획(주주환원, 자본 투자 등) 및 가이드라인 수립

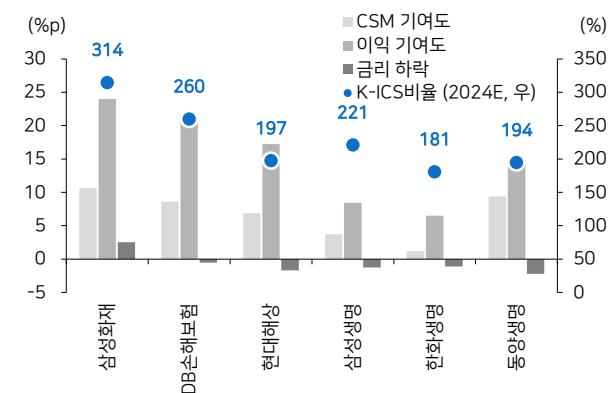
① 주주 환원 : 주주환원을 확대 기조로 현금배당, 자사주 매입/소각 등 다양한 옵션 마련

② 자본 투자 : 수익성(최소 요구 수익률), 성장성, 시너지 감안 효율적 자본 배분



자료: 삼성화재

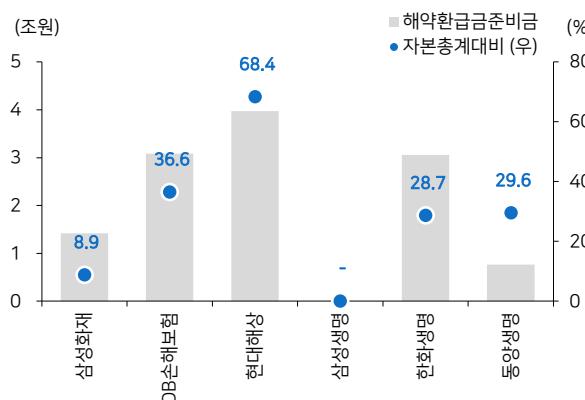
그림28 커버리지 보험사 2024E K-ICS비율: CSM, 이익, 국고채 하락만 단순 고려



주: 할인율 제도 고려, 1Q24 기준 기여도 추정, 현대해상 후순위채 5,000억원 발행 고려 (발행 전 1Q24 167.8%)

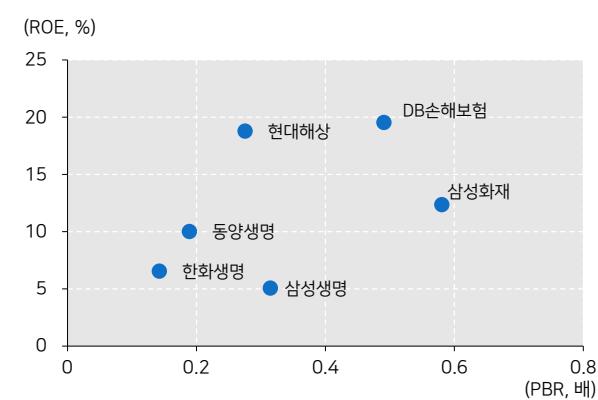
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림29 보험 자본대비 해약환급금준비금 (1Q24)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림30 보험 *수정 PBR vs. ROE (24E)



주: *수정BPS = BPS + CSM - 해약환급금준비금
자료: 메리츠증권 리서치센터

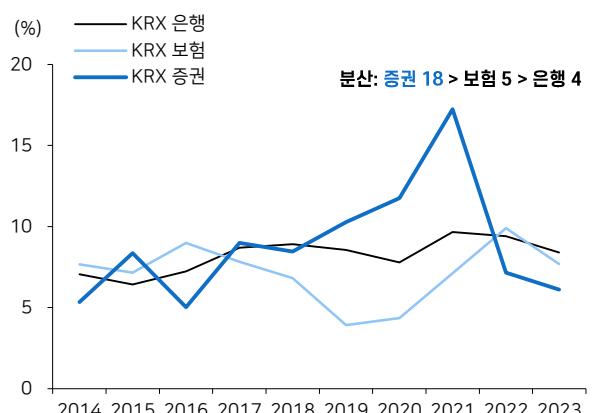
Part 3. 증권: 재정비의 시간

안정적인 ROE, 안정적인 DPS

증권은 사업구조 특성 상 높은 ROE 변동성을 보유하고 있다 (10개년 ROE 분산 증권 18 > 보험 5 > 은행 4). 가시적인 주주환원정책은 안정적인 ROE가 우선되어야 한다.

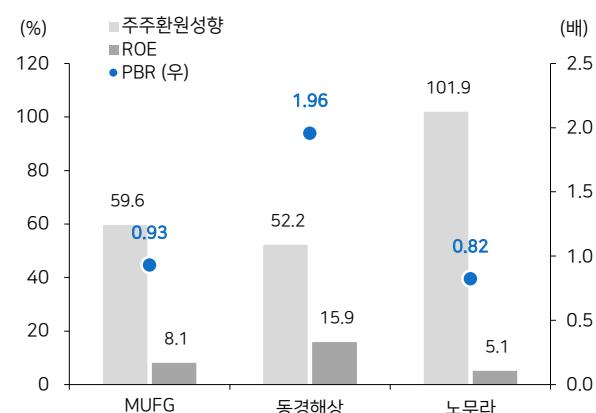
이는 일본 금융주에서도 확인 가능하다. 일본 금융주에서 증권사가 주주환원성향은 가장 높으나 (FY23 노무라 증권사 주주환원성향 102% vs. MUFG 60%, 동경해상 52%), PBR은 가장 낮은 수준이다 (FY23 노무라 증권사 PBR 0.82배 vs. MUFG 0.93배, 동경해상 1.96배). MUFG, 동경해상은 DPS가 안정적인 우상향 기조를 유지하는 반면, 노무라 증권사의 경우 ROE 변동성과 함께 DPS 변동성도 높기 때문이다.

그림31 ROE 추이 및 분산: 증권 vs. 은행, 보험



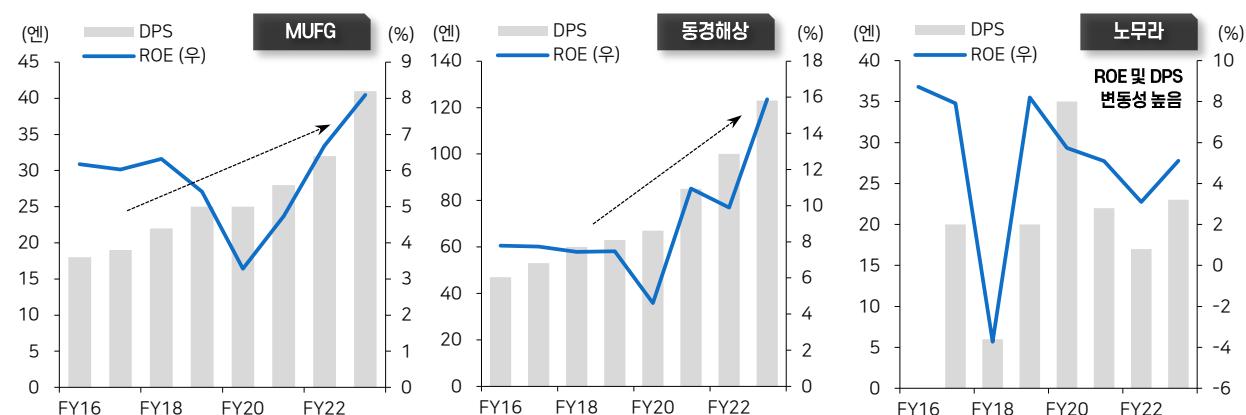
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림32 일본 금융주: PBR, ROE, 주주환원성향 (FY23)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림33 일본 금융주: DPS, ROE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

안정적인 거래대금, 변동성 축소될 트레이딩, 뚜렷한 회복세의 전통 IB

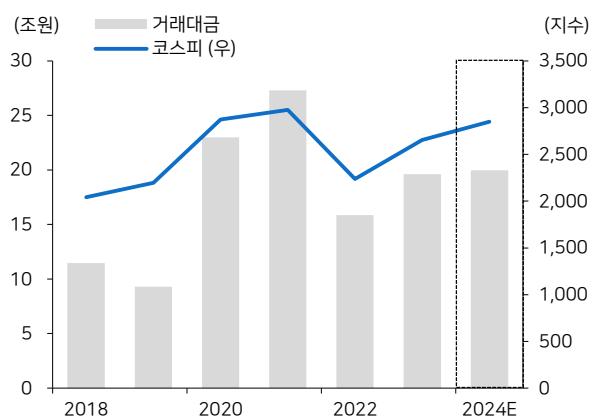
하반기 금리 인하 기반 1) 증권사들의 거래대금 양호한 흐름세 지속, 2) 트레이딩 부문의 손익 변동성 축소, 3) 전통IB 부문의 회복세 지속을 예상한다.

2024년 일평균 거래대금 전년대비 소폭 증가한 수준을 예상한다. 2H24 금리 안정화에 따른 위험자산 선호도 높아질 시, 회전율 회복에 따른 거래대금 상승세를 전망한다. 중시 일평균 거래대금 회복세가 뚜렷하다. 1Q24 일평균 거래대금은 21.4조원으로 전분기대비 29.7% 증가하였다 (vs. 4Q23 16.5조원; -28.6% QoQ). 4~5월 평균 20.5조원으로 양호한 흐름세가 지속되고 있다. 중시 대기자금 성격인 투자자예탁금도 회복세가 뚜렷하다. 4월 기준 57.2조원으로 전년말 대비 24.3% 증가했다 (vs. 2015~2019년 평균 23.6조원, 2020년 평균 46.5조원).

하반기 중 금리 인하에 따른 증권사들의 트레이딩 부문 손익 변동성 축소가 예상된다. 증권사들의 보유채권 규모가 확대됨에 따라 트레이딩 손익 변동성 확대되었다 (증권사 보유채권 규모 2023년 252조원 vs. 2018년 대비 38.5%). 1Q23 중시중금리 하락으로 인해 증권사 Trading 및 상품손익 큰 폭의 회복세를 시현한 바와 같이 올해 하반기도 이와 같은 흐름을 예상한다.

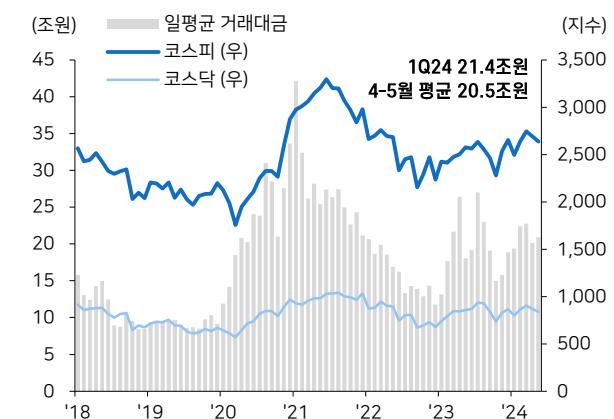
전통 IB 부문의 회복세 기반 증권사의 인수/주선 및 기타 수수료 증가세를 예상한다. ECM 및 DCM 합산 주관금액 1Q24 전분기대비 61.5% 증가했다 (vs. 4Q23 -2.0% QoQ). DCM은 연내 금리하락 기대감으로 일반채 (+25% YoY), 여신전문 금융채권 (+33% YoY) 등 발행이 증가하였다. 하반기 중 금리 인하 기조 고려 시 이와 같은 추세가 이어질 것으로 전망한다.

그림34 일평균 거래대금 및 코스피 전망



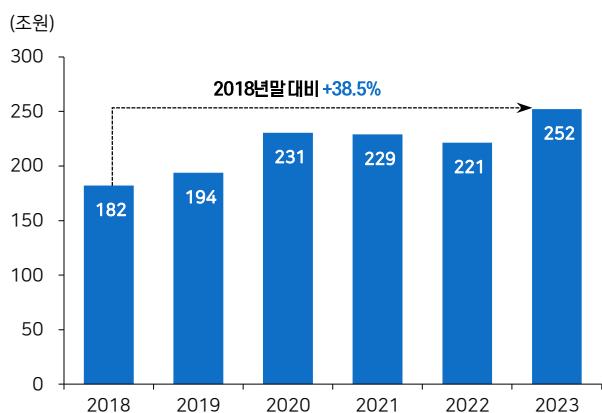
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림35 일평균 거래대금, 코스피 및 코스닥 지수 추이



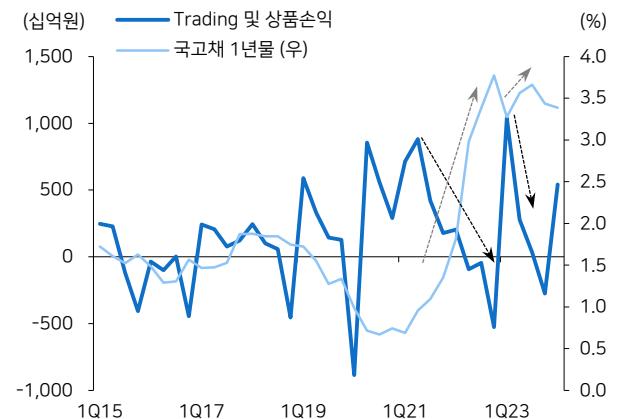
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림36 증권사 보유채권 규모



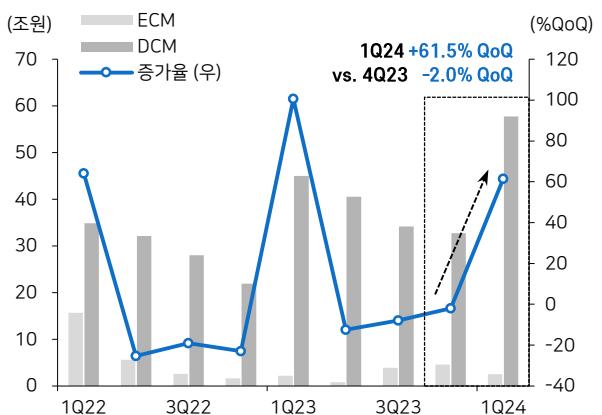
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림37 커버리지 Trading 및 상품손익 합산 vs. 국고채 1년물



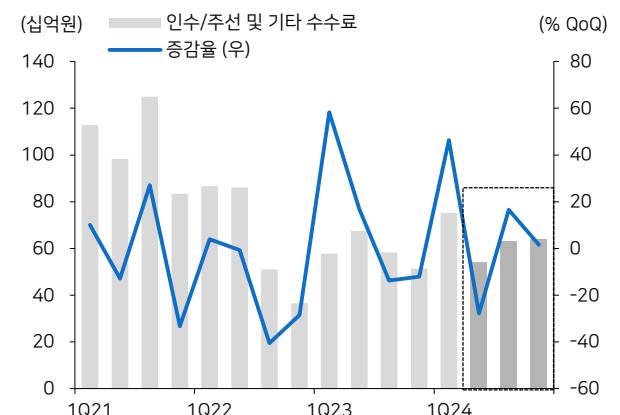
자료: 각 사, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림38 ECM, DCM 추이



자료: 더밸, 메리츠증권 리서치센터

그림39 커버리지 합산 인수/주선 및 기타수수료 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

vs. 부동산PF 우려 지속

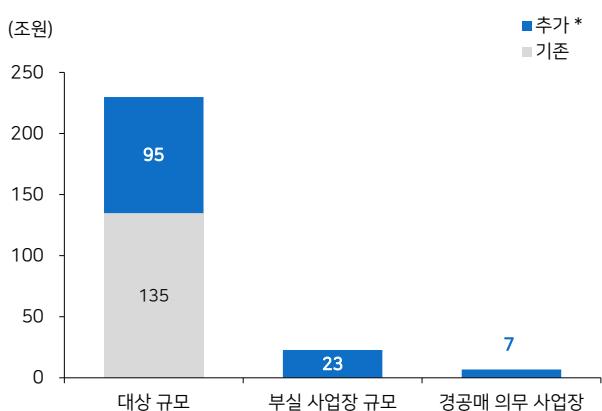
부동산PF에 대한 우려는 여전히 지속되고 있다. 하반기 중 부동산PF 구조조정 진행에 따른 수익 변동성은 불가피한 것으로 판단된다.

금융당국은 5월 13일 '부동산 PF의 질서 있는 연착륙을 위한 향후 정책 방향'을 발표하였다. 1) 정상 사업장에 대해서는 자금공급 강화, 2) 사업성 부족 사업장에 대해 재구조화, 정리를 지원하는 것이 주요 골자이다. 정부는 부동산PF 사업성 평가 대상 230조원 중 5~10%(최대 23조원)를 유의-부실우려 사업장, 2~3%(최대 7조원)를 부실우려 사업장(경공매 의무)으로 평가하였다.

해당 구조조정 방안으로 인해 금융업은 공통적으로 충당금 부담이 발생 가능하다. 금융업 중 브릿지론 비중이 높은 증권사의 경우 충당금 적립 규모에 대한 모니터링이 필요하다. PF사업장 사업성 평가기준 세분화 및 경공매 진행에 따른 충당금 적립률이 확대 가능하기 때문이다 (Ex. 고정이하 30% vs. 회수의문 75%). 물론 해당 과정에서 수익 변동성은 존재하나, 자본대비 손실 규모는 감내 가능한 것으로 판단된다. 또한 기 적립된 충당금 규모도 고려할 필요가 있다 (한국금융지주 약 8%대 추정). 가령 증권사 NPL잔액 2.3조원이 충당금 적립률이 70%로 확대될 시, 해당 규모는 자본총계 대비 2.0% 수준으로 추정된다.

한편 해당 정상화 방안은 충당금 부담, 자본비율 하락 등 (-) 요인만 존재하지 않다. 증권사는 NPL 시장 참여를 통해 신규 사업 기회 창출도 가능하기 때문이다. 한국투자증권, 메리츠증권, NH투자증권 등 부동산PF 관련 펀드를 조성하기 시작하였다.

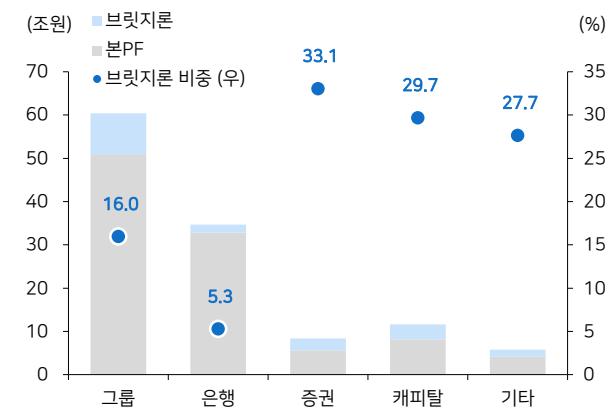
그림40 부동산PF 사업성 평가 규모



주: *브릿지론과 유사한 저축은행 토지담보대출(토담대)과 새마을금고의 관리형 토지신탁 등을 부동산PF 사업성 평가 대상으로 포함

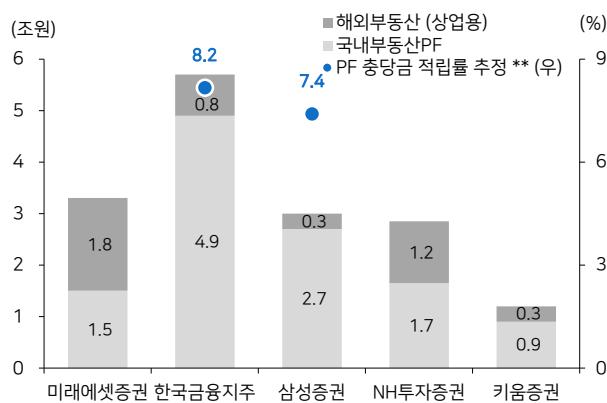
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림41 커버리지 은행(지주) 합산 PF 익스포저 현황 (1Q24)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림42 커버리지 증권사 PF 익스포져* 현황 (4Q23)



주: *익스포저는 대출 및 신용공여 합산, **이 외 증권사 미제공
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표4 국내 증권사 NPL 대상 추가 총당금 적립 규모 및 자본 대비 영향 추정

(조원)	4Q23		
	자본총계	PF대출잔액	NPL잔액
자본총계	82.4		
PF대출잔액		7.8	
NPL잔액			2.3
	추가 총당금	자본대비 (%)	
추가 총당금 적립률 (%)	45	1.0	1.3
	50	1.2	1.4
	55	1.3	1.5
	60	1.4	1.7
	65	1.5	1.8

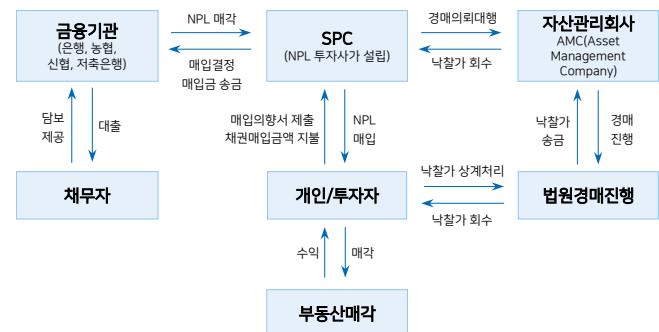
주: 국내 증권사 합산 기준
자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

표5 부동산PF 증권사 NPL 펀드 조성 현황

증권사	항목	규모
한국투자증권	TPG 안젤로고든 협업 SSF 조성	7,000억원
메리츠증권	SSF 제1호 펀드 결성 추진	3,000억원
NH투자증권	부동산 기관전용 PEF 조성	2,000억원

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림43 NPL(부실채권) 수의구조



자료: 인베스트조선, 메리츠증권 리서치센터

주주환원정책을 제시하기 시작한 증권사

수익성 변동성이 높은 국면이나, 국내증권사 또한 주주환원정책을 제시하며 변화하기 시작하였다.

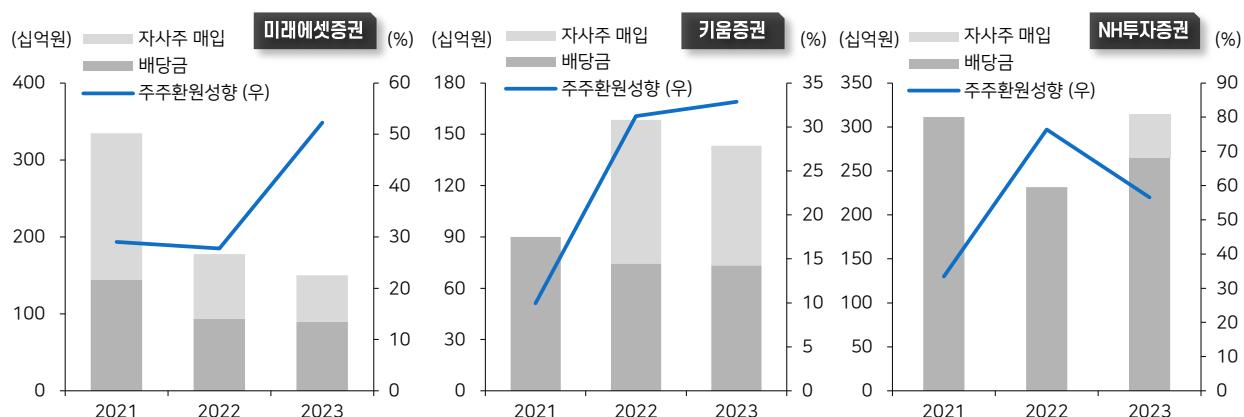
미래에셋증권이 처음으로 주주환원정책을 명문화하였다. 1) FY2021~FY2023 현금배당 및 자사주 소각을 포함한 주주환원성향 30% 이상 유지함을, 2) FY2024~FY2026 현금배당 및 자사주 소각을 포함한 주주환원성향 35% 이상 유지함을 발표하였다.

키움증권도 주주환원정책을 2023년 10월에 발표하였다. 1) FY2023~FY2025 별도 재무제표 기준 주주환원성향 30% 이상을 제시하였으며, 2) 영풍제지 미수금 사태 이후 700억원의 자사주 매입을 발표하여 약속한 주주환원정책을 이행하였다. 더 나아가 3) 3년간 평균 ROE 15% 목표를 제시하며 (별도 기준), RoRWA 전략을 이행하기 시작했다.

NH투자증권도 3월 12일 주주환원정책을 언급하였다. 1) DPS 우상향 기조 유지 및 2) 전년대비 증가한 당기순이익(별도)에서 현금배당과 법정적립금을 차감한 잔여재원의 50% 한도 내 자사주 매입 및 소각을 활용 예정이다.

증권사들의 수익구조에 따른 주주환원정책 이행 가능성에 주목해야 한다. 현 영업 환경 상 1) 브로커리지 수익 비중이 높고, 2) 부동산PF 익스포져가 적을수록 실적 안전성을 보유하고 있다. 이는 곧 주주환원에 있어서도 가시성이 높다는 것을 의미한다. 해당 사업구조를 지닌 키움증권과 삼성증권을 Top-picks로 제시한다.

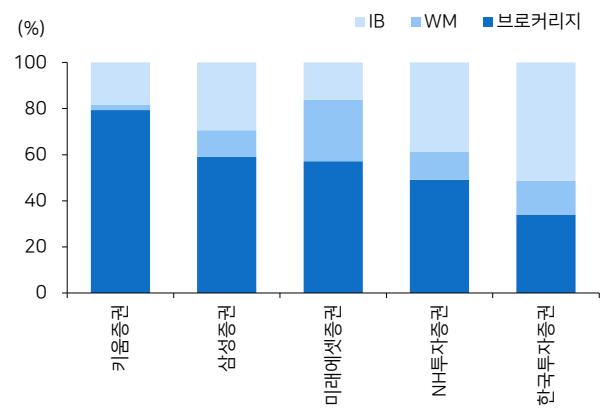
그림44 국내 증권사 주주환원성향 추이



주: 미래에셋증권은 보통주 기준

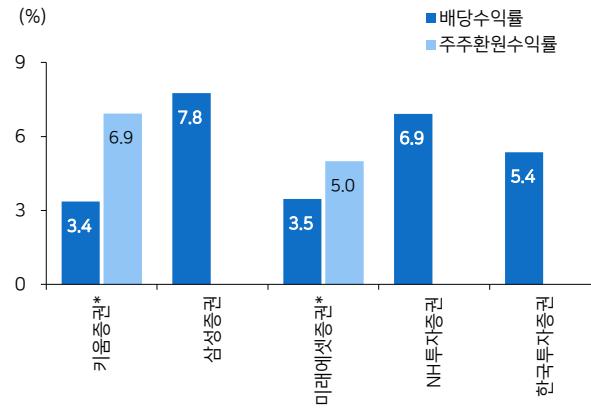
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림45 증권사 수수료 수익 Breakdown (2023년)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림46 증권 주주환원수익률 (24E)

주: 5월 31일 기준 *주주환원정책 기반 추정
자료: 메리츠증권 리서치센터

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.