

Financial Strategy

“금리와 밸류업의 양상”

SK증권 금융. 설용진



금융산업

Financial Strategy: 금리와 밸류업의 양상을

SK증권 리서치센터



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

금융산업을 둘러싼 변화의 물결

2024년에는 전반적으로 금융업종을 둘러싼 여러가지 환경적 측면의 변화가 많이 나타났다. 맥크로 측면에서는 미국 기준금리 인하 등 전반적인 금리 환경의 변화에 따른 영향이 예상되며 연초부터 본격적으로 시행된 밸류업 프로그램에 따라 투자자의 금융주에 대한 접근 관점도 효율적인 자본 활용 중심으로 변화가 나타나고 있다.

금리 하락, 밸류업 및 제도 이슈 등 종합적인 고려 필요

최근 여러 대내외 환경 변화를 감안했을 때 금융섹터 접근에 있어서 핵심 관건은 1) 금리 하락에 따른 영향 2) 밸류업 관점에서 자본 활용의 효율성 및 3) 각 업종별 세부 이슈 영향 등이 될 것으로 예상한다. 먼저 금리 하락에 따른 영향은 증권>은행>보험 순으로 긍정적 영향을 전망한다. 증권의 경우 매매평가이익 개선 등 실적 측면의 모멘텀이 클 것으로 예상되며 은행의 경우 NIM 하락이 예상되나 이전보다 높아진 비은행 실적 기여도를 감안했을 때 ROE 방어에 어려움은 없을 전망이다. 보험의 경우 FVPL 자산 평가손익 개선 등이 예상되지만 자본 측면의 부담이 가중될 것으로 예상된다. 밸류업 및 자본 활용의 효율성 관점에서는 은행업종 정도가 시장 눈높이에 부합하는 모습이 나타날 전망이다. 그 외에도 가계부채 관리, 부동산 PF, 보험개혁회의 등 각 업종별 이슈 영향이 존재한다. 산업 내 개별 기업에 있어서는 주가에 내포된 Implied CoE 와 ROE 에 기반한 Equity Spread 와 배당과 자사주 소각을 포함한 주주환원수익률 등을 종합적으로 고려해볼 수 있다고 판단한다.

금융산업 투자전략: 은행>증권>손보>생보 순으로 선호

종합적으로 금융업종 내에서는 대형은행의 매력이 가장 높다고 판단한다. 금리 하락에 따른 마진 하락 압력 등을 감안할 필요는 있겠으나 다각화된 비은행 포트폴리오로 안정적인 ROE 가 지속될 수 있을 것으로 예상되며 주주환원 확대에 대한 가시성이 뚜렷하다고 판단하며 Top pick 으로 하나금융지주를 제시한다. 증권업종은 금리 환경의 변화에 따라 IB 와 트레이딩 등을 중심으로 전반적인 ROE 개선을 기대할 수 있다는 점에서 실적 측면의 모멘텀이 가장 뚜렷하다고 판단한다. 다만 부동산 PF, 금투세 등 불확실성을 감안했을 때 자본비용, 리스크/리턴을 종합적으로 고려하여 유연하게 복을 활용할 수 있는 회사를 선호하며 Top pick 으로 NH 투자증권을 제시한다. 보험업종의 경우 1) 양호한 이익 흐름이 지속되고 있으나 2) 해약환급금준비금, 금리 하락/할인율 제도 강화 등 주주환원 및 자본 관련 우려가 지속되고 있는 만큼 금융업종 내 상대적으로 불확실성이 높다고 판단한다. 대형 손보사를 상대적으로 선호하며 Top pick 으로는 메리츠금융지주를 제시한다.

Contents

1. Executive Summary	3pg
2. 금융산업을 둘러싼 변화의 물결	10pg
3. 은행: 팩트는 은행주가 건강해지고 있다는 것	18pg
4. 증권: 유연한 Book 활용 여부가 관건	39pg
5. 보험: 제도 불확실성 속 안정성에 대한 프리미엄 지속	59pg
6. 금융산업 투자전략: 은행>증권>손보>생보 순으로 선호	74pg

<Company Analysis>

하나금융지주(매수 유지 / TP: 78,000 원 유지)

KB금융(매수 유지 / TP: 105,000 원 유지)

NH 투자증권(매수 신규편입 / TP: 18,000 원 신규편입)

미래에셋증권(매수 신규편입 / TP: 10,000 원 신규편입)

한국금융지주(매수 신규편입 / TP: 91,000 원 신규편입)

삼성증권(매수 신규편입 / TP: 57,000 원 신규편입)

키움증권(매수 신규편입 / TP: 157,000 원 신규편입)

메리츠금융지주(매수 유지 / TP: 114,000 원 상향)

코리안리(매수 유지 / TP: 11,000 원 유지)

미래에셋생명(중립 신규편입 / TP: 5,500 원 신규편입)

Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. Executive Summary

(1) 금융산업을 둘러싼 환경적 변화

2024년에는 전반적으로 금융업종을 둘러싼 여러가지 환경적 측면의 변화가 많이 나타났다. 맥크로 측면에서는 미국 기준금리 인하 등 전반적인 금리 환경의 변화에 따른 영향이 예상되며 연초부터 본격적으로 시행된 밸류업 프로그램에 따라 투자에 있어 금융주에 대한 접근 관점도 효율적인 자본 활용 여부에 초점이 맞춰지는 모습이 나타나고 있다.

이러한 굵직굵직한 환경 변화와 더불어 1) 미국 대선, 2) 내수 부진 기조 등 금융업 종과 직/간접적으로 연관된 여러 이슈가 상존하고 있으며 각 업종별로도 제도나 세부적인 업황과 관련된 변동성이 남아있는 상황을 감안할 필요가 있을 것으로 전망한다. 금융산업 내부에서도 은행/보험/증권의 각 업종별 운용 및 조달 구조, 산업적 특성 등이 상이한 만큼 최근 환경 변화 및 다양한 이슈에 따른 영향을 세부적으로 고려한 접근이 필요할 것으로 예상된다.

(2) 은행: 팩트는 은행주가 건강해지고 있다는 것

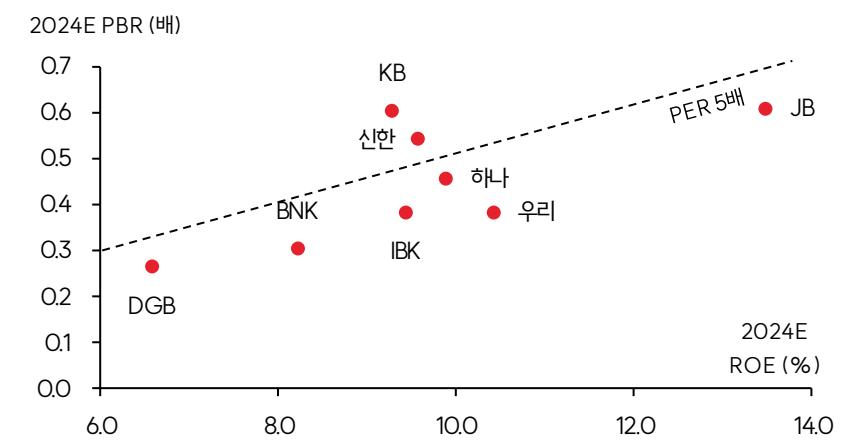
일반적으로 은행업종은 금리 하락으로 순이자마진(NIM) 하락에 따른 수익성 하락 압력이 나타나며 비용 측면에서는 금리 하락으로 차주의 상환 부담이 완화되며 대손 비용 감소에 따른 실적 개선이 일부 나타날 것으로 예상된다. 통상적으로 은행이 고 신용/담보 중심의 사업을 영위하고 있음을 감안했을 때 금리 하락에 따른 마진 하락 영향이 대손비용 부담 완화보다 더 크게 나타날 가능성이 높을 것으로 전망한다.

다만 실제 대형 금융지주의 금리와 ROE 추세를 살펴보면 2016년 이후부터는 기준금리와 관계없이 어느정도 일정한 수준에서 ROE 수준이 유지되는 모습을 확인할 수 있다. 이는 은행 자체적인 성장 및 건전성 관리를 바탕으로 수익성이 안정된 동시에 적극적인 비은행 M&A를 통해 다각화된 사업 구조를 확보한데 기인하는 것으로 추정된다. 따라서 향후 금리 등 환경 변화에도 불구하고 은행업종은 전반적으로 안정적으로 ROE 수준을 관리할 수 있을 것으로 전망한다.

한편 현재 상황에서 공격적으로 ROE 를 개선할 가능성은 크지 않을 것으로 예상되는데 1) 성숙단계에 접어든 국내 경기 환경 등을 감안했을 때 적정 CET1 비율을 유지하는 가운데 자산 성장을 통한 ROE 제고 여력이 제한적이며 2) 주주환원 등을 확대함에 있어서도 요구되는 CET1 비율 등 자본적정성 규제를 고려해야 하기 때문이다. 따라서 은행업종에 있어 효율적인 자본 활용의 핵심은 1) 지속가능한 ROE 수준을 달성하고 CET1 비율을 유지하기 위한 적정 수준의 성장과 2) 이에 필요한 자본을 초과하는 잉여자본에 대한 적극적인 주주환원에 있다고 판단한다.

안정적인 이익 흐름이 뒷받침되는 가운데 밸류업 프로그램으로 자본 활용의 효율성 제고에 대한 관심이 높아진 만큼 은행들의 주주환원율은 점진적인 확대 추세가 나타날 것으로 예상한다. 이미 KB 금융의 경우 24년 연간 총 주주환원 규모를 약 1.92조로 결정하는 등 적극적으로 주주환원을 확대하는 모습이 예상되며 24년 기준 대형 시중은행지주의 경우 30% 중후반 수준의 총주주환원율을 전망한다. 은행들이 발표한 기업가치 제고 방안을 감안했을 때 가까운 시일 내 50% 수준에 달하는 주주환원율을 기대해볼 수 있다고 판단한다.

24E 커버리지 은행 PBR – ROE Matrix



자료: FnGuide, SK 증권 추정

(3) 증권: 유연한 Book 활용 여부가 관건

증권업종에 대해 투자의견 비중 확대로 커버리지 개시를 개시한다. 22년부터 계속되어 왔던 금리 환경 측면의 변화가 예상됨에 따라 증권사의 전반적인 사업 부문의 수익성 개선을 기대할 수 있다고 판단하며 ROE 제고를 바탕으로 전반적인 주가 측면의 Upside 가 나타날 것으로 전망되기 때문이다.

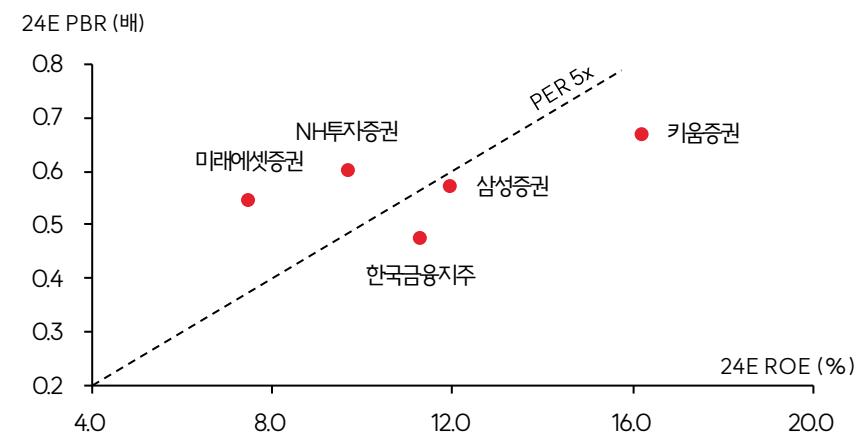
증권사는 금융업종 내 가장 거시경제 및 금리 환경에 따른 수익 영향이 크게 나타나는 모습을 보여왔다. 따라서 증권업종의 밸류에이션에 있어서는 은행업종처럼 1) 안정적인 실적과 ROE 레벨에 기반한 2) 총주주환원율 확대 관점의 접근보다는 3) 자본비용과 마진을 고려하여 주어진 조건 속에서 효율적으로 자본을 배분할 수 있는 구조가 갖춰졌는지 여부가 핵심적인 관건이라고 판단한다.

현재 1) 금리 인하 사이클이 나타날 것으로 예상되는 만큼 브로커리지, IB, WM, 트레이딩 등 전반적인 순익 부문의 실적 개선을 기대할 수 있을 것으로 전망되는 동시에 2) 부동산 PF 및 해외 부동산 투자자산 등과 관련된 불확실성이 상존하고 있으며 3) 금투세, H 지수 ELS 등 각종 이슈 영향을 감안했을 때 온전하게 업황이 개선되었다고 보기는 어려울 것으로 예상된다.

이를 종합적으로 감안했을 때 남아있는 리스크와 금리 인하 등에 따라 개선된 자본 투입에 따른 리턴을 복합적으로 고려하여 유연하게 자본을 배분하고 주주환원을 통해 자본 활용의 효율성을 제고할 수 있는 회사를 중심으로 금리 인하와 함께 밸류에이션 레벨의 개선이 나타날 것으로 전망한다.

지금까지 제시된 국내 증권업종의 기업가치 제고 방안의 경우 1) 보유한 자본이 많을수록 영위할 수 있는 사업 범위가 달라지고(종투사, 초대형 IB 등) 2) 적극적인 Risk Taking 등을 통한 ROE 제고가 용이한 점을 고려하여 상대적으로 주주환원보다는 내부유보 및 성장 측면에 초점을 두는 모습이 나타났다고 판단한다. 다만 고금리 환경 영향을 감안하더라도 지난 몇 년간 과거 대비 현저히 높아진 자본 규모에도 상대적으로 ROE 가 부진했던 점 등을 감안할 때 1) 자본 투입에 따른 리스크와 리턴, 2) 주주의 요구 수익률 등을 종합적으로 감안하여 보다 효율적으로 자본을 배분하는 방법에 대한 고민이 더욱 필요할 것으로 예상된다. 현재 NCR 제도 측면의 한계로 증권업종의 적정 요구자본에 대한 명확한 기준이 없는 점을 감안했을 때 제도적 측면의 개선도 필요하다고 판단한다.

PBR-ROE Matrix(2024E)



자료: 각사, SK 증권 추정

(4) 보험: 제도 불확실성 속 안정성에 대한 프리미엄 지속

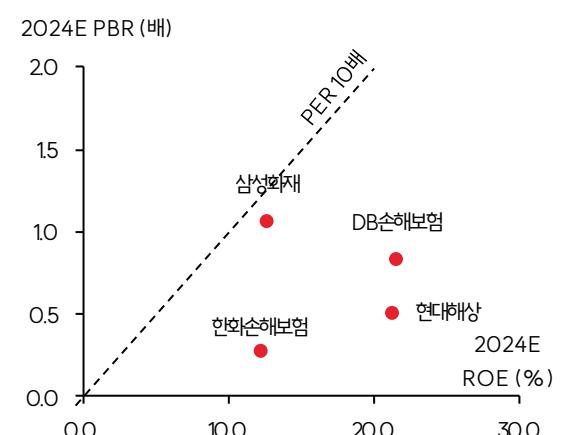
IFRS17 회계 기준 도입 이후 전반적인 보험사들의 실적은 이전 대비 크게 증가하는 모습이 이어지고 있다. 1) 보유한 CSM 을 바탕으로 안정적인 보험손익이 이어지는 가운데 2) 과거 계약 초기 높은 부담으로 작용하던 신계약비 상각 이슈가 해소되었고 3) 생명보험사를 중심으로 과거 판매한 고금리 확정형 Legacy 계약에 대한 이자역마진 부담이 완화되는 등 이익 측면에서 기존 부담 요인이 완화되는 모습이 나타났기 때문이다.

다만 보험주 투자에 있어 핵심 관건은 궁극적으로 늘어난 이익이 주주에게 귀속될 수 있는지 여부에 달려있다고 판단한다. 이러한 관점에서 1) IFRS17 회계기준 도입 이후 높아진 금리 환경에 따른 순자산가치 변동성, 2) 할인율 제도 강화, 3) 해약환급 금준비금으로 인한 배당가능이익 측면의 제약 및 4) 보험개혁회의 등 제도 측면의 불확실성은 다소 부정적 요인이라고 판단한다.

단순히 이익 측면의 접근뿐만 아니라 ALM 을 고려한 자산/부채의 변화 등을 모두 고려해야 하는 만큼 금융업종 내 가장 직관적인 접근이 어렵다고 판단하며 본질적인 기업가치보다는 제도에 대한 베팅에 가까운 성격이 상대적으로 높다고 판단한다.

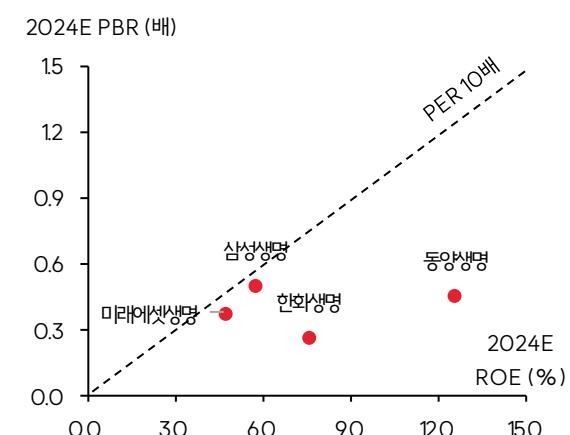
따라서 상대적으로 1) 자본 및 배당가능이익 측면의 여력이 높고 2) 금리 등에 따른 영향이 상대적으로 작은 대형 손해보험사의 매력이 상대적으로 높을 수밖에 없다고 판단한다. 한편 생보사의 경우 할인율 제도 강화 및 금리 하락에 따른 K-ICS 비율과 순자산가치 하락 등 영향이 예상보다 크게 나타나고 있는 만큼 금리 인하가 예상되는 현재 상황에서 상대적으로 매력이 크지 않다고 판단하며 생보 업종 투자 의견을 중립으로 하향한다. 보험업종 전반적으로 높아진 불확실성을 감안했을 때 재보험사가 방어주 관점에서 유의미한 대안이 될 수 있다고 판단한다.

손해보험: PBR-ROE Matrix(24E)



자료: SK 증권 추정

생명보험: PBR-CSM Matrix(24E)



자료: SK 증권 추정

(5) 금융산업 투자전략: 은행>증권>손보>생보 순으로 선호

최근 여러 대내외 환경 변화에 따른 영향을 감안했을 때 금융섹터 접근에 있어서 핵심은 1) 금리 하락에 따른 영향 2) 밸류업 프로그램으로 관심이 높아진 효율적인 자본 활용 방안의 제시 여부 및 3) 각 업종별 세부 이슈 관련 영향 등이 될 전망이다.

금리 하락 전망 등 매크로 환경 측면의 영향은 증권>은행>보험 순으로 긍정적 영향이 예상되며 밸류업 프로그램으로 높아진 자본 활용의 효율성 관점에서는 은행업종 정도가 시장 눈높이에 부합하는 모습이 나타날 것으로 예상한다. 그 외 개별 산업별 이슈로는 가계부채 관리, 내수 부진, PF/해외부동산, 금투세, IFRS17 제도 관련 이슈 등에 대한 고려가 필요할 전망이다.

최근 대내외 환경 변화 영향

	은행	증권	보험	
금리 하락 전망	△	○	X	
밸류업 프로그램	○	△	△	
업종별 세부 이슈	△	X - 1) 가계부채 관리 강화: 성장은 부정적이나 마진 방어 측면에서는 긍정적 - 2) 내수 부진 및 소상공인 연체 심화: 소상공인 등 중심으로 건전성 악화 예상되나 고신용자/담보 중심 영업으로 영향 제한적일 것으로 전망	- 1) 부동산 PF/CRE: 부담 완화되고 있으나 여전히 불확실성 지속됨에 따라 안심하기에는 아직 어려운 환경 - 2) 금투세 등 제도 관련 이슈: 증권주 핵심 모멘텀인 증시/거래대금 등에 있어 부정적 영향 지속될 수밖에 없는 환경	- 1) 주주환원 관련 불확실성: 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 제약으로 개선된 이익에도 주주환원 확대 제한적 - 2) 제도 관련 불확실성: 보험개혁회의 및 할인율 제도 강화 등 영향으로 자본 및 K-ICS 비율 측면의 불확실성 상존

자료: SK 증권

기업단의 접근에 있어서는 각 업종 내 효율적인 자본 배분을 기대할 수 있는 회사 중심의 접근이 유효할 것으로 예상한다. 당사는 자본 배분의 효율성을 판단할 수 있는 지표로 1) ROE 와 현재 주가에 내포된 Implied CoE 로 산출한 Equity Spread 와 2) 배당과 자사주 소각에 기반한 총 주주환원수익률 수준을 종합적으로 고려해 볼 수 있다고 판단한다.

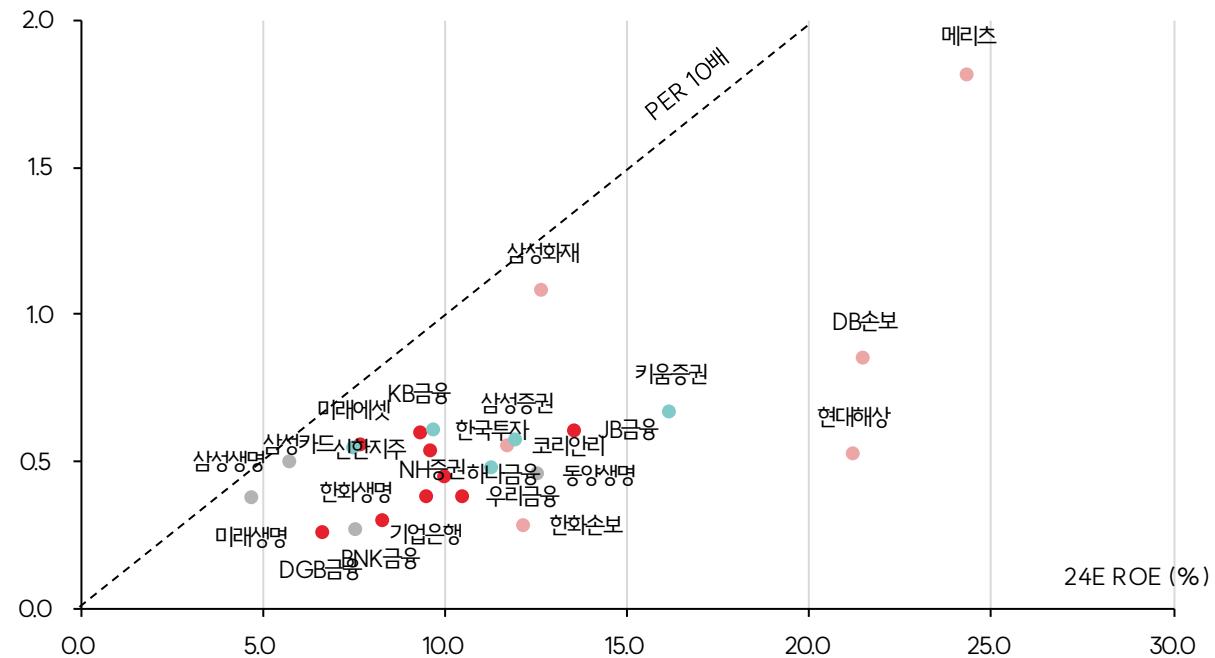
종합적으로 금융업종 내에서는 대형은행의 매력이 가장 높다고 판단한다. 금리 하락에 따른 은행 마진 하락 압력 등을 감안할 필요는 있겠지만 과거 대비 다각화된 비은행 포트폴리오 등을 바탕으로 금리와 관계없이 안정적인 ROE 수준을 지속할 수 있을 것으로 예상된다. 안정적인 실적과 성장을 바탕으로 주주환원 확대에 대한 가능성이 가장 뚜렷하다고 판단하며 Top pick 으로 하나금융지주를 제시한다.

증권업종의 경우 금리 환경의 변화로 전반적인 ROE 개선이 예상되며 실적 측면의 모멘텀 자체는 가장 크게 나타날 전망이다. 다만 1) 금투세, 부동산 PF, 해외 부동산 등 잠재적인 불확실성이 남아있으며 2) 은행 등에 비해 주주환원에 기반한 효율적인 자본 활용에 대한 기대감이 작다는 점을 감안했을 때 자본비용과 리스크 및 리턴 수준을 고려하여 유연하게 복을 활용할 수 있는 회사를 중심으로 본격적으로 접근해볼 수 있다고 판단하며 Top pick 으로 NH 투자증권을 제시한다.

보험업종의 경우에는 1) 양호한 이익 흐름이 지속되고 있으나 2) 해약환급금준비금 등 제도 측면의 이슈로 이익이 주주에게 온전하게 귀속될 수 있을지 여부가 불분명하며 3) 금리 하락/할인율 제도 강화로 순자산가치 하락에 대한 우려가 지속되고 있는 만큼 금융업종 내 상대적으로 불확실성이 높다고 판단한다. 할인율 및 금리 관련 민감도가 높은 생명보험보다 손해보험의 상대적으로 편안하다고 판단하며 Top pick 으로 메리츠금융지주를 제시한다.

금융섹터 - 24E PBR-ROE Matrix

24E PBR (배)



자료: 각사, SK 증권 추정

2. 금융산업을 둘러싼 환경적 변화

(1) 금리 환경의 변화가 예상되는 국면

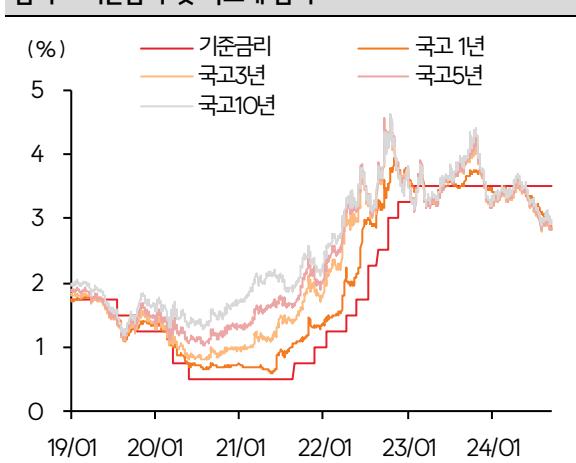
지난 몇 년간 지속되어 왔던 금리 환경 측면의 높은 변동성과 금융업종을 둘러싼 불확실성

2024년에는 전반적으로 금융업종을 둘러싼 여러 환경적 측면의 변화가 많이 나타났다. 가장 큰 변화로는 매크로 측면에서 발생한 금리 환경의 변화에 따른 영향을 제시할 수 있다고 판단한다. 지난 몇 년간 금리 환경은 급격하게 변화하는 모습이 나타났다. 2020년부터 1) 코로나 19 대응을 위한 긴급 금리 인하로 저금리 환경이 나타난 이후 2) 인플레이션 대응을 위해 2023년까지 각국의 중앙은행이 급격하게 기준금리를 인상함에 따라 고금리 환경으로 급격한 변화가 나타났으며 이 과정에서 SVB 사태 등 금융업종을 둘러싼 높은 불확실성이 이어져왔다.

향후 기준금리 인하 기대감 확대. 급격한 금리 인하 아니겠지만 조달/운용 등 변화 예상

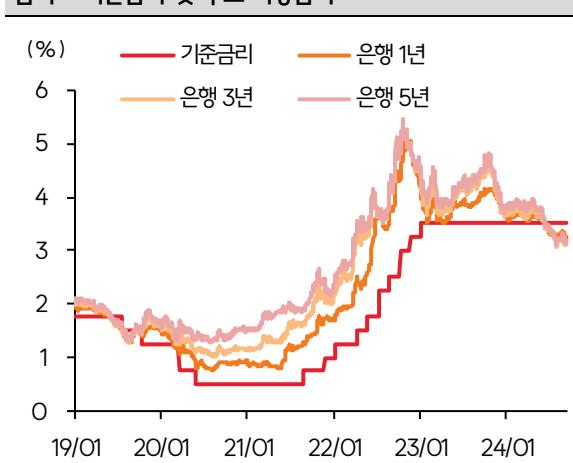
24년 중에는 이러한 고금리 환경의 변화가 다시 나타나고 있다. 물가 지표의 안정화 추세가 나타나고 있으며 경기둔화에 대한 우려가 불거지는 등 영향으로 미국의 9월 FOMC에서 50bp의 기준금리 인하로 이루어졌으며 국내에서도 기준금리 인하에 대한 기대감이 높아지고 있기 때문이다. 시장금리는 이미 이러한 기대감을 반영하여 이전 대비 크게 하락한 상황이다. 과거 코로나 19 시기처럼 급격하게 금리가 낮아지지 않더라도 금융회사의 조달/운용 등 측면의 변화가 나타나기에는 충분한 수준의 금리 환경 변화가 나타날 것으로 예상된다.

금리 – 기준금리 및 국고채 금리



자료: FnGuide, SK 증권

금리 – 기준금리 및 주요 시장금리



자료: FnGuide, SK 증권

(2) 밸류업 프로그램으로 높아진 금융회사의 효율적인 자본 활용

밸류업 프로그램으로 금융주에 대한 접근 관점 변화

또 다른 변화로는 밸류업 프로그램으로 나타난 금융주에 대한 투자자들의 접근 관점 변화를 제시할 수 있다고 판단한다. 연초부터 시행한 밸류업 프로그램으로 중시 전반에 걸쳐 효율적 자본 활용과 기업가치 제고에 대한 기대감이 높아졌기 때문이다.

자본비용 등을 고려한 기업가치 제고 방안 도입 → 적극적인 이행 및 주주와의 소통 확대

밸류업 프로그램은 23년 일본거래소가 발표한 '자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현을 위한 대응'을 참고하여 도입한 정책으로 1) 상장기업에 대해 자발적으로 자본비용과 주가를 의식한 기업가치 제고 방안을 도입하고 2) 계획을 수립하고 이행하는 동시에 주주와 적극적으로 소통함으로써 3) 주식시장 내 자본 배분의 효율성을 제고하고 투자 매력을 개선하는 것을 목표로 하고 있다.

금융위원회 - 기업 밸류업 프로그램 운영 방안

주주가치 존중 기업문화로의 자발적 변화를 통한 한국 증시의 도약

상장 기업

- 자발적 기업가치 제고 노력 -
- (1) 기업가치 제고 계획
자율 수립 · 이행 · 소통
- (2) 세제지원 등 인센티브로
자발적 참여 유도

투자자

- 시장평가·투자 유도 -
- (1) 코리아 밸류업
지수 · ETF 개발
- (2) 스튜어드십 코드 반영
- (3) 투자지표 비교공표

거래소 및 유관기관

- 체계적인 상장기업 밸류업 확산 지원 -

- (1) 전담 추진체계 (2) 상장기업 교육 · 컨설팅 (3) IR · 소통 강화

자료: 금융위원회, SK 증권

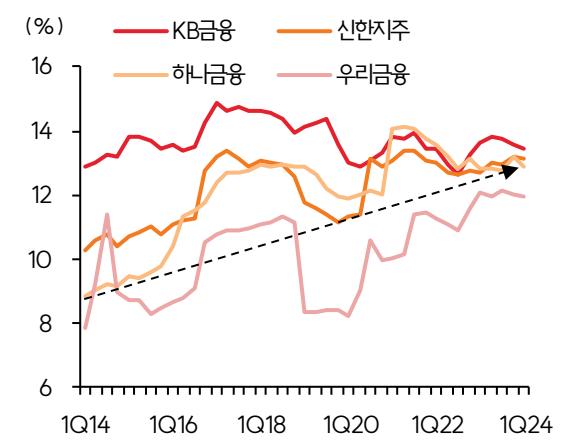
**본질적으로 리스크 기반의
자본집약적 산업인 금융업종은
밸류업 프로그램에 가장 부합**

금융산업은 본질적으로 리스크 기반의 자본집약적 산업이라는 특성을 보유하고 있는 만큼 이러한 밸류업 프로그램에 가장 부합하는 산업이라고 판단한다. 기본적으로 금융회사가 자금 조달 및 운용에 사용하는 각종 금융상품은 모두 리스크를 보유하고 있으며, 금융회사는 자본적정성 규제에 따라 자기자본을 기준으로 이러한 리스크를 보유하며 마진을 창출하게 된다. 따라서 리스크 대비 리턴 수준을 고려하여 효율적으로 자본을 배분하여 이윤을 창출할 수 있는지 여부가 금융회사의 기업가치의 핵심이 될 수밖에 없기 때문이다. 일반적인 제조업과 달리 CAPEX 투자 등에 대한 고려 없이 자본 비용과 수익성을 고려하여 효율성 중심의 접근이 용이하다는 점도 밸류업 프로그램에 빠르게 대응할 수 있는 핵심 요인이 되었다고 판단한다.

**과거 위기 경험으로 은행 등에
대해 자본 활용의 효율성보다
보수적인 자본 관리 요구**

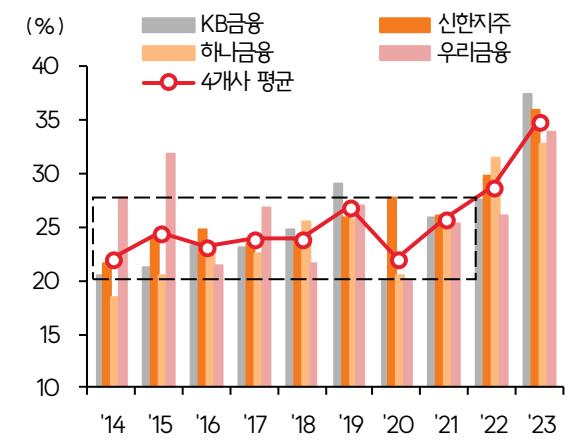
과거에는 금융산업에 있어 이러한 자본 활용의 효율성이 크게 주목받지 못했다. 대표적으로 은행업종을 살펴보면 이전까지 배당성향이 실적/자산 성장 수준과 관계없이 일정 수준을 유지하는 등 상대적으로 주주환원보다 내부 유보와 자산 성장을 중심의 자본 활용이 이루어졌던 것을 확인할 수 있다. 이는 과거 IMF 구제금융, 카드 사태 등 여러 위기에 대한 경험에 따라 보수적 관점에서 자본 버퍼가 요구될 수밖에 없던 환경 등에 기인하는 것으로 판단한다.

은행 – CET1비율 추이



자료: 금융감독원, SK 증권

은행 – 총주주환원율 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 배당 및 자사주 매입 포함(자사주는 소각까지 기준)

**ROE 수준에 비해 낮은 PBR
수준은 시장이 은행 자본 활용을
비효율적이라고 판단한 결과**

다만 이를 감안하더라도 과거 국내 은행업종의 ROE 가 약 10% 내외 수준을 꾸준하게 기록했음에도 PBR 이 평균적으로 0.4~0.5배 수준에 불과했던 것은 시장에서 한국 은행들의 자본 활용이 비효율적으로 이뤄지고 있다고 판단했음을 여실히 보여준다고 판단한다. 이는 보수적인 자본 관리 및 내부 유보 중심의 자본 활용이 1) 예금자나 채권 투자자 입장에서 높은 안정성을 기대할 수 있지만 2) 효율적인 자본 활용이 제약되는 만큼 주주가치 관점에서는 부정적 영향이 불가피하기 때문이다.

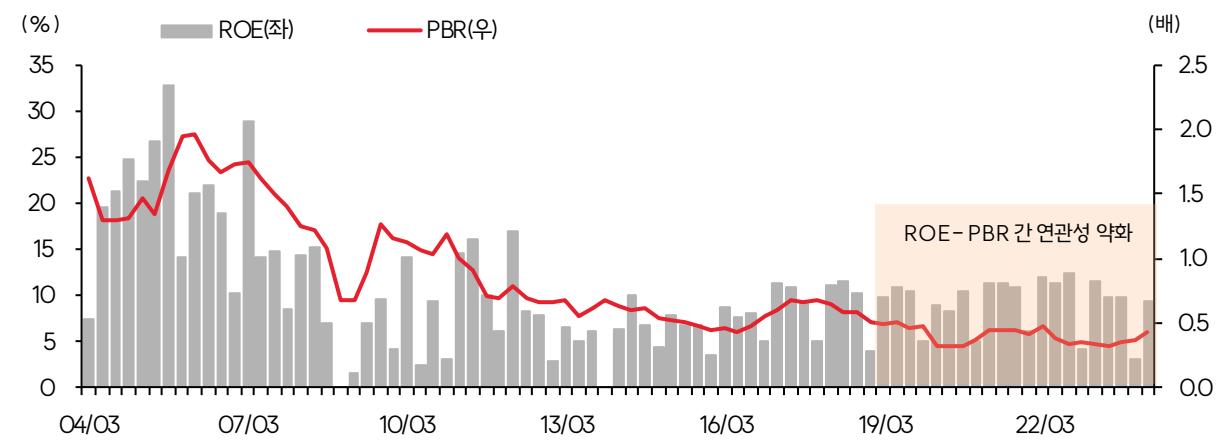
**은행 부채/자본의 요구수익률
비교 시 채권자/예금자 대비
주주권리 침해된 점 확인 가능**

실제로 과거 1) 은행주의 배당수익률이나 2) Gordon Growth Model 을 활용하여 PBR 과 ROE 에 내포된 Implied CoE(Cost of Equity)를 살펴보면 예금이나 은행 채금리 대비 현저하게 높은 모습을 보였음을 확인할 수 있다. 이는 비효율적인 자본 배분으로 예금자/채권자 대비 주주의 권리가 제대로 보장받지 못했으며 보다 높은 요구수익률이 필요했음을 보여준다.

**최근에는 밸류업 등 이슈로
효율적인 자본 활용에 대한 관심
확대. 적정 리스크 흡수 여력 중요**

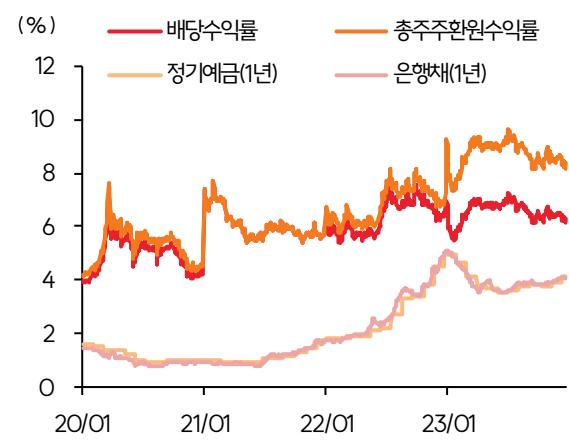
다만 최근에는 1) 메리츠금융지주 사례, 얼라인파트너스의 은행주 캠페인 등 영향으로 주주환원 등을 포함한 효율적 자본 활용 여부에 대한 투자자들의 관심이 높아졌으며 2) 밸류업 프로그램을 통해 정책적으로도 시장 전체적으로 자본 활용의 효율성을 제고하는 기조가 확대되는 모습이 나타나고 있다. 실제로 최근 주요 금융지주의 기업가치 제고 방안을 살펴보면 적정 수준의 리스크 흡수 여력 등이 갖춰진 상황에서 주주환원에 대해 어느정도 자율성을 기대할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 이전 보다 효율적인 자본 배분을 기대할 수 있을 것으로 예상한다.

은행 – PBR 및 ROE 추이



자료: FnGuide, SK 증권

은행 – 배당/총주주환원수익률 VS 정기예금 및 은행채 금리

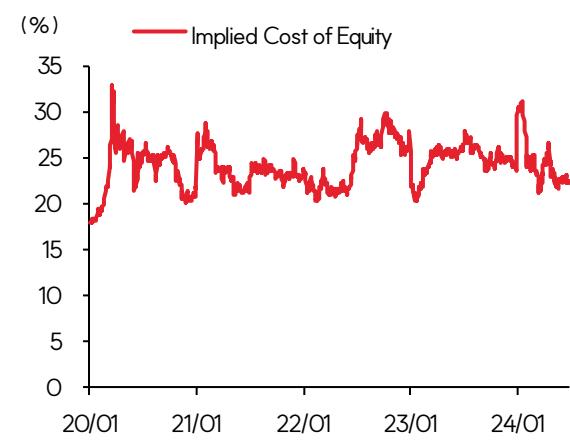


자료: FnGuide, SK 증권

주 1: KB, 신한, 하나, 우리금융지주 4 개사 합산 기준으로 연간 ROE 와 주주환원 데이터 사용. 시가총액은 일별 데이터 사용

주 2: 정기예금은 1년 만기 기준으로 월별 자료. 은행채는 민평기준 일별 수익률 사용

은행 – PBR 과 ROE 로 도출한 Implied CoE



자료: FnGuide, SK 증권 추정

주 1: Implied Cost of Equity 는 PBR 과 ROE 를 활용하여 Gordon Growth Model 을 역산하여 산출했으며 영구성장률은 0%로 가정

주 2: KB, 신한, 하나, 우리금융지주 4 개사 합산 기준으로 산정

(3) 금융업종을 둘러싼 대내외 환경 변화를 고려한 접근 필요

굵직한 환경 변화 및 여러 이슈로 금융업종에 다양한 영향 예상

금리나 밸류업 등 변화 외에도 1) 미국 대선, 2) 내수 부진 기조 등 금융업종과 직/간접적으로 연관된 여러 이슈가 상존하고 있으며 각 업권별로도 가계부채 관리 방안, 내수 부진, 부동산 PF/해외 상업용 부동산, 보험개혁회의 등 각종 이슈가 존재하고 있는 점을 감안할 필요가 있다고 판단한다.

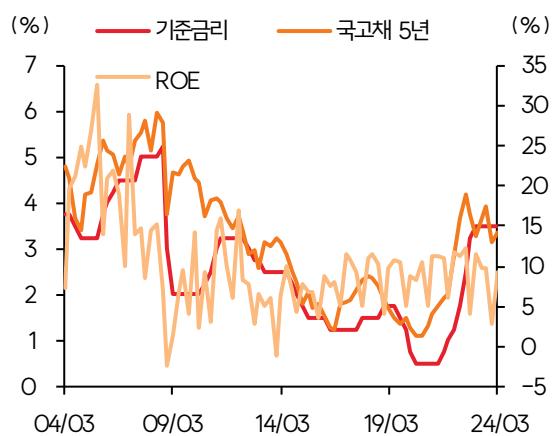
금융섹터 내부적으로도 은행/보험/증권의 각 업종별 운용 및 조달 구조, 산업적 특성 등이 상이한 만큼 이러한 요소를 종합적으로 고려한 접근이 필요할 것으로 예상 한다. 특히 최근 국내 증시를 둘러싼 불확실성이 확대됨에 따라 상대적으로 안정적인 실적과 주주환원을 기대할 수 있는 금융업종에 대한 관심이 이전보다 높아진 점을 감안했을 때 이러한 대내외 환경 변화에 따른 영향 분석의 중요성이 과거보다 더 옥 높아졌다고 판단한다.

금융업종 지수 - 24년 초부터 KOSPI를 이웃펴품하는 모습을 보인 금융업종



자료: FnGuide, SK 증권

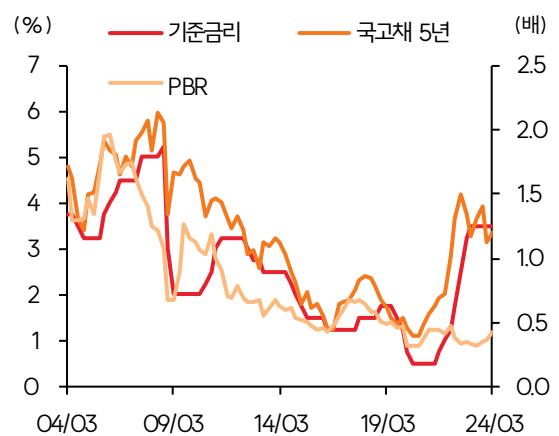
은행 – 금리 환경과 ROE 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: KB, 신한, 하나, 우리금융 4개사 합산 기준

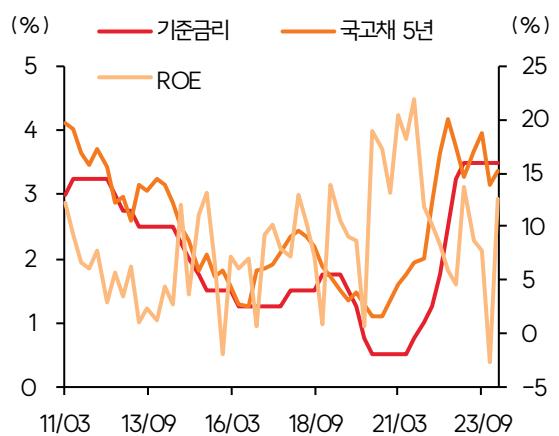
은행 – 금리 환경과 PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: KB, 신한, 하나, 우리금융 4개사 합산 기준

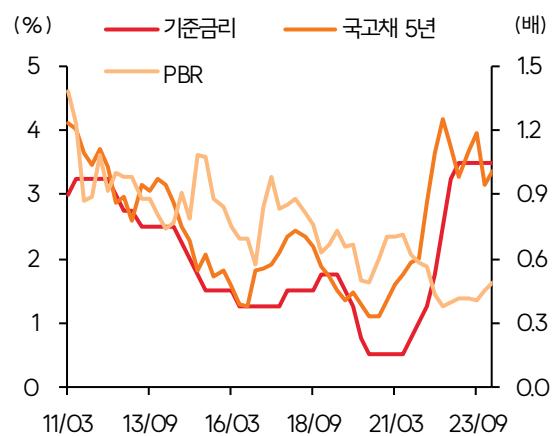
증권 – 금리 환경과 ROE 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: ROE는 미래, 한국, NH, 삼성, 키움 5개사 증권 별도 재무제표 합산 기준

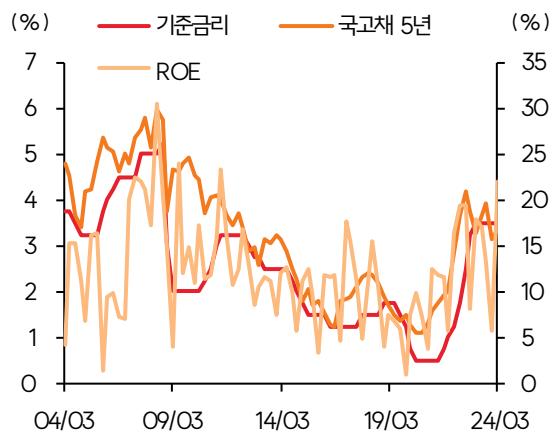
증권 – 금리 환경과 PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 미래, 한국, NH, 삼성, 키움 5개사 합산 기준

손해보험 – 금리 환경과 ROE 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주 1: ROE는 삼성, DB, 현대 3개사 별도 재무제표 합산 기준으로 산정

주 2: 22년까지는 IFRS4 기준 재무제표 사용. 23년부터는 IFRS17 기준

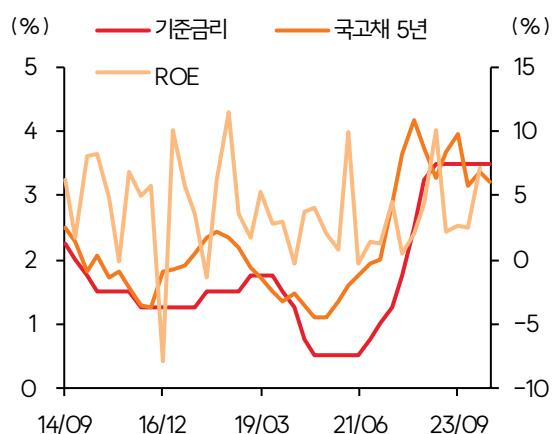
손해보험 – 금리 환경과 PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성, DB, 현대 3개사 합산 기준

생명보험 – 금리 환경과 ROE 추이

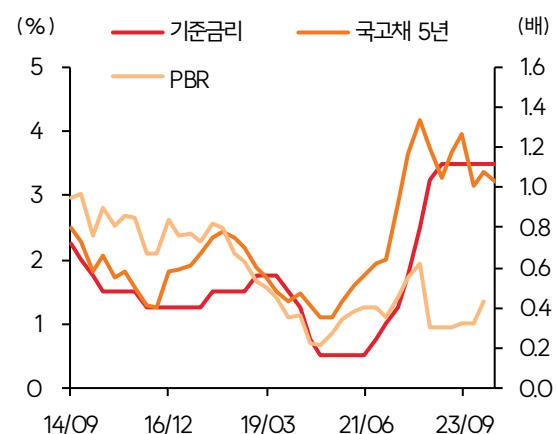


자료: FnGuide, SK 증권

주 1: ROE는 삼성, 한화, 동양, 미래 4개사 별도 재무제표 합산 기준으로 산정

주 2: 22년까지는 IFRS4 기준 재무제표 사용. 23년부터는 IFRS17 기준

생명보험 – 금리 환경과 PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성, 한화, 동양, 미래 4개사 합산 기준

3. 은행: 팩트는 은행주가 건강해지고 있다는 것

(1) 금리 하락에 따른 NIM 하락 및 대손비용 부담 완화 예상

은행의 경우 통상적으로 금리 하락 시 수익성 하락 압력 발생

일반적으로 은행업종은 금리 하락으로 순이자마진(NIM) 하락 압력이 나타난다. 이는 일정 수준의 지급보증이 적용되는 예금을 통해 상대적으로 낮은 금리로 조달이 가능한 은행업종 특성상 금리 변화에 따른 영향이 조달보다 운용 측면에 더욱 크게 나타나기 때문이다. 통상적으로 은행 NIM은 기준금리 25bp 당 약 3~4bp 수준의 영향이 나타나는 것으로 알려져 있다.

금리 하락에 따른 대손부담 완화 예상이나 고신용자/담보 중심 영업 감안하면 영향 제한적

한편 비용 측면에서는 금리 하락으로 차주의 상환 부담이 완화될 수 있는 만큼 대손 비용 감소가 나타날 수 있을 것으로 예상된다. 다만 통상적으로 은행이 고신용자 및 담보 중심의 사업을 영위하고 있음을 감안했을 때 금리 하락에 따른 마진 하락 영향이 대손비용 부담 완화보다 더 크게 나타날 가능성성이 높을 것으로 전망한다.

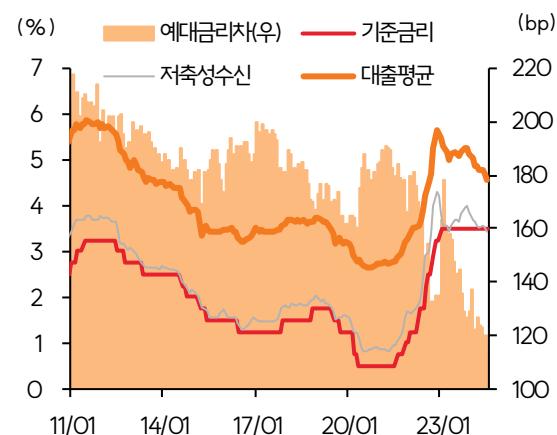
NIM 하락에 따른 영향은 1) 현재 NIM이 낮을수록, 2) 비이자이익 비중이 작을수록 클 것으로 추정

23년 기준 주요 금융지주의 NIM과 금리부자산을 기준으로 시나리오 테스트를 수행해본 결과 때 연간 NIM이 약 4bp 하락할 때 순이자이익은 약 1.2%~2.2% 감소할 것으로 예상된다. 세전이익의 경우 약 2.9%~7.0% 수준의 감익이 나타날 것으로 예상되며 상대적으로 현재 NIM 레벨이 낮고 비이자이익 비중이 낮은 회사일수록 NIM 하락에 따른 영향이 크게 나타날 전망이다.

가계대출 규제 강화는 향후 마진에는 소폭 긍정적이나 마진 하락 추세를 막기는 어려울 전망

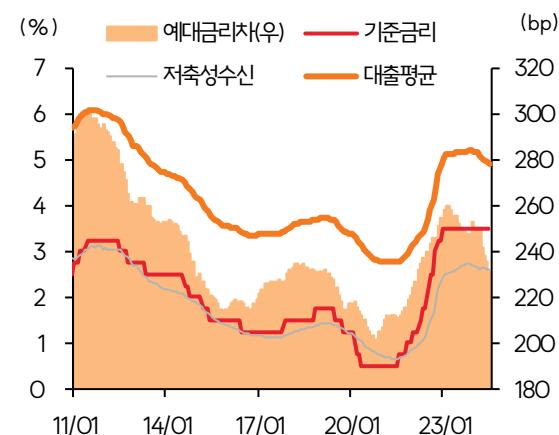
최근 금융당국의 가계부채 관리 방안 등 영향으로 최근 COFIX 등 대출 기준금리 하락에도 가계대출 금리가 상승하고 있는 점은 향후 마진에 일부 긍정적 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상된다. 다만 9월 스트레스 DSR 도입 등 규제가 강화되기 전까지 실질적으로 주담대 신규취급액 금리와 COFIX 간 스프레드가 큰 폭으로 줄어드는 모습이 나타났음을 감안하면 당분간 업계 전반적인 마진 하락 추세는 불가피할 전망이다.

은행 – 기준금리 및 여수신 금리 변동 추이(신규)



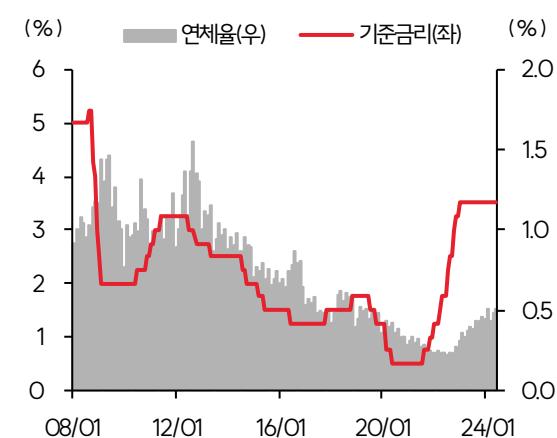
자료: 한국은행, SK 증권

은행 – 기준금리 및 여수신 금리 변동 추이(잔액)



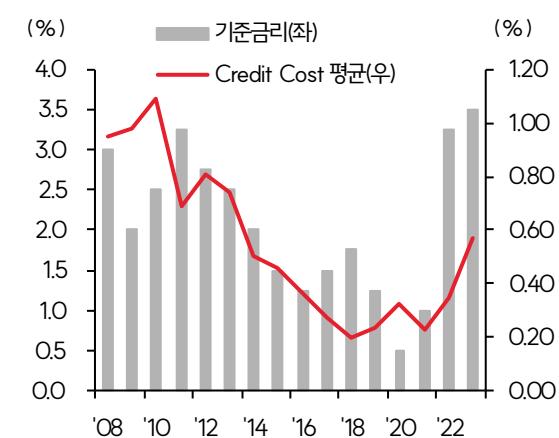
자료: 한국은행, SK 증권

은행 – 기준금리 및 연체율 추이



자료: 한국은행, 금융감독원, SK 증권

은행 – 기준금리 및 Credit Cost 추이



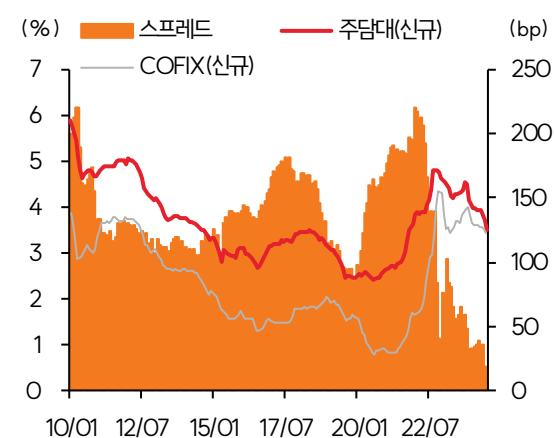
자료: 각사, SK 증권

Scenario Test – NIM 4bp 하락 시 각 금융지주에 미치는 영향 추정

(십억원, %)	KB	신한	하나	우리	기업	BNK	DGB	JB
재무제표 상 23년 순이자이익	12,142	10,818	8,953	8,743	7,927	2,906	1,636	1,907
재무제표상 23년 세전이익	6,170	5,965	4,724	3,517	3,493	876	532	799
<hr/>								
NIM Calculation								
Factsheet 기준 23년 연간 NIM	2.08%	1.97%	1.82%	1.82%	1.79%	1.90%	2.16%	3.28%
Factsheet 기준 23년 이자부자산	485,194	444,235	415,218	392,788	425,227	157,234	77,333	57,137
Factsheet 기준으로 산출한 23년 순이자이익	10,092	8,763	7,557	7,156	7,612	2,987	1,670	1,873
<hr/>								
일괄적으로 순이자마진 4bp 하락 가정								
4bp 하락 시 NIM	2.04%	1.93%	1.78%	1.78%	1.75%	1.86%	2.12%	3.24%
이자부자산 기준으로 산출한 순이자이익	9,898	8,586	7,391	6,999	7,441	2,925	1,639	1,850
- 순이자이익 감소 규모	-194	-178	-166	-157	-170	-63	-31	-23
- 순이자이익 하락 폭	-1.9%	-2.0%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.1%	-1.9%	-1.2%
전체 재무제표상 순이자이익 추정	11,908	10,599	8,756	8,551	7,749	2,844	1,605	1,883
(이자부자산 기준으로 산출한 이자이익과 동일한 비율로 전체 순이자이익 감소했다고 추정)								
<hr/>								
가정 반영 시 23년 세전이익 추정	5,937	5,746	4,528	3,325	3,316	814	502	776
가정 반영에 따른 세전이익 하락 폭	-3.8%	-3.7%	-4.2%	-5.5%	-5.1%	-7.0%	-5.7%	-2.9%

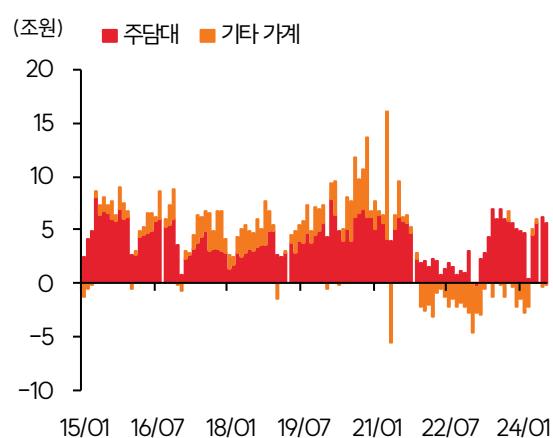
자료: SK 증권 추정

은행 – COFIX 금리 및 주담대 금리 추이



자료: 한국은행, 은행연합회, SK 증권

은행 – 월별 가계대출 증가 추이



자료: 한국은행, SK 증권

(2) 2010년대 중반부터 금리와 ROE의 민감도는 상대적 완화

**2016년 이후 ROE 레벨은
기준금리 등 변화와 관계없이
일정 수준에서 안정적으로 관리**

과거 2000년대 초반부터 주요 대형 은행의 ROE와 기준금리 추세를 시계열로 살펴본 결과 1) 2010년대 중반까지는 ROE와 기준금리가 전반적으로 동행하며 높은 상관관계를 보인 반면(1Q24~4Q15 중 기준금리-시중은행 ROE 간 상관계수는 0.4746 기록) 2) 2010년대 후반부터는 기준금리 변화와 관계없이 일정 수준의 ROE가 상대적으로 안정적으로 유지되는 모습을 찾아볼 수 있다. 이는 은행 자체적인 성장 및 건전성 관리를 바탕으로 수익성이 안정된 동시에 적극적인 비은행 M&A를 통해 다각화된 사업 구조를 확보한 영향이라고 판단한다.

**2010년대 중반부터 대형
은행들의 비은행 포트폴리오에
대한 대규모 M&A 지속**

실제로 KB금융은 2014년부터 우리파이낸셜(KB캐피탈), LIG손해보험(KB손해보험), 현대증권(KB증권) 등을 인수하며 비은행 포트폴리오를 적극적으로 확대해 왔으며 신한지주도 2018년 오렌지라이프를 인수하며 기존 높은 비은행 실적 기여도를 더욱 강화하는 모습이 나타났다. 하나금융지주의 경우에는 외환은행 인수 이후 통합 등을 거치는 등 영향으로 추가적인 대형 M&A는 없었으나 자회사인 하나증권에 대해 2018년부터 적극적으로 증자를 단행하는 등 형태로 비은행 포트폴리오를 강화하는 모습이 나타났다.

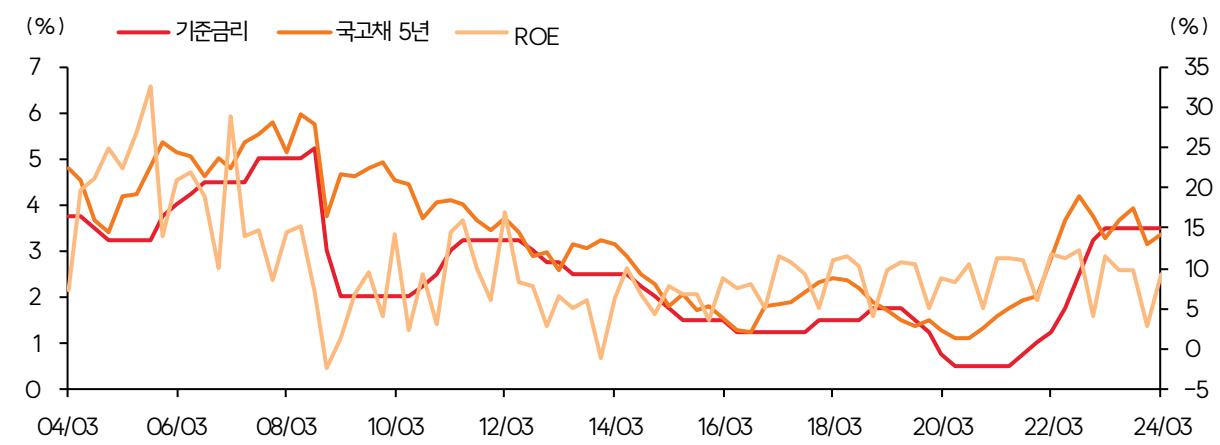
**금리 하락 시 여전업/저축은행
조달 부담 완화 기대되며 증권도
수수료/매매평가익 개선 전망**

주요 비은행 자회사 중 금리 하락 시 신용카드/캐피탈 등 여신전문금융회사나 저축은행의 경우 조달비용 하락에 따른 NIM 개선을 기대할 수 있으며 증권업종의 경우에도 Brokerage/IB 등 수수료손익 및 유가증권 매매평가이익 개선이 예상되는 만큼 은행 마진 하락에 따른 영향을 방어하기 용이할 것으로 예상된다.

**보험은 금리 하락에 따른 자본
부담은 크게 높아졌으나 손익은
FVPL 평가손익 등 개선 기대**

보험업종의 경우 IFRS17 회계 기준 도입 이후 금리 하락에 따른 자본 측면의 부담은 높아졌지만 여전히 손익 측면에서는 견조한 보험손익 및 FVPL 자산의 평가손익 개선을 기대할 수 있다고 판단한다. 따라서 최근 전반적인 금리 환경의 변화에 따라 은행 자회사의 수익성 둔화는 불가피하겠지만 그룹 전반적으로 높아진 비은행 실적 기여도를 바탕으로 안정적인 이익 체력이 지속될 것으로 예상한다.

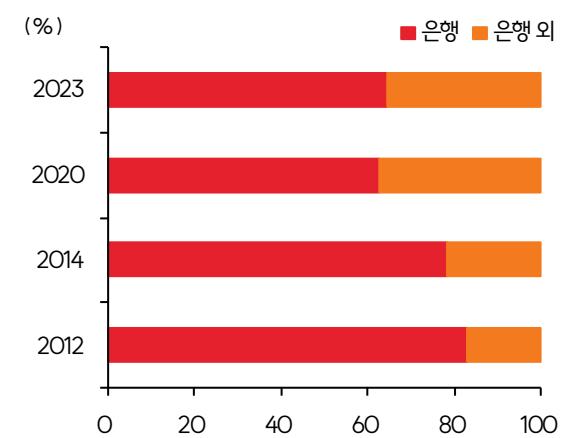
은행 – 기준금리/시장금리 및 ROE 추이



자료: FnGuide, SK 증권

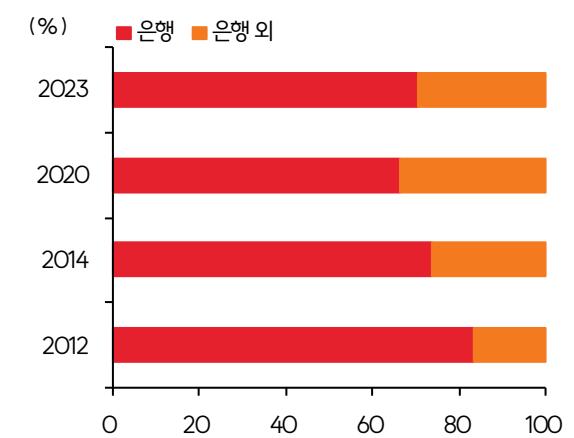
주: KB, 신한, 하나, 우리금융 4개사 합산 기준

KB금융 – 순영업수익 기준 은행 실적 비중 변화 추이



자료: KB금융, SK 증권

KB금융 – 당기순이익 기준 은행 실적 비중 변화 추이



자료: KB금융, SK 증권

(3) 실적 전망: 금리 하락에도 안정적인 이익 흐름 기대

금리 하락 등 우려에도 안정적인 실적 흐름 전망

이러한 요인을 감안했을 때 최근 금리 환경 변화에도 커버리지 은행들은 우려보다는 안정적인 실적 흐름을 보일 수 있을 것으로 전망한다.

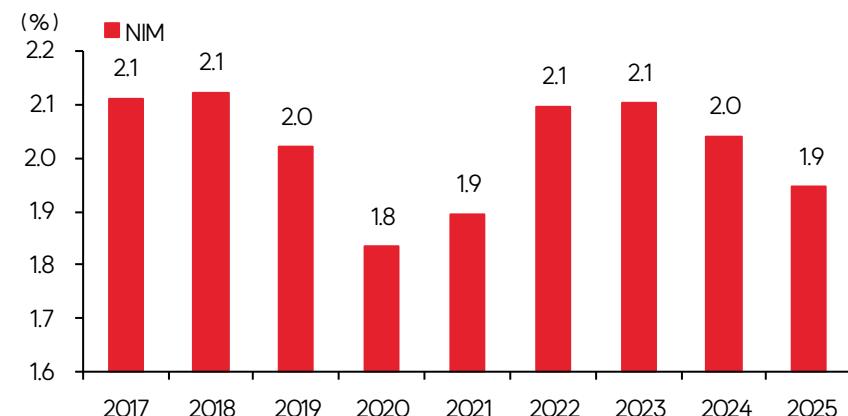
시장금리 영향으로 마진 하락세는 불가피할 전망

먼저 NIM은 시장금리 하락에 따른 부진이 불가피할 것으로 예상된다. 가계대출의 경우 최근 가계부채 관리 방안 등에 따라 주담대/전세대출의 금리가 상승하는 모습이 나타나고 있지만 본격적으로 규제가 강화되기 전까지 경쟁이 심화되며 대출 금리가 다소 과도하게 낮았던 만큼 하락 추세를 피하기 어렵다고 판단한다. 기업대출도 상대적으로 짧은 리프라이싱 주기를 감안했을 때 마진 하락이 크게 나타날 것으로 예상된다. 다만 신용카드, 캐피탈, 저축은행 등 자회사의 경우 은행과 달리 금리 하락 시 조달비용 부담 완화에 따른 마진 개선을 기대할 수 있는 만큼 비은행 자회사 비중이 높은 회사를 중심으로 그룹 전체 NIM은 은행 NIM보다 양호한 모습을 보일 것으로 전망한다.

24년 연간 마진 6bp 하락 전망하며 25년의 경우 9bp 까지 하락 폭 확대될 전망

24년 연간 기준으로 커버리지 8개 은행의 NIM 단순 평균은 23년 대비 약 6bp 하락할 것으로 예상한다. 24년의 경우 23년 말까지 NIM 상승 추세가 나타났던 만큼 연간 NIM 하락 폭이 상대적으로 크지 않을 것으로 예상되지만 25년의 경우 기준금리 인하 기대감 등 영향에 따라 24년 중 나타난 NIM 하락 추세가 지속될 것으로 예상되는 만큼 연간 기준 더욱 큰 폭의 마진 감소가 나타날 것으로 예상한다. 단순 평균 기준 25년 NIM은 24년 대비 약 9bp 하락을 전망한다.

NIM: 시장금리 하락 등 영향으로 감소 추세 지속될 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

1H24 중 가파른 성장에 따라
하반기는 대출 성장 Slow
down 될 것으로 전망

한편 대출 성장의 경우 24년 상반기 중 은행 전반적으로 가파른 대출 성장이 나타난 만큼 하반기에는 전반적으로 둔화되는 모습이 나타날 것으로 전망한다. 대부분의 시중은행들이 현재 연간 대출성장을 Target으로 명목 GDP 성장률+@ 정도를 제시하며 약 4~5% 수준의 성장을 목표로 하고 있는 상황에서 상반기 중 하나은행, 신한은행 등이 이미 YTD로 약 6% 수준의 성장을 기록한 만큼 하반기에는 성장보다는 건전성/수익성 중심의 관리 기조가 나타날 것으로 예상된다.

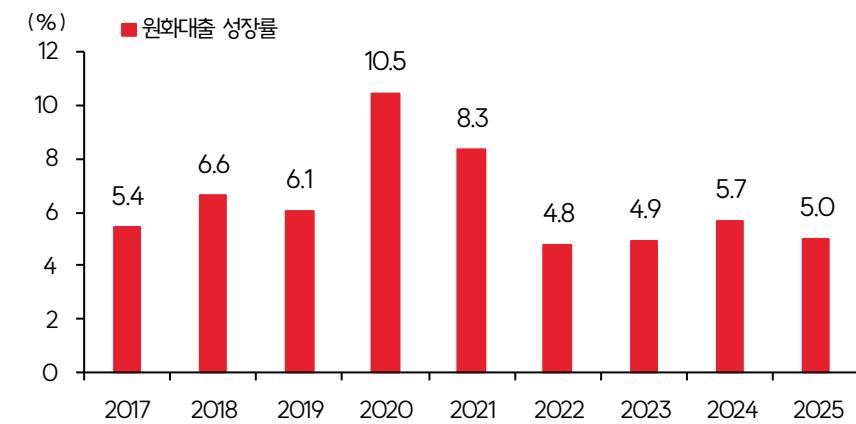
KB, 기업은행 등 중심으로
추가적인 성장 여력 예상

대형 시중은행 중 KB 국민은행, 우리은행 등은 상대적으로 상반기 중 성장률이 낮았다. 다만 우리은행의 경우에는 생명보험사 M&A 이슈 등 그룹 전반적인 CET1 비율 관리의 필요성을 감안했을 때 하반기에도 선별적인 성장을 보일 것으로 예상한다. 또한 기업은행의 경우 상반기 중 시중은행 중심으로 SME 대출 경쟁이 심화됨에 따라 상대적으로 선별적인 성장을 보였지만 하반기 중 다른 시중은행 대출 성장이 둔화되는 시점에는 국책은행 특성상 보다 적극적으로 중소기업에 대해 유동성을 공급하는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

24년 연간 원화대출 평균 약
5.7% YoY 전망. 25년에도 약 5%
YoY 수준으로 견조한 성장 예상

24년 커버리지 8개 은행 합산 24년 연간 원화대출 성장은 상반기 중 가파른 대출 성장 등을 감안했을 때 하반기 중 성장 둔화 추세가 나타나더라도 평균 5.7% YoY를 예상한다. 25년의 경우 가계대출 규제 심화에 따른 성장 제한에도 기업대출 중심으로 지속되는 자금 수요를 감안했을 때 약 5.0% YoY 수준의 성장을 전망한다. 마진 하락에도 기존 예상보다 견조한 대출 성장 추세가 이어지고 있음을 감안하면 전반적인 이자이익은 수익성 둔화에도 어느정도 안정적인 추세를 보일 전망이다.

원화대출: 대형 은행 기준 중장기적으로 4~5% 수준의 성장 Target 지속될 전망

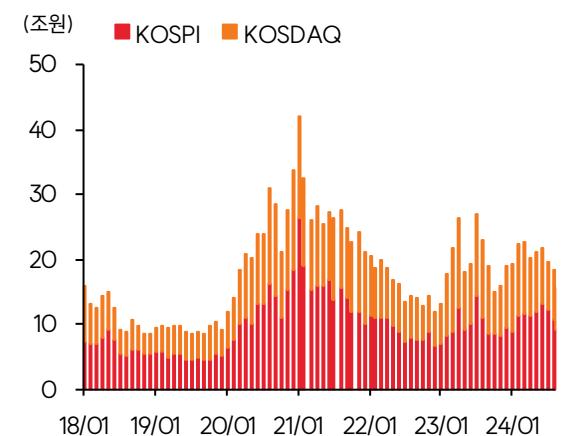


자료: 각사, SK 증권 추정

비이자이익 전반적으로 개선된 실적 전망. 공공적 역할에 대한 요구 강조되는 점은 부담 요인

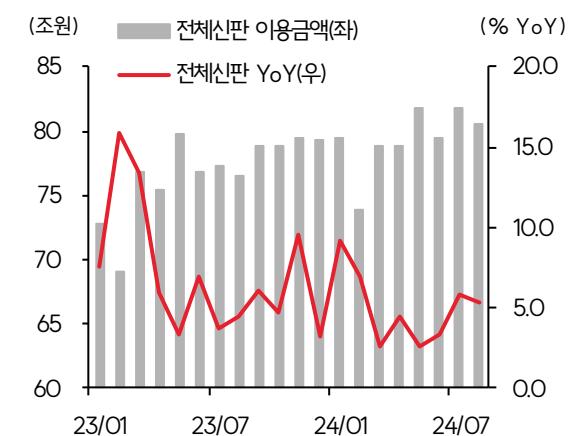
비이자이익도 견조한 실적이 예상된다. 전반적인 시장금리 하락에 따라 브로커리지 수수료이익, 유가증권 매매평가손익 개선이 기대되며 최근 환율 안정화 추세가 나타난 점을 감안했을 때 하나금융지주 등을 중심으로 비화폐성 환차익 개선이 나타날 것으로 예상되기 때문이다. 은행들이 건전성 지표 관리를 위해 지속적으로 대출채권 상/매각을 추진하고 있는 상황을 감안했을 때 기적립된 충당금 관련 대출채권 매각 이익이 꾸준히 발생하는 점도 비이자이익 개선에 기여할 것으로 예상한다. 다만 자영업자 폐업 증가 등 내수 부진 흐름이 이어지는 상황에서 은행에 대한 서민금융진흥원 출연요율 하한을 0.03%에서 0.06%로 상향하는 등 공공적 역할에 대한 요구가 지속되고 있음을 감안하면 23년에 이어 상생금융 등 압력이 커질 가능성도 고려할 필요도 있을 것으로 전망한다.

거래대금: 20조원 내외 수준 지속적으로 유지



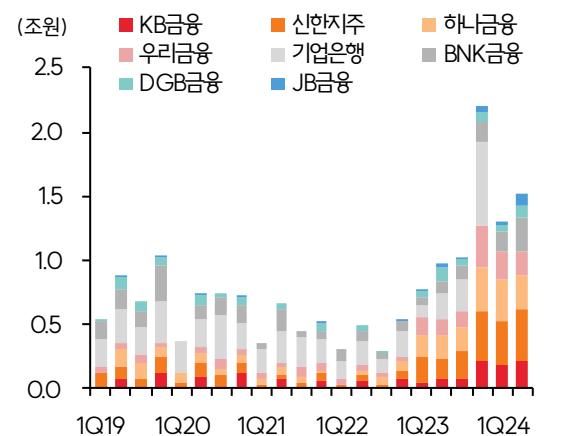
자료: FnGuide, SK 증권

신용카드: 취급고 견조한 흐름 지속



자료: 여신금융협회, SK 증권

대출채권 매각: 건전성 관리를 위해 대규모 매각 지속 중



자료: 각사, SK 증권

환율: 이전 대비 안정화된 수준으로 개선



자료: FnGuide, SK 증권

부동산 PF 관련 부담은 제한적 수준

대손비용에 있어 대형 은행지주의 경우 2Q24 중 진행한 부동산 PF 사업장 재평가 등에 따른 영향은 제한적인 수준에 그쳤다. 하이투자증권 관련 부담이 크게 나타난 DGB 금융지주 정도를 제외하면 1) 지속적인 선제적인 충당금 적립 및 2) 보수적인 사업장 관리 등 영향에 따라 최근 이슈가 커졌던 부동산 신탁 자회사 관련 익스포저를 제외하면 전반적인 부담이 크지 않았던 것으로 판단한다.

SOHO 중심으로 부담 지속되는 점 감안했을 때 대손비용 측면의 부담 크게 개선되기 어려울 전망

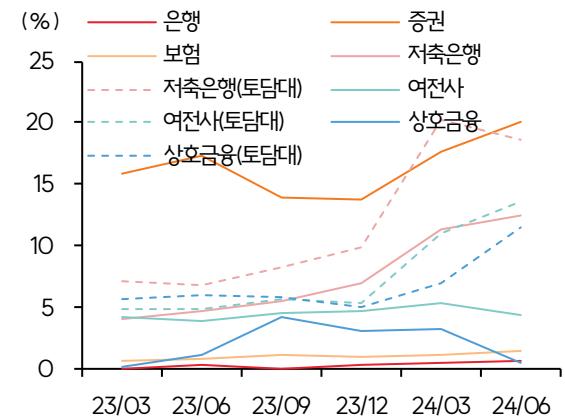
다만 보수적인 대손비용 적립 기조는 지속될 것으로 전망한다. 수출 중심으로 경기 회복 추세가 나타나고 있음에도 건설 투자/소비 위축 등 내수 부진이 지속되는 환경을 감안했을 때 SOHO 대출 등을 중심으로 건전성 지표 악화 추세가 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 실제로 연체율 지표를 살펴보면 1) 신규 연체채권 증가세 둔화 및 2) 상매각 증가 등 영향으로 전반적인 연체율이 3 월 말 대비 6 월 말 개선되는 모습이 나타났음에도 개인사업자 대출의 경우에는 3 월 말 0.54%에서 6 월 말 0.57%로 악화되는 모습이 나타났다.

개인사업자대출 담보 중 높은 비중 차지하는 비주택부동산 관련 경매 부진 추세

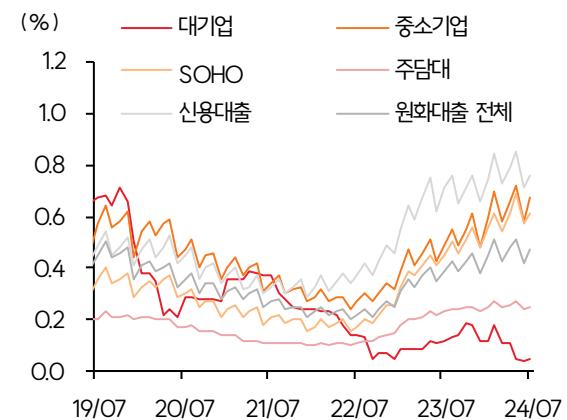
1Q24 기준 전 금융권 개인사업자대출을 살펴보면 비주택담보대출 61.8%, 주택담보대출 13.9%, 보증대출 10.5%, 신용대출 10.3%, 기타대출 3.5%로 전체 대출의 약 8~90%가 담보/보증을 바탕으로 취급되고 있음을 확인할 수 있다. 다만 최근 SOHO 대출 등의 건전성 지표 악화 추세가 이어지는 상황에서 최근 경매 매각 데이터를 살펴보면 상가/오피스텔/근린시설 등 비주택부동산을 중심으로 낙찰률 및 매각가율 부진 추세가 이어지고 있는 만큼 담보를 통한 원금 회수에 있어 일부 차질이 생길 가능성이 존재한다고 판단한다. 선제적인 충당금 적립, 보수적인 건전성 관리를 감안했을 때 관련 충격이 크지는 않을 것으로 예상되지만 지속되는 대내외 불확실성을 감안했을 때 전반적인 대손비용 부담 완화에 있어서는 아직 보수적인 Stance로 접근할 필요가 있다고 판단한다.

커버리지 평균 24년 연간 Credit Cost 0.66%, 25년 0.55% 예상

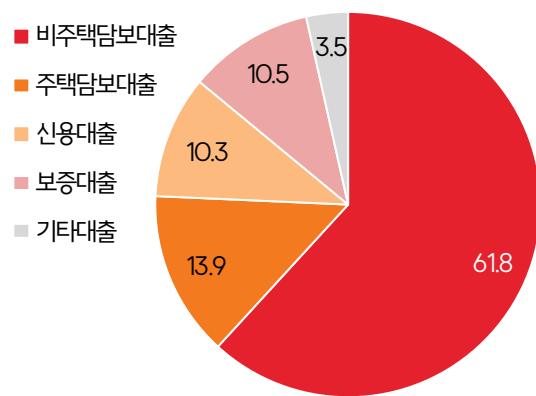
커버리지 은행들의 단순 평균 기준 24년 Credit Cost는 0.66%로 23년 대비 개선된 모습을 예상한다. 23년 중 선제적인 충당금 적립에 따라 대손비용 부담은 감소하는 모습이 나타날 것으로 예상되지만 SOHO 대출 등 불확실성을 감안했을 때 코로나 19 이전 수준으로 개선되기는 쉽지 않을 것으로 예상한다. 25년에는 0.55% 수준으로 금리 하락 등에 따른 상환 부담 완화 영향이 본격적으로 실적에 반영될 것으로 전망한다.

부동산 PF: 은행업권의 제한적인 부담 지속

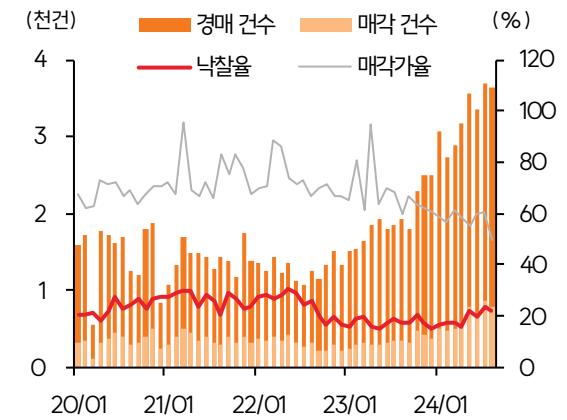
자료: 금융위원회, SK 증권

연체율: SOHO 대출 중심으로 연체율 약화 추세 지속

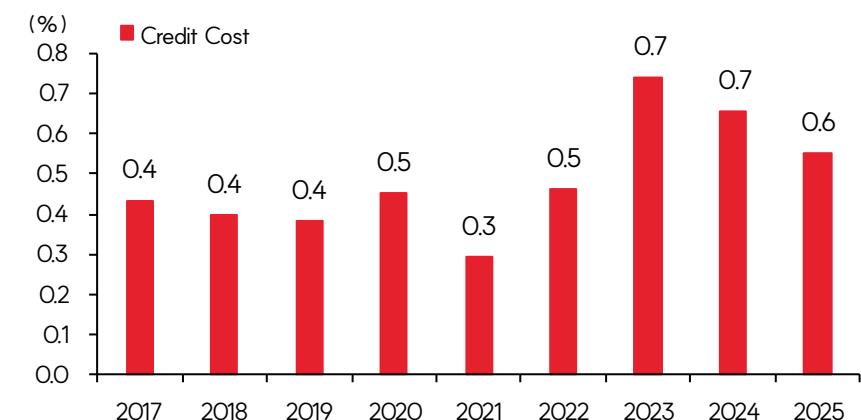
자료: 금융감독원, SK 증권

개인사업자 대출: 비주택담보대출 높은 비중

자료: 한국은행, SK 증권

법원 경매: 상가/오피스텔/근린시설 매각 부진 추세

자료: 법원, SK 증권

Credit Cost: 시장금리 하락 등 영향으로 부담 완화 추세 지속될 전망

자료: 각사, SK 증권 추정

(4) 효율적인 자본 활용: CET1 비율을 유지가 전제될 필요

금리 등과 관계없이 안정적인
ROE 관리 가능할 전망. 추가적인
제고 여력도 제한적으로 예상

은행업종의 경우 앞서 살펴본 바와 같이 금리 등 환경 변화에도 불구하고 안정적으로 ROE 수준을 유지할 수 있을 것으로 전망한다. 한편 현재 수준에서 ROE 가 큰 폭으로 개선될 가능성도 제한적으로 예상되는데 1) 성숙단계에 접어든 국내 경기 환경 등을 감안했을 때 적정 CET1비율을 유지하는 가운데 자산 성장을 통해 ROE를 제고할 수 있는 여력이 제한적이며 2) 주주환원 확대 등을 통한 잉여자본 축소에 있어서도 CET1비율 등 자본적정성 규제를 고려해야 하기 때문이다.

**효율적 자본 활용: 지속 가능한
ROE/CET1 비율을 위한 적정
성장과 잉여자본에 대한 주주환원**

따라서 은행업종에 있어 효율적인 자본 활용의 핵심은 1) Target ROE 수준을 유지하고 CET1 비율을 유지하기 위한 적정 수준의 성장과 2) 이를 초과하는 자본에 대한 적극적인 주주환원이라고 판단한다. 최근 신한지주, 우리금융지주 등이 제시한 기업가치 제고 방안을 살펴보면 ROE 약 10%, CET1 비율 약 13% 수준을 목표로 하는 모습이 나타났으며 해당 ROE 와 CET1 비율에서 총주주환원율은 최대 50%를 제시하는 모습이 나타났다.

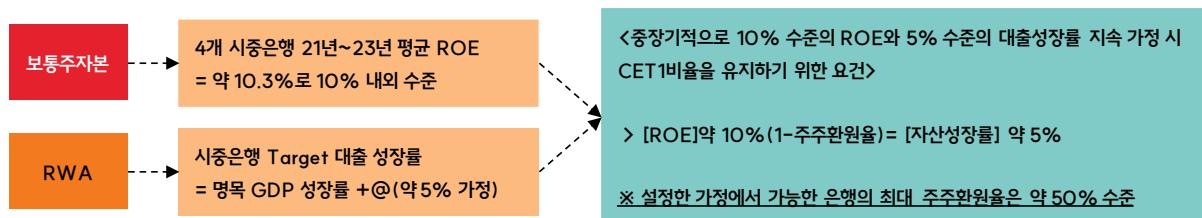
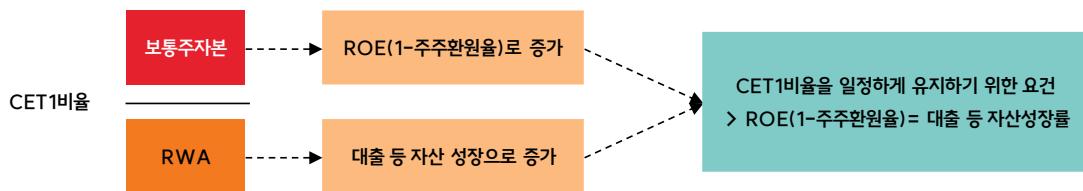
**ROE 레벨과 Target 자산 성장
감안했을 때 현재 조건에서 최대
총주주환원율 50% 기대 가능**

총주주환원율 50%는 1) 현재 은행들의 전반적인 ROE 레벨과 2) Target 자산 성장률을 감안했을 때 주어진 조건에서 제시할 수 있는 최대 수준이라고 판단한다. 기본적으로 은행이 일정 CET1 비율을 유지하기 위해서는 분자인 자본과 분모인 RWA, 즉 자산이 동일하게 증가할 필요가 있는데 단순하게 OCI 등 기타 요인을 제외하고 자본이 ROE(1-주주환원율)로 증가한다고 가정하면 현재 CET1비율을 유지하는 적정 자산 성장을 또한 ROE(1-주주환원율) 수준에 해당한다. 국내 은행들이 중장기적으로 명목 GDP 성장률+@(약 4~5%)의 성장 목표를 제시하고 있는 상황에서 국내 대형은행지주의 ROE 평균 약 10%를 적용할 경우 이론적으로 기대 할 수 있는 최대 주주환원율은 약 50% 수준에 달하는 것을 확인할 수 있다.

**약 3년간 점진적으로 주주환원
50%까지 확대될 것으로 기대**

현재 주요 금융지주들이 제시한 기업가치 제고계획을 감안했을 때 향후 약 3년여에 걸쳐 약 50% 수준의 **총주주환원율**까지 점진적인 주주환원 확대 추세가 나타날 수 있을 것으로 예상되는 만큼 1) 안정적인 실적과 2) 점진적인 주주환원 확대라는 관점에서 금융업종 내 가장 높은 안정성이 기대된다.

CET1비율: 현재 ROE 수준과 자산 성장 Target 감안했을 때 총 50% 수준의 주주환원 기대 가능



자료: SK 증권

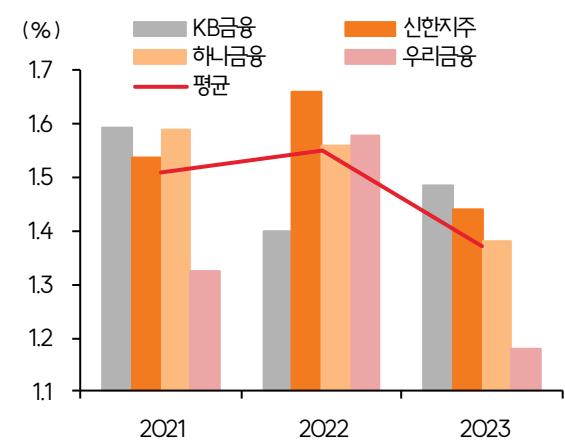
Target CET1 비율 낮아질 경우 총 주주환원율 추가적으로 상승 가능하다고 판단

향후 Target CET1 비율이 현재 약 13% 수준보다 낮아진다면 기대할 수 있는 총 주주환원율은 더욱 높아질 수 있다고 판단한다. ROE는 기본적으로 자본 대비 이익으로 산출되는데 리스크 기반 자본집약적 산업이라는 은행업종의 특성을 감안하여 리스크 대비 리턴 관점에서 세분화하여 살펴보면 ROE는 다시 1) 이익/RWA와 2) RWA/자본으로 분해할 수 있다. 이익/RWA는 곧 RWA 단위당 이익에 해당하는 RORWA로 나타낼 수 있으며 RWA/자본은 자본비율의 역수에 해당하는 만큼 궁극적으로 은행업종의 ROE는 RORWA/CET1비율의 형태로 나타낼 수 있다.

해외 은행 등 현황 감안했을 때 충분히 고려해볼 수 있을 것으로 예상

현재 4 개 대형 시중은행지주의 RORWA는 평균적으로 약 1.4%~1.5% 내외 수준을 기록하고 있다. RORWA 약 1.4%를 기준으로 현재 요구되는 CET1 비율 약 13%를 적용할 경우 ROE 수준은 약 10.8% 수준을 기대할 수 있다. 만약 요구되는 CET1 비율이 13%에서 12% 수준으로 낮아질 경우 RORWA가 동일하다면 ROE 수준은 약 11.7% 수준까지 높아질 수 있을 것으로 예상되는데 자산 성장을 이전과 동일하게 중장기적으로 5% 수준이라고 가정하면 가능한 총주주환원율은 57% 수준까지 확대될 수 있다고 판단한다. 국내 금융지주에 대해 요구되는 CET1 비율이 13%인 것과 달리 해외 주요 은행들이 Target 및 관리하고 있는 CET1비율은 이보다 낮거나 비슷한 점을 감안했을 때 향후 잠재적인 리스크를 보다 정교하게 파악할 수 있는 경우 Target CET1비율 조정 등에 기반한 총주주환원율의 추가적인 확대를 충분히 기대해볼 수 있다고 판단한다.

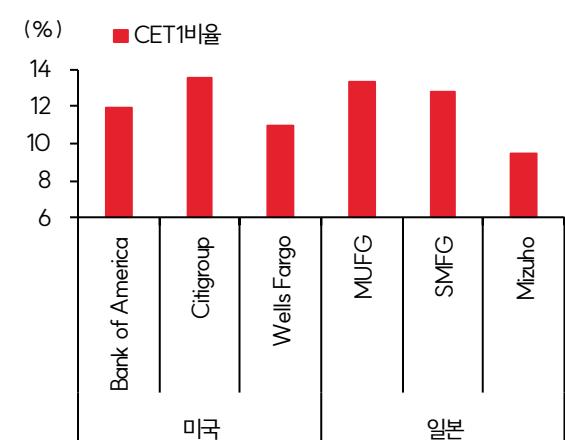
국내 금융지주: 최근 3년간 RORWA 추이



자료: 각사, SK 증권 추정

주: RORWA는 지배순이익(TO)/(RWA(T-1)+RWA(TO)) 평균으로 산출

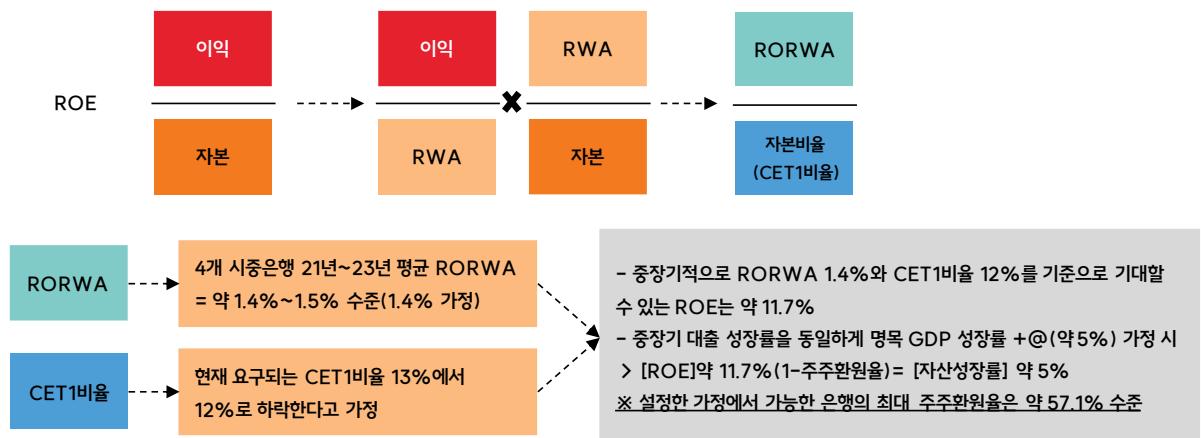
CET1 비율: 글로벌 주요 은행 기준 13%는 상위권



자료: 각사, SK 증권

주: 2024년 6월 말 기준

CET1비율: 현재 RORWA 수준과 자산 성장 Target 감안했을 때 Target CET1비율 낮아지면 추가적인 주주환원 확대 기대



자료: SK 증권

(5) 투자전략: 안정성+밸류에이션+배당에 기반한 접근

**커버리지 합산 24E 지배순이익
20조 8,971 억원(+8.6% YoY) 전망**

금리 인하 등 전반적인 환경 변화에도 불구하고 대형 은행들은 다각화된 포트폴리오를 바탕으로 전반적으로 안정적인 실적을 기록할 수 있을 것으로 예상된다. 커버리지 8 개사 합산 2024E 지배지분순이익은 H 지수 ELS 관련 비용, 부동산 PF 등 일회성 요인 등에도 불구하고 20조 8,971 억원(+8.6% YoY)으로 개선될 것으로 전망한다. 23년 중 상생금융 및 선제적 대규모 충당금 적립에 따른 기저효과 등 영향으로 전반적인 증익 추세가 나타날 것으로 예상되지만 추가적인 상생금융, SOHO 대상 추가 충당금 등 불확실성에 대해 지속적으로 고려할 필요가 있다고 판단한다.

24E 실적 추정 및 컨센서스 현황

(십억원)	2024E 당사 추정	컨센서스	vs 컨센서스
커버리지 8 개사 합산	20,897	21,216	-2%
KB금융	4,870	5,016	-3%
신한지주	4,859	4,866	0%
하나금융지주	3,662	3,764	-3%
우리금융지주	3,028	3,015	0%
기업은행	2,686	2,758	-3%
BNK금융지주	802	813	-1%
DGB금융지주	349	338	3%
JB금융지주	641	646	-1%

자료: FnGuide, SK 증권 추정

안정적인 이익 흐름 바탕으로 점진적인 주주환원 확대 전망

안정적인 이익 흐름이 뒷받침되는 가운데 밸류업 프로그램으로 자본 활용의 효율성 제고에 대한 관심이 높아진 만큼 은행들의 주주환원율은 점진적인 확대 추세가 나타날 것으로 예상한다. 이미 KB 금융의 경우 24년 연간 총 주주환원 규모를 약 1.92조로 결정하는 등 적극적으로 주주환원을 확대하는 모습이 예상되며 24년 기준 대형 시중은행지주의 경우 30% 중후반 수준의 총주주환원율을 전망한다. 은행들이 발표한 기업가치 제고 방안을 감안했을 때 가까운 시일 내 50% 수준에 달하는 주주환원율을 기대해볼 수 있다고 판단한다.

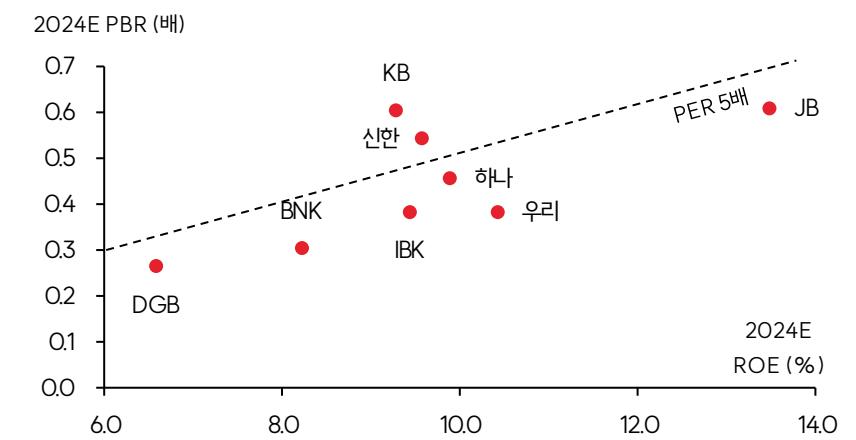
Top pick 하나금융지주, 차선호주 KB금융 제시

Top pick으로는 하나금융지주를 제시한다. 1) 균등배당을 시행하는 KB 금융과 신한지주와 달리 결산배당 비중이 높은 동사 특성을 감안했을 때 연말로 갈수록 상대적으로 높은 배당수익률에 따른 매력이 높아질 것으로 예상되며 2) 최근 환율 환경 등이 개선됨에 따라 비화폐성 환차익 및 CET1 비율 개선을 기대할 수 있는 점도 긍정적이라고 판단한다. 차선호주로는 KB 금융을 제시한다. 이전까지 Peer 대비 높은 밸류에이션이 다소 부담요인으로 작용했으나 최근 주가 조정을 감안했을 때 접근에 있어 이전보다 부담은 크지 않다고 판단한다.

배당 기준일 가까워질 수록 기업은행 매력 높아질 전망

한편 기업은행의 경우 국책은행으로서의 역할에 따른 부담이 일부 존재하지만 최근 세수 부족 이슈 및 밸류업 프로그램에 따른 Peer pressure 등을 감안했을 때 배당성향의 추가적인 확대를 충분히 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다. 다른 회사와 달리 결산배당만 진행하는 특성상 업종 내 가장 높은 배당수익률이 예상되는 만큼 향후 24년 결산배당 기준일이 가까워질수록 매력이 부각될 전망이다.

24E 커버리지 은행 PBR – ROE Matrix



(6) 지방은행: 밸류업에 더해 지속가능한 성장 방안 모색 필요

**과거와 달리 핵심 지역기반
약화로 지방은행 부진 추세**

과거 지방은행은 시중은행보다 높은 성장성과 수익성을 기록하며 밸류에이션 프리미엄을 받아왔지만 현재는 이러한 모습을 찾아보기 쉽지 않다. 이처럼 지방은행의 주가 부진이 나타난 가장 큰 요인으로는 지역경기 부진에 따른 핵심 사업 기반 약화를 제시할 수 있다. 1) 과거 글로벌 금융위기 이후 조선/해운/건설 등 시클리컬 업종에 대한 구조조정이 이뤄짐에 따라 제조업 중심의 지역경기 부진 추세가 이어졌으며 2) 비대면 플랫폼 이용 확대 및 시중은행의 지방 영업 확대 등 영향으로 지방 고객 이탈 추세가 지속적으로 나타나고 있기 때문이다.

**효율적인 자본 배분에 있어
주주환원 외에도 지속가능한 성장
방안 모색 감안 필요**

또한 과거 자회사 인수, 바젤 3 규제 충족을 위한 대규모 유상증자 이후 수익성 부진으로 ROE를 회복하지 못함에 따라 밸류에이션 측면의 할인이 더욱 심화되는 모습이 이어지고 있다. 따라서 지방은행에 있어서 효율적인 자본 배분은 1) 다른 시중은행과 마찬가지로 성장과 주주환원 간 적절한 균형을 찾는 동시에 2) 지역 경기 부진이라는 핵심 사업기반 약화 추세 속에서 지속가능한 성장 방안을 모색할 수 있을지 여부가 될 수밖에 없다고 판단한다.

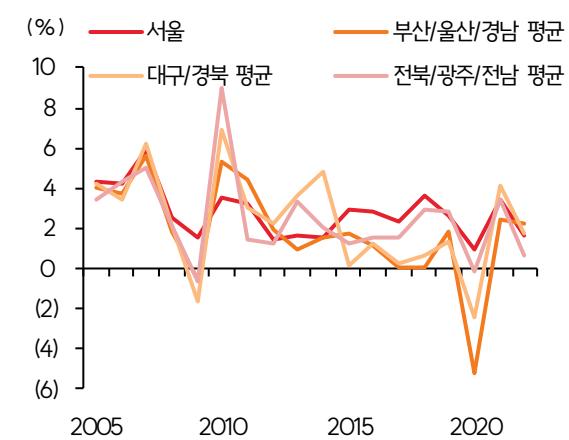
지방은행: 밸류에이션 디스카운트 지속적으로 심화



자료: FnGuide, SK 증권

주: 시중은행은 KB, 신한, 하나, 우리, 외환 합산 기준이며 지방은행은 BNK, DGB, JB금융 등 합산 기준으로 산정

GDP 성장률: 2015년 이후 서울과 지방 역전

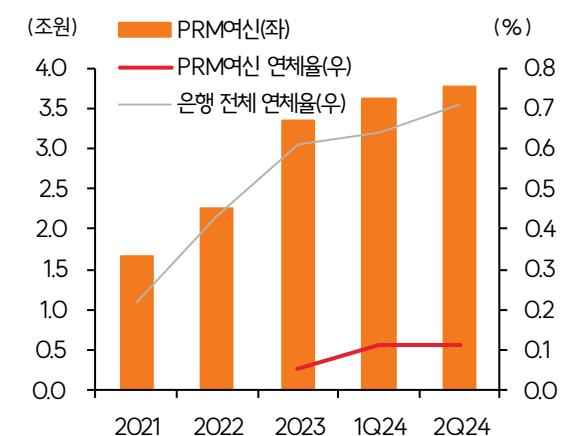


자료: 통계청, SK 증권

DGB 금융: 시중은행 전환을 통해 지역 경기 악화 부담 해소 추진

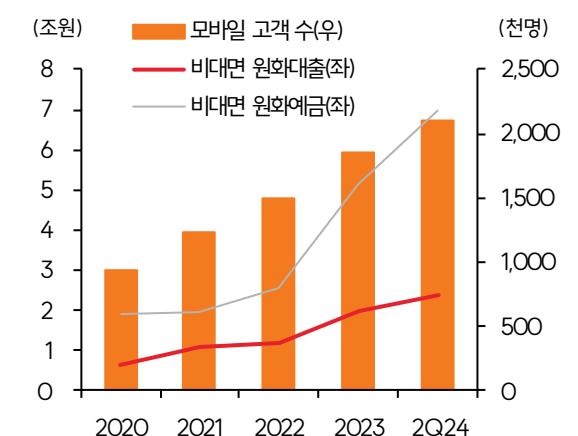
현재 악화된 지역 경기 등에 대해 지방은행들이 제시하고 있는 중장기적 성장 방안은 서로 다른 형태를 보이고 있다. 먼저 가장 직관적인 방법으로는 악화된 지역경기를 대신하여 시중은행 전환을 통해 전국적으로 영업기반을 확대하는 방안을 찾아볼 수 있다. 최근 DGB 금융지주는 자회사인 대구은행을 시중은행으로 전환하고 iM 뱅크라는 브랜드를 내세우며 성장을 추진하는 모습이 나타나고 있다. 동사가 시중은행 전환을 통해 추진하는 방향은 1) 양적으로 지속적인 성장을 추진하는 동시에 2) 지역별/여신별 포트폴리오를 다각화하는 것으로 기준 대구/경북 내 제조업 중심 대출 포트폴리오를 가계대출 확대 및 지역별 다각화를 통해 지역 경기/매크로 환경 민감도를 낮추고 자산 건전성/실적 안정성까지 개선하는 방향을 전망한다. 대출 성장을 의 경우 시중은행 대비 높은 수준을 기록할 것으로 전망하나 1) 현재 11%대 수준의 상대적으로 낮은 CET1 비율 및 2) 밸류업 프로그램 이후 높아진 자본 배분의 효율성 등 영향을 감안했을 때 비은행 자회사 RWA 관리에 따른 성장 정도를 제외하면 가파른 성장을 추진하지는 않을 것으로 예상된다.

DGB 금융지주: PRM 제도를 통한 기업여신 성장



자료: DGB 금융지주, SK 증권

DGB 금융지주: 비대면 고객 및 여수신 증가 추세



자료: DGB 금융지주, SK 증권

JB 금융지주: Niche Market 공략 및 핀테크 협업을 통한 성장

한편 JB 금융지주는 1) 기존 은행들이 적극적으로 취급하지 않는 Niche Market 의 공략 및 2) 소비자 접점 측면에서 우위를 보유한 핀테크 업체와의 전략적 협업을 통해 중장기적으로 지속가능한 성장을 모색하는 모습이 나타나고 있다.

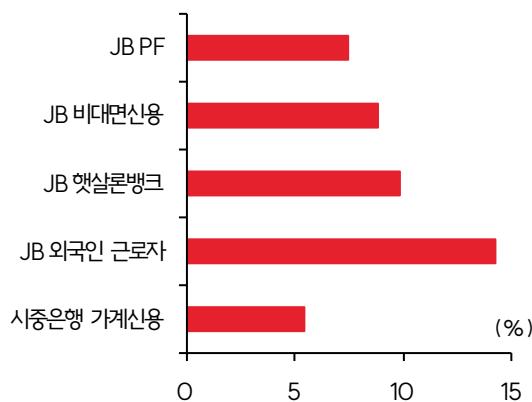
RORWA 기반으로 중위험-고수익의 핵심사업 확대

동사는 대출의 리스크 대비 기대 리턴을 분석하여 Mid risk – High return 이 예상되는 대출을 핵심사업으로 분류하고 핵심사업 중심으로 대출 포트폴리오를 재편해왔다. 부동산 PF, 비대면 중저신용자 신용대출, 햄살론, 외국인 근로자 대출 등 시중은행 등이 적극적으로 취급하지 않던 대출이 이러한 핵심사업에 해당한다. 이러한 핵심 사업은 일반 가계대출 대비 건전성 등 잠재적인 리스크는 높지만 이를 상회하는 마진을 기대할 수 있다고 판단하며 실제로 동사의 NIM-CCR 스프레드는 업계 내 가장 높은 수준에 달한다. 이러한 핵심사업 중심의 리밸런싱에 따라 23년 말 기준 전체 대출 포트폴리오 내 핵심사업 비중은 35%까지 확대되었으며 이러한 핵심사업의 높은 수익성을 바탕으로 동사는 업계 최상위권의 ROE 를 지속적으로 기록하는 모습이 나타나고 있다.

핀테크 협업을 통한 성장 방안 모색 중

또한 최근에는 토스뱅크-광주은행 공동대출 취급, 핀다 지분 인수 등 핀테크 기업과의 전략적 제휴를 통한 성장 방안을 추진하고 있는데 1) 핀테크 업체가 보유한 폭넓은 고객 기반, 2) 전략적 데이터 활용을 통한 리스크 관리, 3) 프로세스 개선 등을 바탕으로 기존 지방은행의 지역적 한계를 극복하고 중장기적으로 지속가능한 성장을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

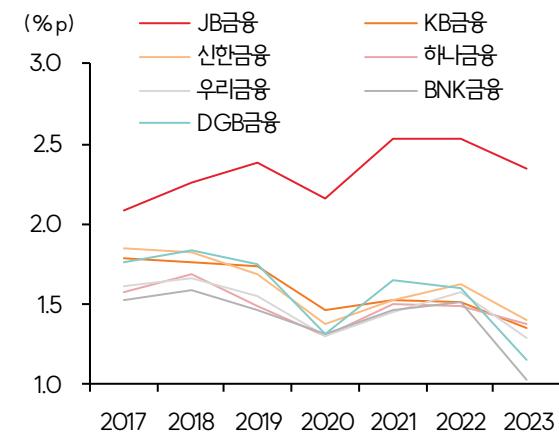
JB 금융지주: 핵심사업의 높은 수익성



자료: JB 금융지주, SK 증권

주: 1Q24 대출 금리 기준이며 시중은행 가계신용은 1~3월 신규 단순평균

JB 금융지주: 업계 최상위 수준의 NIM-CCR 지표



자료: 각사, SK 증권 추정

**BNK 금융지주: 내실을 다지고
주주가치 제고 후 성장성 확인
가능할 전망**

BNK 금융지주는 아직 다른 지방은행처럼 구체적인 중장기 성장 전략을 언급하지 않았지만 성장에 앞서 효율적인 자본 배분으로 내실을 다지고 주주가치를 제고하는 방향성을 명확하게 제시하고 있다. 동사는 24년 중 CET1 비율을 안정적으로 12%를 상회하는 수준까지 개선할 계획을 제시했으며 1H24 중 적극적인 RWA 관리를 통해 CET1 비율을 12.2%까지 개선하는 모습이 나타났다. 개선된 자본비율을 바탕으로 24년 연간 30%를 상회하는 수준까지 총주주환원율을 확대할 수 있을 것으로 예상되며 보유 포트폴리오의 수익성 개선 및 주주환원 확대를 통한 내실 확보 이후 구체적인 중장기 성장에 대한 방향성을 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

BNK 금융지주: 지속적인 CET1 비율 상승



자료: BNK 금융지주, SK 증권

**단기적으로는 주주환원율 확대
등의 매력이 높은 BNK 금융지주
Outperform 예상**

지역 경기 악화라는 문제에 대한 각 지방은행지주의 대응책은 서로 다르지만 나름대로 합리적인 판단을 내렸다고 판단한다. 단기적으로는 1) 부동산 PF 관련 대손비용 측면의 불확실성과 2) 밸류업 프로그램으로 높아진 주주환원 및 기업가치 제고 방안의 중요성 등이 밸류에이션 수준을 결정할 것으로 예상한다. 24년 하반기의 경우 안정적인 자본비율 달성을 따라 30%를 상회하는 수준의 총주주환원율을 기대할 수 있으며 상대적으로 낮은 PBR 수준이 지속됨에 따라 저가매수 관점의 접근이 용이할 것으로 예상되는 BNK 금융지주의 Outperform 추세를 전망한다.

은행 – Valuation Table

기업명	KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융
Code	A105560	A055550	A086790	A316140	A024110	A138730	A139130	A175330
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가	83,600	55,500	61,600	15,650	14,240	9,590	8,330	15,470
목표주가	105,000	73,000	78,000	18,000	16,000	11,000	9,400	17,000
상승여력	25.6%	31.5%	26.6%	15.0%	12.4%	14.7%	12.8%	9.9%
주식 수(mn)	394	509	287	743	797	320	169	195
시가총액	32,899	28,271	17,694	11,622	11,355	3,073	1,409	3,018
NIM (%)	2023 2024E 2025F 2026F	2.08 2.08 2.00 1.98	1.97 1.96 1.88 1.86	1.82 1.70 1.62 1.58	1.79 1.70 1.59 1.54	1.90 1.90 1.83 1.78	2.16 2.06 1.88 1.80	3.28 3.20 3.11 3.07
CIR (%)	2023 2024E 2025F 2026F	41.0 41.1 41.9 41.8	41.4 40.8 41.6 41.7	40.6 41.0 41.0 40.2	45.2 43.9 43.6 43.7	31.3 33.8 34.4 34.9	45.7 45.1 46.4 46.6	47.6 45.5 46.8 45.9
Credit Cost (%)	2023 2024E 2025F 2026F	0.73 0.50 0.47 0.47	0.57 0.49 0.40 0.39	0.45 0.35 0.34 0.33	0.53 0.43 0.40 0.39	0.83 0.58 0.49 0.47	0.87 0.73 0.62 0.61	1.01 1.17 0.89 0.86
당기순이익 (십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	4,631.9 4,870.2 5,655.1 5,851.9	4,368.0 4,858.9 5,157.9 5,381.4	3,451.6 3,662.1 3,744.3 3,936.5	2,506.3 3,027.9 3,130.7 3,241.0	2,669.7 2,685.9 2,869.7 2,901.8	639.8 801.8 801.7 805.5	387.8 349.2 405.1 434.7
PER (배)	2023 2024E 2025F 2026F	4.74 6.84 5.82 5.62	4.79 5.85 5.48 5.25	3.70 4.87 4.73 4.49	3.84 3.86 3.71 3.59	3.54 4.23 3.96 3.91	3.62 3.84 3.83 3.81	3.70 4.04 3.48 3.24
PBR (배)	2023 2024E 2025F 2026F	0.41 0.60 0.57 0.54	0.42 0.54 0.51 0.49	0.35 0.46 0.43 0.41	0.35 0.39 0.36 0.34	0.34 0.39 0.36 0.34	0.24 0.31 0.29 0.28	0.27 0.27 0.25 0.24
ROE (%)	2023 2024E 2025F 2026F	9.2 9.3 10.3 10.0	9.1 9.6 9.6 9.5	10.0 9.9 9.5 9.4	9.3 10.4 10.1 9.7	10.1 9.4 9.4 8.9	6.9 8.2 7.8 7.4	7.6 6.6 7.4 7.6
배당성향(%)	2023 2024E 2025F 2026F	25.2 24.6 22.6 23.9	24.9 22.5 22.4 22.5	28.4 27.1 27.6 27.4	29.9 28.3 29.6 29.8	29.4 30.3 30.6 33.0	25.7 27.9 29.4 30.1	23.6 26.7 24.6 25.3
DPS (원)	2023 2024E 2025F 2026F	3,060 3,185 3,434 3,756	2,100 2,160 2,300 2,400	3,400 3,500 3,650 3,815	1,000 1,160 1,260 1,310	984 1,020 1,100 1,200	510 700 740 760	550 560 600 660
배당수익률 (%)	2023 2024E 2025F 2026F	5.7 3.8 4.1 4.5	5.2 3.9 4.1 4.3	7.8 5.7 5.9 6.2	7.7 7.4 8.1 8.4	8.3 7.2 7.7 8.4	7.1 7.3 7.7 7.9	6.5 6.7 6.3 6.6

자료: 각사, SK 증권 추정

4. 증권: 유연한 Book 활용 여부가 관건

(1) Valuation: 높은 ROE 변동성, 유연한 북 활용이 관건

**증권업종 투자의견 비중 확대로
커버리지 개시**

증권업종에 대해 투자의견 비중 확대로 커버리지 개시를 개시한다. 22년부터 계속되어 왔던 고금리 환경의 변화가 예상됨에 따라 증권사의 전반적인 사업 부문의 수익성 개선을 기대할 수 있다고 판단하며 ROE 제고를 바탕으로 전반적인 주가 측면의 Upside를 기대해볼 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

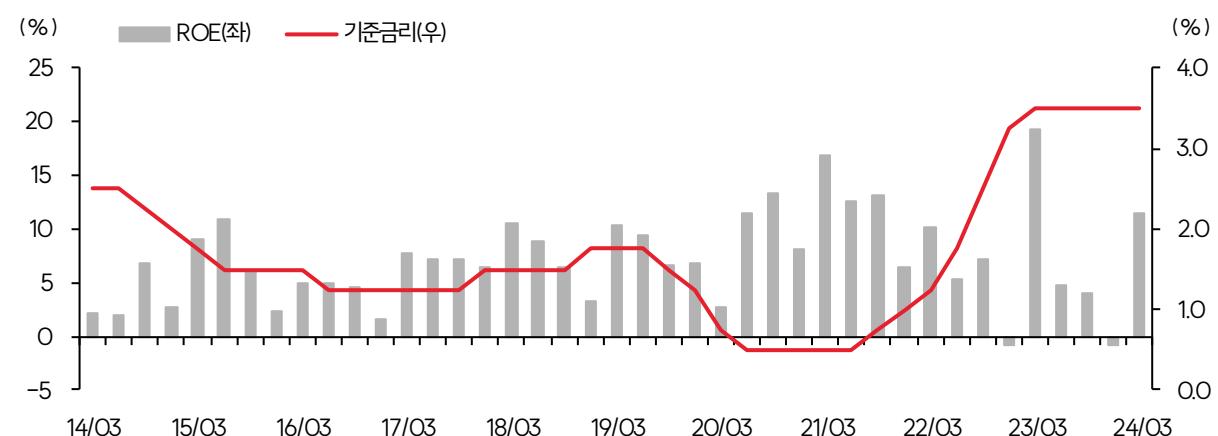
**금융업종 내 가장 거시경제 및
금리 환경 민감도가 높은
증권업종**

증권사는 금융업종 내 가장 거시경제 및 금리 환경에 따른 수익 영향이 크게 나타나는 모습을 보여왔다. 기본적으로 증권사의 수익은 1) 고객의 거래활동에서 발생하는 수수료수입과 2) 보유한 북을 활용한 투자손익 등을 통해 창출된다. 통상적으로 경기가 회복되고 금리가 하락하며 시장 전반적인 유동성이 풍부해질 때 고객들의 거래 활동 규모와 빈도가 모두 개선되는 만큼 브로커리지, WM 및 IB 등 전 부문에 걸쳐 수수료수입 확대를 기대할 수 있기 때문이다. 투자손익에 있어서도 주식/채권/대체 투자 등 전반적인 금융투자상품에 있어 금리 하락에 따른 평가손익 개선이 기대되며 부동산 PF/인프라 대출 등도 매크로 환경 및 금리에 따른 상환 부담 영향이 크게 나타난다. 회사별로 핵심적인 수익 구조 여부에 따른 차이는 일부 존재하겠지만 궁극적으로 모든 사업부문이 매크로 영향을 크게 받을 수밖에 없다고 판단한다.

**안정성보다 자본비용과 수익성을
고려하여 효율적으로 자본을
배분할 수 있는 구조가 관건**

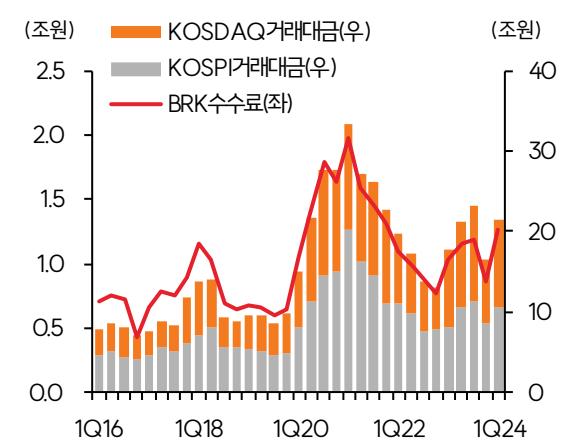
따라서 증권업종의 밸류에이션에 있어서는 은행업종처럼 1) 안정적인 실적과 ROE 레벨에 기반한 2) 총주주환원을 확대 관점의 접근보다는 3) 자본비용과 마진을 고려하여 주어진 조건 속에서 유연하게 북을 활용할 수 있는 구조가 갖춰졌는지 여부가 핵심적인 관건이라고 판단한다.

증권업 – ROE 및 기준금리 추이



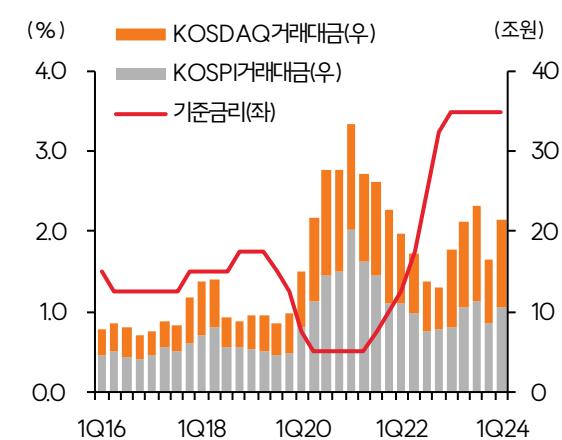
자료: 금융감독원, 한국은행, SK 증권

증권업 – 거래대금 및 브로커리지 수수료손익



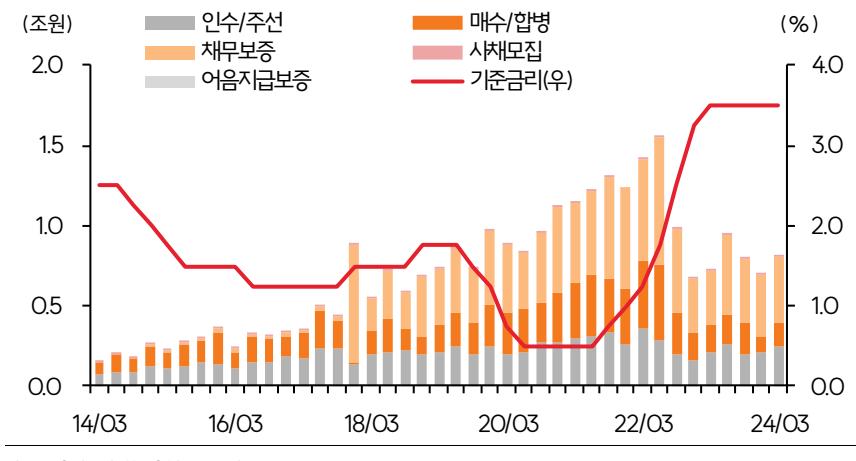
자료: 금융감독원, 금융투자협회, SK 증권

증권업 – 거래대금 및 기준금리 추이

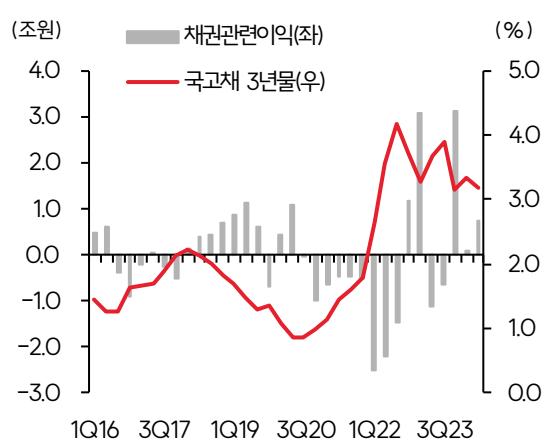


자료: 한국은행, 금융투자협회, SK 증권

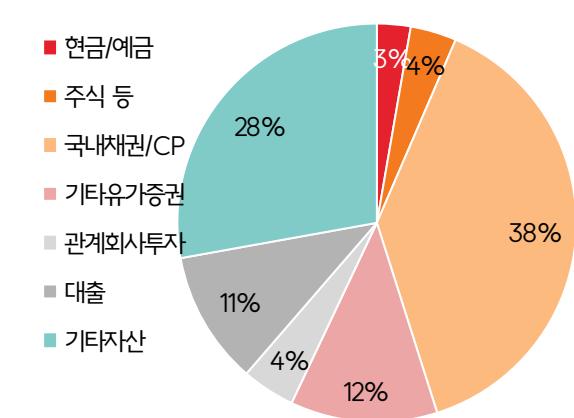
증권업 – IB 수수료손익 및 기준금리 추이



증권업 – 채권 매매평가손익 및 기준금리 추이



증권업 – 자산 비중(1Q24)



**모건스탠리: WM 강화를 통해
안정적인 ROE 확보**

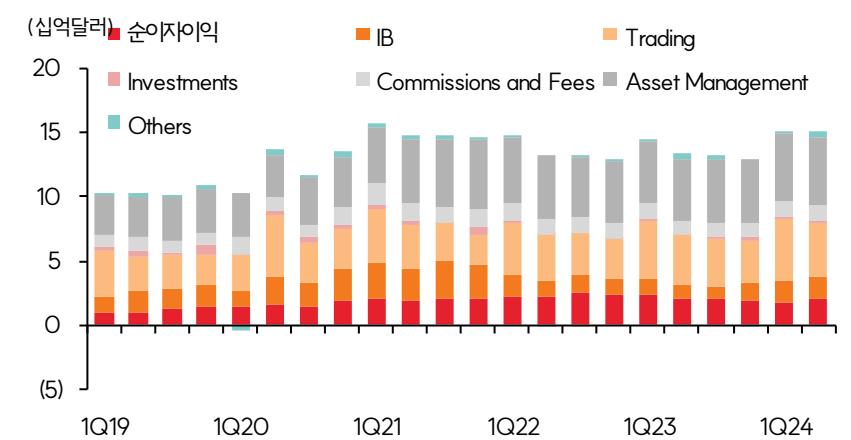
효율적인 자본 배분에 있어서는 여러가지 형태를 고려해볼 수 있다고 판단한다. 대표적으로 글로벌 주요 Investment Bank 인 모건스탠리의 경우 서브프라임 모기지 사태 이후 Smith Barney를 인수하는 등 지속적으로 WM(Wealth Management) 부문을 강화해왔으며 2020년 이후로는 온라인 증권사 E*Trade 및 자산운용사 Eaton Vance를 인수하며 기존 고액자산가에서 대중부유층까지 고객 기반을 확대하는 모습이 나타났다. 상대적으로 매크로 환경 등에 따른 영향이 높은 트레이딩이나 기업금융과 달리 WM 비즈니스의 경우에는 보유 고객 기반과 AUM에 따라 관리보수 중심의 안정적인 수익을 기대할 수 있다는 점에서 모건스탠리는 지난 몇 년간 전반적인 Investment Bank 업종 내에서 가장 안정적인 ROE 흐름을 보여왔으며 벤류에이션 측면에서도 프리미엄 요인으로 작용하는 모습이 나타났다.

모건스탠리 – 실적 추이

(십억달러)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
순영업수익	14,801	13,132	12,986	12,749	14,517	13,457	13,273	12,896	15,136	15,019
순이자이익	2,216	2,282	2,510	2,319	2,346	2,010	1,977	1,897	1,796	2,067
IB	1,758	1,150	1,373	1,318	1,330	1,155	1,048	1,415	1,589	1,735
Trading	3,983	3,597	3,331	3,017	4,477	3,802	3,679	3,305	4,852	4,131
Investments	75	23	-168	85	145	95	144	189	137	157
Commissions and Fees	1,416	1,220	1,133	1,169	1,239	1,090	1,098	1,110	1,227	1,183
Asset Management	5,119	4,912	4,744	4,803	4,728	4,817	5,031	5,041	5,269	5,424
Others	234	-52	63	38	252	488	296	-61	266	322
세전이익	4,588	3,319	3,388	2,794	3,760	2,812	3,145	2,096	4,395	4,074
당기순이익	3,715	2,536	2,662	2,266	3,033	2,221	2,435	1,541	3,462	3,117

자료: 모건스탠리, SK 증권

모건스탠리 – 순영업수익 추이



자료: 모건스탠리, SK 증권

골드만삭스: IB/트레이딩 등 기존 강점 중심으로 집중

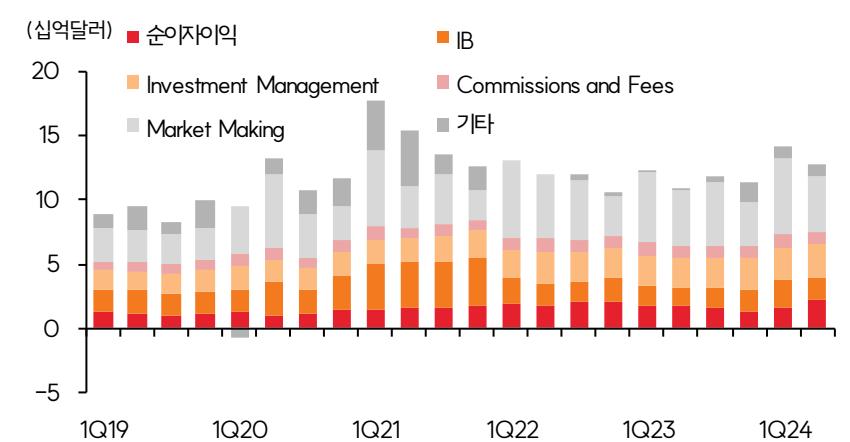
한편 골드만삭스의 경우에는 지속적으로 트레이딩 비중이 높은 사업구조가 계속되어 왔으며 높은 ROE 변동성을 보여왔다. 다만 2016년 비대면 리테일 금융서비스 플랫폼 마커스를 출시한 이후로 핀테크 대출 플랫폼 Green Sky, 투자자문사 United Capital 등을 인수하고 GM/Apple 등 기업과 신용카드 파트너십을 맺는 등 기존 고객기반에서 벗어나 대중부유층 중심으로 리테일 고객 기반을 확대하는 모습이 나타났다. 다만 소매금융 부문에서 유의미한 성과를 거두지 못하고 적자가 누적됨에 따라 2023년부터는 과감하게 인수한 기업들을 매각하고 기존 강점인 기업 금융/고액자산가 대상 자산관리 및 트레이딩에 더욱 집중하는 모습이 나타났다. 최근 모건스탠리와 골드만삭스 간 밸류에이션 갭이 좁혀지는 모습이 나타나고 있는 것은 1) 골드만삭스가 리테일 부문을 축소하고 기존 강점에 집중함으로써 보다 효율적인 자본 배분이 이뤄질 것으로 예상되는 동시에 2) 금리 인하 등에 따라 트레이딩 등을 중심으로 실적 측면에서 보다 높은 Upside를 기대해볼 수 있는 점에 기인하는 것으로 판단한다.

골드만삭스 – 실적 추이

(십억달러)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
순영업수익	12,933	11,864	11,975	10,593	12,224	10,895	11,817	11,318	14,213	12,731
순이자이익	1,827	1,734	2,043	2,074	1,781	1,684	1,547	1,339	1,608	2,242
IB	2,131	1,785	1,544	1,873	1,578	1,432	1,555	1,653	2,085	1,733
Investment Management	2,064	2,393	2,283	2,258	2,289	2,356	2,409	2,478	2,491	2,533
Commissions and Fees	1,011	1,073	992	968	1,088	893	883	925	1,077	1,051
Market Making	5,990	4,929	4,641	3,051	5,433	4,351	4,958	3,496	5,992	4,225
Others	-90	-50	472	369	55	179	465	1,427	960	947
세전이익	4,656	3,544	3,756	1,530	3,993	1,736	2,756	2,254	5,237	3,916
당기순이익	3,939	2,927	3,069	1,326	3,234	1,216	2,058	2,008	4,132	3,043

자료: 골드만삭스, SK 증권

골드만삭스 – 순영업수익 추이

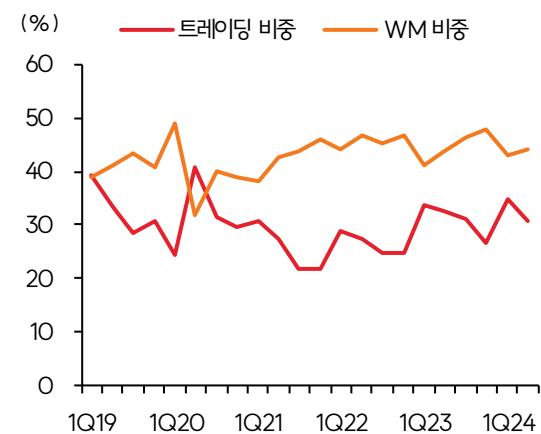


자료: 골드만삭스, SK 증권

각 사업 부문의 강점을 바탕으로
ROE 제고 + 대내외 환경에 따라
유연한 주주환원 확대

비록 형태는 다르지만 두 회사 모두 공통적으로 1) 각각 사업 부문의 강점을 바탕으로 적극적으로 ROE 를 제고하고 있으며 2) 대내외 환경 등 영향으로 자본 투입에 따른 리턴을 기대하기 어려운 상황에서는 배당 등 주주환원을 통해 효율적으로 자본을 배분하는 모습이 나타나고 있다고 판단한다. Investment bank 특성상 대내외 환경에 따른 변동성이 불가피함에도 지속적으로 PBR 1 배 수준을 상회하는 벤류에이션을 받고 있는 핵심 요인은 이러한 효율적인 자본 활용 구조에 따른 영향이라고 판단한다.

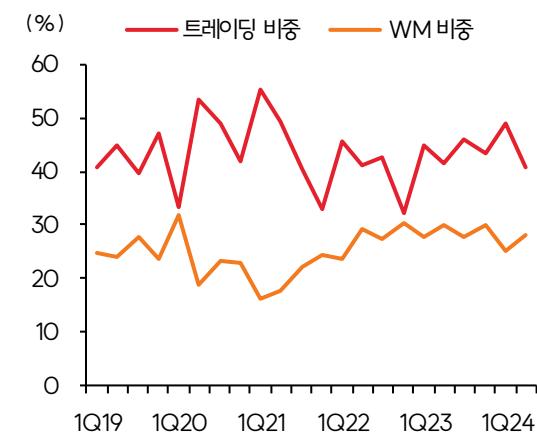
모건스탠리 – 순영업수익 내 WM 및 트레이딩/기타 비중



자료: 모건스탠리, SK 증권

주: WM은 Commissions and Fees 및 Asset Management로 산정했으며 트레이딩 및 기타는 Trading, Investments 및 Others 합산으로 산정

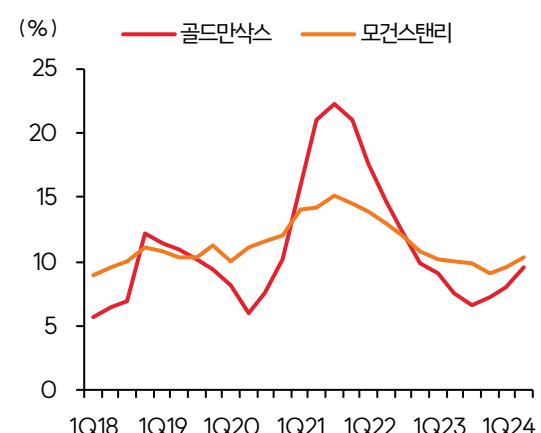
골드만삭스 – 순영업수익 내 WM 및 트레이딩/기타 비중



자료: 골드만삭스, SK 증권

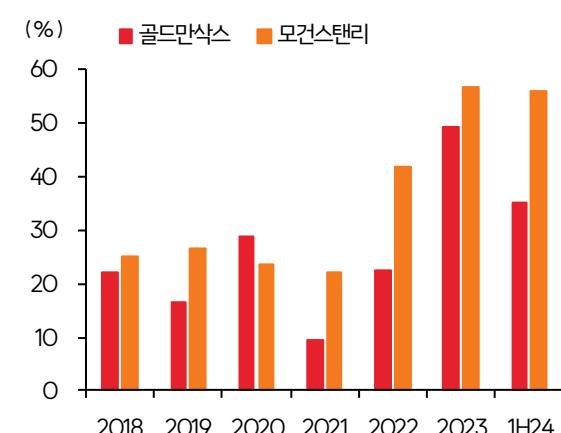
주: WM은 Commissions and Fees 와 Investment Management 합산으로 산정했으며 트레이딩 및 기타는 Market Making 및 Others 합산으로 산정

모건스탠리 및 골드만삭스의 ROE 추이



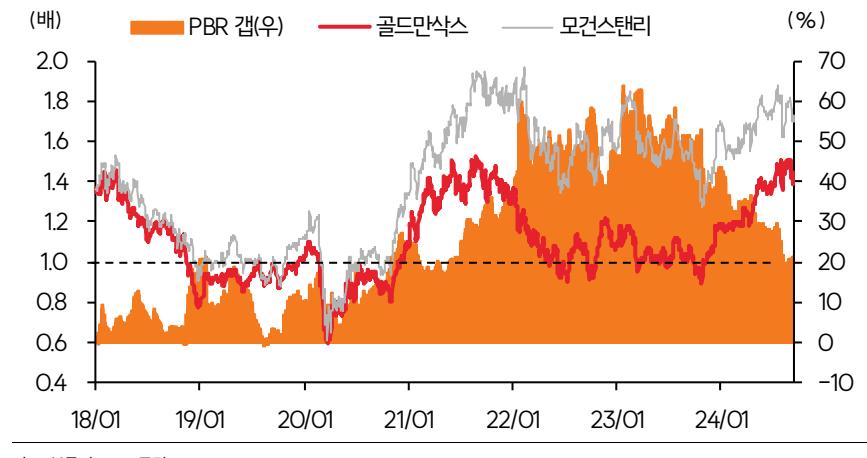
자료: 각사, SK 증권

배당성향: 자본 투입에 따른 리턴에 따라 적절한 조정



자료: Bloomberg, SK 증권

PBR: 대내외 환경에 따른 변화는 있으나 자본 활용의 효율성이 핵심

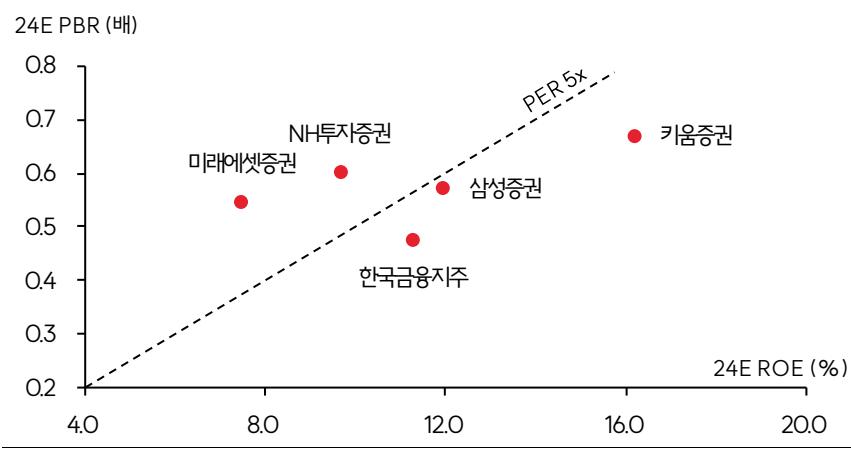


자료: 블룸버그, SK 증권

**국내 증권업종에 있어서도
효율적인 자본 활용 기조가 핵심**

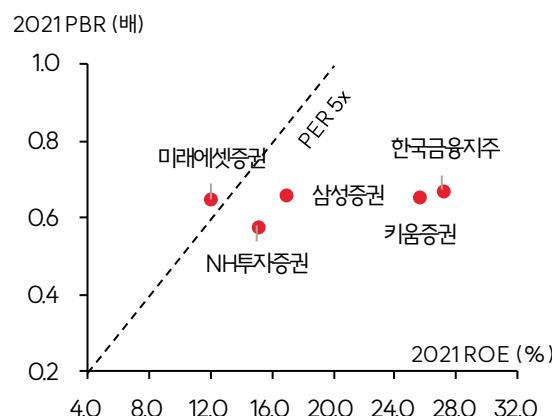
국내 증권업종에 있어서도 궁극적으로는 주어진 조건에서 효율적으로 자본을 배분할 수 있을지 여부가 밸류에이션을 결정하는 핵심 관건이 된다고 판단한다. 현재 1) 금리 인하 사이클이 나타날 것으로 예상되는 만큼 브로커리지, IB, WM, 트레이딩 등 전반적인 손익 부문의 실적 개선을 기대할 수 있을 것으로 전망되는 동시에 2) 부동산 PF 및 해외 부동산 투자자산 등과 관련된 불확실성이 상존하고 있으며 3) 금투세, H 지수 ELS 등 각종 이슈 영향을 감안했을 때 본격적인 업황 개선까지는 아직 시간이 필요할 것으로 예상된다. 따라서 1) 금리 인하 등에 따른 수익성 개선 전망과 2) 남아있는 리스크 등을 종합적으로 감안하여 유연하게 자본을 성장과 주주환원으로 배분할 수 있는 회사 중심으로 밸류에이션 레벨이 제고될 것으로 전망한다.

PBR-ROE Matrix(2024E)



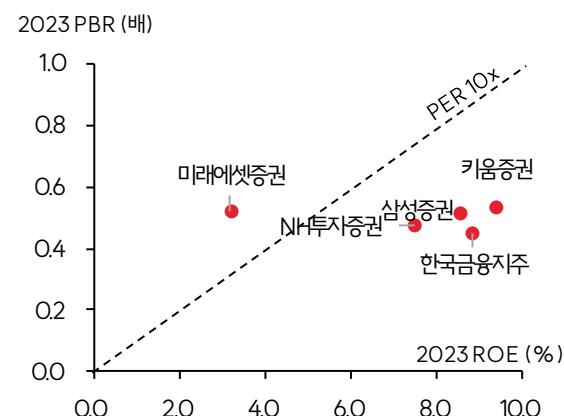
자료: 각사, SK 증권 추정

PBR-ROE Matrix(2021) – 저금리 환경



자료: 각사, SK 증권 추정

PBR-ROE Matrix(2023) – 고금리 환경



자료: 각사, SK 증권 추정

(2) 브로커리지: 거래대금은 Not bad. 핵심 모멘텀이 되기에는 부족

**1H24: 금리 상승 둔화 및 밸류업
기대감 등 바탕으로 양호한
브로커리지 실적**

일반적으로 브로커리지 수수료수익은 국내 증시 흐름과 거래대금에 밀접한 연관성을 보인다. 24년 상반기 중 전반적인 브로커리지 부문 실적은 양호한 모습을 보였는데 1) 금리 상승세가 둔화되었고 2) 밸류업 프로그램으로 증시가 회복되는 모습이 나타남에 따라 거래대금과 증시자금 전반적으로 개선되는 모습이 나타난데 기인한다. 24년 상반기 중 예탁금과 신용융자 규모는 각각 약 57조원, 20조원 수준까지 개선되었으며 거래대금도 일평균 약 21조원 수준까지 개선되는 모습이 나타났다.

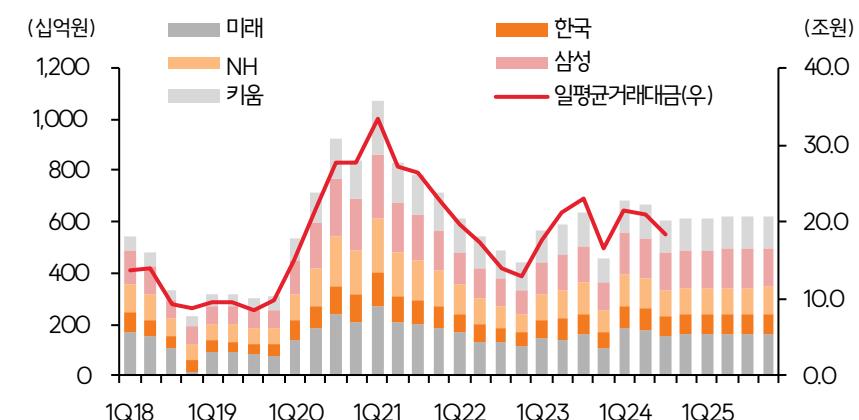
**3Q24 중 거래대금 감소 및 증시
자금 이탈 등 영향으로 둔화된
브로커리지 손익 전망**

3Q24 중에는 전반적으로 상반기 대비 둔화된 브로커리지 수수료수익을 예상한다. 국내 증시가 유의미한 개선세를 보이지 못하고 있는 상황에서 예탁금/신용융자 등 증시자금 이탈 추세가 나타나고 있으며 일평균 거래대금도 6월 이후 다시 20조원을 하회하는 등 국내 주식시장 중심으로 부진 추세가 이어지고 있기 때문이다. 해외 주식 거래 부문에서 이러한 국내 증시 부진을 상쇄할 수 있는 경쟁력을 보유하지 않은 경우 전반적인 이익흐름이 둔화될 것으로 예상한다.

**4Q24부터 금리 인하 등 본격화될
경우 브로커리지 업황 개선 기대.
금투세 등 불확실성 고려 필요**

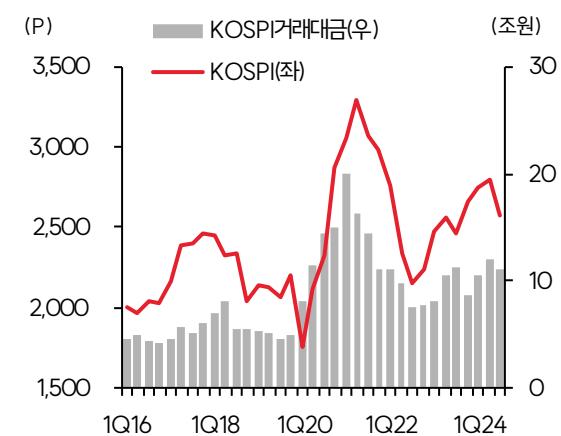
향후 금리 인하가 본격화되고 유동성이 확대되는 시점에 증시 개선 및 거래대금 증가를 어느정도 기대할 수 있을 것으로 예상되지만 과거 코로나 19 수준으로 금리가 하락하지 않는 한 이전과 비슷하게 일평균 20조원을 소폭 상회하는 수준이 지속될 것으로 전망한다. 제도적 측면에서도 금투세 등 불확실성 요인이 남아있는 점을 감안했을 때 브로커리지에 기반한 실적 모멘텀이 증권업종의 핵심 투자포인트가 되기 쉽지 않을 것으로 예상한다. 커버리지 5개사의 24E 브로커리지 수수료수익은 2.56조원(+14% YoY)을 기대할 수 있을 전망이다.

커버리지 5사 합산 브로커리지 실적 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

거래대금: 코스피 지수 및 일평균 거래대금 추이



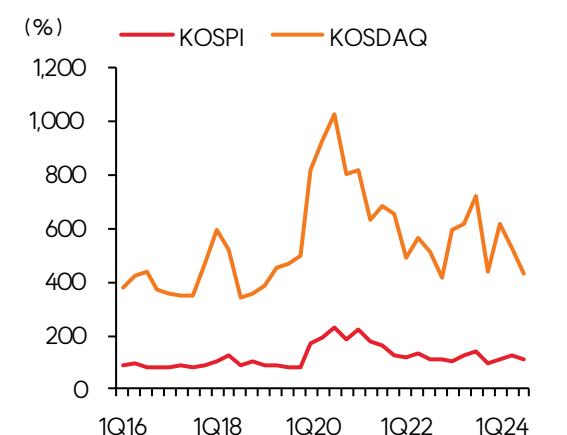
자료: 금융투자협회, SK 증권

거래대금: 코스닥 지수 및 일평균 거래대금 추이



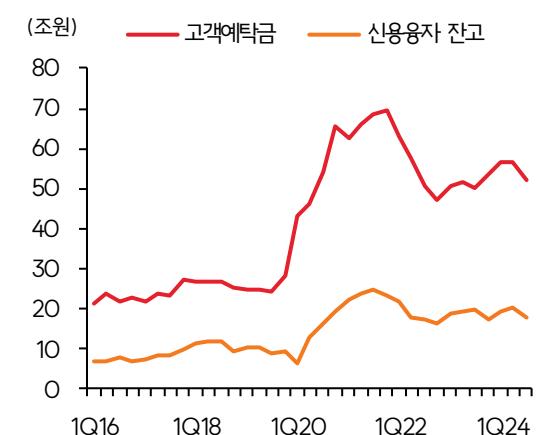
자료: 금융투자협회, SK 증권

회전율: 코스피 및 코스닥 추이



자료: 금융투자협회, SK 증권 추정

증시대금: 예탁금 및 신용융자 추이



자료: 금융투자협회, SK 증권

(3) IB: DCM 중심 전통 IB 개선 및 부동산 PF 부담 완화

**대형 IPO, 시장금리 하락에 따른
채권 발행 증가 등에 따른 전통 IB
회복 추세**

IB 부문 중 전통 IB 부문의 경우 상반기 중 일정 수준 회복하는 모습이 나타났다고 판단한다. ECM 의 경우 파두 사태 등 이후 중소형 IPO 가 다소 감소했지만 현대힘스, HD 현대마린솔루션, 시프트업 등 대형 IPO 중심으로 딜이 발생했으며 DCM 또 한 고금리 환경에서 위축되었던 발행 규모가 전반적인 시장금리 하락과 함께 어느정도 회복되는 모습이 나타났다. 7월 누계 기준 주식 발행(IPO, 유증) 규모는 6.6조원 (+95% YoY), 채권 발행 규모는 153.4조원(+12% YoY)를 기록했으며 향후 금리 인하가 본격화되고 늘어난 유동성 등을 바탕으로 중시 등이 유의미하게 회복될 경우 추가적인 딜 회복을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

**부동산 PF: 건전성 이슈 완전히
해소되지 않은 상황**

부동산 PF 의 경우 아직 건전성 이슈가 완전히 해소되었다고 보기는 어렵다고 판단 한다. 현재 6 월 말 기준 전체 PF 익스포저 216.5 조원 중 제 1차 사업성 평가 적용 대상(연체/연체유예 및 만기연장 3회 이상)이 된 사업장은 33.7 조원으로 전체 익스포저의 15.6%에 달했으며 이 중 유의/부실 우려 익스포저가 약 21 조원에 달하는 것으로 알려졌는데 업권별 세부적인 익스포저를 살펴보면 상호금융 등 9.9 조, 저축은행 4.5 조, 증권 3.2 조원 등 증권업종이 보유한 익스포저에 대해 완전히 우려를 떨치기는 어렵다고 판단한다. 특히 중/후순위 비중이 높은 중/소형 증권사의 부담이 지속될 전망이다.

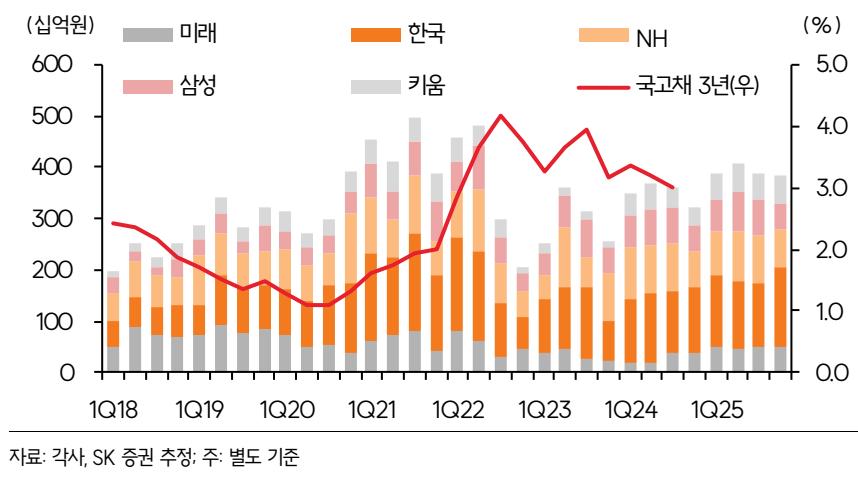
**부동산 관련 잠재적인 실적 변동
가능성 높지만 금리 하락에 따라
딜 회복되는 모습은 긍정적**

1) 주거용 부동산의 경우 서울/수도권 중심으로 아파트 가격 상승 추세가 이어지고 있으나 지방 등은 여전히 미분양 추세가 지속되고 있으며 최근 가계부채 관리를 위한 DSR 규제 강화 등 제도 강화에 따른 영향도 고려할 필요가 있을 것으로 예상된다. 2) 또한 물류센터/지식산업센터 등 비주거용 부동산의 경우에는 부진한 내수 경기 흐름 등을 감안했을 때 회복을 기대하기 쉽지 않을 것으로 예상되는 만큼 잠재적인 실적 변동이 나타날 가능성이 여전히 높다고 판단한다. 다만 최근 금리 하락 추세와 함께 리파이낸싱 등에 대한 부담이 완화되며 딜이 회복되는 모습이 나타나고 있는 만큼 신규 딜에 기반한 수수료손익 개선을 기대해볼 수 있을 것으로 예상한다.

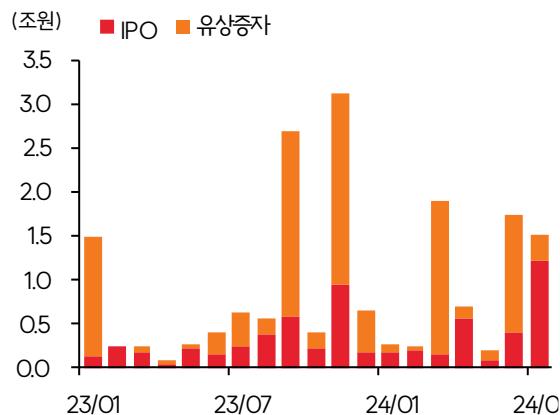
**커버리지 5 개사 합산
1.4 조원(+18% YoY) 전망**

커버리지 5 개 증권사의 24E IB 및 기타수수료손익(별도 기준)은 1.4 조원(+18% YoY)를 전망한다. 전통 IB 및 PF 등 구조화금융 부문 모두 최근 시장금리 하락에 따른 딜 회복을 바탕으로 23년 대비 개선된 실적을 기록할 전망이다.

커버리지 5사 합산 IB/기타 수수료 실적 추이 및 전망

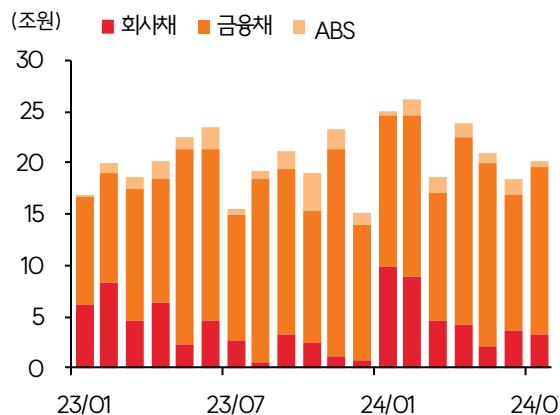


직접금융: IPO 및 유상증자 추이



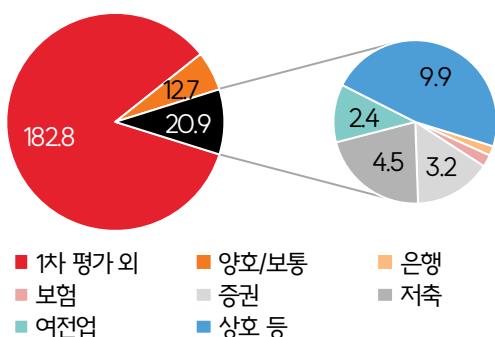
자료: 금융감독원, SK 증권

직접금융: 채권 발행 추이



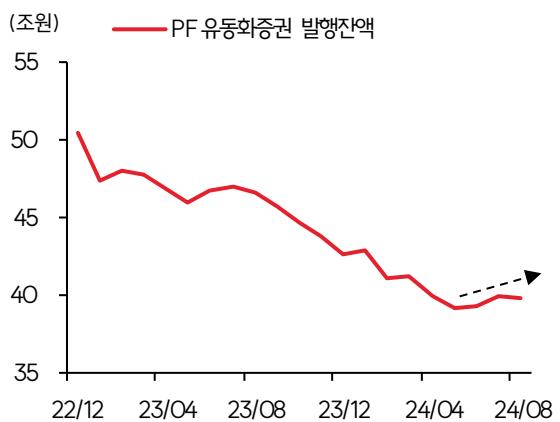
자료: 금융감독원, SK 증권

1차 사업성 평가: 유의/부실우려 등급 현황



자료: 금융감독원, SK 증권

PF 유동화증권 잔액 현황



자료: SEIBRO, SK 증권

(4) 트레이딩 및 기타: 금리 하락에 따른 우호적인 이익 흐름

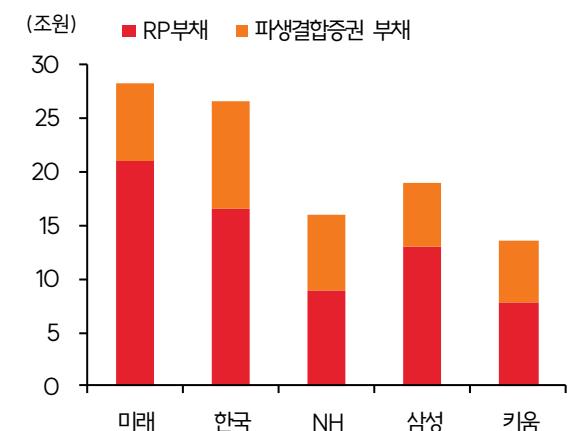
ELS: 자체혜지의 경우 상당 부분을 채권으로 보유

증권사는 ELS, RP 및 발생어음 등 금융상품 판매 및 회사채 발행 등을 통해 조달한 자금을 바탕으로 자산을 운용하여 수익을 창출한다. ELS 등 파생결합증권의 경우 증권사는 기초자산 가격 변동 리스크를 1) 장외파생거래를 통해 외국계증권사 등에게 리스크를 이전하는 백투백 해지와 2) 자체적인 해지운용을 통해 해지하게 되는데 이 중 자체혜지의 경우 1) ELS 수익구조 달성을 위해 주식/파생상품을 매입하며 델타 해지 등을 수행하는 동시에 2) 기본적인 자금 조달 비용 충당을 위한 채권 매입을 수행하게 되는 만큼 조달 금액의 상당 부분을 채권으로 보유하게 된다.

RP: 단기채 등 채권 중심 운용

RP 운용의 경우에도 보유 국공채 등을 담보로 일으킨 레버리지를 단기채 중심으로 투자하는 만큼 증권사 운용의 대부분이 채권 중심으로 이뤄지고 있으며 금리 변동에 따른 평가처분손익 영향이 일정 수준 발생하게 된다. 따라서 최근 금리 인하 기대감을 바탕으로 시장금리가 전반적으로 낮아지고 있음을 감안할 때 증권업종의 FVPL 계정 채권을 중심으로 평가손익 개선에 기반한 양호한 트레이딩 실적을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

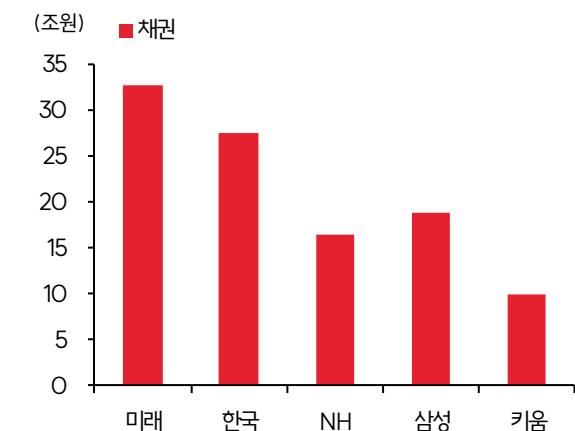
파생결합증권 및 RP 부채 현황(2Q24)



자료: 각사, SK 증권 추정

주: 별도 기준

추정 보유 채권 현황(2Q24)



자료: 각사, SK 증권 추정

주: 별도 기준

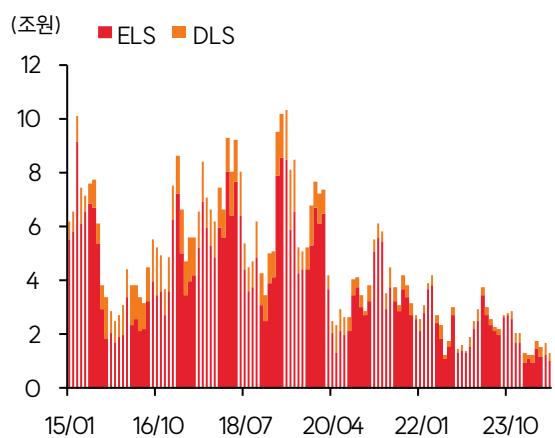
ELS 시장 부진 등 영향으로 조달 측면에서 채권 운용 복 확대 쉽지 않을 전망

다만 조달 측면에서 24년 초 H 지수 급락으로 인한 손실 등 요인으로 전반적인 파생결합증권 관련 시장의 부진이 지속되고 있는 점을 감안했을 때 ELS 등 해지 운용 복 측면의 위축이 불가피할 것으로 예상되며 관련 보유 채권 규모 감소에 따라 보유 채권을 담보로 레버리지를 확대하는 RP 복 등도 간접적인 영향이 일부 나타날 것으로 예상되는 만큼 적극적으로 운용 규모를 확대하기 쉽지 않을 것으로 예상된다.

발행어음 등 추가 조달수단 보유한 회사가 유리하다고 판단

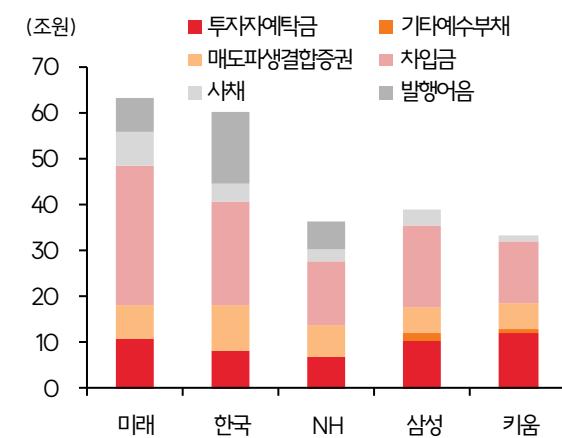
이를 감안했을 때 RP 나 ELS 등 외에 발행어음 등 추가적인 조달수단을 바탕으로 유연하게 레버리지를 확대할 여력이 존재하는 한국금융지주, NH 투자증권, 미래에셋 증권 등 초대형 IB 가 최근 운용/조달 환경에서 보다 유리할 것으로 예상한다.

파생결합증권 발행 추이



자료: SEIBRO, SK 증권

증권사 주요 부채 현황(2Q24)



자료: 각사, SK 증권

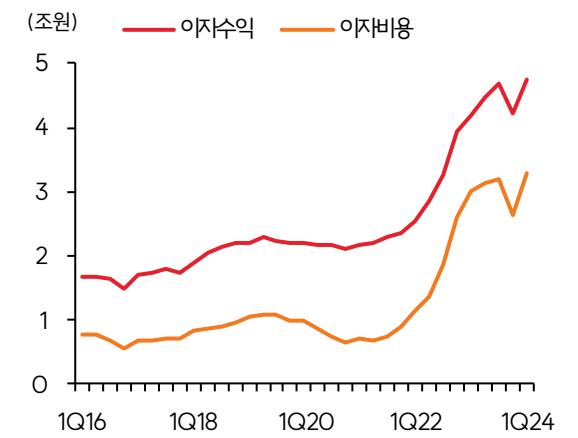
금리 하락에 따른 조달비용 하락 긍정적

이자손익의 경우 1) 은행 등과 달리 채권 등 시장성 조달 비중이 높고 2) 신용융자 등 증시에 민감한 운용자산이 높은 증권업 특성상 금리 하락이 오히려 긍정적인 영향이 나타날 것으로 예상된다. 실제로 증권업종의 이자수익과 이자비용을 비교해보면 금리 변동에 따른 영향이 조달 부문에 더 빠르게 나타나는 것을 확인할 수 있다. 보험사와 달리 자산과 부채 드레이션 모두 짧다는 점에서 자본 측면의 이슈도 거의 없는 만큼 금리 하락 구간에서 긍정적인 모멘텀을 기대할 수 있을 것으로 예상한다.

해외 부동산 관련 불확실성을 고려한 보수적 접근도 필요

한편 해외 상업용부동산 관련 불확실성도 고려할 필요가 있다고 판단한다. 블룸버그에 따르면 미국 부동산 서비스 기업 JLL은 미국 오피스/공동주택과 관련하여 25년 말까지 약 1.5 조 달러 규모의 CRE 익스포저가 만기가 도래할 것으로 보고 있으며 이 중 약 25%는 차환이 어려울 것으로 예상하고 있는 상황이다. 제도적인 지원을 기대할 수 있는 국내 PF와 달리 해외 상업용부동산의 경우 1) 국내 대비 높은 중/후 순위 비중 및 2) 제도적 지원에 대한 제한적인 기대감을 감안했을 때 리파이낸싱 등 시장 환경에 따라 펀드 감액처리, 충당금 적립 확대 등이 이뤄질 수 있는 만큼 보수적 접근이 필요할 전망이다.

증권업종 – 이자수익 및 이자비용



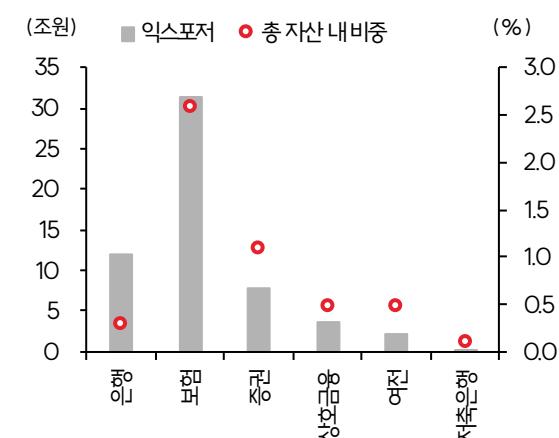
자료: 금융감독원, SK 증권

증권업종 – 이자손익 및 시장금리



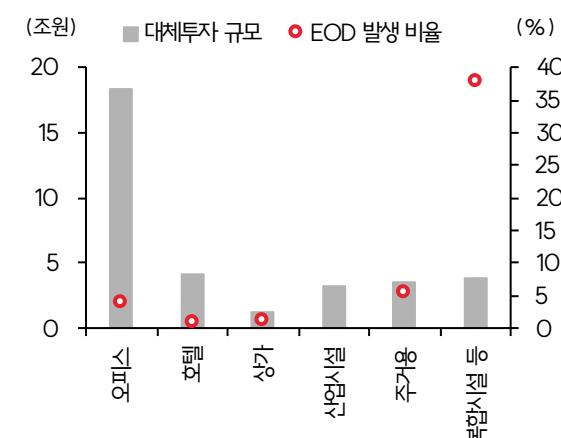
자료: 한국은행, 금융감독원, SK 증권

해외 부동산 대체투자: 자산 대비 보험/증권 비중 높음



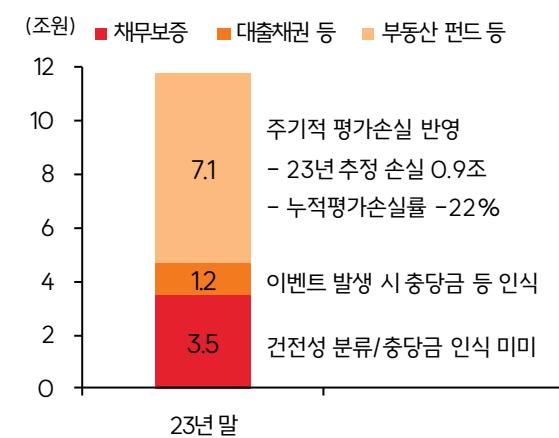
자료: 금융감독원, SK 증권

미국 오피스 공실률 추이



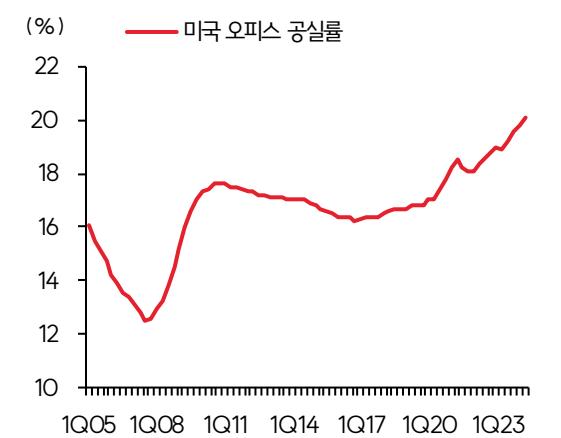
자료: 금융감독원, SK 증권

한국신용평가: 증권사 해외부동산 현황 및 손실인식 수준



자료: 한국신용평가, SK 증권

미국 오피스 공실률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

해외부동산/PF 현황

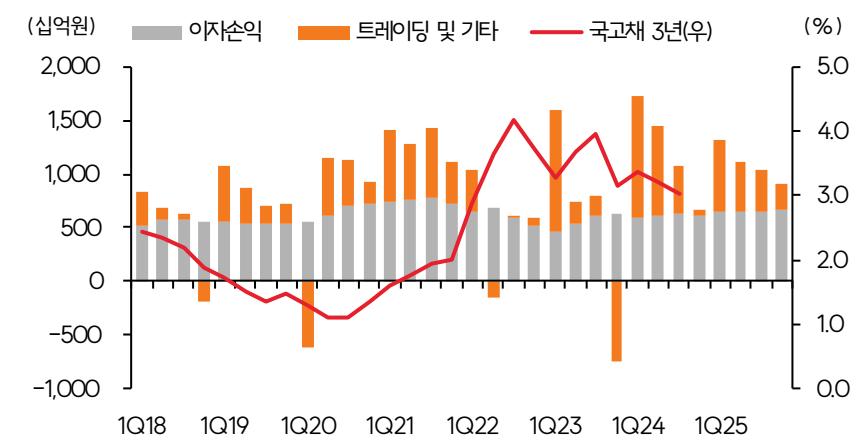
(단위: 조원)	해외 CRE	비고	부동산 PF	비고
미래	1.9	오피스 물건 중심으로 약 0.7조 감액처리 등 진행	1.0	브릿지론 20% 정도
한국	0.7	오피스 물건 기준. SOC 등 합치면 약 1.9조	2.9	증권 기준. 저축은행 0.75조, 캐피탈 0.73조 정도
NH	0.7	CRE 기준. 오피스 약 60% 정도	1.4	대출/채무보증 포함 브릿지론 약 0.4조원
삼성	0.2	인프라 등 포함 시 약 7천억	2.1	브릿지론 20% 정도
키움	0.4	해외 부동산투자는 2018년 들어간 물건 10건 정도	1.8	LTV 50% 전후, 선순위 중심

자료: 각사, SK 증권

**24E 트레이딩/기타 및 이자손익
총 4.9 조원 (+63% YoY) 전망**

커버리지 5 개사의 24E 트레이딩/기타 및 이자손익(별도기준)은 총 4.9 조원(+63% YoY; 1Q23 중 한투밸류자산의 한국투자증권에 대한 배당 약 1.7 조원 제외 기준)으로 개선될 것으로 예상한다. 금리 하락에 따라 조달비용 부담 완화에 따른 이자비용 개선 및 채권 평가처분손익 개선 등 영향으로 전반적인 실적 개선이 나타날 것으로 예상한다. 향후 시장금리 하락에 따라 채권 중심 손익 견조할 것으로 예상되는 만큼 실적에 있어 핵심 관건은 4Q24 중 해외부동산 등의 추가 손실 발생 여부 등이 될 것으로 예상한다.

커버리지 5 사 합산 트레이딩/기타 및 이자손익 추이 및 전망(별도 기준)



자료: 각사, SK 증권 추정

주: 별도 기준이며 1Q23 중 한투밸류운용의 한국투자증권에 대한 배당 제외 기준

**(5) 투자전략: 잠재적 불확실성 상존하지만 금리 하락은 긍정적. 유연한
북 활용에 높은 밸류에이션 부여 가능**

24E 합산 지배순이익**4.26조원(+66% YoY) 전망**

커버리지 5 개 증권사의 24E 합산 지배지분순이익은 4.26 조원(+66% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 브로커리지 등 수수료손익이 일정 수준 견조한 흐름을 이어 가는 가운데 금리 하락에 따라 채권 운용을 중심으로 트레이딩 관련 손익이 개선 흐름을 보일 것으로 예상되며 해외 부동산/부동산 PF 관련 부담 완화도 슬슬 기대해 볼 수 있다고 판단한다. 그 외에도 미래에셋증권의 여의도사옥 매각이익 등 일회성 이익도 추가적으로 반영될 전망이다.

24E 실적 추정 및 컨센서스 현황

(십억원)	2024E 당사 추정	컨센서스	vs 컨센서스
커버리지 5개사 합산	4,262	4,110	4%
미래에셋증권	838	755	11%
한국금융지주	994	980	1%
삼성증권	829	817	1%
NH투자증권	759	744	2%
키움증권	843	814	4%

자료: 각사, SK 증권 추정

불확실성 감안해도 나쁘지 않은 업황. 핵심은 적극적 북 활용과 주주환원을 통한 주주가치 제고

여전히 해외 부동산 자산, 부동산 PF 및 금투세 등 여러 불확실성이 남아있지만 전반적인 시장 금리 하락 등 최근 대내외 환경 요인을 고려해보면 증권업종은 현재 업황 개선 사이클의 초입에 도달했다고 판단한다. 최근 밸류업 프로그램과 함께 높아진 자본 활용의 효율성 관점에서도 1) 리스크 대비 리턴을 고려하여 높은 리턴이 기대되는 부문 중심으로 적극적으로 북을 배분하여 ROE를 제고할 수 있고 2) 자본비용과 시장가치를 고려하여 주주환원 등을 통해 주주가치를 제고할 수 있는 회사의 매력이 높다고 판단한다.

내부 유보/성장 중심 기업가치 제고 발표. 다만 보다 구체적이고 효율적인 자본 배분 고민 필요

국내 증권업종의 경우 1) 보유 중인 자본에 따라 영위할 수 있는 사업 범위가 달라지며(종투사, 초대형 IB 등) 2) 적극적인 Risk Taking 등을 통해 ROE 제고가 용이한 만큼 상대적으로 주주환원보다 내부유보 및 성장 측면을 중심으로 기업가치 제고 방안을 발표하는 모습이 나타났다. 다만 고금리 환경을 감안해도 과거 대비 현저히 높아진 자본 규모 대비 아쉬운 수익성 등을 감안했을 때 Implied CoE 등을 종합적으로 감안한 효율적인 자본 배분에 대한 고민이 더욱 요구될 것으로 전망한다. 현재 NCR 제도의 한계 등으로 요구자본 등에 대한 명확한 기준을 확인하기 어렵다는 점을 감안했을 때 제도 측면의 보완도 필요하다고 판단한다.

Top pick: NH 투자증권 제시

Top pick 으로는 NH 투자증권을 제시한다. 1) 발행어음 등을 바탕으로 조달 측면에서 유연한 대응이 가능한 만큼 북 활용에 있어 보다 효율적인 대응이 가능할 것으로 예상되며 2) 과거 고금리 환경으로 자본 투입에 따른 리턴이 제한적인 22년~23년 중 배당성향을 각각 81%, 50% 수준까지 확대하는 등 주주환원을 활용하여 효율적인 자본 배분 기조를 보인 만큼 밸류업 프로그램에 가장 부합한다고 판단하기 때문이다. 3) 마지막으로 해외 부동산 등 투자자산 관련 불확실성이 남아있는 상황에서 은행계 증권사 특성상 상대적으로 보수적인 건전성 관리가 이뤄졌을 것으로 예상되는 만큼 현재 긍정적 요인과 불확실성이 공존하는 업황 개선 초기 사이클에서 가장 안정성이 높다고 판단한다.

증권 – Valuation Table

기업명	미래에셋증권	한국금융지주	NH 투자증권	삼성증권	카옴증권
Code	A006800	A071050	A005940	A013630	A039490
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가	8,610	73,000	14,200	46,650	132,000
목표주가	10,000	91,000	18,000	57,000	157,000
상승여력	16.1%	24.7%	26.8%	22.2%	18.9%
전체 자본	2023	11,239	8,445	7,613	6,623
(십억원)	2024E	11,932	9,465	8,128	7,267
	2025F	12,352	10,151	8,458	7,708
	2026F	12,721	10,924	8,824	8,204
순영업수익	2023	1,887.37	1,988.93	1,678.48	1,647.00
(십억원)	2024E	2,501.74	2,469.12	2,039.87	2,114.55
	2025F	2,331.23	2,498.55	1,984.10	2,038.31
	2026F	2,377.90	2,636.90	2,025.80	2,110.37
판매관리비	2023	1,366.3	1,168.5	952.7	905.9
(십억원)	2024E	1,516.2	1,290.7	1,041.6	1,018.4
	2025F	1,359.5	1,288.2	1,021.1	1,054.7
	2026F	1,408.0	1,330.1	1,058.6	1,100.6
지배지분순이익	2023	327.0	707.0	556.4	547.4
(십억원)	2024E	837.9	993.9	758.7	829.1
	2025F	728.3	901.6	713.7	735.4
	2026F	726.7	972.2	716.6	754.9
PER (배)	2023	12.95	4.93	6.38	6.28
	2024E	5.67	4.16	6.29	5.02
	2025F	6.51	4.59	6.67	5.66
	2026F	6.52	4.26	6.66	5.52
PBR (배)	2023	0.52	0.45	0.48	0.52
	2024E	0.55	0.48	0.61	0.57
	2025F	0.53	0.45	0.58	0.54
	2026F	0.51	0.41	0.56	0.51
ROE (%)	2023	3.2	8.8	7.5	8.5
	2024E	7.5	11.2	9.6	11.9
	2025F	6.2	9.3	8.6	9.8
	2026F	5.9	9.3	8.3	9.5
배당성향(%)	2023	27.0	21.9	50.5	35.9
	2024E	22.5	21.7	43.4	35.5
	2025F	24.7	22.0	41.3	35.2
	2026F	24.8	22.2	43.5	35.5
DPS (원)	2023	150	2,650	800	2,200
	2024E	420	3,700	950	3,300
	2025F	400	3,400	850	2,900
	2026F	400	3,700	900	3,000
배당수익률(%)	2023	2.0	4.3	7.7	5.7
	2024E	4.9	5.1	6.7	7.1
	2025F	4.6	4.7	6.0	6.2
	2026F	4.6	5.1	6.3	6.4
총주주환율(%)	2023	51.3	21.9	50.5	35.9
	2024E	35.9	21.7	50.2	35.5
	2025F	36.9	22.0	49.0	35.2
	2026F	37.0	22.2	51.2	35.5

자료: 각사, SK 증권 추정

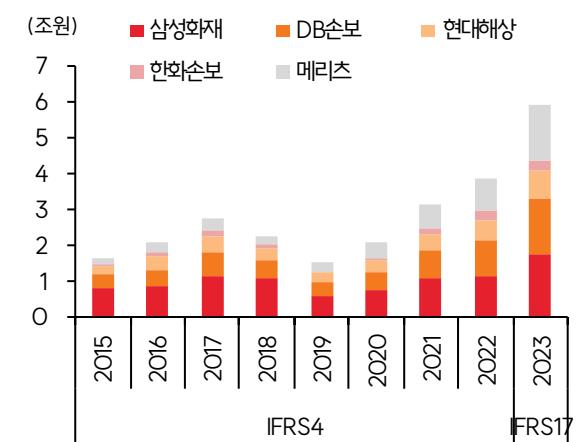
5. 보험: 제도 불확실성 속 안정성에 대한 프리미엄 지속

(1) 제도 불확실성으로 이익이 주주에게 귀속될 수 있을지 여부 불분명

IFRS17 회계기준 도입 이후 실적
큰 폭 개선

IFRS17 회계 기준 도입 이후 전반적인 보험사들의 실적은 이전 대비 크게 증가하는 모습이 이어지고 있다. 1) 보유한 CSM 을 바탕으로 안정적인 보험손익이 이어지는 가운데 2) 과거 계약 초기 높은 부담으로 작용하던 신계약비 상각 이슈가 해소되었고 3) 생명보험사를 중심으로 과거 판매한 고금리 확정형 Legacy 계약에 대한 이자역마진 부담이 완화되는 등 이익 측면에서 기존 부담 요인이 완화되는 모습이 나타났기 때문이다.

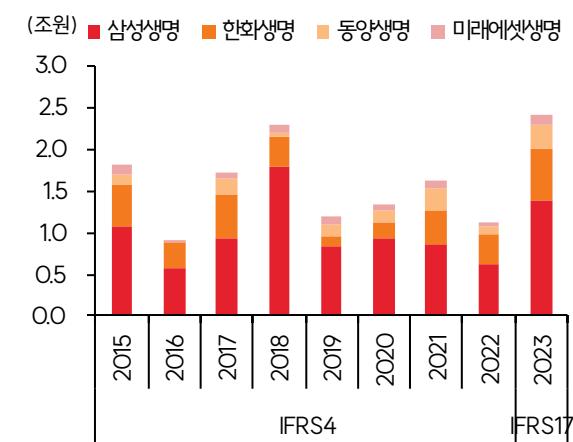
손해보험: IFRS17 도입 이후 실적 큰 폭 증가



자료: 금융감독원, SK 증권

주: 별도 기준

생명보험: IFRS17 도입 이후 실적 개선



자료: 금융감독원, SK 증권

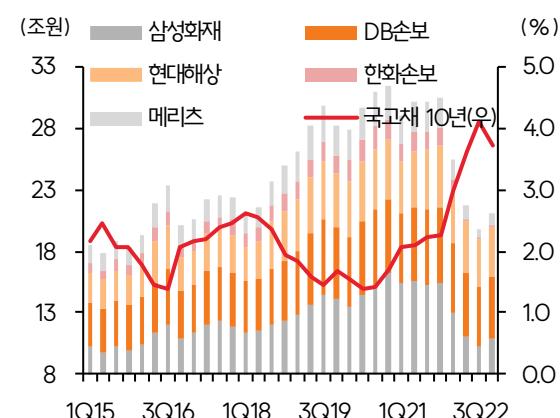
주: 별도 기준. 2018년의 경우 삼성생명의 전자 지분 매각 이익 약 1.1조 발생

IFRS17 회계기준 도입 이후 금리 변화에 따라 순자산가치 변동성이 높아진 점 부담 요인

다만 핵심적인 관건은 궁극적으로 늘어난 이익이 주주에게 귀속될 수 있는지 여부에 달려있다고 판단한다. 이러한 관점에서 IFRS17 회계기준 도입 이후 금리 환경에 따른 순자산가치 변동성이 높아진 점은 다소 부담스럽다고 판단한다.

과거 IFRS4 회계기준에서는 자산은 시가로, 부채는 원가로 평가됨에 따라 금리 하락 시 오히려 자본이 증가하는 모습이 나타나는 등 금리로 인한 재무제표 측면의 영향을 확인하기 어려웠다. 반면 IFRS17 회계기준에서는 자산과 부채가 모두 시가로 평가됨에 따라 금리 변화에 따른 재무제표 측면의 실질적인 영향이 보다 명확하게 나타나게 되었으며 통상적으로 자산 대비 부채 드레이션이 긴 보험업종 특성상 최근 금리 하락 환경 속에서 순자산가치의 변동이 불가피할 것으로 예상된다.

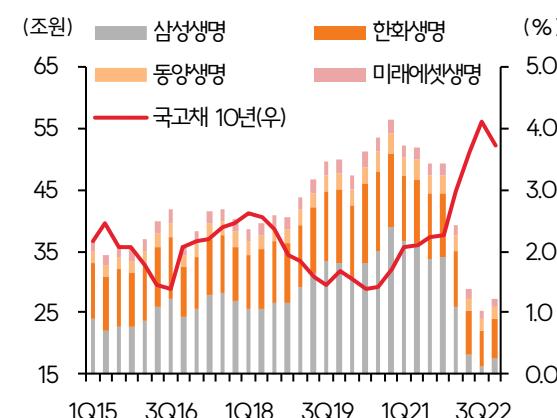
손해보험: IFRS4에서 자본과 금리는 역의 상관관계



자료: 금융감독원, SK 증권

주: 별도 기준

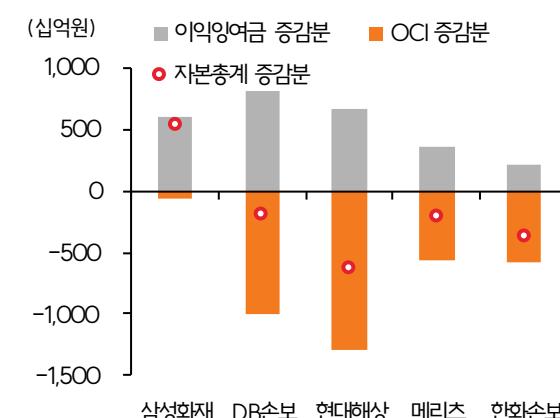
생명보험: IFRS4에서 자본과 금리는 역의 상관관계



자료: 금융감독원, SK 증권

주: 별도 기준

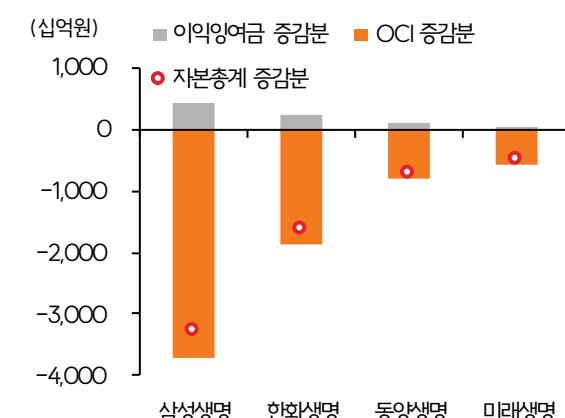
손해보험: 금리/제도 영향으로 YTD 자본 대체로 감소



자료: 각사, SK 증권

주: 2Q24 별도 기준

생명보험: 금리/제도 영향으로 YTD 자본 대체로 감소



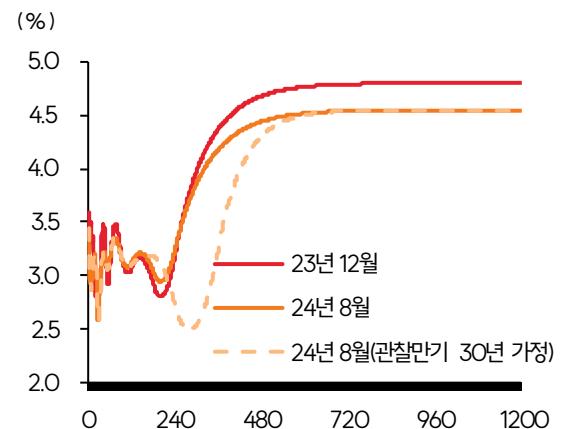
자료: 각사, SK 증권

주: 2Q24 별도 기준

할인율 현실화 등 제도 측면의
변화로 K-ICS 비율 및 자본
측면의 영향 불가피

할인율 현실화에 따른 영향도 불확실성이 높다고 판단한다. 금융당국은 보험부채 산출에 사용되는 할인율이 실제 금리 환경에 부합할 수 있도록 단계적으로 이를 조정하고 있다. 24년의 경우 1) 장기선도금리 25bp 하락 및 2) 개인대출/특수금융 등에 대한 유동성프리미엄(Lp) 조정이 이루어졌으며 향후에도 최종관찰만기 연장 등 지속적으로 할인율이 현실화되는 모습이 나타날 전망이다. 할인율 하락은 궁극적으로 시가평가 된 보험부채 증가로 이어지는 만큼 최근 시장금리 하락과 더불어 보험사의 자본 및 K-ICS 비율 관리에 있어 부담이 가중될 것으로 전망한다.

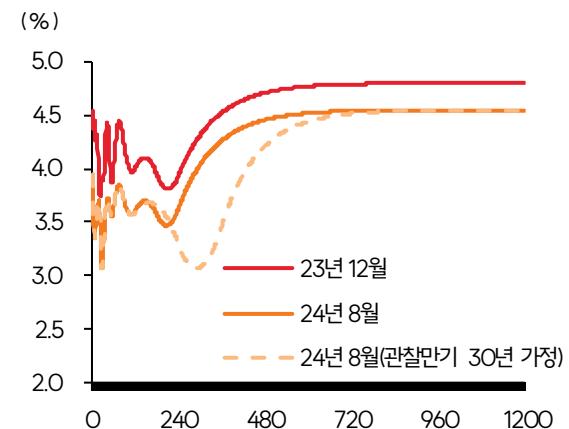
무위험 금리 기간구조: 장기선도금리 등 조정 지속



자료: 금융감독원, SK 증권

주: Forward 기준

무위험 금리 기간구조: 유동성프리미엄 등 조정 영향 발생



자료: 금융감독원, SK 증권

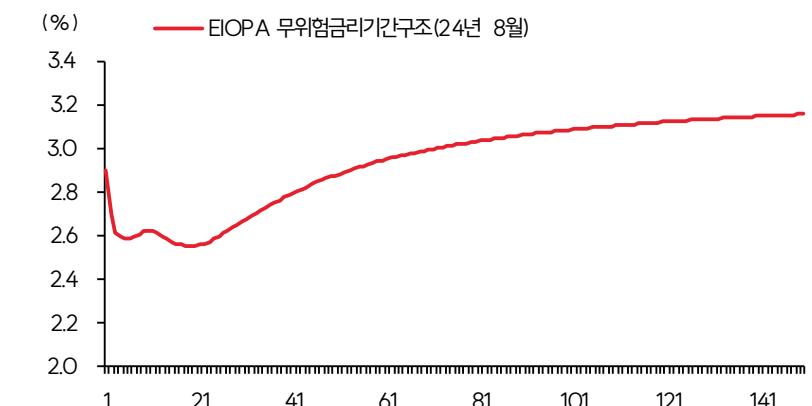
주: Forward 기준

할인율 현실화 – 단계적 적용 방안

할인요소	세부항목	문제점	개선방안	시행 시기
최종관찰만기		- 최종관찰만기 차이로 자산/부채 간 할인율 곡선 상이 - ALM이 효과적으로 이뤄지지 못함	- 최종관찰만기 20년에서 30년으로 확대	2025년부터 시행
장기선도금리		- 기준 기준을 적용하는 경우 2024년 장기선도금리(4.65%)가 실질 금리(4.2%) 대비 높게 설정	- 연간 장기선도금리 조정 폭을 기준 0.15%p에서 실제 금리 수준 따라 0~0.25%p로 차등 적용	2024년부터 시행 - 2024년 장기선도금리는 4.55%
유동성프리미엄	개인대출	- 안정적인 개인대출 위험스프레드를 회사채 등급으로 매핑하여 변동성 심화(담보 A, 신용 BBB)	- 신규대출금리 이용하여 유동성프리미엄 직접 산출	2024년부터 시행
	특수금융	- 자산평가/부채평가 위험스프레드 산출 방식 불일치	- 유동성프리미엄 위험스프레드를 자산평가 적용 방법과 동일하게 사용 - 신용등급 매핑 기준을 BBB 등급에서 매입수익률(실행 당시 대출금리) 기반으로 산정	2024년부터 시행
	신용위험 스프레드	- 최근 신용경색 등 위험스프레드 증가 - 이전 기준으로는 신용위험 스프레드 불변함에 따라 투자 실패가 부채 축소로 이어졌음	- 채권시장 신용경색 등 외부 요인은 개별채권의 유동성프리미엄에 제외되도록 신용위험 스프레드 산출방식 개선 - 장기평균스프레드(LTAS)를 산출식에 포함하여 예상 외 신용손실을 유동성프리미엄에서 제외	2027년부터 시행
	조정비율	- 자산/부채 간 현금흐름 불일치를 고려하지 않음 - 자산에서 관찰된 유동성프리미엄을 모두 부채로 이전	- 자산/부채 간 현금흐름 미스매칭 특성을 유동성프리미엄 조정비율에 반영	2026년부터 시행

자료: 금융감독원, SK 증권

EIOPA 무위험 금리 기간구조: 장기선도금리 등 조정으로 국내 대비 현저히 낮은 상황



자료: EIOPA, SK 증권

주: EIOPA에서 한국에 대해 제시하는 무위험금리기간구조로 Spot 기준

해약환급금준비금 영향으로 이익 대비 실제 배당가능이익 측면의 여력은 제한적

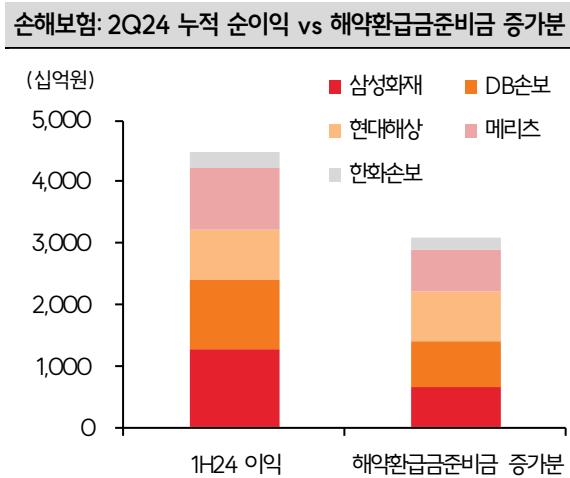
해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 측면의 제약도 아직 해소되지 않은 상황이다. 해약환급금준비금은 시가부채와 원가부채의 차액으로 증가한 이익잉여금에 해당하는 항목으로 계약자 보호를 위한 법정준비금으로 적립됨에 따라 현재 1) 배당가능이익과 2) 법인세 산출에서 모두 제외되고 있다. 다만 최초 IFRS17 회계기준 도입 당시 예상했던 수준보다 해약환급금준비금이 빠른 속도로 증가하는 모습이 나타나고 있는 점을 감안했을 때 현 제도 기준으로 당기순이익 대비 실제 배당가능이익 측면의 여력은 제한적인 상황이라고 판단한다.

해약환급금준비금 및 금리 하락 등 감안했을 때 제도 개선 없이는 24년 배당 확대 어려울 수 있음

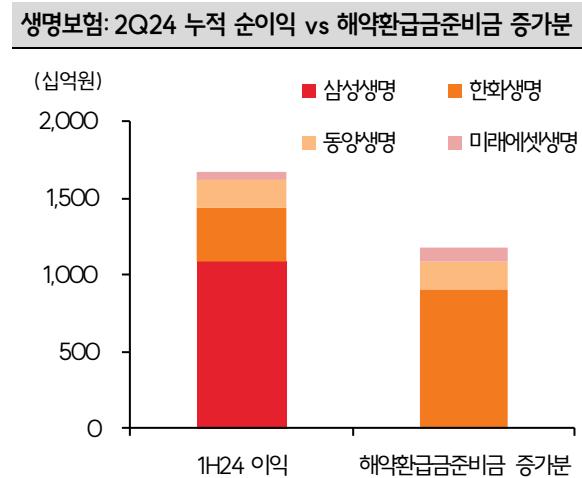
실제로 2Q24 기준 손해보험사 5 개사(삼성, DB, 현대, 메리츠, 한화)의 이익은 YTD 기준 4 조 4,867 억원을 기록했으나 해약환급금준비금이 전년 말 대비 3 조 996 억원 증가함에 따라 실질적으로 주주에게 귀속될 수 있는 이익은 당기순이익 대비 약 30% 수준에 불과한 것으로 보인다. 생명보험의 경우에도 현재 해약환급금준비금이 산출되고 있지 않은 삼성생명을 제외하면 당기순이익을 해약환급금준비금 증가 규모가 상회하고 있어 주주 환원 측면의 부담이 더욱 큰 것으로 추정된다. 여기에 금리 하락으로 인한 순자산가치 측면의 변동 등 요인까지 감안하면 일부 보험사의 경우 제도 개선 없이는 24년 배당이 어려울 가능성도 존재한다.

**제도 측면의 개편 없으면
해약환급금준비금 관련 부담
지속될 것으로 예상**

일반적으로 해약환급금준비금은 계약 초기 부담이 크고 계약 체결 이후 약 7~8년 이 경과한 이후부터는 부담이 줄어드는 것으로 알려져 있다. 이를 감안했을 때 보유 계약을 기준으로 해약환급금준비금 부담은 향후 어느정도 완화될 것으로 예상된다. 다만 과거 대비 높아진 신계약 규모가 지속되고 있는 상황에서 신계약으로 인한 해약환급금준비금 부담이 꾸준하게 나타날 수밖에 없는 만큼 궁극적으로는 제도 측면의 개편이 없는 한 해약환급금준비금 관련 부담이 지속될 것으로 예상된다.



자료: 각사, SK 증권; 주: 별도 기준



자료: 각사, SK 증권; 주: 별도 기준

손해보험: 해약환급금준비금 등 차감 후 순이익 현황

(십억원)	삼성화재	DB 손보	현대해상	메리츠	한화손보
2Q24 누적 순이익(별도)	1,277	1,124	833	998	255
신증자본증권 배당액				5	7
해약환급금준비금 증가분	654	766	796	662	221
대순준비금 적립	3	-9	33	48	-1
비상위험준비금 전입액	87	72	22	15	16
준비금 차감 후 2Q24 순이익	533	295	-19	267	12
2Q24 해약환급금준비금 현황	1,834	3,412	4,219	1,694	2,011
23년 총 배당금	672	318	162	638	37
23년 총 순이익	1,755	1,537	806	1,564	291

자료: 각사, Dart, SK 증권

주: 별도 기준

생명보험: 해약환급금준비금 등 차감 후 순이익 현황

(십억원)	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
2Q24 누적 순이익(별도)	1,091	348	175	59
신증자본증권 배당액		9	10	
해약환급금준비금 증가분	0	900	187	90
대순준비금 및 보증준비금 전입	-176	529	-22	10
준비금 차감 후 2Q24 순이익	1,266	-1,091	-0	-41
2Q24 해약환급금준비금 현황	0	3,405	827	990
23년 총 배당금	664	113	62	0
23년 총 순이익	1,384	616	296	125

자료: 각사, Dart, SK 증권

주: 별도 기준. 준비금 전입액 세부 데이터 없는 경우 2Q24 준비금 잔액에서 전년 말 잔액 차감하여 추산

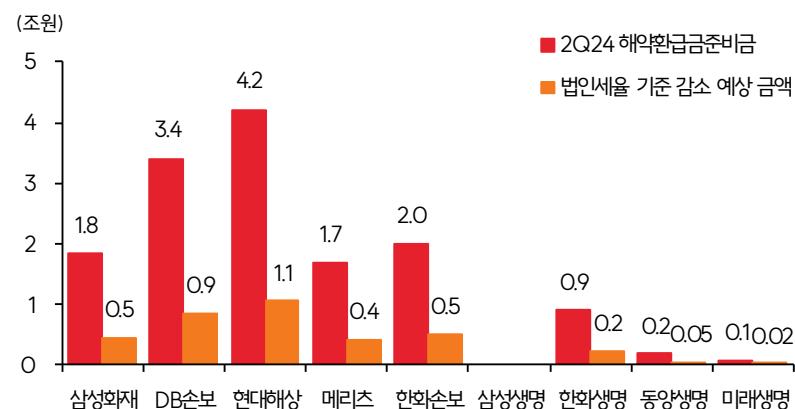
법인세율만큼 해약환급금준비금 적립 비율 차감하는 내용 검토 중

해약환급금준비금 감소에 따른 법인세 대거 발생 등 요인으로 보수적인 검토 예상

따라서 이번 3차 보험개혁회의에서 해약환급금준비금 제도 개선안이 논의될 예정으로 밝혀진 점은 긍정적이라고 판단한다. 언론 보도상 공개된 내용을 기준으로 1) K-ICS 비율 등 일정 수준의 건전성이 담보된 회사에 대해 2) 해약환급금준비금 적립 비율을 1-법인세율로 조정하는 방안이 검토되고 있는 것으로 알려져 있다. 단순하게 약 25%를 기준으로 현재 보유 중인 해약환급금준비금 잔액에 대해 이를 반영해보면 최대 약 1조원까지 해약환급금준비금이 줄어들 수 있을 것으로 예상되며 그에 준하는 배당가능이익 확보가 가능할 전망이다.

다만 아직 구체적인 내용에 대해서는 여전히 논의가 진행되고 있으며 해약환급금준비금이 세법상 손금산입으로 법인세에서 제외되고 있었던 만큼 현재 해약환급금준비금 전반에 걸쳐 적립 기준이 변화할 경우 대규모 세금 납부가 발생할 가능성도 존재한다. 유동성 등 재무 측면의 변동성이 확대될 수 있는 만큼 전반적으로 보수적인 관점에서 기본적정성, 건전성 등을 종합적으로 반영하여 제도 개편 여부가 결정될 것으로 예상한다.

해약환급금준비금 – 법인세율만큼 적립비율 차감하는 제도 개편 시 감소 예상 규모



자료: 각사, SK 증권 추정

**보험개혁회의 등 제도 관련
불확실성**

마지막으로 보험개혁회의와 관련된 제도 측면의 불확실성이 남아있다. 금융당국은 현재 진행중인 보험개혁회의를 통해 10월까지 IFRS17 개선 과제를 검토하고 24년 결산부터 이를 적용할 것을 계획하고 있다. 구체적인 내용은 아직 나오지 않았으나 대략적으로 1) 무/저해지 보험 상품 구조의 적정성 제고, 2) 판매채널 수수료 체계 개편, 3) K-ICS 위험(금리위험, 무/저해지상품 등 보험위험 등) 정교화 등이 논의되고 있는 것으로 알려져 있다.

**무/저해지보험 해약률 조정 등에
따라 자본, K-ICS 비율 등 변동
발생 가능성 존재**

이 중에서 가장 영향이 크게 나타날 것으로 예상되는 부분은 무/저해지 보험 관련 항목이 될 것으로 예상되고 있다. 언론 보도에 따르면 영향평가에서 1) 해지유보기간(납입 완료 시점 직전 1~3년)의 해지율이 0% 수준에 수렴하는 해지율 모델을 사용하고 2) 납입기간 이후 해지율에 대해서도 이전 대비 큰 폭의 조정을 가하는 등 이전보다 보수적 관점에서 관련 항목을 점검하고 있으며 향후 구체적인 결과가 나올 때는 자본 및 CSM 을 중심으로 일정 수준의 영향이 불가피할 것으로 예상된다.

대표적으로 IFRS17 전환 이후 판매가 늘어난 무/저해지 단기납 종신보험 등의 경우 납입 후 해지율 가정이 악화될 경우 수익성 및 자본적정성 측면의 악영향이 나타날 수 있는 만큼 향후 판매 전략이나 상품 라인업 측면의 변화까지 나타날 것으로 예상된다. 세부 제도 내용에 따라 긍정적인 내용 및 부정적인 내용이 혼재되어 나타날 수 있는 만큼 제도 등 불확실성 영향을 흡수할 수 있는 자본력 및 이익체력을 보유한 회사의 벌류에이션이 높아질 수밖에 없는 상황이라고 판단한다.

7년납 무/저해지 단기납 종신보험 해지율 가정(예시)

	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도	6차년도	7차년도	8차년도	9차년도	10차년도	10차년도 이후
해약률 (%)	6.5	7.5	5.0	4.5	1.5	1.0	0.0	표준형 납입 후 해지율 준용		0.0	1안: 30% 2안: 40% 3안: 50%
구간 설명	통계 존재 구간 (경험치가 충분히 집적된 경우 경험해약률 적용)	Log-Linear 모형으로 추정한 해약률 적용	해지 유보 효과					납입 완료 직후 해지율 상승 효과	해지율 유보 효과 반영		추가 해지율 상승 효과 가정
비고		보험료 납입 기간							10차년도 말 유지보너스		환급률 확대에 따른 해지 증가 가능성 상존

자료: 보험저널, SK 증권

주: 7년납 단기납 종신 보험, 경험통계 4차년도까지 존재한다고 가정했으며 10차년도까지 계약 유지 시 장기유지보너스 지급하여 환급률 상승한다고 가정

(2) 투자전략: 생명보험 대비 손해보험 우위 지속될 전망

실적 개선, 경기방어주 매력
긍정적이나 매크로/제도 등
불확실성 상존

보험업종의 경우 1) 과거 대비 현저히 개선된 실적 및 2) 경기방어주 측면의 매력에 기반한 접근이 가능하다는 점은 긍정적 관점에서 볼 수 있다. 다만 동시에 1) 금리 환경 등 매크로 측면의 영향과 제도 변경 등 각종 이슈가 상존하고 있으며 2) 해약 환급금준비금 등 제도 측면의 개선 없이는 늘어난 이익을 주주환원으로 연결하기 쉽지 않다는 점을 감안했을 때 불확실성에 대한 우려도 높다고 판단한다. 단순히 이익 측면의 접근뿐만 아니라 ALM을 고려한 자산/부채의 변화 등을 모두 고려해야 하는 만큼 금융업종 내 가장 직관적인 접근이 어렵다고 판단하며 본질적인 기업가치보다는 제도에 대한 베팅에 가까운 성격이 상대적으로 높다고 판단한다.

대형 손해보험사의 매력이
상대적으로 높다고 판단

따라서 상대적으로 1) 자본 및 배당가능이익 측면의 여력이 높고 2) 금리 등에 따른 영향이 상대적으로 작은 대형 손해보험사의 매력이 상대적으로 높을 수밖에 없다고 판단한다. 삼성화재, DB 손해보험 등 대형 손해보험사의 경우 현재 적절한 ALM 매칭에 따라 자본과 K-ICS 측면의 부담이 크지 않고 단기간 내 해약환급금준비금 제도 개편이 없더라도 높은 배당가능이익 여력을 바탕으로 주주환원 확대에 대한 제약이 없는 만큼 업종 내 가장 편한 선택지가 될 수 있다고 판단한다.

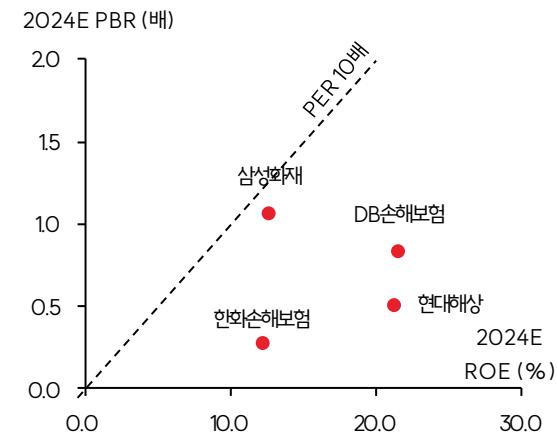
생명보험의 경우 제도 강화, 금리
하락 영향 다소 높음. 투자의견
중립으로 하향

한편 생보사의 경우 할인율 제도 강화 및 금리 하락에 따른 K-ICS 비율과 순자산 가치 하락 등 영향이 예상보다 크게 나타나고 있는 만큼 금리 인하가 예상되는 현재 상황에서 상대적으로 매력이 크지 않다고 판단한다. 25년의 경우에도 관찰만기 연장 등 제도 측면의 부담이 크게 나타날 것으로 예상되며 제도 개편 없이는 주주환원 자체가 쉽지 않을 것으로 예상되는 만큼 보수적인 접근이 필요할 것으로 판단한다. 이를 반영하여 생명보험 산업에 대한 투자의견을 중립으로 하향한다.

Top pick 메리츠금융지주 제시.
개별 보험사 기준으로는
DB 손해보험 선호

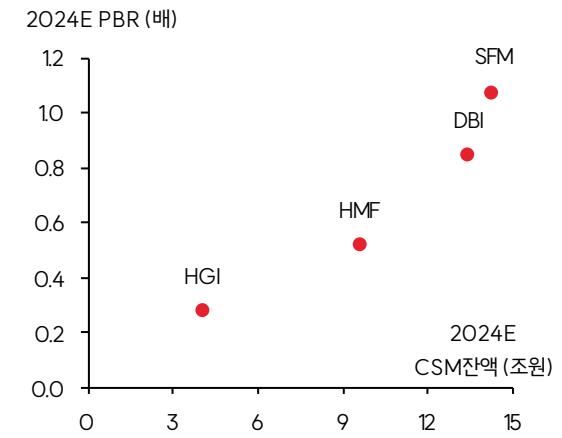
Top pick으로는 메리츠금융지주를 제시한다. 1) 양호한 ALM 매칭에 따라 자본 측면의 부담이 크지 않으며 2) 보수적인 가정 관리 영향으로 견조한 예실차 손익 등 보험손익 전반적으로 안정적인 모습이 이어지고 있는 가운데 3) 화재 외에도 증권 자회사를 보유한 만큼 금리 하락에 따른 부담이 크지 않다고 판단한다. 4) 또한 삼성화재, 삼성생명, DB 손해보험의 중장기적으로 주주환원율을 확대하겠다고 언급한 것에 비해 동사는 이미 그룹 전체적으로 50% 수준의 총주주환원율을 제시하고 자본 비용과 리턴에 기반한 효율적인 자본 배분 전략을 제시하고 있는 만큼 업종 내 가장 편한 선택지가 될 수 있다고 판단한다. 금융지주가 아닌 개별 보험사 기준으로는 1) 운전자/간편보험 중심으로 신계약 CSM 마진이 안정적으로 관리되고 있으며 자본 측면의 여력도 충분한 DB 손해보험을 선호한다.

손해보험: PBR-ROE Matrix(24E)



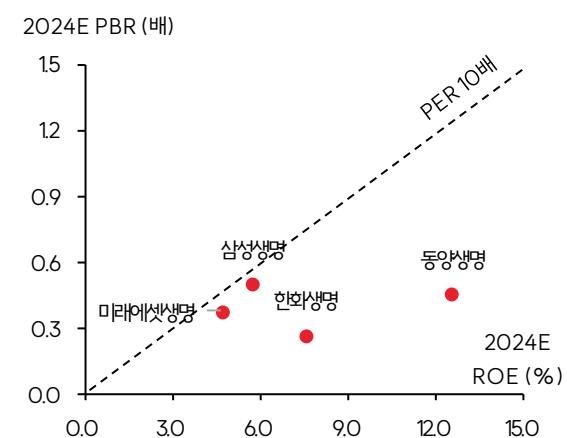
자료: SK 증권 추정

손해보험: PBR-CSM Matrix(24E)



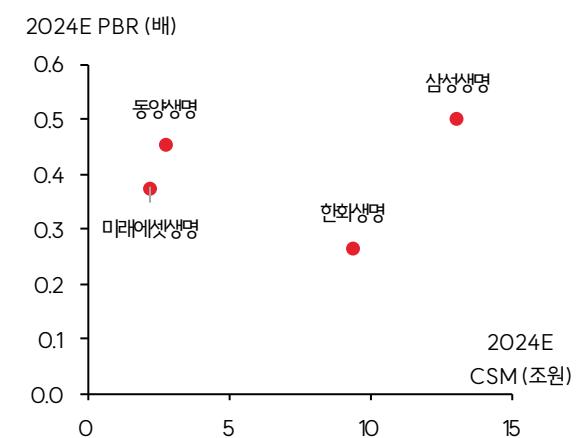
자료: SK 증권 추정

생명보험: PBR-ROE Matrix(24E)



자료: SK 증권 추정

생명보험: PBR-CSM Matrix(24E)



자료: SK 증권 추정

손해보험 – Valuation Table

기업명	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험
Code	A000810	A005830	A001450	A000370
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가	369,500	111,600	33,500	5,300
목표주가	430,000	137,000	43,000	6,200
상승여력	16.4%	22.8%	28.4%	17.0%
CSM 잔액(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	13,303 14,223 15,165 16,154	12,152 13,355 14,293 15,190	9,142 9,529 10,042 10,630
전체 자본(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	15,905 17,263 18,509 19,729	8,676 9,284 10,825 12,426	6,117 5,712 6,573 7,507
보험손익(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	1,933 1,932 1,989 2,109	1,550 1,856 1,921 2,014	526 1,301 1,036 1,098
투자손익(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	409 837 872 889	467 666 629 646	496 378 420 474
당기순이익(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	1,755 2,098 2,127 2,228	1,537 1,928 1,950 2,033	806 1,252 1,081 1,170
ROE (%)	2023 2024E 2025F 2026F	12.5 12.6 11.9 11.7	17.2 21.5 19.4 17.5	10.8 21.2 17.6 16.6
PER (배)	2023 2024E 2025F 2026F	7.6 8.9 8.8 8.4	3.9 4.1 4.1 3.9	3.4 2.4 2.8 2.6
PBR (배)	2023 2024E 2025F 2026F	0.84 1.08 1.01 0.95	0.68 0.85 0.73 0.64	0.45 0.52 0.46 0.40
배당성향(%)	2023 2024E 2025F 2026F	38.3 42.0 47.4 52.4	20.7 21.2 22.2 22.4	20.1 15.7 20.3 20.1
보통주 DPS (원)	2023 2024E 2025F 2026F	16,000 21,000 24,000 27,800	5,300 6,800 7,200 7,600	2,063 N/A N/A N/A
보통주 배당수익률 (%)	2023 2024E 2025F 2026F	6.1 5.7 6.5 7.5	6.3 6.1 6.5 6.8	6.7 N/A N/A N/A

자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 – Valuation Table

기업명	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명	
Code	A032830	A088350	A082640	A082640	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	
현재주가	99,900	2,960	5,710	5,280	
목표주가	110,000	3,800	7,000	5,500	
상승여력	10.1%	28.4%	22.6%	6.1%	
CSM 잔액(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	12,247 13,020 13,907 15,001	9,238 9,322 9,393 9,595	2,542 2,717 2,834 2,970	2,120 2,202 2,341 2,488
전체 자본(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	44,436 41,629 43,145 44,635	11,387 10,077 10,589 11,116	2,952 2,363 2,555 2,755	2,914 2,482 2,633 2,791
보험손익(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	1,450 1,420 1,555 1,657	651 548 692 708	234 266 268 278	169 158 196 205
투자손익(십억원)	2023 2024E 2025F 2026F	-24 438 397 410	90 86 120 124	127 91 43 43	-2 -6 14 15
ROE (%)	2023 2024E 2025F 2026F	4.4 5.7 5.9 5.9	4.9 7.5 6.3 6.2	8.3 12.5 12.1 11.3	3.6 4.6 6.6 6.5
PER (배)	2023 2024E 2025F 2026F	7.3 8.1 8.0 7.8	4.0 3.3 4.1 4.0	2.5 3.2 3.6 3.5	6.7 7.5 5.6 5.3
PBR (배)	2023 2024E 2025F 2026F	0.33 0.50 0.49 0.47	0.23 0.27 0.25 0.24	0.28 0.46 0.42 0.38	0.29 0.38 0.35 0.33
배당성향(%)	2023 2024E 2025F 2026F	35.1 38.0 41.9 44.7	18.3 14.6 18.0 17.6	21.1 21.5 24.4 23.8	0.0 0.0 10.1 10.0
보통주 DPS (원)	2023 2024E 2025F 2026F	3,700 5,200 5,800 6,400	150 150 150 150	400 N/A N/A N/A	0 0 N/A N/A
보통주 배당수익률 (%)	2023 2024E 2025F 2026F	5.4 5.2 5.8 6.4	5.3 5.1 5.1 5.1	8.8 N/A N/A N/A	0.0 0.0 N/A N/A

자료: 각사, SK 증권 추정

(3) 조용한 다크호스, 재보험에도 관심 가져볼 수 있다고 판단

원수사 대신 재보험사가 방어주적 관점에서 가장 유의미한 대안 될 수 있음

보험업종 전반적으로 높아진 제도/맥크로 환경 관련 불확실성을 감안했을 때 오히려 원수사가 아닌 재보험사가 최근 높아진 불확실성 속 방어주적 관점에서 가장 유의미한 대안이 될 수 있다고 판단한다.

제도 관련 불확실성에서 가장 자유로움

먼저 제도 관련 영향이 상대적으로 크지 않을 것으로 예상된다. 장기순해보험, 생명보험 등 중심으로 사업을 영위하는 원수사와 달리 재보험사의 경우 상대적으로 일반보험 등 취급 비중이 높아 IFRS17 적용 후에도 기존 경과보험료방법과 유사한 보험료배분접근법(PAA)으로 평가하는 부채 비중이 높다. 가정에 따른 영향이 큰 일반모형 대신 PAA 모형 비중이 높은 만큼 IFRS17 전환에 따른 수혜가 크지 않았지만 반대로 최근 보험개혁회의에서 논의되는 무/저해지보험 가정 조정 등 제도 변화 영향에서도 상대적으로 자유롭다고 판단한다.

짧은 부채 드레이션으로 자본 부담 크지 않고 해약환급금준비금 부담도 사실상 없음

금리 등 맥크로 환경에 따른 영향도 크지 않을 것으로 예상된다. 동사의 경우 원수사와 달리 부채 드레이션이 2년 내외에 불과한 만큼 통상적인 보험사와 달리 자산 드레이션이 부채보다 길어 금리 하락에 따른 순자산가치 개선을 기대할 수 있다고 판단한다. 해약환급금준비금 관련 영향도 사실상 없는 만큼 주주환원에 대한 부담도 크지 않을 것으로 예상된다.

경기보다 고액사고 발생 여부가 실적에 핵심 영향 미치는 만큼 방어주 관점 접근 유효

또한 내수 부진 및 중소상공인 중심 폐업 확대 등 국내 경기 환경을 감안했을 때 경기방어적 관점에서도 좋은 선택지를 제공해줄 수 있다고 판단한다. 동사의 경우 해외 사업 비중이 높아 국내 경기에 따른 민감도가 낮고 전반적인 실적에 있어서도 맥크로 환경보다는 고액사고의 발생 여부, 재재보험을 통한 리스크 관리 및 특약 갱신에 따른 요율 변화 등이 핵심적인 영향을 미치는 만큼 경기방어적 관점에 가장 부합한다고 판단한다.

**자본관리 중요성 부각에 따른
공동재보험 수요 증가 전망**

**자본 조달 없이도 연간 1조원
내외 수준의 부채 규모의 성장
가능할 것으로 전망**

앞서 생보사 등을 중심으로 최근 매크로 환경 변화에 따른 자본 관리의 중요성이 부각되고 있는 점도 긍정적이다. 일반적으로 자산/부채를 모두 이전하는 방식의 공동 재보험 같은 경우 1) 재보험 자산을 통해 출재된 보험부채를 복제한 포지션을 제공함으로써 금리 변동 등에 따른 순자산가치 변동 리스크를 출재된 부분에 대해서는 완전히 헛지할 수 있으며 2) 자본성증권 등 여타 자본 관리 수단과 달리 보험리스크에 대한 관리까지 가능하다는 강점을 가지고 있는 만큼 지속적인 수요가 존재할 것으로 예상된다.

특히 코리안리 같은 재보험사의 경우 자산보다 부채 드레이션이 짧은 만큼 공동재보험을 통해 원수사의 부채를 확보하게 되면 드레이션 캡 축소에 따라 오히려 자본비율 개선을 기대할 수 있는 만큼 추가 자본 조달 없이도 지속적으로 공동재보험에 기반한 성장을 기대할 수 있다고 판단한다. 과거 신한라이프, 삼성생명 등 사례를 감안했을 때 연간 1조원 내외 수준의 부채에 대한 공동재보험 계약은 추가적인 자본 조달 없이도 충분히 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

금융재보험(공동재보험 포함) 체결 내역

시기	원보험사	재보험사	거래 부채 규모(십억원)	비고
2021.03	ABL생명	RGA 재보험	10	양로보험인 알리안츠파워보험 보유계약 일부 출재
2022.01	신한라이프생명	코리안리	230	고금리 확정형 종신보험 일부 출재
2022.11	삼성생명	코리안리	500	금리연동형 종신보험 관련 출재
2023.06	한화생명	뮤니리, 하노버리	800	대량 해지리스크 관련 금융재보험
2023.06	교보생명	뮤니리	n/a	대량 해지리스크 관련 금융재보험
2023.10	국내 보험사 3곳	코리안리	n/a	대량 해지리스크 관련 금융재보험
2023.11	삼성생명	코리안리	700	무배당 확정형 종신보험 관련 출재
2024.07	동양생명	RGA 재보험	200	역외 공동재보험계약 최초 체결

자료: 언론보도, SK 증권

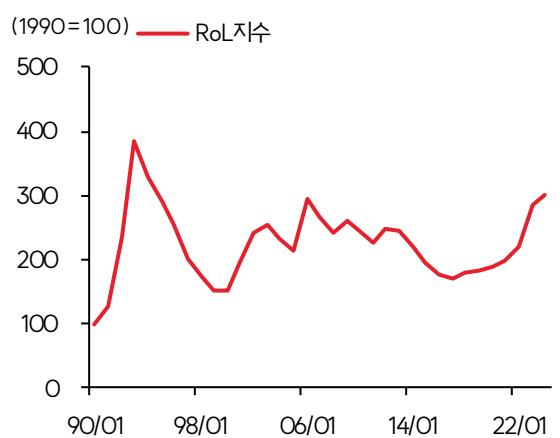
글로벌 재보험 시장도 높은 요율 환경 지속되는 구간

글로벌 재보험 업황도 전반적으로 양호하다. 2017년 이후 글로벌 재보험 시장의 하드화 추세가 지속되고 있으며 비록 최근에는 상승 폭은 둔화되었지만 여전히 요율 상승 등 재보험사에 있어 긍정적인 시장 환경이 지속되고 있다. Guy Carpenter의 Global Property Catastrophe RoL 지수의 경우 24년 1월 특약 갱신 시점에 약 5.4% YoY 상승하며 2017년 이후 계속된 상승 추세가 이어졌음을 확인할 수 있고 Gallagher Re에서 제공하는 4월/7월 특약 갱신에서는 어느정도 높아진 요율 환경 속에서 수요와 공급이 매칭되는 모습이 나타난 만큼 현재 재보험 시장 환경이 당분간 이어질 것으로 예상된다.

관심종목으로 코리안리 제시

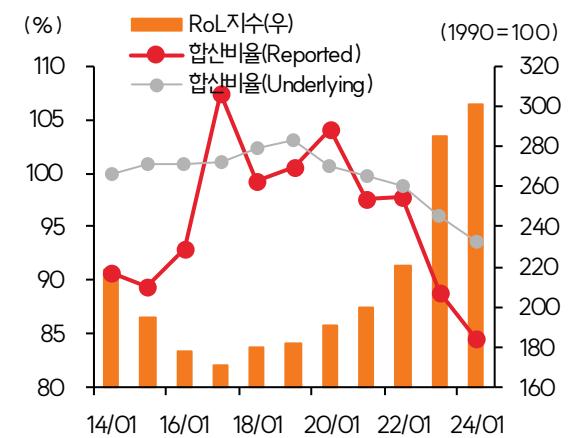
이를 감안하여 보험업종 관심종목으로 코리안리를 제시한다. 1) 23년 하반기부터 보수적인 가정 관리 등을 추진한 영향으로 상반기 실적은 전년 동기 대비 감소 폭이 커졌으나 하반기 중에는 반대로 안정화된 이익 흐름에 따른 증익이 예상되며 2) 지속적인 공동재보험 수요를 감안했을 때 24년 하반기~25년 상반기 중 추가적인 계약 체결 가능성이 높다고 판단한다. 3) 해약환급금준비금 측면의 이슈도 거의 없어 배당가능성이익 등 제도 관련 불확실성도 크지 않고 4) 향후 실적 및 K-ICS 비율이 안정적으로 유지됨에 따라 25년~26년 중 S&P 신용등급이 상향될 경우 보다 우량한 물건에 대한 접근성이 높아질 수 있는 만큼 중장기적인 성장성과 수익성 측면에서도 모두 긍정적인 흐름이 지속될 것으로 예상된다

Guy Carpenter – RoL 지수 추이



자료: Guy Carpenter, SK 증권

Gallagher Re – 하드마켓 속 재보험 산업 합산비율 개선



자료: Guy Carpenter, Gallagher Re, SK 증권

6. 금융산업 투자전략: 은행>증권>손보>생보 순으로 선호

(1) 산업적 관점에서 변화하는 환경에 따른 영향에 대한 고려 필요

금리 등 매크로 환경, 밸류업에
기반한 효율적 자본 활용 및 각종
이슈 고려한 접근 필요

금리 하락은 증권>은행>보험
순으로 긍정적

밸류업 관점에서는 은행 정도가
시장 눈높이에 부합할 전망

증권: NCR 한계 및 높아진 자본
규모 대비 아쉬운 수익성 고려
보험: 제도 관련 불확실성

최근 여러 대내외 환경 변화에 따른 영향을 감안했을 때 금융섹터 접근에 있어서 핵심은 1) 금리 하락에 따른 영향 2) 밸류업 프로그램으로 관심이 높아진 효율적인 자본 활용 방안의 제시 여부 및 3) 각 업종별 세부 이슈 관련 영향 등이 될 전망이다.

세부적으로 살펴보면 금리 하락 전망 등 매크로 환경 측면의 영향은 증권>은행>보험 순으로 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 증권의 경우 금리 하락에 따른 유가증권 매매평가이익 개선, 유동성 증가 등에 따른 거래대금 증가 등 영향을 기대 할 수 있는 만큼 가장 실적 측면의 모멘텀이 클 것으로 예상되며 은행의 경우 NIM 하락이 예상되나 이전보다 높아진 비은행 실적 기여도를 감안했을 때 일정 수준의 ROE 를 방어하는데 어려움은 없을 전망이다. 보험의 경우 FVPL 자산 평가손익 개선 등을 기대할 수 있을 것으로 예상되지만 자본 측면의 부담이 가중될 것으로 예상 되는 만큼 섹터 내에서는 가장 부정적인 영향이 나타날 것으로 전망한다.

밸류업 프로그램으로 높아진 자본 활용의 효율성 관점에서는 은행업종 정도가 시장 눈높이에 부합하는 모습이 나타날 것으로 예상한다. 대형 은행의 경우 이미 충분한 CET1비율을 보유하며 일정 수준의 손실흡수여력을 갖추고 있었음에도 금융당국 등 의 보수적인 자본 관리 기조로 주주환원 확대에 제약이 발생하는 모습을 보여왔던 만큼 밸류업 기조 속에서 자사주 매입/소각 등 전반적인 주주환원 확대가 가장 용이 할 것으로 예상되기 때문이다.

증권의 경우 1) 현재 NCR 비율이 실질적으로 자본 여력을 보여주지 못하고 있으며 2) 과거 대비 높아진 자본 규모에도 상대적으로 아쉬운 수익성이 지속되는 점을 감안했을 때 자본비용과 리턴에 대해 보다 세부적인 분석이 요구될 것으로 예상된다. 보험의 경우에도 주주환원과 ROE 에 대한 명확한 언급을 위해서는 해약환급금준비금, 할인율 등 전반적인 제도 측면의 개선이 선행될 필요가 있을 것으로 판단한다.

은행: 가계부채 관리, 소상공인 건전성 악화 예상되나 영향 제한적 수준으로 전망

각 업종이 처한 제도 측면의 이슈나 업황 관련 이슈 또한 고려할 필요가 있다고 판단한다. 은행의 경우 최근 가계부채 관리 강화 및 소상공인 중심 건전성 악화 추세 등을 주요 이슈로 생각해볼 수 있다. 가계부채 관리에 따라 가계대출 성장 등은 제약이 발생할 수 있겠지만 가계부채 관리를 위한 대출금리 인상 등 요인을 감안했을 때 마진 측면에서는 오히려 긍정적인 영향이 일부 나타날 수 있을 것으로 예상된다. 소상공인 중심 건전성 악화의 경우 일정 수준의 대손비용 발생이 불가피할 것으로 예상되지만 기본적으로 은행이 고신용자 및 담보 중심의 영업을 하고 있으며 선제적으로 충당금 적립을 단행해 왔던 만큼 영향은 제한적 수준에 머무를 것으로 전망한다.

증권: PF/CRE 등 불확실성 상존. 금투세 등 잠재적 불확실성 고려 보험: 제도 불확실성 해소 필요

증권의 경우 부동산 PF/해외 CRE 및 금투세 등과 관련된 이슈가 존재한다. 최근 시장금리가 하락하고 있으며 금융당국의 사업성 재평가 등 제도적으로 연착륙을 추진하고 있는 만큼 과거 대비 부담은 완화되었다고 판단하지만 지방 등 사업장 부진 기조 및 미국 오피스 공실률 등을 감안할 때 완전히 안심하기는 어려운 상황이라고 판단하며 시행/유예 등 여부가 아직 결정되지 않은 금투세 등 이슈 역시 잠재적인 불확실성이 높다고 판단한다. 마지막으로 보험의 경우 IFRS17 회계기준 도입 이후 지속적으로 가정 및 할인율 등과 관련된 잡음이 나타나고 있는 만큼 구체적인 중장기 자본정책 등 제시에 앞서 제도 측면의 불확실성이 해소될 필요가 있을 것으로 예상된다.

최근 대내외 환경 변화 영향

	은행	증권	보험
금리 하락 전망	△	○	×
밸류업 프로그램	○	△	△
업종별 세부 이슈	△	X	×
	<ul style="list-style-type: none"> -1) 가계부채 관리 강화: 성장은 부정적이나 마진 방어 측면에서는 긍정적 -2) 내수 부진 및 소상공인 연체 심화: 소상공인 등 중심으로 건전성 악화 예상되나 고신용자/담보 중심 영업으로 영향 제한적일 것으로 전망 	<ul style="list-style-type: none"> - 1) 부동산 PF/CRE: 부담 완화되고 있으나 여전히 불확실성 지속됨에 따라 안심하기에는 아직 어려운 환경 - 2) 금투세 등 제도 관련 이슈: 증권주 핵심 모멘텀인 증시/거래대금 등에 있어 부정적 영향 지속될 수밖에 없는 환경 	<ul style="list-style-type: none"> - 1) 주주환원 관련 불확실성: 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 제약으로 개선된 이익에도 주주환원 확대 제한적 - 2) 제도 관련 불확실성: 보험개혁회의 및 할인율 제도 강화 등 영향으로 자본 및 K-ICS 비율 측면의 불확실성 상존

자료: SK증권

(2) 효율적인 자본 배분이 기대되는 회사 선호

기업에 있어서는 **Equity Spread** 와 총주주환원수익률에 기반한 접근 고려 가능

산업 내 개별 기업에 대한 세부적인 접근에 있어서는 효율적인 자본 배분을 기대할 수 있는 회사 중심의 선별이 유효할 것으로 예상한다. 당사는 자본 배분의 효율성을 판단할 수 있는 지표로 1) ROE 와 현재 주가에 내포된 Implied CoE 를 바탕으로 산출한 **Equity Spread** 와 2) 배당과 자사주 소각 등 총 주주환원수익률 수준을 종합적으로 고려해볼 수 있다고 판단한다. Implied CoE 는 고든배당모형을 바탕으로 PBR 과 ROE 를 활용했으며 총 주주환원수익률의 경우 배당은 보통주 배당금을, 자사주는 보통주/우선주를 모두 포함한 소각 금액을 바탕으로 산출했다.

Equity Spread: 현재 주가에 내포된 자본 활용의 효율성

먼저 **Equity Spread** 를 통해 현재 주가에 내포된 자본 활용의 효율성을 확인할 수 있다고 판단한다. **Equity Spread** 가 개선되기 위해서는 1) 회사의 ROE 가 높아지거나 2) 주주가치 제고에 따라 PBR 이 높아질 필요가 있다는 점에서 주주환원 확대, ROE 제고 노력 등 전반적으로 효율적인 자본 배분이 선행될 필요가 있는 만큼 주가가 회사의 펀더멘털을 보다 명확하게 반영한다고 볼 수 있기 때문이다. 커버리지 기업 중에서는 메리츠금융지주, 삼성화재, DB손해보험, 삼성생명, 삼성카드, KB금융, 미래에셋증권, NH 투자증권 등의 **Equity Spread** 가 전반적으로 양호한 상황이라고 판단한다.

총 주주환원수익률: 주주가치 제고 등을 위한 회사의 노력

또한 총 주주환원수익률을 통해 회사의 자본 활용의 효율성 제고를 위한 노력을 확인할 수 있다고 판단한다. 시가총액 대비 배당/자사주 소각 규모를 통해 총 주주환원수익률을 산출한 만큼 회사가 주주가치 제고를 위해 얼마나 적극적으로 주주환원을 활용하고 있는지 여부를 가늠해 볼 수 있기 때문이다. 당사 24 년 추정치 기준으로 커버리지 기업들 중에서는 우리금융지주, BNK 금융지주, NH 투자증권, JB 금융지주, 하나금융지주, 기업은행, 삼성증권, 키움증권, 메리츠금융지주, 코리안리, 신한지주 등의 주주환원수익률이 전반적으로 높을 것으로 예상된다. 이미 상반기가 지난 점을 감안하면 더욱 세부적으로는 결산배당 비중이 상대적으로 높은 회사가 단기적 관점에서 기대할 수 있는 실질 주주환원수익률이 더욱 높다고 판단한다.

두 지표 모두 높은 회사 선호하며
Equity Spread 가 낮아도 주주환원수익률 높을 경우 **Upside** 기대

Equity Spread 와 총 주주환원수익률이 모두 높을수록 효율적인 자본 활용에 기반한 **Upside** 가 높다고 판단한다. 또한 **Equity Spread** 가 상대적으로 낮더라도 총주주환원수익률이 전반적으로 높은 경우 회사가 주주가치 제고를 위해 적극적으로 주주환원을 추진하고 있다고 판단하며 배당/자사주 등에 기반한 **Upside** 를 기대해볼 수 있을 전망이다.

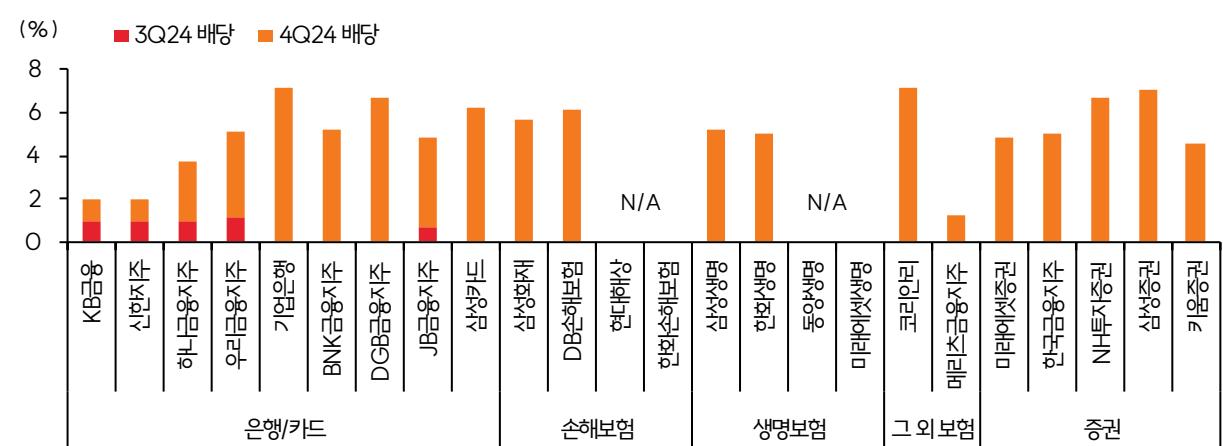
24E 추정 Equity Spread 및 총 주주환원수익률

업종	기업	2024E ROE (A)	2024E BVPS (B)	종가 (09/20) (C)	Implied CoE D=A/C/B	Equity Spread (A-D)	24E 총 주주환원율	총 주주환원 수익률	보통주 배당금	자사주 소각
은행/카드	KB금융	9.3%	138,262	83,600	15.3%	-6.1%	39%	5.8%	1,200	720
	신한지주	9.6%	102,053	55,500	17.6%	-8.0%	36%	6.2%	1,092	670
	하나금융지주	9.9%	134,369	61,600	21.6%	-11.7%	35%	7.3%	992	300
	우리금융지주	10.4%	40,490	15,650	27.0%	-16.5%	33%	8.6%	858	137
	기업은행	9.4%	36,910	14,240	24.4%	-15.0%	30%	7.2%	813	0
	BNK금융지주	8.2%	31,372	9,590	26.9%	-18.7%	32%	8.3%	224	33
	DGB금융지주	6.6%	31,307	8,330	24.7%	-18.1%	27%	6.6%	93	0
	JB금융지주	13.5%	25,293	15,470	22.0%	-8.6%	33%	7.4%	183	40
	삼성카드	7.6%	76,930	43,200	13.6%	-6.0%	45%	5.8%	288	
손해보험	삼성화재	12.6%	341,396	369,500	11.7%	1.0%	42%	4.8%	836	
	DB손해보험	21.5%	131,126	111,600	25.2%	-3.8%	21%	5.2%	408	
	현대해상	21.2%	63,887	33,500	40.4%	-19.2%	16%	N/A	N/A	
	한화손해보험	12.2%	18,581	5,300	42.6%	-30.5%	11%	N/A	N/A	
생명보험	삼성생명	5.7%	198,700	99,900	11.4%	-5.6%	38%	4.7%	934	
	한화생명	7.5%	11,029	2,960	28.0%	-20.5%	15%	4.4%	113	
	동양생명	12.5%	12,507	5,710	27.4%	-14.9%	22%	N/A	N/A	
	미래에셋생명	4.6%	14,020	5,280	12.3%	-7.7%	0%	N/A	N/A	
재보험	코리안리	11.7%	15,043	8,350	21.1%	-9.4%	30%	6.4%	88	
보험지주	메리츠금융지주	24.3%	52,286	95,100	13.4%	11.0%	51%	6.7%	207	1,000
증권	미래에셋증권	7.5%	15,699	8,610	13.6%	-6.1%	36%	4.8%	129	115
	한국금융지주	11.2%	152,433	73,000	23.5%	-12.2%	22%	4.8%	195	0
	NH투자증권	9.6%	23,462	14,200	15.9%	-6.3%	50%	7.8%	310	52
	삼성증권	11.9%	81,377	46,650	20.8%	-8.9%	36%	7.1%	295	0
	키움증권	16.2%	196,590	132,000	24.1%	-7.9%	29%	6.8%	130	99

자료: SK 증권 추정

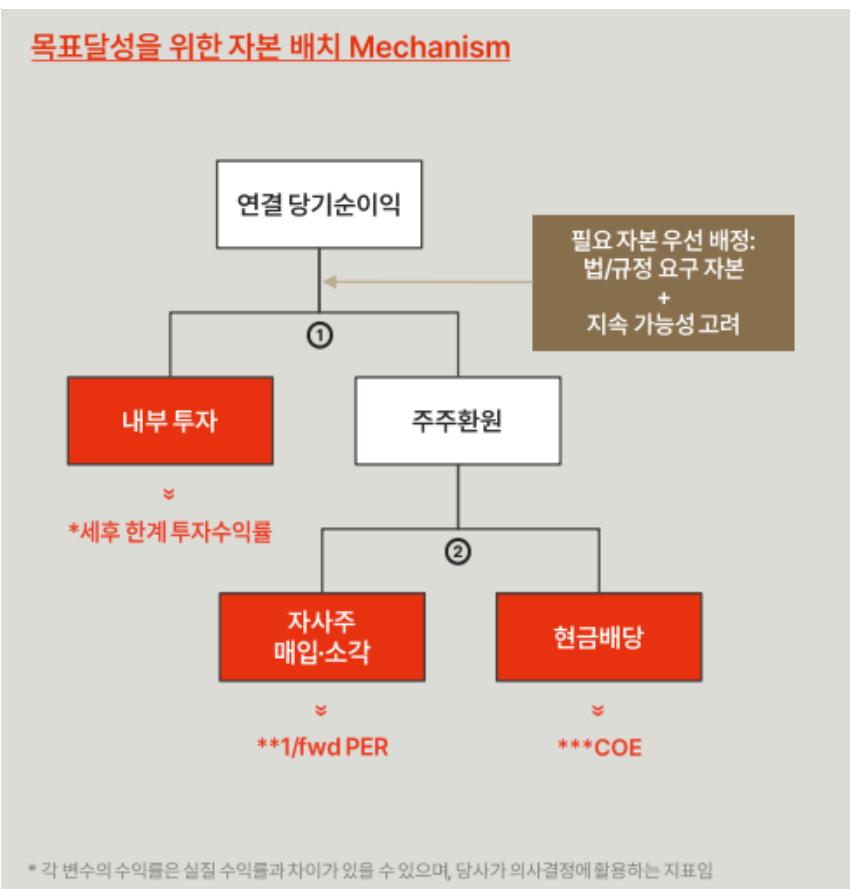
주: Implied CoE는 ROE/PBR로 산정했으며 총 주주환원수익률은 (보통주배당금+자사주 소각 규모)/시가총액으로 산정

2H24 예상 보통주 배당수익률



자료: FnGuide, SK 증권 추정

효율적인 자본 배분의 예시: 메리츠금융지주의 기업가치 제고 방안



자료: FnGuide, SK 증권 추정

(3) 은행>증권>손보>생보 순으로 선호

대형은행: 금리 변화에도 안정적 실적 기대되며 주주환원 확대에 대한 뚜렷한 가시성 기대

종합적으로 금융업종 내에서는 대형은행의 매력이 가장 높다고 판단한다. 금리 하락에 따른 은행 마진 하락 압력 등을 감안할 필요는 있겠지만 과거 대비 다각화된 비은행 포트폴리오 등을 감안했을 때 금리와 관계없이 안정적인 ROE 수준이 지속될 수 있을 것으로 예상되며 안정적인 실적과 성장을 감안했을 때 주주환원 확대에 대한 가시성이 가장 뚜렷하다고 판단한다. 하반기로 갈수록 결산배당에 기반한 접근이 더욱 유효할 것으로 예상되는 만큼 상대적으로 결산배당 비중이 높은 하나금융지주, 우리금융지주, 기업은행 등의 매력이 높아질 것으로 전망하며 이 중에서는 환율 관련 모멘텀이 가장 뚜렷할 것으로 예상되는 하나금융지주를 Top pick으로 제시한다.

증권: 실적 모멘텀 긍정적. 다만 잠재적 불확실성 상존하고 효율적 자본 활용에 대한 기대감 낮음

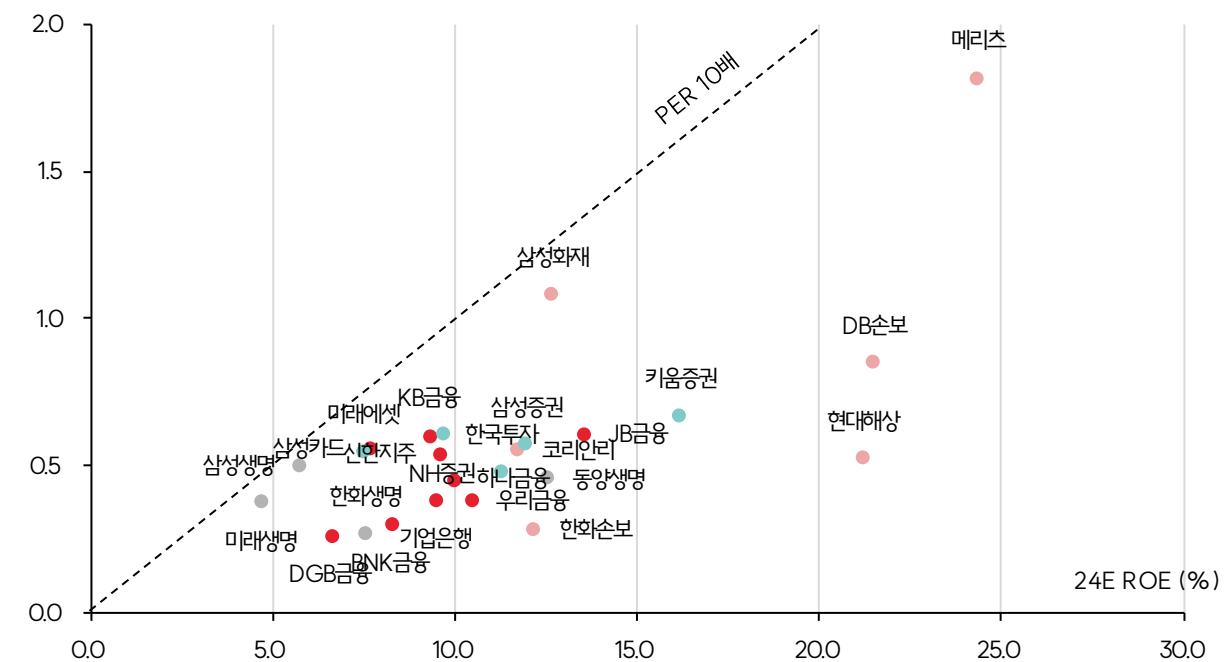
증권업종은 금리 환경의 변화에 따라 IB 와 트레이딩 등을 중심으로 전반적인 ROE 개선을 기대할 수 있다는 점에서 실적 측면의 모멘텀이 가장 뚜렷하다고 판단한다. 다만 금리 인하가 예상되는 긍정적인 매크로 환경에도 1) 금투세, 부동산 PF, 해외 부동산 등 증권업종을 둘러싼 잠재적인 불확실성이 남아있으며 2) 자본 활용에 있어서도 자본비용과 리턴을 고려하여 적극적으로 주주환원을 활용하기보다는 내부유보 및 성장을 중심으로 자본을 배분하는 기조가 나타나고 있다는 점에서 상대적으로 은행 대비 안정성은 떨어진다고 판단한다. 자본비용과 리스크/리턴 등을 종합적으로 고려하여 유연하게 북을 활용할 수 있는 회사 중심의 접근이 유효할 것으로 예상한다. Top pick으로는 발행어음 등을 활용한 유연한 조달이 가능하고 시장 환경과 자본 투입에 따른 리턴을 고려하여 적극적으로 주주환원을 활용하여 자본 배분의 효율성을 제고하는 모습이 나타난 NH 투자증권을 제시한다.

보험: 업종 내 높은 불확실성.
대형사의 안정성 프리미엄 지속

보험업종의 경우에는 1) 양호한 이익 흐름이 지속되고 있으나 2) 해약환급금준비금 등 제도 측면의 이슈로 이익이 주주에게 온전하게 귀속될 수 있을지 여부가 불분명하며 3) 금리 하락 및 할인율 제도 강화에 따른 순자산가치 하락에 대한 우려가 지속되고 있는 만큼 금융업종 내 상대적으로 불확실성이 높다고 판단한다. 자본 및 배당가능이익 측면의 버퍼가 높은 삼성화재, DB 손해보험, 삼성생명 등 대형 보험사의 프리미엄이 지속될 수밖에 없다고 판단하며 세부적으로는 할인율 및 금리 관련 민감도가 높은 생명보험보다 손해보험의 편안한 포지션이라고 판단한다. Top pick으로 효율적인 자본 활용에 대한 원칙이 갖춰진 메리츠금융지주를 제시하며 단일 보험사 기준으로는 DB 손해보험을 선호한다. 관심종목으로는 1) 원수사의 자본 관리 필요성 확대에 따른 공동재보험 수요 증대 및 2) 지속되는 하드마켓 사이클, 3) 낮은 제도 불확실성 등에 따른 안정성이 기대되는 코리안리를 제시한다.

금융섹터 - 24E PBR-ROE Matrix

24E PBR (배)



자료: 각사, SK 증권 추정

Company Analysis

하나금융지주 (086790/KS)

환율과 배당에 기반한 매력 확대

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 78,000 원(유지)

현재주가: 61,600 원

상승여력: 28.2%

환율 환경 변화에 따른 실적 및 자본비율 개선 기대

하나금융지주는 과거 외환은행 합병 이후 대형 은행 중 가장 환율에 민감한 모습을 보여왔다. 환율 변동에 따라 비화폐성 환차손익(환율 10 원당 약 100 억~120 억원 내외)이 발생함에 따라 이익 측면의 영향이 나타나는 동시에 CET1비율 측면에서도 환율 관련 영향(환율 100 원당 약 25bp)이 나타나고 있기 때문이다. 동사가 Target CET1비율에 있어 환율 버퍼 약 0.5%를 반영하고 있는 점 역시 약 200 원 수준의 환율 변동을 감안하고 있는데 기인한다. 따라서 6 월 말 기준 1,380 원대 수준까지 상승한 환율이 최근 미국 금리 인하 등 영향으로 1,320~1,330 원대 수준까지 하락하는 모습이 나타난 최근 환율 환경은 동사에 있어 전반적으로 긍정적이라고 판단한다. 3Q24 의 경우 비화폐성 환차익 약 500 억~600 억원 정도가 반영될 것으로 예상되며 CET1 비율도 무난하게 13%를 상회할 수 있을 전망이다.

상위 3 사 중 하반기 중 가장 높은 배당수익률 기대 가능

현재 KB 금융과 신한지주의 경우 분기 균등배당 정책을 시행하고 있는 만큼 시중은행 지주 상위 3 사 중 동사만 상대적으로 결산배당 비중을 높게 가져가고 있는 상황이다. 따라서 결산배당 기준일이 가까워질수록 배당수익률에 기반한 접근 관점에서 상대적으로 동사의 매력이 높게 나타날 수 있을 것으로 예상된다. 실제로 3Q24 및 4Q24 예상 DPS 를 기준으로 KB 와 신한의 경우에는 약 2%를 하회하는 배당수익률이 예상되는 반면 동사의 경우 약 3.7%의 배당수익률을 기대해볼 수 있는 만큼 배당수익률 관점의 매력이 상대적으로 높다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

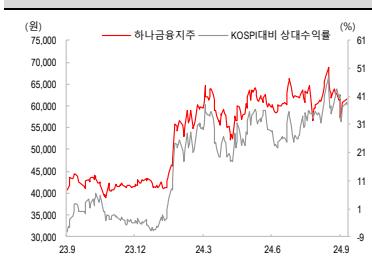
Company Data

발행주식수	28,724 만주
시가총액	17,694 십억원
주요주주	
국민연금공단	8.66%
BlackRock (외12)	6.38%

Stock Data

주가(24/09/20)	61,600 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	68,800 원
52주 최저가	39,000 원
60일 평균 거래대금	62 십억원

주가 및 상대수익률



2024E 지배순이익 3조 6,621 억원(+6.1% YoY) 예상

하나금융지주의 2024E 연간 지배순이익은 3조 6,621 억원(+6.1% YoY)를 예상한다. 상반기 중 가파른 대출 성장에 따라 NIM 은 은행 기준 12bp 하락한 1.47%를 전망하지만 대출 잔액 증가 및 매매평가익 등 비이자손익 개선을 바탕으로 견조한 탑라인이 지속될 것으로 예상된다. Credit Cost 도 선제적 충당금 적립 등을 바탕으로 0.35%(-10bp YoY)로 개선될 것으로 예상되는 만큼 전반적으로 견조한 실적 흐름과 주주환원 확대 추세가 지속될 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	9,214	10,160	10,860	11,070	11,156	11,487
영업이익	십억원	4,631	4,688	4,737	5,097	5,086	5,357
순이익(지배주주)	십억원	3,526	3,571	3,452	3,662	3,744	3,937
EPS(계속사업)	원	11,744	11,979	11,735	12,637	13,035	13,705
PER	배	3.6	3.5	3.7	4.9	4.7	4.5
PBR	배	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
배당성향	%	25.6	27.4	28.4	27.1	27.6	27.4
ROE	%	11.7	11.0	10.0	9.9	9.5	9.4

하나금융지주 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
총영업이익	2,684	2,399	2,933	2,717	2,876.4	2,542	5.9	7.2
순이자이익	2,358	2,188	2,221	2,161	2,139.1	2,146	-1.0	-9.3
비이자이익	326	211	713	556	737.3	396	32.5	126.0
수수료이익	466	414	513	520	511.1	502	-1.7	9.8
기타비이자이익	-139	-203	200	36	226.1	-106	521.0	흑전
판관비	1,057	1,210	1,098	1,090	1,098.6	1,257	0.8	4.0
충전이익	1,627	1,189	1,835	1,628	1,777.8	1,286	9.2	9.3
대손충당금 전입액	441	496	272	269	358.8	529	33.5	-18.6
영업이익	1,186	692	1,563	1,359	1,419.0	756	4.4	19.6
세전이익	1,242	689	1,401	1,445	1,422.0	759	-1.6	14.5
당기순이익	963	490	1,042	1,046	1,052.3	562	0.6	9.2
지배순이익	957	474	1,034	1,035	1,037.9	555	0.3	8.5
그룹 대출채권	374,581	381,411	379,856	400,363	401,291	402,013	0.2	7.1
그룹 예수금	370,707	371,866	376,734	385,011	390,767	395,738	1.5	5.4
(%, %p)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
NIM	1.79	1.76	1.77	1.69	1.64	1.64	-0.05	-0.15
CIR	39.4	50.5	37.4	40.1	38.2	49.4	-1.90	-1.18
Credit Cost	0.45	0.50	0.27	0.26	0.34	0.50	0.08	-0.11
NPL 비율	0.46	0.50	0.53	0.56	0.58	0.59	0.02	0.12
BIS 비율	15.3	15.6	15.3	15.1	15.5	15.5	0.37	0.18
CET1비율	12.7	13.2	12.9	12.8	13.0	13.1	0.23	0.27

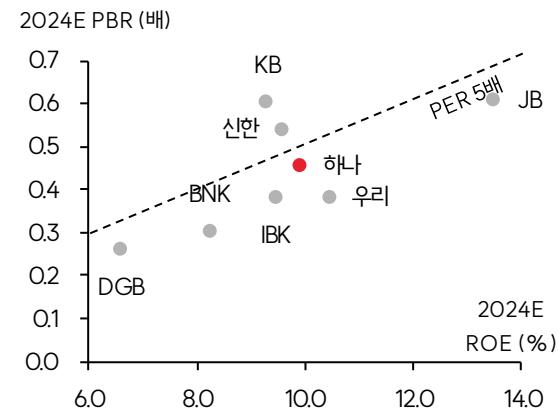
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
순영업수익	수정 후	10,860	11,070	11,156	11,487
	수정 전		11,045	11,195	11,526
	증감률(%)	0.2	-0.4	-0.3	
충당금 적립전 영업이익	수정 후	6,451	6,527	6,577	6,873
	수정 전		6,502	6,617	6,912
	증감률(%)	0.4	-0.6	-0.6	
세전이익	수정 후	4,724	5,027	5,122	5,384
	수정 전		5,002	5,162	5,423
	증감률(%)	0.5	-0.8	-0.7	
지배지분 순이익	수정 후	3,452	3,662	3,744	3,937
	수정 전		3,644	3,773	3,965
	증감률(%)	0.5	-0.8	-0.7	

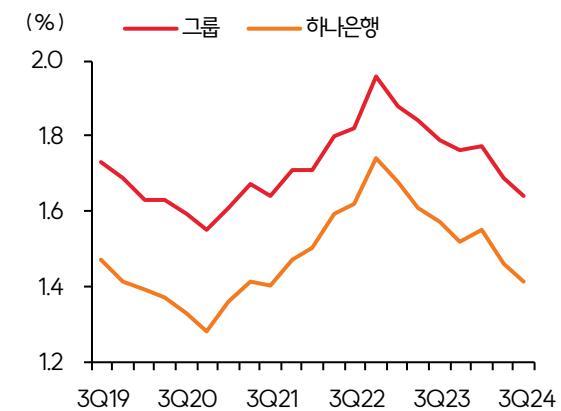
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

은행 PBR-ROE Matrix(2024E)



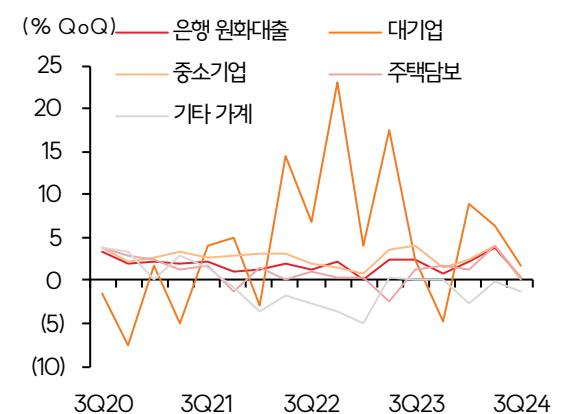
자료: FnGuide, SK 증권 추정

하나금융지주 - NIM 추이



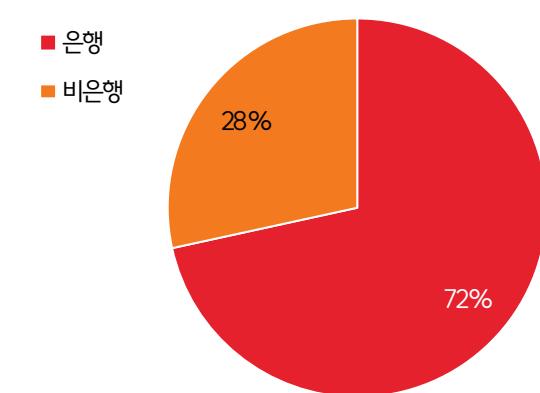
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 - 은행 원화대출 성장률



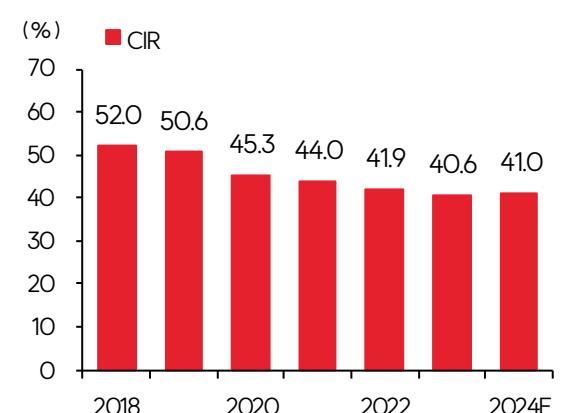
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 - 순영업수익 Breakdown(3Q24E)



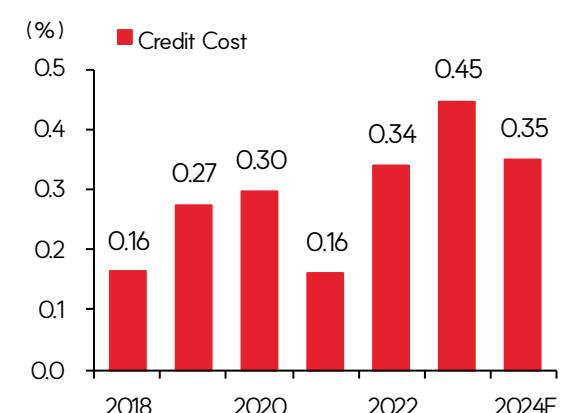
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 - CIR 추이 및 전망



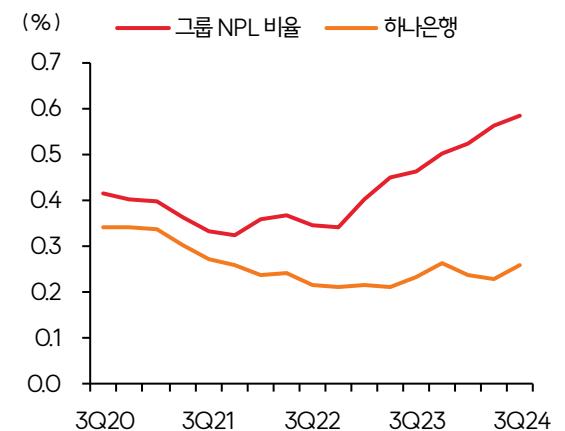
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 - Credit Cost 추이 및 전망



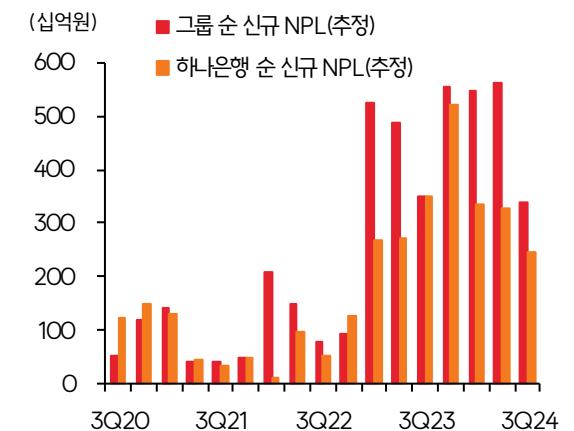
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 – NPL 비율 추이



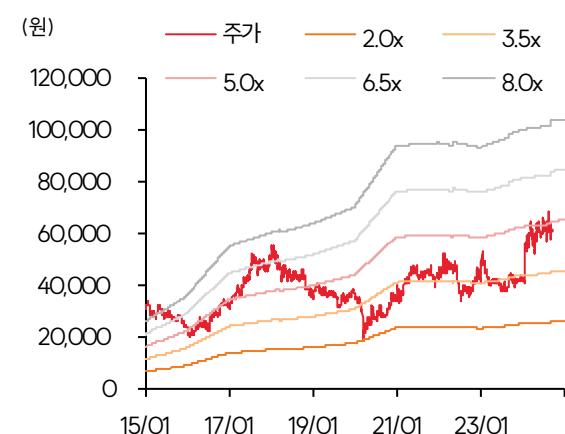
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 – 신규 NPL 추이(추정치)



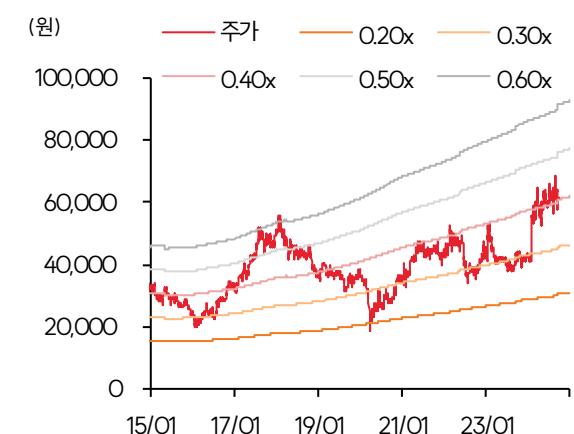
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 – PER 밴드



자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 – PBR 밴드



자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금및예치금	45,840	34,480	35,778	34,368	33,014
유가증권	129,084	135,400	145,595	154,529	164,012
대출채권	361,496	381,411	402,013	422,257	443,656
대손충당금	2,468	3,212	3,380	3,454	3,424
유형자산	6,493	7,827	8,777	9,134	9,505
무형자산	804	935	1,032	1,074	1,118
기타자산	24,887	31,873	39,331	39,377	39,661
자산총계	568,603	591,926	632,527	660,740	690,965
예수부채	362,576	371,866	395,738	419,403	444,497
차입성부채	93,761	102,293	107,800	111,508	115,360
기타금융부채	28,021	21,599	25,414	24,946	24,564
비이자부채	46,617	55,986	60,677	59,560	58,648
부채총계	530,975	551,744	589,629	615,417	643,068
지배주주지분	36,636	39,343	42,052	44,476	47,050
자본금	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
신종자본증권	3,295	3,606	3,741	3,741	3,741
자본잉여금	10,581	10,583	10,580	10,580	10,580
이익잉여금	23,187	25,126	27,720	30,145	32,719
기타자본	-1,928	-1,473	-1,491	-1,491	-1,491
비자배주주지분	992	838	846	846	846
자본총계	37,628	40,182	42,898	45,322	47,896

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
총영업이익	10,160	10,860	11,045	11,195	11,526
이자이익	9,006	8,953	8,692	8,746	8,964
이자비용	15,877	23,350	0	0	0
비이자이익	1,154	1,907	2,352	2,449	2,562
금융상품관련손익	156	863	1,045	813	900
수수료이익	1,705	1,796	2,046	2,087	2,197
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-707	-752	-739	-451	-535
신용증당금비용	1,215	1,715	1,429	1,492	1,516
일반관리비	4,257	4,409	4,543	4,578	4,614
종업원관련비용	2,546	2,474	2,517	2,527	2,536
기타판관비	1,711	1,934	2,026	2,052	2,078
영업이익	4,688	4,737	5,073	5,125	5,396
영업외이익	255	-12	-70	37	27
세전이익	4,943	4,724	5,002	5,162	5,423
법인세비용	1,304	1,226	1,319	1,342	1,410
법인세율 (%)	26.4	26.0	26.4	26.0	26.0
당기순이익	3,639	3,498	3,683	3,820	4,013
지배주주순이익	3,571	3,452	3,644	3,773	3,965
비자배주지분순이익	69	47	39	46	48

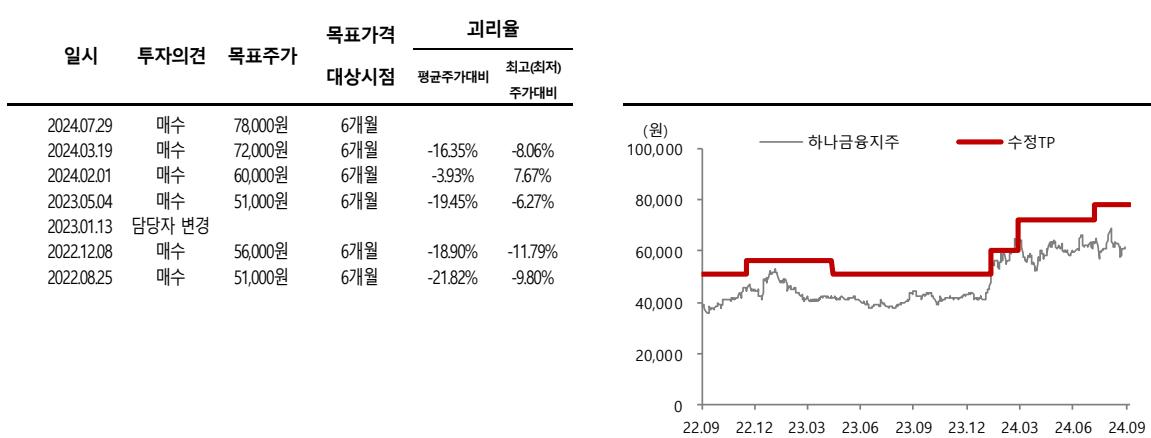
주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
수익성지표					
수정 ROE	11.0	10.0	9.8	9.5	9.4
ROA	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
NIM(순이자마진)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
대손비용률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Cost-Income Ratio	41.9	40.6	41.1	40.9	40.0
ROA Breakdown					
총영업이익	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
이자이익	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3
비이자이익	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
신용증당금비용	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
일반관리비	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7
총영업이익 구성비					
이자이익	88.6	82.4	78.7	78.1	77.8
비이자이익	11.4	17.6	21.3	21.9	22.2
수수료이익	16.8	16.5	18.5	18.6	19.1
기타	-5.4	1.0	2.8	3.2	3.2
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	13.2	13.2	13.1	13.1	13.1
Total BIS 비율	15.7	15.6	15.5	15.4	15.3
NPL 비율	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
충당금/NPL 비율	195.9	162.1	135.6	127.1	120.7

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	13.2	4.1	6.9	4.5	4.6
대출증가율	7.2	5.5	5.4	5.0	5.1
부채증가율	13.7	3.9	6.9	4.4	4.5
BPS 증가율	6.6	8.8	7.1	6.3	6.3
총영업이익증가율	10.3	6.9	1.7	1.4	3.0
이자이익증가율	21.1	-0.6	-2.9	0.6	2.5
비이자이익증가율	-35.1	65.3	23.4	4.1	4.6
일반관리비증가율	5.1	3.6	3.0	0.8	0.8
지배주주순이익증가율	1.3	-3.3	5.6	3.5	5.1
수정 EPS 증가율	2.0	-2.0	6.2	3.5	5.1
배당금증가율	8.1	1.5	2.9	4.3	6.8
주당지표 (원)					
EPS	11,979	11,735	12,464	12,906	13,562
수정 EPS	11,979	11,735	12,464	12,906	13,562
BPS	113,182	123,153	131,956	140,249	149,053
주당배당금	3,350	3,400	3,500	3,650	3,900
배당성향 (%)	27	28	27	27	28
Valuation 지표					
수정 PER(배)	3.5	3.7	4.9	4.8	4.5
PBR(배)	0.37	0.35	0.47	0.44	0.41
배당수익률 (%)	8.0	7.8	5.7	5.9	6.3

자료: 하나금융자자, SK증권 추정



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

KB 금융 (105560/KS)

견조한 펀더멘털과 밸류업 기대감

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 105,000 원(유지)

현재주가: 83,600 원

상승여력: 28.0%

부각되는 견조한 펀더멘털

KB 금융은 경쟁사 대비 상대적으로 긴 자산 드레이션을 보유하고 있어 금리 하락 시 Repricing으로 인한 NIM 하락 속도가 느린 만큼 최근 금리 하락에도 상대적으로 안정적으로 NIM을 방어할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 증권, 손해보험, 생명보험, 카드, 캐피탈 등 비은행 업권 전반적인 포트폴리오를 갖추고 있는 만큼 금리 변동과 관계 없이 어느정도 안정적인 수준에서 ROE를 기록할 수 있을 것으로 전망된다. CET1 비율도 13%를 크게 상회하며 업계 내 가장 높은 수준을 기록하고 있는 만큼 스트레스 완충자본 등 자본 규제 강화에도 꾸준한 주주환원 확대를 추진할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 은행업종 내 가장 안정적인 선택지가 될 수 있을 것으로 예상된다.

기업가치 제고 방안에 대한 기대감 유효

최근 신한지주, 우리금융지주의 기업가치 제고 방안에서 50% 수준의 총 주주환원율이 언급됨에 따라 향후 발표될 동사의 기업가치 제고 방안에 대한 관심도 함께 높아지고 있는 상황이다. 3Q24 실적 발표 시점에 전반적인 내용을 확인할 수 있을 것으로 예상되며 2Q24 실적 발표 등 내용을 종합했을 때 자산 성장 등 업황과 자본 배분에 따른 리턴 등을 종합적으로 고려하여 탄력적으로 주주환원을 결정하되 지속적인 주주환원율이 확대되는 방향성 등을 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 총액 기준 균등 배당 정책으로 주주환원 규모의 하방이 확보되어 있는 상황에서 2Q24 실적 발표와 함께 4천억원 규모의 자사주 매입/소각을 발표하는 등 적극적으로 주주가치 제고를 추진하고 있는 만큼 밸류업 관련 기대감이 지속될 것으로 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

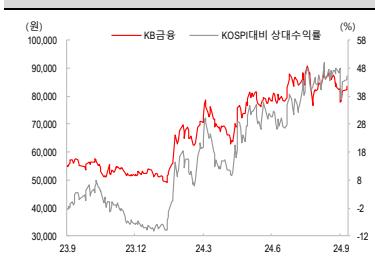
Company Data

발행주식수	39,353 만주
시가총액	32,899십억원
주요주주	
국민연금공단	8.47%
BlackRock(외13)	6.36%

Stock Data

주가(24/09/20)	83,600 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	90,800 원
52주 최저가	49,300 원
60일 평균 거래대금	111십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	14,484	13,781	16,229	16,652	16,980	17,668
영업이익	십억원	6,098	5,289	6,435	7,549	7,635	7,946
순이익(자배주주)	십억원	4,410	4,153	4,632	4,870	5,655	5,852
EPS(계속사업)	원	10,605	10,071	11,403	12,221	14,370	14,870
PER	배	5.2	4.8	4.7	6.8	5.8	5.6
PBR	배	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
배당성향	%	26.0	27.7	25.2	24.6	22.6	23.9
ROE	%	10.3	8.9	9.2	9.3	10.3	10.0

KB 금융 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
총영업이익	3,960	3,598	4,412	4,449	4,232.6	3,559	-4.9	6.9
순이자이익	3,125	3,183	3,152	3,206	3,167.7	3,174	-1.2	1.4
비이자이익	835	414	1,261	1,243	1,064.9	384	-14.3	27.5
수수료이익	901	907	990	920	876.0	884	-4.7	-2.8
기타비이자이익	-66	-492	270	323	188.9	-499	-41.5	흑전
판관비	1,565	1,924	1,628	1,594	1,626.8	1,994	2.1	4.0
충전이익	2,395	1,674	2,784	2,855	2,605.9	1,565	-8.7	8.8
대손충당금 전입액	449	1,378	428	553	451.4	828	-18.3	0.6
영업이익	1,947	296	2,355	2,303	2,154.4	736	-6.4	10.7
세전이익	1,903	263	1,407	2,370	2,109.5	685	-11.0	10.8
당기순이익	1,337	211	1,063	1,711	1,550.5	503	-9.4	16.0
지배순이익	1,369	255	1,049	1,732	1,576.8	512	-9.0	15.2
그룹 대출채권	441,721	444,805	448,194	455,873	461,342	464,003	1.2	4.4
그룹 예수금	398,944	406,512	418,071	420,218	427,163	432,453	1.7	7.1
(%, %p)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
NIM	2.09	2.08	2.11	2.08	2.04	2.01	-0.04	-0.05
CIR	39.5	53.5	36.9	35.8	38.4	56.0	2.61	-1.08
Credit Cost	0.42	1.27	0.39	0.49	0.40	0.72	-0.10	-0.02
NPL 비율	0.48	0.57	0.63	0.68	0.69	0.70	0.01	0.21
BIS 비율	16.8	16.7	16.6	16.6	16.9	16.8	0.26	0.09
CET1비율	13.7	13.6	13.4	13.6	13.6	13.5	0.00	-0.15

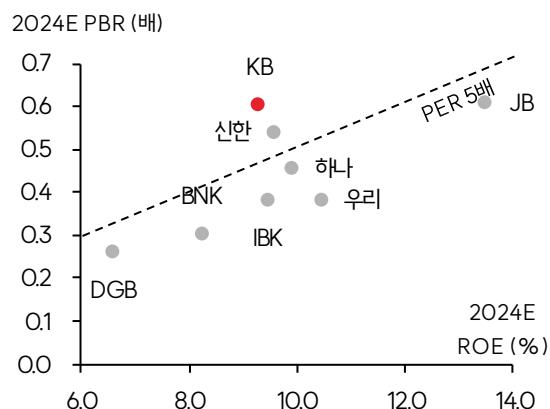
자료: KB 금융, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
순영업수익	수정 후	16,229	16,652	16,980	17,668
	수정 전		16,717	17,116	17,812
	증감률(%)	-0.4	-0.8	-0.8	
충당금 적립전 영업이익	수정 후	9,582	9,809	9,872	10,284
	수정 전		9,874	10,008	10,427
	증감률(%)	-0.7	-1.4	-1.4	
세전이익	수정 후	6,170	6,571	7,655	7,971
	수정 전		6,636	7,791	8,114
	증감률(%)	-1.0	-1.7	-1.8	
지배지분 순이익	수정 후	4,632	4,870	5,655	5,852
	수정 전		4,919	5,756	5,959
	증감률(%)	-1.0	-1.8	-1.8	

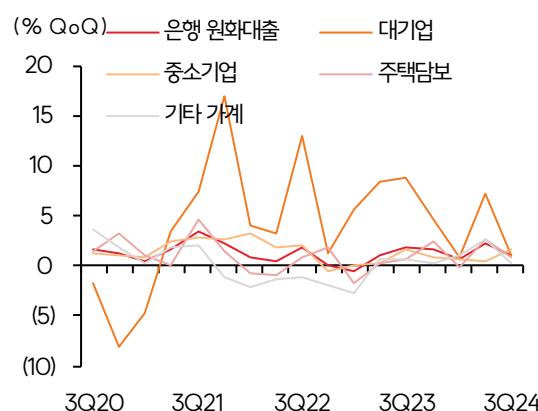
자료: KB 금융, SK 증권 추정

은행 PBR-ROE Matrix(2024E)



자료: FnGuide, SK 증권 추정

KB 금융 - 은행 원화대출 성장률



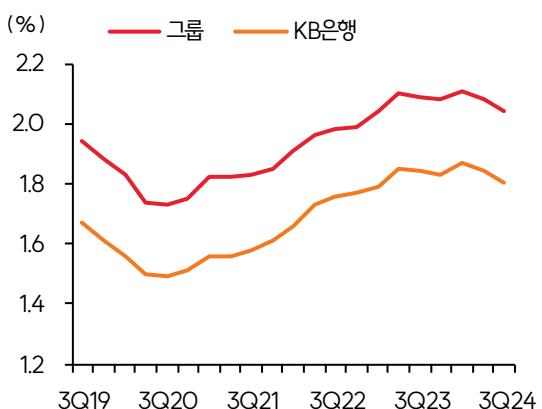
자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융 - CIR 추이 및 전망



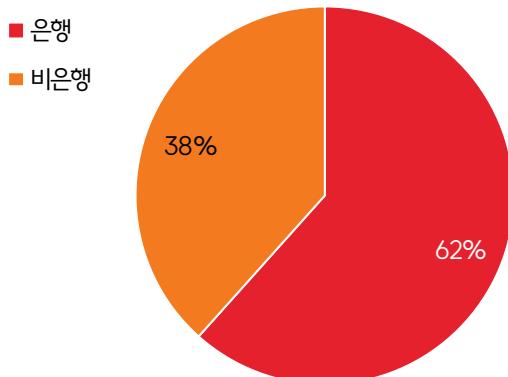
자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융 - NIM 추이



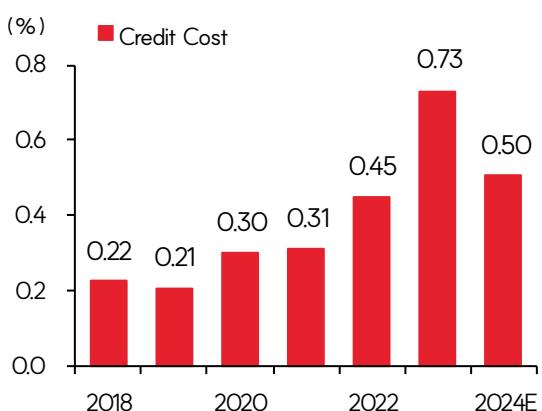
자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융 - 순영업수익 Breakdown(3Q24E)



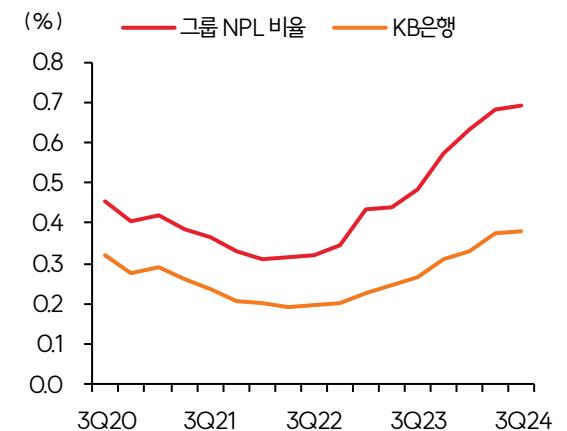
자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융 - Credit Cost 추이 및 전망



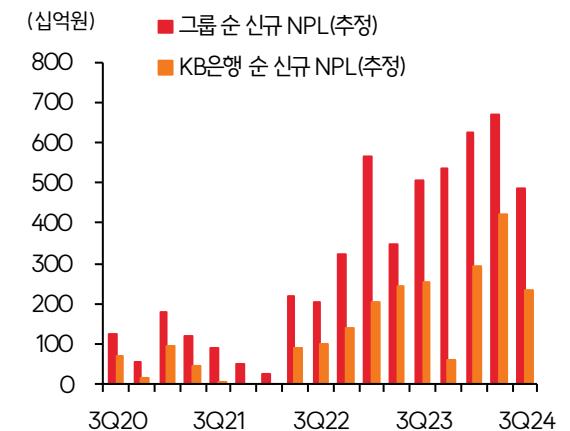
자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB금융 - NPL 비율 추이



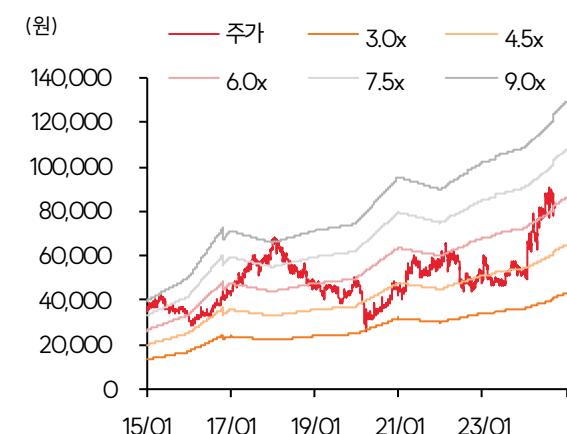
자료: KB금융, SK 증권 추정

KB금융 - 신규 NPL 추이(추정치)



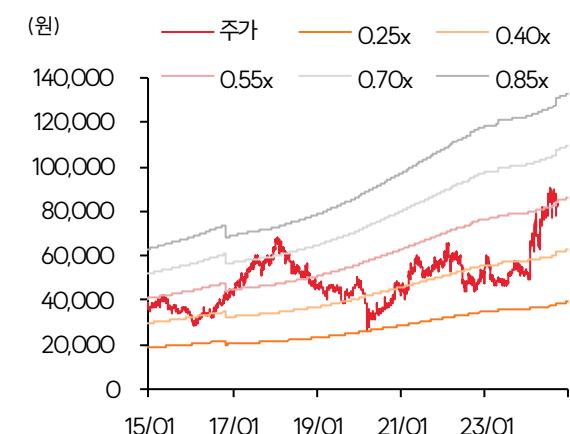
자료: KB금융, SK 증권 추정

KB금융 - PER 밴드



자료: KB금융, SK 증권 추정

KB금융 - PBR 밴드



자료: KB금융, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금및예치금	32,475	29,836	30,434	29,234	28,082
유가증권	185,545	199,238	215,400	234,363	255,086
대출채권	433,039	444,805	464,003	487,345	512,036
대손충당금	3,156	4,377	4,882	5,082	5,402
유형자산	8,352	9,264	9,571	9,960	10,364
무형자산	1,859	1,951	2,076	2,160	2,248
기타자산	27,396	30,645	37,164	37,764	37,871
자산총계	688,665	715,739	758,648	800,826	845,687
예수부채	393,929	406,512	432,453	458,645	486,694
차입성부채	140,416	138,760	142,589	149,557	156,866
기타금융부채	12,272	10,920	10,699	11,233	11,811
비이자부채	87,941	100,672	111,839	116,617	121,754
부채총계	634,557	656,865	697,579	736,053	777,126
지배주주지분	52,828	56,930	58,290	61,767	65,306
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	4,434	5,033	5,083	5,083	5,083
자본잉여금	16,941	16,648	16,646	16,646	16,646
이익잉여금	28,948	32,029	34,957	38,433	41,973
기타자본	414	1,129	-486	-486	-486
비지배주주지분	1,280	1,944	2,778	3,007	3,254
자본총계	54,108	58,873	61,068	64,774	68,561

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
총영업이익	13,781	16,229	16,717	17,116	17,812
이자이익	11,515	12,142	12,765	13,185	13,831
이자수익	20,789	29,145	30,486	31,428	32,967
이자비용	9,273	17,003	17,722	18,243	19,136
비이자이익	2,265	4,087	3,953	3,930	3,981
금융상품관련손익	-1,574	2,386	1,245	864	828
수수료이익	3,515	3,674	3,669	3,743	3,853
보험손익	1,311	1,423	1,644	1,478	1,713
기타이익	-987	-3,395	-2,606	-2,154	-2,414
신종충당금비용	1,848	3,146	2,261	2,237	2,338
일반관리비	6,644	6,647	6,843	7,108	7,384
종업원관련비용	4,157	4,014	4,144	4,297	4,456
기타판관비	2,487	2,633	2,699	2,812	2,929
영업이익	5,289	6,435	7,614	7,770	8,089
영업외이익	161	-265	-978	20	25
세전이익	5,450	6,170	6,636	7,791	8,114
법인세비용 (%)	1,518	1,607	1,761	2,065	2,150
법인세율 (%)	27.9	26.0	26.5	26.5	26.5
당기순이익	3,931	4,563	4,875	5,726	5,964
지배주주순이익	4,153	4,632	4,919	5,756	5,959
비지배주주분이익	-222	-69	-44	-30	5

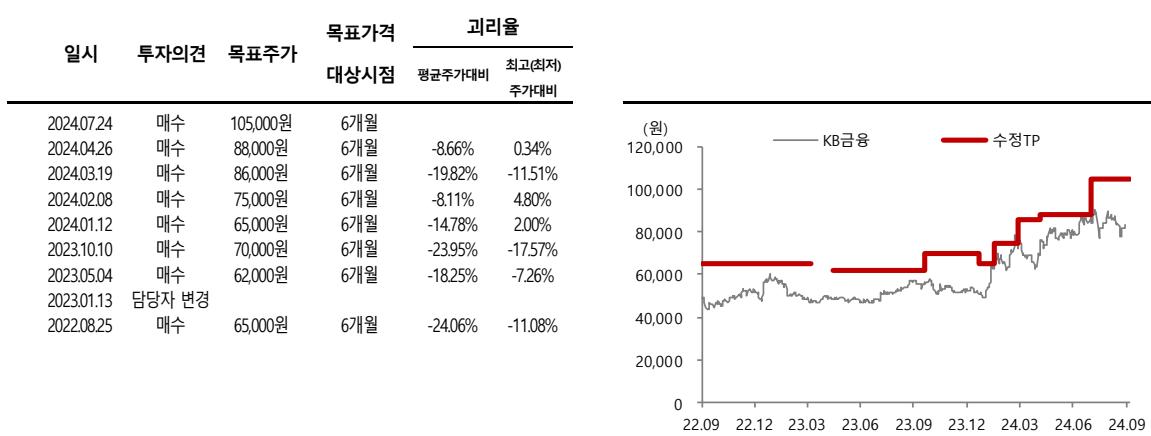
주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
수익성지표					
수정 ROE	8.9	9.2	9.4	10.5	10.2
ROA	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
NIM(순이자마진)	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0
대손비용률	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5
Cost-Income Ratio	48.2	41.0	40.9	41.5	41.5
ROA Breakdown					
총영업이익	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2
이자이익	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
비이자이익	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5
신용충당금비용	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
일반관리비	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
총영업이익 구성비					
이자이익	83.6	74.8	76.4	77.0	77.7
비이자이익	16.4	25.2	23.6	23.0	22.3
수수료이익	25.5	22.6	21.9	21.9	21.6
기타	-9.1	2.6	1.7	1.1	0.7
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	13.2	13.6	13.5	13.5	13.7
Total BIS 비율	16.2	16.7	16.8	16.7	16.8
NPL 비율	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7
충당금/NPL 비율	216.3	174.6	151.3	150.0	147.4

자료: KB금융, SK증권 추정

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	3.7	3.9	6.0	5.6	5.6
대출증가율	3.6	2.7	4.3	5.0	5.1
부채증가율	3.1	3.5	6.2	5.5	5.6
BPS 증가율	9.4	9.2	2.6	6.4	6.1
총영업이익증가율	-4.9	17.8	3.0	2.4	4.1
이자이익증가율	20.3	5.4	5.1	3.3	4.9
비이자이익증가율	-53.9	80.4	-3.3	-0.6	1.3
일반관리비증가율	-7.7	0.1	2.9	3.9	3.9
지배주주순이익증가율	-5.8	11.5	6.2	17.0	3.5
수정 EPS 증가율	-5.0	13.2	6.9	17.0	3.5
배당금증가율	0.3	3.7	3.9	7.6	9.4
주당지표 (원)					
EPS	10,071	11,403	12,191	14,266	14,769
수정 EPS	10,071	11,403	12,191	14,266	14,769
BPS	120,396	131,503	134,963	143,578	152,349
주당배당금	2,950	3,060	3,178	3,420	3,741
배당성향 (%)	28	25	24	22	23
Valuation 지표					
수정 PER(배)	4.8	4.7	6.9	5.9	5.7
PBR(배)	0.40	0.41	0.62	0.58	0.55
배당수익률 (%)	6.1	5.7	3.8	4.1	4.5



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

NH 투자증권 (005940/KS)

주주환원에 기반한 효율적 자본 활용 기대

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 18,000 원(신규편입)

현재주가: 14,200 원

상승여력: 26.8%

투자의견 매수, 목표주가 18,000 원으로 커버리지 개시

NH 투자증권에 대해 투자의견 매수, 목표주가 18,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24E BVPS 23,462 원에 Target PBR 0.79 배를 적용해서 산출했으며 투자 리스크로는 1) 부동산 PF/해외 부동산 대체투자 관련 건전성 우려, 2) 국내 증시 부진으로 인한 센티먼트 악화 등을 제시한다.

조달 측면의 강점과 효율적인 자본 활용에 대한 기대감

NH 투자증권의 강점으로는 1) 발행어음을 통한 조달, 2) 보수적인 건전성 관리 및 3) 주주환원을 활용한 효율적인 자본 배분을 제시할 수 있다. 먼저 동사는 초대형 IB로 RP, 파생결합부채 등 외에도 발행어음을 통한 조달이 가능하다는 점에서 최근 금리가 낮아지며 운용 등을 통한 마진 확대를 기대할 수 있는 시장 환경 속에서 보다 유연하게 북을 활용할 수 있는 여력을 보유하고 있다고 판단한다. 또한 시장금리 하락 등 영향으로 이전보다 부담은 낮아졌지만 여전히 부동산 PF 나 해외 상업용부동산 등 대체투자 관련 불확실성이 상존하고 있는 점을 감안했을 때 은행계 증권사 특성상 상대적으로 보수적인 투자 및 리스크 관리가 이뤄졌을 것으로 예상되는 동사의 안정성도 전반적으로 긍정적이라고 판단한다. 마지막으로 동사는 22년~23년 중 고금리 환경으로 자본 재투자에 따른 리턴이 제한적인 상황에서 배당성향을 이전보다 현저히 높은 81%, 50% 수준까지 확대하는 등 자본비용과 수익성을 고려한 효율적인 자본 활용 기조를 보였다는 점에서 업종 내 밸류업과 관련된 기대감이 가장 높다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	32,749 만주
시가총액	4,650 십억원
주요주주	
농협금융지주(외7)	57.55%
국민연금공단	7.29%

Stock Data

주가(20/09/20)	14,200 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	14,200 원
52주 최저가	9,680 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



2024E 지배순이익 7,587 억원(+36.3% YoY) 전망

NH 투자증권의 24E 지배순이익은 7,587 억원(+36.3% YoY)을 전망한다. 인수금융 등을 중심으로 꾸준하게 IB 부문 실적 회복 추세가 나타나고 있는 가운데 금리 하락에 따라 트레이딩 손익이 개선된데 기인한다. 24년부터 자사주 매입/소각을 시행하는 모습이 나타났으며 향후 별도순이익에서 배당/적립금 차감 금액의 50%에 달하는 금액을 한도로 자사주 매입/소각을 지속적으로 시행할 계획을 제시한 만큼 향후 주가 수준과 수익성 수준을 고려한 효율적인 자본 배분을 통해 주주가치 제고를 지속적으로 기대할 수 있다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	2,363	1,366	1,678	2,040	1,984	2,026
영업이익	십억원	1,317	521	726	998	963	967
순이익(지배주주)	십억원	948	303	556	759	714	717
EPS(계속사업)	원	3,001	864	1,578	2,190	2,060	2,069
PER	배	4.2	10.1	6.5	6.5	6.9	6.9
PBR	배	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향	%	35.0	81.0	50.5	43.4	41.3	43.5
ROE	%	15.0	4.3	7.5	9.6	8.6	8.3

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	8.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여	20%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.79
목표주가	2024F BPS 23,462 원에 Target PBR 적용	18,000
현재가		14,200
Upside / Downside 투자의견		26.8% Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		71%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	10.3%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-10.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.04
목표주가(Bull case)	2024F BPS 23,462 원에 Target PBR 적용	24,300
Downside case		-6%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	7.3%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-30.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.57
목표주가(Bear case)	2024F BPS 23,462 원에 Target PBR 적용	13,400

자료: SK 증권 추정

NH 투자증권 – 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	347.7	377.9	539.7	563.4	489.2	447.5	-13.2	40.7
수수료손익	197.3	178.2	237.7	227.3	227.7	206.0	0.2	15.4
Brokerage	121.8	86.7	119.2	116.1	100.2	103.0	-13.7	-17.7
WM	26.7	19.5	29.7	29.0	24.7	24.9	-15.0	-7.7
IB	46.0	77.7	81.8	90.1	88.8	71.1	-1.5	93.1
기타	2.9	-5.7	7.0	-8.0	14.0	7.0	흑전	389.4
이자손익	211.4	216.3	201.7	201.5	203.0	210.1	0.8	-4.0
트레이딩 및 기타	-61.0	-16.6	100.3	134.7	58.6	31.4	-56.5	흑전
판매관리비	229.3	242.5	262.8	294.6	239.6	244.6	-18.7	4.5
영업이익	118.4	135.4	276.9	268.8	249.7	202.9	-7.1	110.8
세전이익	124.0	128.5	291.3	270.4	251.7	202.3	-6.9	103.0
당기순이익	100.7	85.6	225.5	197.2	186.3	149.7	-5.5	84.9
자배지분순이익	100.8	88.9	225.5	197.2	186.3	149.7	-5.5	84.7
자산	54,388	56,698	58,713	61,206	61,379	61,761	0.3	12.9
부채	46,837	49,084	51,131	53,414	53,400	53,633	-0.0	14.0
자본	7,551	7,613	7,582	7,792	7,978	8,128	2.4	5.7
ROE(%)	5.4	4.5	11.9	10.3	9.5	7.4	-0.8	4.1

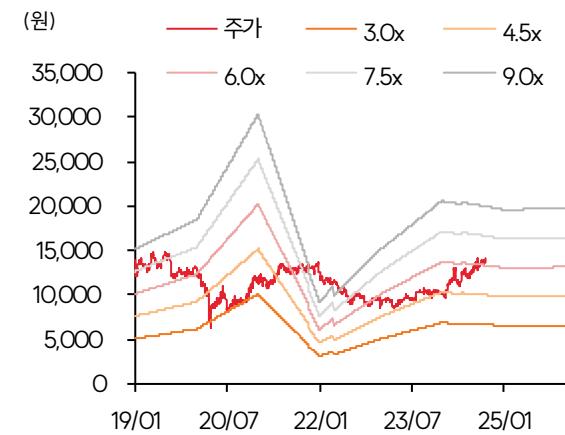
자료: NH 투자증권, SK 증권 추정

NH 투자증권 – 증권 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	330.9	339.6	508.9	514.2	449.9	408.5	-12.5	36.0
수수료손익	196.3	189.1	240.9	226.2	208.6	186.4	-7.8	6.2
Brokerage	112.6	79.4	110.6	104.2	89.9	92.5	-13.7	-20.1
WM	26.7	19.4	29.7	29.0	24.6	24.9	-15.0	-7.8
IB	51.1	85.3	94.9	91.4	90.0	72.0	-1.5	76.2
기타	6.0	5.0	5.7	1.7	4.0	-3.0	142.1	-32.9
이자손익	180.1	185.5	172.0	172.7	179.9	182.2	4.1	-0.1
트레이딩 및 기타	-45.5	-35.1	96.0	115.3	61.5	39.9	-46.7	흑전
판매관리비	211.2	221.5	240.8	273.6	220.4	223.9	-19.4	4.4
영업이익	119.7	118.1	268.1	240.6	229.5	184.6	-4.6	91.8
세전이익	67.6	113.4	264.3	225.9	220.3	172.7	-2.5	226.0
당기순이익	57.7	71.8	204.9	154.7	163.0	127.8	5.4	182.7
자산	51,253	53,454	55,354	57,991	58,166	58,534	0.3	13.5
부채	44,239	46,347	48,342	50,845	50,857	51,097	0.0	15.0
자본	7,014	7,107	7,013	7,146	7,309	7,437	2.3	4.2
ROE(%)	3.3	4.1	11.6	8.7	9.0	6.9	0.3	5.7

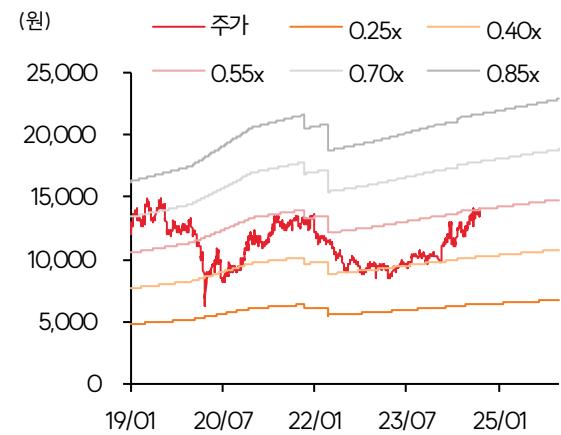
자료: NH 투자증권, SK 증권 추정

NH 투자증권 – PER 밴드 Chart



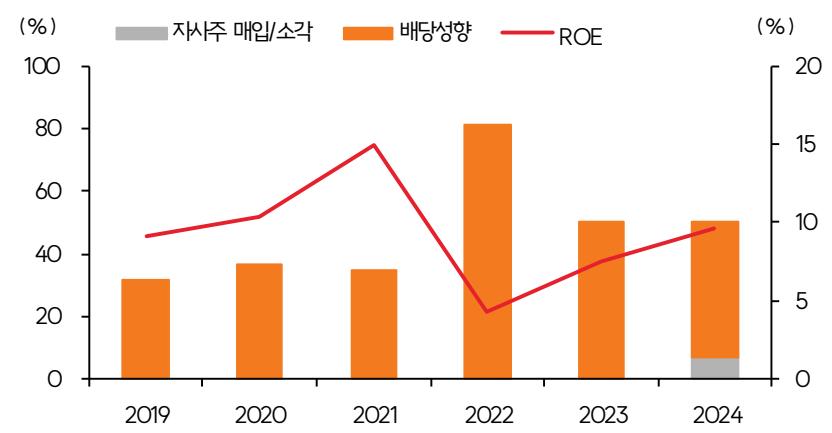
자료: FnGuide, SK 증권 추정

NH 투자증권 – PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

NH 투자증권 – ROE 및 주주환원율 추이



자료: Dart, SK 증권 추정

연결 재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금 및 현금성자산	1,967	2,175	2,445	2,290	2,079
FVPL 금융자산	24,979	27,337	29,078	29,795	30,613
FVOCI 금융자산	8,434	7,009	7,914	8,138	8,375
AC 금융자산	16,842	18,828	21,207	21,701	22,211
종속/관계기업투자지분	398	337	285	285	285
기타자산	808	1,012	831	831	831
자산총계	53,428	56,698	61,761	63,041	64,394
투자자예탁금	5,597	7,176	7,328	7,357	7,387
빌행어음	5,920	5,148	6,222	6,348	6,475
매도파상결합증권	7,710	7,782	7,171	7,316	7,463
차입금/사채	15,624	16,686	17,560	18,273	19,015
기타부채	11,350	12,292	15,351	15,290	15,229
부채총계	46,200	49,084	53,633	54,584	55,569
자본금	1,783	1,783	1,783	1,783	1,783
자본잉여금	1,883	1,882	1,882	1,882	1,882
이익잉여금	3,274	3,585	4,013	4,342	4,709
기타자본	289	362	449	449	449
비자매주주지분	0	2	2	2	2
자본총계	7,228	7,613	8,128	8,458	8,824

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,366	1,678	2,040	1,984	2,026
수수료손익	784	789	899	899	921
Brokerage	371	425	439	413	420
WM	94	94	108	102	106
IB	314	278	332	335	345
기타	5	-7	20	49	49
이자손익	676	791	816	844	861
트레이딩 및 기타	-93	98	325	241	244
판매관리비	845	953	1,042	1,021	1,059
판관비율(%)	61.8	56.8	51.1	51.5	52.3
영업이익	521	726	998	963	967
영업외손익	-81	-5	17	1	1
세전이익	440	721	1,016	964	968
법인세	137	168	257	251	252
법인세율(%)	31.2	23.3	25.3	26.0	26.0
당기순이익	303	553	759	714	717
지배지분순이익	303	556	759	714	717
비자매지분순이익	0	-3	0	0	0

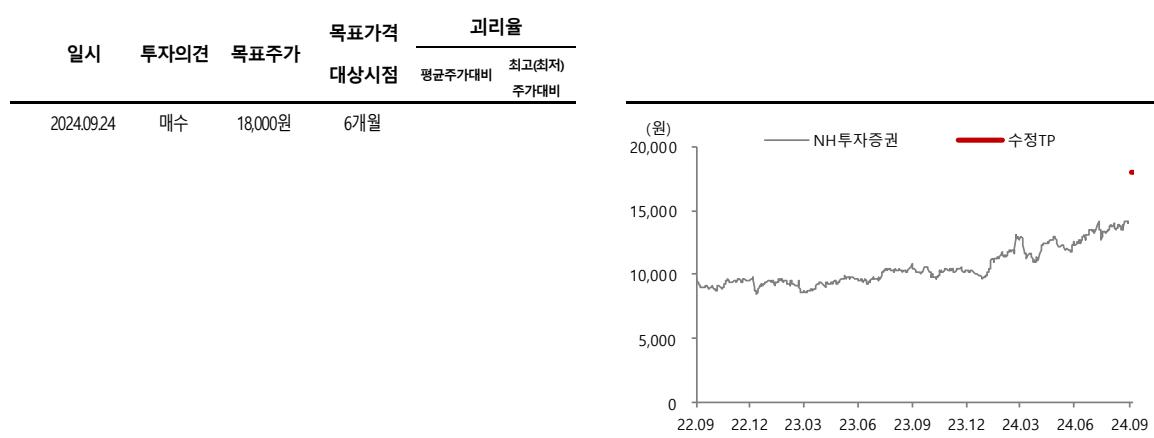
증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,325	1,564	1,881	1,789	1,849
수수료손익	757	789	862	821	842
Brokerage	329	388	397	371	377
WM	93	94	108	102	106
IB	332	294	348	340	350
기타	3	13	8	9	9
이자손익	596	679	707	768	805
트레이딩 및 기타	-28	96	313	200	201
판매관리비	775	874	959	937	972
판관비율(%)	58.5	55.9	51.0	52.4	52.6
영업이익	550	690	923	852	876
영업외손익	-70	-104	-40	-44	-44
세전이익	480	586	883	808	832
법인세	142	151	233	210	216
법인세율(%)	29.5	25.8	26.4	26.0	26.0
당기순이익	338	435	650	598	616
연결당기순이익 대비 비중(%)	111.7	78.7	85.7	83.8	86.0
자산총계	50,403	53,454	58,534	59,729	61,013
연결 자산총계 대비 비중(%)	94.3	94.3	94.8	94.7	94.7
부채총계	43,550	46,347	51,097	52,078	53,096
연결 부채총계 대비 비중(%)	94.3	94.4	95.3	95.4	95.5
자본총계	6,853	7,107	7,437	7,651	7,917
연결 자본총계 대비 비중(%)	94.8	93.3	91.5	90.5	89.7
별도 ROE(%)	5.1	6.2	8.9	7.9	7.9
별도 ROA(%)	0.6	0.8	1.2	1.0	1.0

주요특자지표

12월 결산(% 원 배)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성(%)					
자산	-8.7	6.1	8.9	2.1	2.1
자본(지배주주지분)	5.8	5.3	6.8	4.1	4.3
순영업수익	-42.2	22.8	21.5	-2.7	2.1
지배순이익	-68.0	83.4	36.3	-5.9	0.4
EPS	-71.2	82.6	38.8	-5.9	0.4
BPS	-4.7	5.3	8.0	4.1	4.3
DPS	-33.3	14.3	18.8	-10.5	5.9
수익성(%)					
ROE	4.3	7.5	9.6	8.6	8.3
ROA	0.5	1.0	1.3	1.1	1.1
밸류에이션(배)					
PER	10.1	6.5	6.5	6.9	6.9
PBR	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
주당지표(원)					
EPS	864	1,578	2,190	2,060	2,069
BPS	20,620	21,715	23,462	24,413	25,472
보통주 DPS	700	800	950	850	900
주주환원(%)					
전체 배당성향	81.0	50.5	43.4	41.3	43.5
총주주환원율	81.0	50.5	50.2	49.0	51.2
보통주 배당수익률	8.0	7.7	6.7	6.0	6.3
자본적정성(%)					
구 NCR	164.6	174.1	167.2	160.7	154.9
신 NCR	1,852.2	2,036.9	2,090.5	2,044.9	2,002.1

자료: NH투자증권, SK증권 추정



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

미래에셋증권 (006800/KS)

방향성 측면에서는 더할 나위 없음

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 10,000 원(신규편입)

현재주가: 8,610 원

상승여력: 16.1%

투자의견 매수, 목표주가 10,000 원으로 커버리지 개시

미래에셋증권에 대해 투자의견 매수, 목표주가 10,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24E BVPS 15,699 원에 Target PBR 0.62 배를 적용하여 산출했으며 투자리스크로는 1) 자본 대비 상대적으로 아쉬운 ROE, 2) 해외 부동산 대체투자 관련 불확실성 및 3) 투자자산 관련 실적의 낮은 가시성을 제시한다.

핵심 사업의 방향성은 긍정적. 궁극적인 관건은 수익성

미래에셋증권의 가장 큰 강점으로는 핵심 사업의 중장기적인 전망 등 방향성을 제시할 수 있다고 판단한다. 동사가 주력해왔던 주요 사업 부문으로는 크게 퇴직연금 및 해외 사업 등을 제시할 수 있는데 1) 베이비붐 세대 등의 은퇴나 2) 국내 경제의 제한적인 성장 여력 등 대내외 환경 요인을 감안했을 때 중장기적 관점에서 지속가능한 성장 및 실적 확대를 기대해 볼 수 있을 전망이다. 다만 1) 해외 부문 확대 과정에서 해외 상업용 부동산 관련 손실이 확대되는 등 투자자산 관련 실적이 다소 부진한 모습이 이어지고 있으며 2) 이러한 영향으로 보유 자본 대비 상대적으로 낮은 ROE 가 지속되고 있고, 3) 상대적으로 높은 투자자산 관련 실적 변동성으로 전반적인 실적의 예측가능성이 부진함에 따라 방향성 측면의 긍정적 영향이 밸류에이션에 온전히 반영되고 있지 않다고 판단한다. 향후 1) 해외 상업용부동산 등 관련 우려가 해소되고 2) 적극적인 주주환원 확대 등을 바탕으로 3) ROE 가 유의미한 개선세를 보일 때 본격적으로 upside 를 확인할 수 있을 것으로 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	59,532 만주
시가총액	5,126 십억원
주요주주	
미래에셋캐피탈(외15)	30.77%
자사주	25.29%

Stock Data

주가(24/09/20)	8,610 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	9,020 원
52주 최저가	6,020 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



2024E 지배순이익 8,379 억원(+156.2% YoY) 전망

미래에셋증권의 24E 지배순이익은 8,379 억원(+156.2% YoY)을 전망한다. 해외부동산 관련 손실이 축소되는 가운데 채권 평가손익 개선, 브로커리지/IB 수수료 손익 개선에 따른 실적 개선이 예상되며 하반기 중 홍콩법인 감자 관련 환차익, 여의도 사옥 매각이익 등 일회성 이익이 추가적으로 반영될 것으로 전망된다. 주주환원에 있어서는 매년 최소 보통주 1,500 만주, 2 우선주 100 만주 소각을 포함하여 35%를 목표하고 있지만 23년 중 전반적으로 실적이 부진할 때 50% 이상까지 총 주주환원율을 확대했던 만큼 향후 실적에 따라 추가적인 주주환원율 확대를 기대해볼 수 있을 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	2,977	2,176	1,887	2,502	2,331	2,378
영업이익	십억원	1,485	836	521	985	972	970
순이익(지배주주)	십억원	1,153	639	327	838	728	727
EPS(계속사업)	원	1,922	1,113	589	1,520	1,323	1,320
PER	배	4.5	5.5	12.9	5.7	6.5	6.5
PBR	배	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	%	15.9	18.7	27.0	22.5	24.7	24.8
ROE	%	12.0	6.4	3.2	7.5	6.2	5.9

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	6.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 벌류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여	15%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.62
목표주가	2024F BPS 15,699 원에 Target PBR 적용	10,000
현재가		8,610
Upside / Downside 투자의견		16.1% Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		54%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	8.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-5.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.85
목표주가(Bull case)	2024F BPS 15,699 원에 Target PBR 적용	13,300
Downside case		-23%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	5.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-25.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.42
목표주가(Bear case)	2024F BPS 15,699 원에 Target PBR 적용	6,600

자료: SK 증권 추정

미래에셋증권 – 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	523.5	235.1	677.5	699.3	552.7	572.2	-21.0	5.6
수수료손익	236.0	191.3	256.8	247.9	250.1	256.0	0.9	5.9
Brokerage	161.6	107.3	184.5	175.2	156.0	161.3	-11.0	-3.5
WM	57.9	49.9	54.9	61.6	55.0	55.6	-10.7	-5.1
IB	20.4	22.0	22.5	19.2	24.1	24.2	25.7	18.0
기타	-3.9	12.2	-5.1	-8.0	15.0	15.0	흑전	흑전
이자손익	96.5	99.6	101.9	113.6	110.1	108.1	-3.1	14.1
트레이딩 및 기타	191.0	-55.9	318.9	337.8	192.5	208.1	-43.0	0.8
판매관리비	350.5	325.5	407.1	426.0	335.8	347.3	-21.2	-4.2
영업이익	173.1	-90.4	270.5	273.3	216.8	224.9	-20.7	25.3
세전이익	64.5	-152.3	232.3	276.7	419.3	229.8	51.5	550.3
당기순이익	76.9	-118.1	170.5	201.2	310.3	170.0	54.2	303.6
자배지분순이익	77.4	-119.7	164.7	198.7	306.5	168.0	54.2	295.7
자산	128,810	128,177	136,542	139,859	140,071	140,648	0.2	8.7
부채	117,317	116,938	125,248	128,333	128,239	128,716	-0.1	9.3
자본	11,494	11,239	11,293	11,526	11,833	11,932	2.7	2.9
ROE(%)	2.7	-4.2	6.1	7.2	10.8	5.8	3.6	8.0

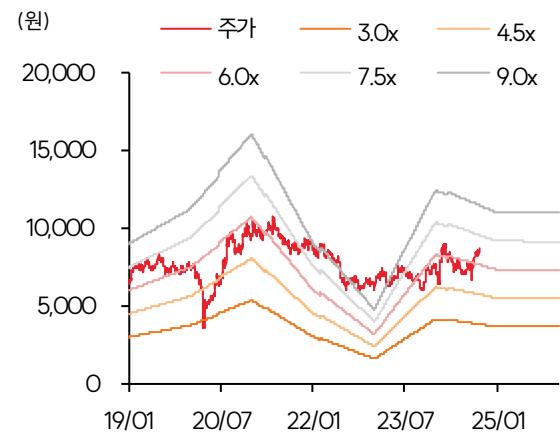
자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

미래에셋증권 – 증권 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	332.1	200.6	545.6	555.3	476.0	412.1	-14.3	43.3
수수료손익	219.2	174.3	242.7	240.6	236.7	242.1	-1.6	8.0
Brokerage	132.1	96.4	161.7	153.0	136.2	140.8	-11.0	3.1
WM	61.2	54.6	60.9	67.8	60.6	61.2	-10.7	-1.0
IB	20.1	23.9	23.6	19.9	25.0	25.1	25.7	24.6
기타	5.8	-0.6	-3.6	0.0	15.0	15.0	N/A	157.4
이자손익	58.0	61.7	60.2	68.1	78.9	80.0	15.8	35.9
트레이딩 및 기타	54.9	-35.4	242.7	246.5	160.4	90.1	-34.9	192.2
판매관리비	245.6	224.8	296.5	290.1	243.8	264.1	-15.9	-0.7
영업이익	86.6	-24.1	249.0	265.2	232.2	148.0	-12.4	168.3
세전이익	-37.5	-12.6	220.4	245.0	427.8	145.7	74.6	흑전
당기순이익	-4.0	12.8	164.5	179.9	316.6	107.8	76.0	흑전
자산	87,814	85,965	89,764	88,866	88,908	89,232	0.0	1.2
부채	78,481	76,496	80,371	79,335	79,061	79,346	-0.3	0.7
자본	9,332	9,468	9,393	9,530	9,847	9,886	3.3	5.5
ROE(%)	-0.2	0.5	7.0	7.6	13.1	4.4	5.5	13.2

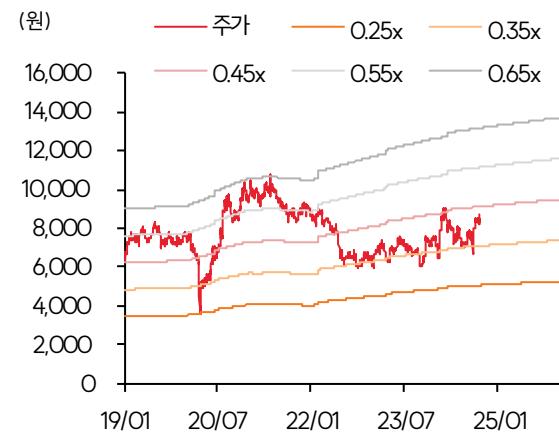
자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

미래에셋증권 – PER 밴드 Chart



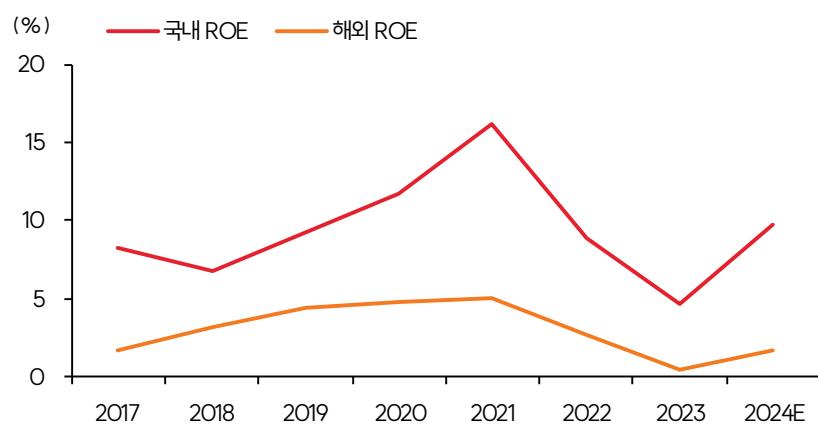
자료: FnGuide, SK 증권 추정

미래에셋증권 – PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

미래에셋증권 – 국내 ROE 및 해외 ROE 추이



자료: 미래에셋증권, SK 증권

주: 내부 관리회계 기준이며 24E는 상반기 연환산 기준

연결 재무상태표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
12월 결산(십억원)					
현금 및 현금성자산	9,354	8,194	7,728	5,935	3,985
FVPL 금융자산	39,179	44,783	48,508	50,179	51,906
FVOCI 금융자산	15,913	16,088	15,965	16,328	16,700
AC 금융자산	33,906	51,175	60,634	62,747	64,941
증속/관계기업투자지분	1,711	2,022	1,864	1,864	1,864
기타자산	6,150	5,916	5,949	5,949	5,949
자산총계	106,213	128,177	140,648	143,001	145,346
투자자예탁금	9,650	10,926	10,652	10,694	10,737
빌행어음	6,150	6,449	7,828	7,986	8,147
매도파상결합증권	10,468	9,424	7,326	7,473	7,624
차입금/시채	54,595	68,422	81,424	83,096	84,802
기타부채	14,989	21,717	21,486	21,400	21,315
부채총계	95,853	116,938	128,716	130,650	132,625
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,160	2,158	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	4,561	4,821	5,412	5,832	6,202
기타자본	-584	1	93	93	93
비지배주주지분	122	158	168	168	168
자본총계	10,360	11,239	11,932	12,352	12,721

포괄손익계산서

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
12월 결산(십억원)					
순영업수익	2,176	1,887	2,502	2,331	2,378
수수료손익	952	900	1,011	1,065	1,091
Brokerage	543	557	677	644	655
WM	214	211	227	228	237
IB	126	108	90	133	140
기타	69	24	17	60	60
이자순익	500	365	434	481	494
트레이딩 및 기타	725	623	1,057	785	792
판매관리비	1,340	1,366	1,516	1,359	1,408
판관비율(%)	61.6	72.4	60.6	58.3	59.2
영업이익	836	521	985	972	970
영업외손익	-9	-142	173	25	24
세전이익	826	379	1,158	996	994
법인세	167	41	306	259	258
법인세율(%)	20.2	10.9	26.4	26.0	26.0
당기순이익	660	338	852	737	736
지배자분순이익	639	327	838	728	727
비지배자분순이익	20	11	14	9	9

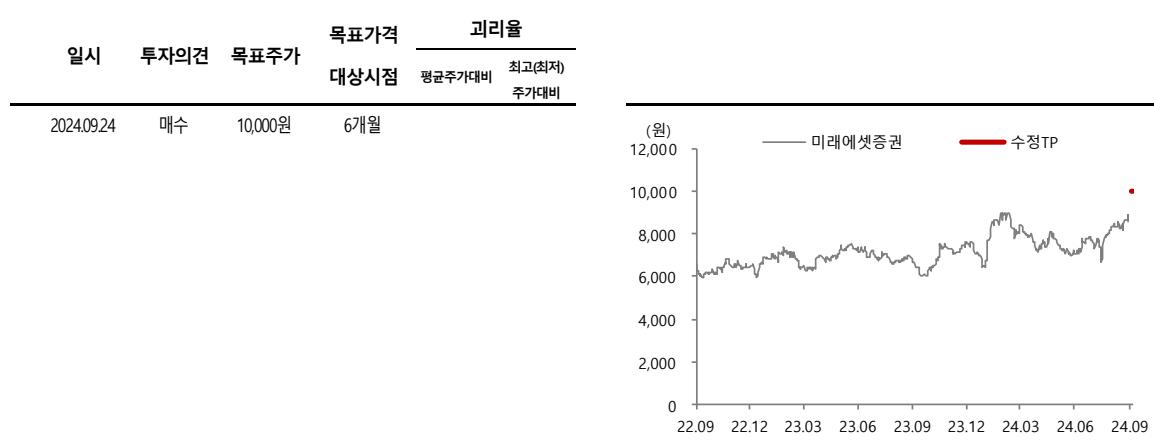
증권 별도 재무제표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
12월 결산(십억원)					
순영업수익	1,537	1,478	1,989	1,990	2,040
수수료손익	896	845	962	1,012	1,038
Brokerage	449	482	592	562	571
WM	230	227	250	251	261
IB	138	110	94	138	145
기타	79	25	26	60	60
이자순익	379	212	287	325	342
트레이딩 및 기타	262	421	740	654	660
판매관리비	989	971	1,095	1,039	1,078
판관비율(%)	64.3	65.7	55.0	52.2	52.9
영업이익	548	507	894	951	962
영업외손익	5	-274	145	-4	-4
세전이익	553	233	1,039	947	958
법인세	156	-5	270	246	249
법인세율(%)	28.1	-2.2	26.0	26.0	26.0
당기순이익	398	238	769	701	709
연결당기순이익 대비 비중(%)	60.3	70.4	90.2	95.1	96.3
자산총계	77,529	85,965	89,232	90,838	92,428
연결 자산총계 대비 비중(%)	73.0	67.1	63.4	63.5	63.6
부채총계	68,433	76,496	79,346	80,502	81,686
연결 부채총계 대비 비중(%)	71.4	65.4	61.6	61.6	61.6
자본총계	9,096	9,468	9,886	10,336	10,742
연결 자본총계 대비 비중(%)	87.8	84.2	82.9	83.7	84.4
별도 ROE(%)	4.3	2.6	7.9	6.9	6.7
별도 ROA(%)	0.5	0.3	0.9	0.8	0.8

주요투자지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
12월 결산(%), 원, 배)					
성장성(%)					
자산	-2.2	20.7	9.7	1.7	1.6
자본(지배주주지분)	-2.6	8.2	6.2	3.6	3.0
순영업수익	-26.9	-13.3	32.6	-6.8	2.0
지배순이익	-44.5	-48.9	156.2	-13.1	-0.2
EPS	-42.1	-47.0	157.9	-13.0	-0.2
BPS	0.0	9.7	7.6	3.6	3.0
DPS	-33.3	-25.0	180.0	-4.8	0.0
수익성(%)					
ROE	6.4	3.2	7.5	6.2	5.9
ROA	0.6	0.3	0.6	0.5	0.5
밸류에이션(배)					
PER	5.5	12.9	5.7	6.5	6.5
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
주당지표(원)					
EPS	1,113	589	1,520	1,323	1,320
BPS	13,307	14,592	15,699	16,259	16,752
보통주 DPS	200	150	420	400	400
주주환원(%)					
전체 배당성향	18.7	27.0	22.5	24.7	24.8
총주주환원율	31.8	51.3	35.9	36.9	37.0
보통주 배당수익률	3.3	2.0	4.9	4.6	4.6
자본적정성(%)					
구 NCR	145.9	151.1	155.2	154.4	152.8
신 NCR	1,871.1	2,142.4	2,378.7	2,439.0	2,464.2

자료: 미래에셋증권, SK증권 추정



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

한국금융지주 (071050/KS)

우려에서 점점 벗어나는 국면

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 91,000 원(신규편입)

현재주가: 73,000 원

상승여력: 24.7%

투자의견 매수, 목표주가 91,000 원으로 커버리지 개시

한국금융지주에 대해 투자의견 매수, 목표주가 91,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24E BVPS 152,433 원에 Target PBR 0.59 배를 적용하여 산출했다. 투자리스크로는 1) 부동산 PF/해외 대체투자 관련 건전성 측면의 불확실성, 2) 경쟁사 대비 상대적으로 낮은 주주환원율 등을 제시한다.

증권 중심으로 우려 대비 양호한 실적 지속 중

한국금융지주의 핵심 자회사 한국투자증권은 부동산 PF 등 IB 부문의 강점을 바탕으로 업계 내 상위권의 ROE를 기록해왔으나 22년~23년 중 가파른 금리 상승으로 1) 부동산 시장 부진에 따른 PF 딜 위축, 2) 보수적인 충당금 적립 및 3) 해외 부동산 관련 수익증권 감액처리 등을 추진함에 따라 다소 부진한 실적을 기록하는 모습이 나타났다. 다만 23년 말부터 신규 부동산 PF 딜이 재개되는 등 IB 중심으로 실적이 회복되는 등 최근 금리 하락 등과 맞물려 빠르게 ROE가 개선될 것으로 전망한다. 향후 사업 평가에 따른 추가적인 PF 충당금 적립, 해외 부동산 관련 추가 손실 발생 가능성 등이 상존하고 있음을 감안해도 IB/트레이딩을 중심으로 견조한 실적을 기대해 볼 수 있을 전망이다. 다만 1) 저축은행, 캐피탈 등 증권 외 자회사의 경우 증권과 달리 부동산 PF 부진 등 영향이 계속되는 모습이 나타나고 있으며 2) 밸류업 프로그램에 있어서도 구체적인 내용이 언급되지 않은 점 등은 다소 부담요인이라고 판단하며 향후 1) 부동산 시장 등의 추가적인 개선, 2) 경쟁사 대비 낮은 주주환원율을 정당화할 수 있는 ROE 레벨 등이 확인될 때 할인율이 본격적으로 해소될 것으로 예상한다.



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	5,573 만주
시가총액	4,067 십억원

주요주주

김남구(외1)	21.30%
국민연금공단	8.71%

Stock Data

주가(24/09/20)	73,000 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	75,600 원
52주 최저가	48,800 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



2024E 지배순이익 9,939 억원(+40.6% YoY)

한국금융지주의 24E 지배순이익은 9,939 억원(+40.6% YoY)를 예상한다. 23년 중 해외 부동산 관련 대규모 감액 및 부동산 PF 적립에 따라 관련 부담이 완화된 가운데 신규 PF 딜 회복 및 금리 하락에 따른 트레이딩 손익 개선을 바탕으로 전반적인 실적이 개선될 전망이다. 증권 별도 기준 자본은 23년 이후 8조를 상회하고 있는 만큼 IMA 등 신사업 진출에 제약이 없을 것으로 예상되는 만큼 향후 보다 탄력적인 북 활용을 기대할 수 있을 것으로 예상한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	2,726	1,753	1,989	2,469	2,499	2,637
영업이익	십억원	1,521	546	820	1,178	1,210	1,307
순이익(지배주주)	십억원	1,764	637	707	994	902	972
EPS(계속사업)	원	31,034	11,241	12,431	17,534	15,893	17,133
PER	배	2.6	4.7	4.9	4.2	4.6	4.3
PBR	배	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
배당성향	%	20.4	21.1	21.9	21.7	22.0	22.2
ROE	%	27.1	8.5	8.8	11.2	9.3	9.3

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	10.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	10.1%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 비탕으로 디스카운트 부여	40%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.59
목표주가	2024F BPS 152,433 원에 Target PBR 적용	91,000
현재가		73,000
Upside / Downside 투자의견		24.7% Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		67%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	11.5%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	10.1%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-30.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.80
목표주가(Bull case)	2024F BPS 152,433 원에 Target PBR 적용	121,600
Downside case		-12%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	8.5%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	10.1%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-50.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.42
목표주가(Bear case)	2024F BPS 152,433 원에 Target PBR 적용	64,100

자료: SK 증권 추정

한국금융지주 – 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	526.8	304.5	705.6	651.5	593.2	518.9	-9.0	12.6
수수료손익	295.8	215.5	297.2	311.2	234.7	244.6	-24.6	-20.7
Brokerage	77.8	61.3	88.1	86.4	77.3	79.4	-10.5	-0.7
WM	27.5	23.0	27.1	31.2	27.4	27.7	-12.2	-0.4
IB	118.8	61.2	106.9	114.6	105.0	117.5	-8.3	-11.6
기타	23.7	17.5	16.9	20.9	25.0	20.0	19.6	5.5
이자손익	273.4	273.7	303.2	301.7	288.9	255.0	-4.2	5.7
트레이딩 및 기타	-42.3	-184.6	105.2	38.6	69.6	19.3	80.1	흑전
판매관리비	314.3	275.9	324.1	352.0	316.1	298.5	-10.2	0.6
영업이익	212.6	28.7	381.5	299.5	277.1	220.4	-7.5	30.3
세전이익	269.3	-77.4	465.4	389.7	285.0	221.0	-26.9	5.8
당기순이익	212.2	-25.2	342.9	281.1	210.9	163.5	-25.0	-0.6
자배지분순이익	212.2	-26.2	340.9	280.0	210.0	162.9	-25.0	-1.0
자산	96,495	95,901	97,363	100,103	100,722	101,461	0.6	4.4
부채	88,019	87,456	88,616	91,011	91,419	91,996	0.4	3.9
자본	8,476	8,445	8,748	9,092	9,302	9,465	2.3	9.8
ROE(%)	10.2	-1.2	16.1	12.7	9.2	7.0	-3.5	-1.0

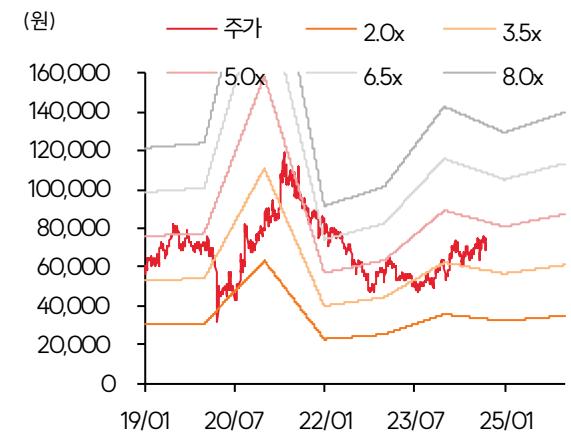
자료: 한국금융지주, SK 증권 추정

한국투자증권 – 증권 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	407.7	175.2	813.0	581.6	436.1	277.3	-25.0	7.0
수수료손익	247.8	163.0	239.0	253.1	224.7	234.6	-11.2	-9.3
Brokerage	77.8	61.3	88.1	86.4	77.3	79.4	-10.5	-0.7
WM	27.5	23.0	27.1	31.2	27.4	27.7	-12.2	-0.4
IB	118.8	61.2	106.9	114.6	105.0	117.5	-8.3	-11.6
기타	23.7	17.5	16.9	20.9	15.0	10.0	-28.3	-36.7
이자손익	114.5	114.9	133.3	121.2	113.4	92.6	-6.4	-0.9
트레이딩 및 기타	45.5	-102.7	440.8	207.4	98.0	-49.9	-52.7	115.5
판매관리비	218.3	179.5	223.4	243.5	218.7	206.5	-10.2	0.1
영업이익	189.4	-4.4	589.7	338.1	217.5	70.8	-35.7	14.8
세전이익	192.0	-242.3	612.1	331.4	225.4	71.4	-32.0	17.4
당기순이익	154.1	-151.8	523.2	253.0	166.8	52.9	-34.1	8.2
자산	74,767	75,710	76,772	79,401	79,736	80,220	0.4	6.6
부채	66,510	67,571	68,484	70,849	71,017	71,448	0.2	6.8
자본	8,257	8,139	8,288	8,552	8,718	8,771	2.0	5.6
ROE(%)	7.5	-7.4	25.5	12.0	7.7	2.4	-4.3	0.2

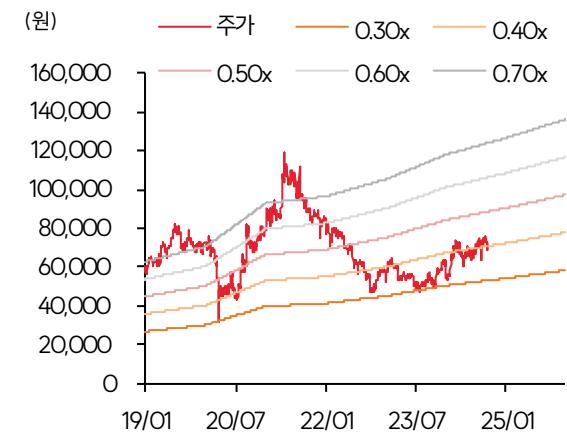
자료: 한국금융지주, SK 증권 추정

한국금융지주 – PER 밴드 Chart



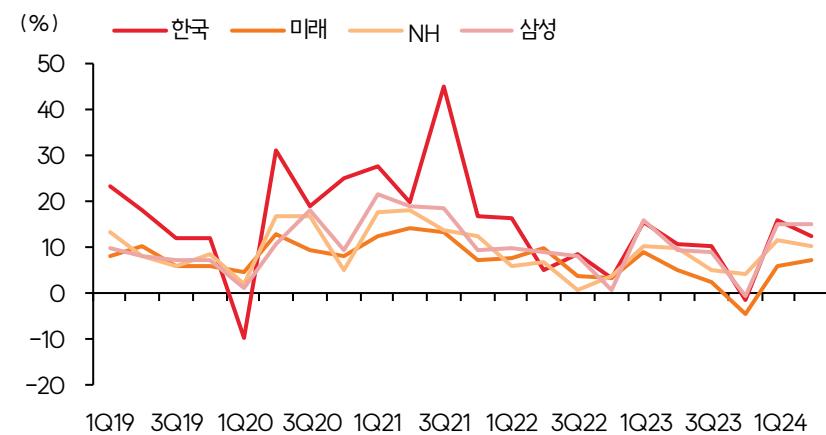
자료: FnGuide, SK 증권 추정

한국금융지주 – PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

한국금융지주 – 대형 증권사 중 가장 금리와 시장에 민감한 ROE 보유



자료: 각사, SK 증권 추정

연결 재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금 및 현금성자산	10,881	9,723	8,229	8,012	7,853
FVPL 금융자산	39,763	51,807	59,668	61,865	64,144
FVOCI 금융자산	3,929	5,183	2,620	2,717	2,817
AC 금융자산	23,608	22,214	23,932	24,904	25,915
종속/관계기업투자지분	4,321	4,260	4,381	4,381	4,381
기타자산	3,806	2,715	2,631	2,631	2,631
자산총계	86,309	95,901	101,461	104,510	107,740
투자자예탁금	0	0	0	0	0
발행어음	0	0	0	0	0
매도파상결합증권	997	813	1,228	1,253	1,278
차입금/시채	41,796	52,026	54,260	56,463	58,755
기타부채	35,810	34,617	36,508	36,644	36,783
부채총계	78,603	87,456	91,996	94,359	96,817
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	608	608	608	608
이익잉여금	6,579	7,151	7,990	8,675	9,449
기타자본	184	306	481	481	481
비지배주주지분	26	71	78	78	78
자본총계	7,706	8,445	9,465	10,151	10,924

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,753	1,989	2,469	2,499	2,637
수수료순익	1,162	1,040	1,088	1,022	1,057
Brokerage	256	287	331	318	323
WM	132	109	114	114	118
IB	501	376	444	495	520
기타	29	73	83	95	95
이자순익	1,117	980	1,149	1,182	1,274
트레이딩 및 기타	-525	-31	233	294	306
판매관리비	1,208	1,169	1,291	1,288	1,330
판관비율(%)	68.9	58.8	52.3	51.6	50.4
영업이익	546	820	1,178	1,210	1,307
영업외손익	100	65	183	13	12
세전이익	646	886	1,361	1,223	1,319
법인세	6	178	363	318	343
법인세율(%)	0.9	20.1	26.6	26.0	26.0
당기순이익	640	708	998	905	976
지배자분순이익	637	707	994	902	972
비지배자분순이익	3	1	5	4	4

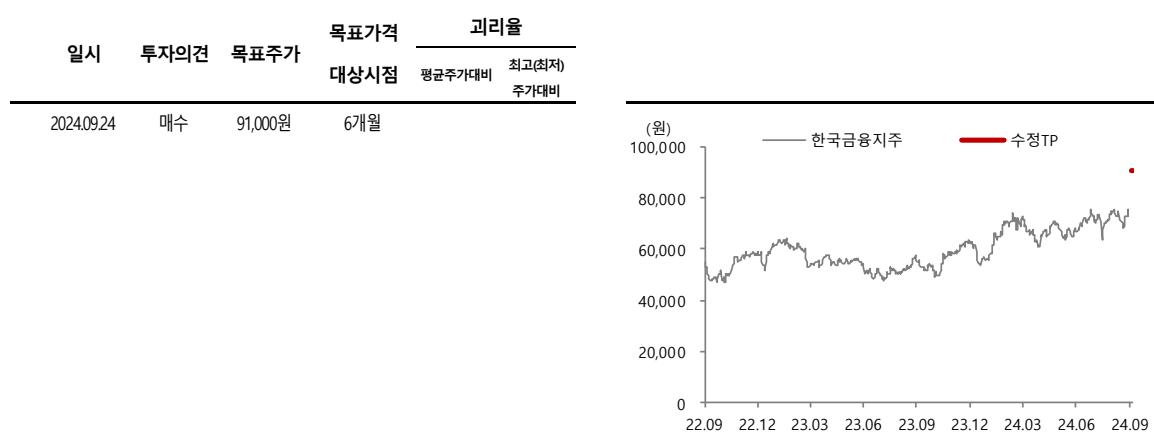
증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,450	3,104	2,108	1,904	2,022
수수료순익	918	844	951	982	1,017
Brokerage	256	287	331	318	323
WM	132	109	114	114	118
IB	501	376	444	495	520
기타	29	73	63	55	55
이자순익	553	364	460	477	530
트레이딩 및 기타	-22	1,896	696	445	475
판매관리비	849	796	892	891	920
판관비율(%)	58.5	25.6	42.3	46.8	45.5
영업이익	601	2,308	1,216	1,013	1,102
영업외손익	-41	-286	24	13	12
세전이익	560	2,022	1,240	1,026	1,114
법인세	146	62	244	267	290
법인세율(%)	26.1	3.0	19.7	26.0	26.0
당기순이익	414	1,960	996	759	824
연결당기순이익 대비 비중(%)	64.7	276.9	99.7	83.9	84.5
자산총계	64,220	75,710	80,220	82,290	84,489
연결 자산총계 대비 비중(%)	74.4	78.9	79.1	78.7	78.4
부채총계	57,668	67,571	71,448	73,210	75,035
연결 부채총계 대비 비중(%)	73.4	77.3	77.7	77.6	77.5
자본총계	6,553	8,139	8,771	9,080	9,454
연결 자본총계 대비 비중(%)	85.0	96.4	92.7	89.5	86.5
별도 ROE(%)	6.4	26.7	11.8	8.5	8.9
별도 ROA(%)	0.6	2.8	1.3	0.9	1.0

자료: 한국금융지주, SK증권 추정

주요투자지표

12월 결산(% 원 배)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성(%)					
자산	5.2	11.1	5.8	3.0	3.1
자본(지배주주지분)	3.8	9.0	12.1	7.3	7.7
순영업수익	-35.7	13.4	24.1	1.2	5.5
지배순이익	-63.9	11.0	40.6	-9.3	7.8
EPS	-63.8	10.6	41.1	-9.4	7.8
BPS	3.8	9.0	12.1	7.3	7.7
DPS	-62.6	15.2	39.6	-8.1	8.8
수익성(%)					
ROE	8.5	8.8	11.2	9.3	9.3
ROA	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
밸류에이션(배)					
PER	4.7	4.9	4.2	4.6	4.3
PBR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
주당지표(원)					
EPS	11,241	12,431	17,534	15,893	17,133
BPS	124,698	135,971	152,433	163,559	176,115
보통주 DPS	2,300	2,650	3,700	3,400	3,700
주주환원(%)					
전체 배당성향	21.1	21.9	21.7	22.0	22.2
총주주환원율	21.1	21.9	21.7	22.0	22.2
보통주 배당수익률	4.3	4.3	5.1	4.7	5.1
자본적정성(%)					
구 NCR	167.1	159.7	160.7	153.1	146.4
신 NCR	2,038.2	2,105.7	2,295.7	2,261.1	2,223.4



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

삼성증권 (016360/KS)

안정성이 돋보이는 팔방미인

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 57,000 원(신규편입)

현재주가: 46,650 원

상승여력: 22.2%



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	8,930 만주
시가총액	4,165 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외3)	29.62%
국민연금공단	13.03%

Stock Data

주가(24/09/20)	46,650 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	48,250 원
52주 최저가	35,250 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



투자의견 매수, 목표주가 57,000 원으로 커버리지 개시

삼성증권에 대해 투자의견 매수, 목표주가 57,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 24E BVPS 81,377 원에 Target PBR 0.7 배를 적용하여 산출했으며 투자리스크로는 증시 변동 등에 따른 불확실성 확대 등을 제시한다.

리테일과 IB 모두 경쟁력을 확보하며 안정적 사업 구조 확보

삼성증권은 브랜드 파워에 기반한 폭넓은 고액자산가 고객 기반 등 핵심 고객을 중심으로 리테일 부문에서 뚜렷한 강점을 보유하고 있어 브로커리지 및 WM 을 중심으로 안정적인 이익이 예상된다. 또한 과거 보수적인 리스크 관리로 상대적으로 이익 확대 폭이 더딘 모습을 보여왔던 IB 부문도 지속적인 조직 확대 등을 바탕으로 IPO 등 전통 IB 및 부동산 PF 를 포함한 구조화 금융 전반적으로 이익 체력이 많이 개선된 만큼 리테일/기업금융 전반에 걸쳐 안정적인 이익 구조가 확보되어 있다고 판단한다. 보수적인 리스크 관리로 해외 상업용부동산 등 익스포저가 크지 않고 부동산 PF 도 후순위 딜 규모가 제한적인 수준에 그친 만큼 상존하는 부동산 자산 관련 불확실성에서 상대적으로 자유로울 것으로 예상된다. 트레이딩에 있어서도 넓은 대고객 기반을 바탕으로 RP 북, ELS 헤지북 등 채권 중심의 운용이 이뤄지고 있는 만큼 금리 하락에 따른 평가손익 개선을 지속적으로 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다. 향후 규제 리스크 해소 이후 발행어음 인가 등 신사업 진출에 기반한 Upside 도 노려볼 수 있다고 판단한다.

2024E 지배순이익 8,291 억원(+51.5% YoY) 전망

삼성증권의 24E 지배순이익은 8,291 억원(+51.5% YoY)를 전망한다. 리테일/기업금융 모두 견조한 실적이 지속되는 가운데 시장금리 하락에 따라 운용손익 개선을 예상한다. 기업가치 제고 방안은 그룹 전반에 걸친 분석이 필요할 것으로 예상되는 점을 감안했을 때 다소 시간이 걸릴 것으로 보이지만 기준 약 35% 수준의 배당성향 기준으로도 약 7% 수준에 달하는 배당수익률이 예상된다. 기본적으로 자본 규모에 따라 영위할 수 있는 사업 영역이 확대되는 증권업종 특성을 감안했을 때 IMA 등 사업을 영위하기 위한 요건인 자본 8 조 수준을 달성한 이후 본격적으로 주주환원이 확대될 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	2,242	1,401	1,647	2,115	2,038	2,110
영업이익	십억원	1,309	578	741	1,096	984	1,010
순이익(지배주주)	십억원	965	422	547	829	735	755
EPS(계속사업)	원	10,810	4,730	6,130	9,284	8,235	8,453
PER	배	4.2	6.6	6.3	5.0	5.7	5.5
PBR	배	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
배당성향	%	35.2	35.9	35.9	35.5	35.2	35.5
ROE	%	16.9	6.9	8.5	11.9	9.8	9.5

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	10.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여	40%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.70
목표주가	2024E BPS 81,377 원에 Target PBR 적용	57,000
현재가		46,650
Upside / Downside 투자의견		22.2% Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		62%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	11.9%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-30.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.93
목표주가(Bull case)	2024F BPS 81,377 원에 Target PBR 적용	75,500
Downside case		-13%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	8.9%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-50.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.50
목표주가(Bear case)	2024F BPS 81,377 원에 Target PBR 적용	40,400

자료: SK 증권 추정

삼성증권 – 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	452.8	203.9	599.8	595.3	502.9	416.6	-15.5	11.1
수수료손익	235.8	164.3	248.9	243.0	231.0	218.5	-4.9	-2.0
Brokerage	145.3	106.6	163.0	156.9	147.8	148.1	-5.8	1.7
WM	26.5	19.3	26.7	35.0	32.4	33.3	-7.4	22.0
IB	43.6	54.6	44.3	56.0	49.6	37.9	-11.5	13.6
기타	20.4	-16.1	14.9	-4.9	1.3	-0.9	흑전	-93.7
이자손익	164.9	191.3	162.9	185.1	184.9	189.5	-0.1	12.1
트레이딩 및 기타	52.1	-151.6	188.0	167.2	87.0	8.6	-48.0	66.9
판매관리비	251.5	206.2	268.2	256.1	264.6	229.4	3.3	5.2
영업이익	201.3	-2.3	331.6	339.2	238.3	187.1	-29.7	18.3
세전이익	203.1	-6.5	336.3	344.7	239.4	190.4	-30.5	17.8
당기순이익	151.0	-7.8	253.1	257.9	177.1	140.9	-31.3	17.3
자배지분순이익	151.0	-7.8	253.1	257.9	177.1	140.9	-31.3	17.3
자산	57,038	56,508	60,117	62,408	62,337	62,733	-0.1	9.3
부채	50,389	49,885	53,425	55,459	55,211	55,466	-0.4	9.6
자본	6,649	6,623	6,692	6,949	7,126	7,267	2.5	7.2
ROE(%)	9.2	-0.5	15.2	15.1	10.1	7.8	-5.1	0.9

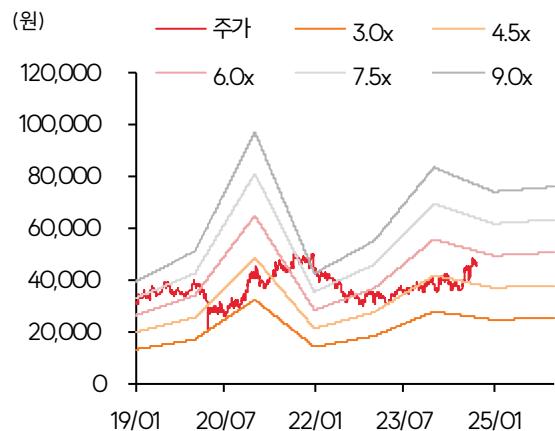
자료: 삼성증권, SK 증권 추정

삼성증권 – 증권 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	418.5	150.2	560.0	549.4	463.5	375.0	-15.6	10.8
수수료손익	231.0	165.0	236.0	247.4	235.0	217.9	-5.0	1.7
Brokerage	131.8	93.0	149.2	142.0	133.7	134.0	-5.8	1.4
WM	26.5	19.3	26.7	35.0	32.4	33.4	-7.4	22.0
IB	70.9	54.2	58.4	76.1	67.3	51.5	-11.5	-5.0
기타	1.8	-1.5	1.7	-5.7	1.5	-1.0	흑전	-15.1
이자손익	131.5	142.3	137.4	136.0	142.6	147.5	4.9	8.5
트레이딩 및 기타	56.0	-157.1	186.7	166.0	86.0	9.6	-48.2	53.6
판매관리비	229.9	186.2	246.9	237.2	237.3	252.1	0.1	3.3
영업이익	188.6	-36.0	313.1	312.2	226.2	122.9	-27.6	19.9
세전이익	187.1	-40.0	313.7	316.3	228.5	126.2	-27.8	22.1
당기순이익	139.8	-32.7	235.9	236.2	169.1	93.4	-28.4	21.0
자산	51,729	50,946	55,263	57,596	57,621	57,957	0.0	11.4
부채	45,350	44,609	48,883	50,988	50,843	51,086	-0.3	12.1
자본	6,379	6,338	6,380	6,608	6,777	6,871	2.6	6.3
ROE(%)	8.9	-2.1	14.8	14.5	10.1	5.5	-4.4	1.2

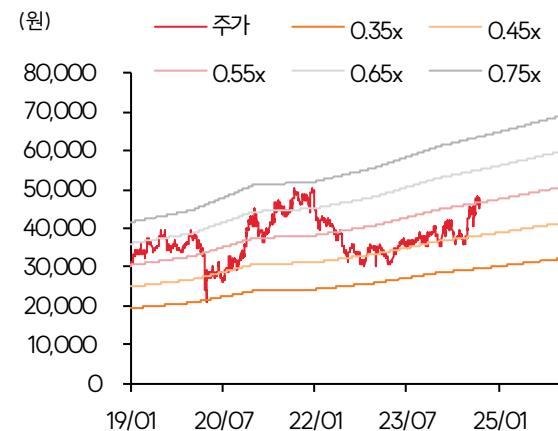
자료: 삼성증권, SK 증권 추정

삼성증권 – PER 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

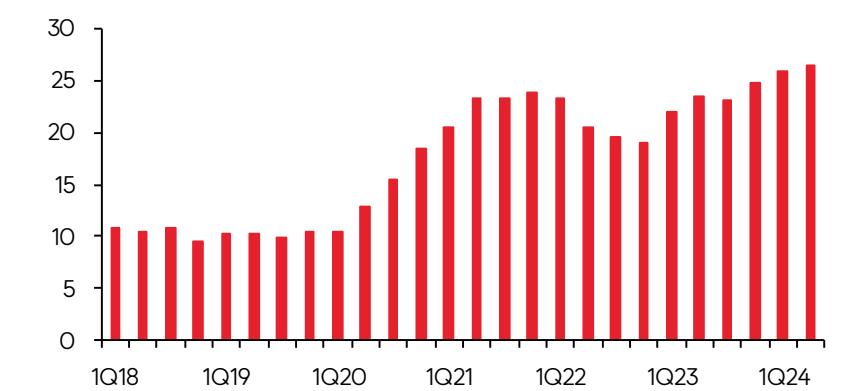
삼성증권 – PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

삼성증권 – 고액자산가 중심 리테일 부문 강점 지속

(만명) ■ HNWI 고객기반 추이



자료: 삼성증권, SK 증권

주: 자산 1억 이상 고객

연결 재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금 및 현금성자산	2,849	1,835	2,166	1,702	1,179
FVPL 금융자산	27,119	33,173	34,857	35,810	36,878
FVOCI 금융자산	4,515	1,639	2,756	2,838	2,923
AC 금융자산	18,883	19,443	22,453	23,365	24,313
종속/관계기업투자지분	176	170	186	186	186
기타자산	307	248	315	315	315
자산총계	53,848	56,508	62,733	64,216	65,795
투자자예탁금	11,945	12,824	13,455	13,516	13,576
불행어음	0	0	0	0	0
매도파상결합증권	7,821	6,567	6,041	6,163	6,287
차입금/사채	20,586	19,715	22,389	23,298	24,244
기타부채	7,301	10,779	13,580	13,532	13,484
부채총계	47,652	49,885	55,466	56,509	57,591
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	3,832	4,228	4,861	5,301	5,797
기타자본	162	193	204	204	204
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,196	6,623	7,267	7,708	8,204

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,401	1,647	2,115	2,038	2,110
수수료손익	714	799	941	937	970
Brokerage	439	517	616	598	608
WM	93	91	127	144	162
IB	155	165	188	192	198
기타	28	27	10	3	3
이자손익	621	649	722	773	791
트레이딩 및 기타	65	199	451	328	349
판매관리비	822	906	1,018	1,055	1,101
판관비율(%)	58.7	55.0	48.2	51.7	52.2
영업이익	578	741	1,096	984	1,010
영업외손익	-3	6	15	10	10
세전이익	575	747	1,111	994	1,020
법인세	152	199	282	258	265
법인세율(%)	26.5	26.7	25.4	26.0	26.0
당기순이익	422	547	829	735	755
지배자분순이익	422	547	829	735	755
비지배자분순이익	0	0	0	0	0

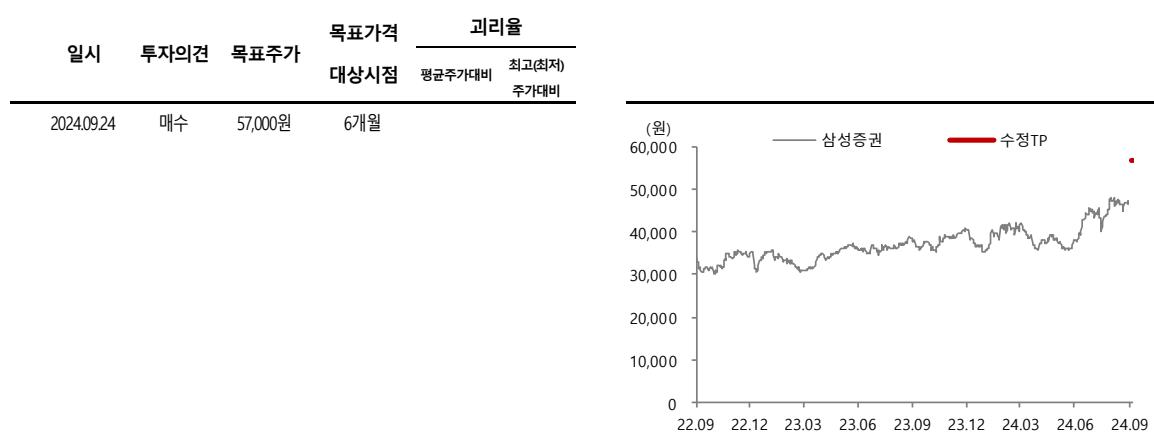
증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,292	1,495	1,948	1,878	1,944
수수료손익	705	785	936	950	984
Brokerage	385	464	559	542	550
WM	93	91	127	144	162
IB	224	228	253	261	269
기타	3	2	-4	4	4
이자손익	519	507	564	601	613
트레이딩 및 기타	68	204	448	327	347
판매관리비	770	833	973	998	1,040
판관비율(%)	59.6	55.7	50.0	53.2	53.5
영업이익	522	662	975	880	904
영업외손익	-8	-4	10	12	12
세전이익	515	658	985	891	916
법인세	137	177	250	232	238
법인세율(%)	26.7	26.9	25.4	26.0	26.0
당기순이익	378	481	735	659	678
연결당기순이익 대비 비중(%)	89.4	87.9	88.6	89.7	89.8
자산총계	47,708	50,946	57,957	59,318	60,772
연결 자산총계 대비 비중(%)	88.6	90.2	92.4	92.4	92.4
부채총계	41,729	44,609	51,086	52,083	53,118
연결 부채총계 대비 비중(%)	87.6	89.4	92.1	92.2	92.2
자본총계	5,980	6,338	6,871	7,236	7,654
연결 자본총계 대비 비중(%)	96.5	95.7	94.5	93.9	93.3
별도 ROE(%)	6.3	7.8	11.1	9.3	9.1
별도 ROA(%)	0.7	1.0	1.3	1.1	1.1

주요투자지표

12월 결산(% 원 배)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성(%)					
자산	-18.0	4.9	11.0	2.4	2.5
자본(자비매주주지분)	1.9	6.9	9.7	6.1	6.4
순영업수익	-37.5	17.6	28.4	-3.6	3.5
지배순이익	-56.2	29.6	51.5	-11.3	2.7
EPS	-56.2	29.6	51.5	-11.3	2.7
BPS	1.9	6.9	9.7	6.1	6.4
DPS	-55.3	29.4	50.0	-12.1	3.4
수익성(%)					
ROE	6.9	8.5	11.9	9.8	9.5
ROA	0.7	1.0	1.4	1.2	1.2
밸류에이션(배)					
PER	6.6	6.3	5.0	5.7	5.5
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
주당지표(원)					
EPS	4,730	6,130	9,284	8,235	8,453
BPS	69,383	74,162	81,377	86,312	91,865
보통주 DPS	1,700	2,200	3,300	2,900	3,000
주주환원(%)					
전체 배당성향	35.9	35.9	35.5	35.2	35.5
총주주환원율	35.9	35.9	35.5	35.2	35.5
보통주 배당수익률	5.4	5.7	7.1	6.2	6.4
자본적자성(%)					
구 NCR	173.6	165.8	178.0	164.5	152.6
신 NCR	1,440.8	1,357.9	1,718.7	1,631.4	1,525.9

자료: 삼성증권, SK증권 추정



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

키움증권 (039490/KS)

브로커리지 명가, 근데 이제 IB 를 겪들인

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 157,000 원(신규편입)

현재주가: 132,000 원

상승여력: 18.9%

투자의견 매수, 목표주가 157,000 원으로 커버리지 개시

키움증권에 대해 투자의견 매수, 목표주가 157,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 24E BVPS 196,590 원에 Target PBR 0.8 배를 적용하여 산출했다. 투자리스크로는 높은 증시 민감도 및 금투세 등 관련 불확실성 등을 제시한다.

브로커리지 강점 지속되는 가운데 PF 중심으로 IB 확대 중

키움증권은 온라인 브로커리지 중심 증권사로 지속적으로 국내 브로커리지 M/S 1위를 기록하고 있다. 따라서 1) 국내 증시 거래대금과 2) 신용융자 규모 등에 따른 실적 민감도가 다소 높지만 폭넓은 고객 기반을 바탕으로 일정 수준의 이익을 꾸준히 기대할 수 있다고 판단한다. 22년~23년 중 급격한 금리 상승 영향으로 일 평균 20조원을 회복하던 국내 증시 거래대금이 1) 밸류업 프로그램 및 2) 금리 인하 기대감 등 영향으로 24년 상반기 중 다시 20조원을 상회했으며 하반기 기준금리 인하 시 유동성 증가에 따른 증시 자금 유입 등이 추가적으로 예상되는 만큼 브로커리지 중심 견조한 실적을 전망한다. 금투세 등 불확실성 지속되는 점은 다소 부담요인이나 최근 PF를 중심으로 IB 부문을 확대하며 수익 구조를 다각화시키고 있는 만큼 안정적 실적이 지속될 전망이다. 수도권 등 입지 양호한 지역 위주로 적정 수준의 LTV를 기준으로 PF 딜을 확대하고 있는 만큼 건전성에 대한 우려도 제한적이라고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	2,553 만주
시가총액	3,370 십억원
주요주주	
다우기술(외6)	42.36%
국민연금공단	12.88%

Stock Data

주가(24/09/20)	132,000 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	144,600 원
52주 최저가	76,300 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



2024E 지배순이익 8,428 억원(+93.2% YoY) 예상

키움증권의 24E 지배순이익은 8,428 억원(+93% YoY)로 거래대금 확대에 따른 브로커리지 손익 개선, PF 이익 확대 및 SG 사태 기저효과로 큰 폭의 증익을 예상한다. 다만 다른 대형 증권사에 비해 상대적으로 채권 북이 작고 주식 중심으로 프랍 북을 운용함에 따라 금리 하락에 따른 손익 개선 영향보다 증시 민감도 영향이 크게 나타나는 만큼 최근 시장 부진은 일부 부담요인이 될 것으로 예상한다. 기업가치 제고 방안에 따라 자사주 35 만주 취득 결정을 하는 등 최소 30% 수준의 주주환원을 타겟 이행을 위한 노력을 지속하고 있는 점은 긍정적이라고 판단한다. 절대적인 주주환원율은 배당 수익률(24E DPS 6,000 원 기준 4.5%) 등을 감안했을 때 다소 아쉽지만 초대형 IB 자본 요건 등 달성을 위한 자본 확충의 필요성을 고려할 필요가 있다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	1,835	1,269	1,160	1,754	1,758	1,864
영업이익	십억원	1,209	656	565	1,148	1,136	1,216
순이익(자체주주)	십억원	904	507	436	843	829	887
EPS(계속사업)	원	34,654	19,322	16,748	33,493	32,990	35,255
PER	배	3.1	4.3	5.9	3.9	4.0	3.7
PBR	배	0.7	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5
배당성향	%	11.5	17.6	20.2	17.2	14.6	15.0
ROE	%	25.6	11.5	9.4	16.2	14.1	13.6

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	14.6%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	10.1%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여	45%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.80
목표주가	2024F BPS 196,590 원에 Target PBR 적용	157,000
현재가		132,000
Upside / Downside 투자의견		18.9% Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		55%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	16.1%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	10.1%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-35.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.04
목표주가(Bull case)	2024F BPS 196,590 원에 Target PBR 적용	204,700
Downside case		-13%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	13.1%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	10.1%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-55.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.59
목표주가(Bear case)	2024F BPS 196,590 원에 Target PBR 적용	115,300

자료: SK 증권 추정

키움증권 – 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	418.0	-132.6	504.7	492.1	413.4	343.4	-16.0	-1.1
수수료손익	177.4	140.2	185.7	211.1	181.8	178.2	-13.9	2.5
Brokerage	130.5	98.8	125.8	129.5	121.4	124.0	-6.2	-6.9
WM	33.1	34.3	29.2	29.4	20.1	20.3	-31.8	-39.4
IB	23.3	14.7	39.5	54.3	42.0	35.6	-22.7	79.7
기타	-9.5	-7.6	-8.8	-2.1	-1.6	-1.6	적지	적지
이자손익	165.2	164.8	146.9	160.1	158.4	157.3	-1.0	-4.1
트레이딩 및 기타	75.3	-437.6	172.1	121.0	73.1	7.9	-39.6	-3.0
판매관리비	146.1	144.4	167.0	179.8	151.2	107.2	-15.9	3.5
영업이익	271.9	-277.0	337.7	312.3	262.1	236.2	-16.1	-3.6
세전이익	261.5	-248.3	337.9	306.2	267.1	227.9	-12.7	2.1
당기순이익	204.1	-189.2	244.8	232.1	197.7	168.6	-14.8	-3.1
자배지분순이익	202.8	-191.4	245.5	231.7	197.3	168.3	-14.8	-2.7
자산	50,913	52,046	52,291	51,596	51,496	51,854	-0.2	1.1
부채	45,786	47,142	47,233	46,302	46,004	46,238	-0.6	0.5
자본	5,127	4,904	5,057	5,294	5,492	5,615	3.7	7.1
ROE(%)	16.4	-15.2	19.8	18.1	14.8	12.2	-3.3	-1.6

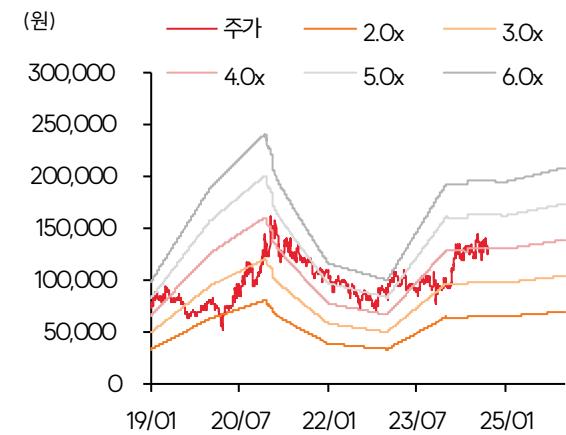
자료: 키움증권, SK 증권 추정

키움증권 – 증권 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	364.0	-173.0	431.2	405.7	315.2	246.1	-22.3	-13.4
수수료손익	161.5	125.3	181.2	189.3	166.7	163.2	-11.9	3.2
Brokerage	129.9	99.1	125.3	128.8	120.8	123.3	-6.2	-7.0
WM	15.6	13.7	10.4	9.0	6.1	6.2	-31.8	-60.8
IB	23.7	18.4	52.8	51.8	40.0	33.9	-22.7	68.7
기타	-7.8	-5.9	-7.3	-0.3	-0.2	-0.2	적지	적지
이자손익	118.8	119.5	93.2	104.0	114.5	109.6	10.0	-3.7
트레이딩 및 기타	83.7	-417.8	156.8	112.4	34.0	-26.7	-69.7	-59.4
판매관리비	111.3	102.9	130.3	140.5	115.5	116.1	-17.8	3.8
영업이익	252.7	-275.9	300.9	265.2	199.7	130.1	-24.7	-21.0
세전이익	248.3	-310.0	329.7	274.0	218.5	143.9	-20.3	-12.0
당기순이익	190.0	-227.2	245.8	206.7	163.9	107.9	-20.7	-13.8
자산	42,096	43,353	42,772	42,207	42,146	42,451	-0.1	0.1
부채	37,566	39,081	38,347	37,572	37,347	37,545	-0.6	-0.6
자본	4,530	4,273	4,424	4,635	4,799	4,907	3.5	5.9
ROE(%)	17.1	-20.7	22.6	18.3	13.9	8.9	-4.4	-3.3

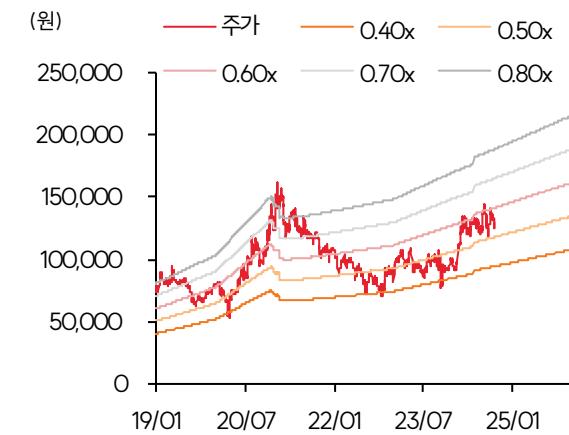
자료: 키움증권, SK 증권 추정

키움증권 – PER 밴드 Chart



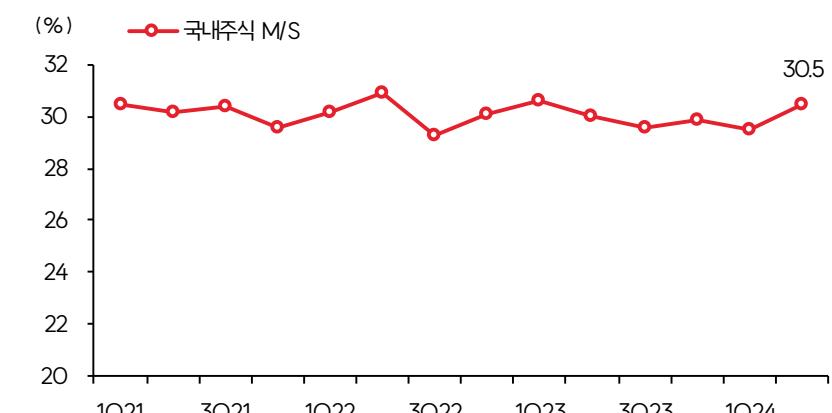
자료: FnGuide, SK 증권 추정

키움증권 – PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

키움증권 – 국내 주식시장 M/S에 기반한 브로커리지 중심 안정적인 이익 체력



자료: 키움증권, SK 증권

연결 재무상태표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
12월 결산(십억원)					
현금 및 현금성자산	5,681	6,593	5,173	5,522	5,888
FVPL 금융자산	27,086	29,327	27,965	28,710	29,486
FVOCI 금융자산	461	447	465	465	465
AC 금융자산	10,217	10,704	12,282	12,780	13,299
증속/관계기업투자지분	602	829	849	849	849
기타자산	3,990	4,146	5,120	5,120	5,120
자산총계	48,037	52,046	51,854	53,447	55,106
투자자예탁금	14,188	15,531	15,036	15,099	15,163
빌행어음	0	0	0	0	0
매도파상결합증권	6,756	6,372	5,882	6,001	6,122
차입금/시채	17,721	20,026	19,569	20,363	21,190
기타부채	4,780	5,214	5,752	5,732	5,713
부채총계	43,444	47,142	46,238	47,195	48,187
자본금	145	145	145	145	145
자본잉여금	1,039	1,039	1,039	1,039	1,039
이익잉여금	3,536	3,859	4,501	5,136	5,804
기타자본	-164	-183	-112	-112	-112
비지배주주지분	37	43	43	43	43
자본총계	4,593	4,904	5,615	6,251	6,919

포괄손익계산서

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
12월 결산(십억원)					
순영업수익	1,269	1,160	1,754	1,758	1,864
수수료순익	726	650	757	798	824
Brokerage	476	470	501	503	518
WM	130	128	99	83	86
IB	117	78	171	219	226
기타	4	-27	-14	-6	-6
이자순익	638	645	623	662	699
트레이딩 및 기타	-95	-135	374	298	341
판매관리비	612	595	605	622	648
판관비율(%)	48.3	51.3	34.5	35.4	34.8
영업이익	656	565	1,148	1,136	1,216
영업외순익	24	20	-9	-14	-15
세전이익	680	585	1,139	1,122	1,200
법인세	172	144	296	292	312
법인세율(%)	25.3	24.7	26.0	26.0	26.0
당기순이익	508	441	843	830	888
지배자분순이익	507	436	843	829	887
비지배자분순이익	1	4	0	2	2

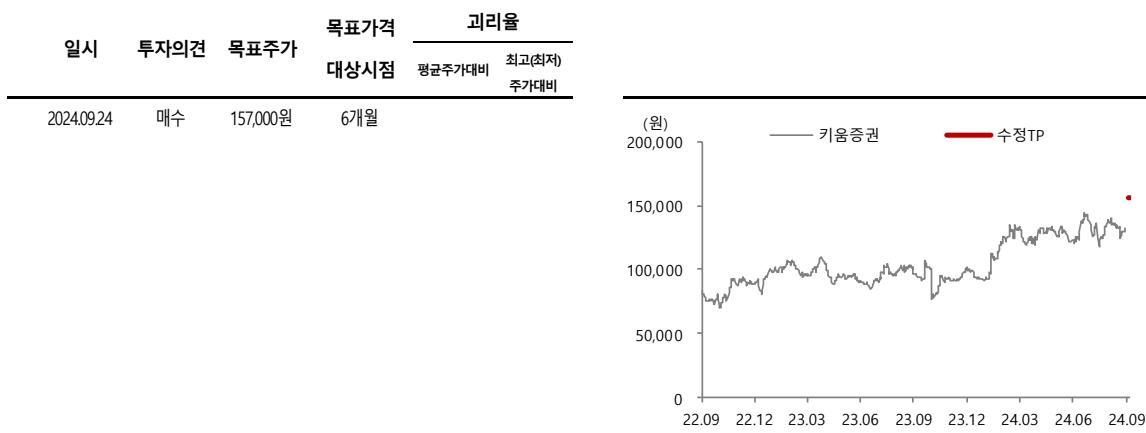
증권 별도 재무제표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
12월 결산(십억원)					
순영업수익	1,109	920	1,398	1,324	1,363
수수료순익	655	591	700	733	756
Brokerage	472	469	498	500	515
WM	49	55	32	25	26
IB	131	89	178	209	215
기타	3	-22	-8	-1	-1
이자순익	399	457	421	465	481
트레이딩 및 기타	55	-128	277	126	126
판매관리비	463	448	502	523	546
판관비율(%)	41.8	48.7	35.9	39.5	40.1
영업이익	646	472	896	801	817
영업외순익	18	-21	70	62	62
세전이익	663	451	966	864	879
법인세	170	113	242	216	220
법인세율(%)	25.7	25.0	25.0	25.0	25.0
당기순이익	493	338	724	648	659
연결당기순이익 대비 비중(%)	97.0	76.8	85.9	78.0	74.2
자산총계	39,369	43,353	42,451	43,749	45,113
연결 자산총계 대비 비중(%)	82.0	83.3	81.9	81.9	81.9
부채총계	35,300	39,081	37,545	38,353	39,192
연결 부채총계 대비 비중(%)	81.3	82.9	81.2	81.3	81.3
자본총계	4,069	4,273	4,907	5,396	5,921
연결 자본총계 대비 비중(%)	88.6	87.1	87.4	86.3	85.6
별도 ROE(%)	12.5	8.1	15.8	12.6	11.7
별도 ROA(%)	1.3	0.8	1.7	1.5	1.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
12월 결산(%), 원, 배)					
성장성(%)					
자산	6.0	8.3	-0.4	3.1	3.1
자본(자비배주주지분)	6.8	6.7	14.6	11.4	10.8
순영업수익	-30.9	-8.6	51.2	0.3	6.0
지배순이익	-43.9	-14.0	93.2	-1.7	7.0
EPS	-44.2	-13.3	100.0	-1.5	6.9
BPS	6.8	6.7	6.1	11.4	10.8
DPS	-14.3	0.0	100.0	-16.7	10.0
수익성(%)					
ROE	11.5	9.4	16.2	14.1	13.6
ROA	1.1	0.9	1.6	1.6	1.6
밸류에이션(배)					
PER	4.3	5.9	3.9	4.0	3.7
PBR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5
주당지표(원)					
EPS	19,322	16,748	33,493	32,990	35,255
BPS	173,765	185,334	196,590	219,020	242,565
보통주 DPS	3,000	3,000	6,000	5,000	5,500
주주환원(%)					
전체 배당성향	17.6	20.2	17.2	14.6	15.0
총주주환원율	17.6	20.2	29.0	26.6	24.5
보통주 배당수익률	3.6	3.0	4.5	3.8	4.2
자본적정성(%)					
구 NCR	226.5	212.7	204.9	202.7	199.3
신 NCR	1,310.1	1,272.3	1,388.8	1,529.8	1,665.2

자료: 키움증권, SK증권 추정



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

메리츠금융지주 (138040/KS)

PER 10 배를 향해

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 114,000 원(상향)

현재주가: 95,100 원

상승여력: 19.9%

목표주가 114,000 원으로 상향

메리츠금융지주의 목표주가를 1) 우려 대비 양호한 PF 관련 부담, 2) 금리 하락에 따른 증권 자회사 실적 개선 등에 기반한 실적 전망 상향 및 3) 해약환급금준비금 이슈로 주주환원 제약이 존재하는 다른 보험사와 달리 증권 자회사 배당을 활용할 수 있다는 강점 등을 반영하여 114,000 원으로 상향한다. 목표주가는 24E BVPS 52,286 원에 Target PBR 2.19 배를 적용했으며 목표주가 기준 24E PER 은 약 9.4 배에 달한다.

가장 효율적인 자본 배분 원칙 보유

메리츠금융지주의 자본 배분 메커니즘의 핵심은 자본을 배분했을 때 리턴이 가장 효율적인 곳 위주로 자본을 사용하는 것이다. 내부 투자수익률과 PER 의 역수(주가에 내포된 Implied CoE)를 비교하여 내부 투자 및 주주환원 여부를 결정하고, 주주환원에 있어서도 CAPM 으로 산정한 이론적 CoE(약 10% 수준으로 분석)와 자사주 매입/소각의 수익률이라 할 수 있는 PER 의 역수(Implied CoE)를 비교하여 자사주 매입/소각과 현금배당 여부를 결정하는 등 모든 의사결정을 주가와 수익성을 중심으로 하고 있음을 확인할 수 있다. 증시 내 효율적 자본 배분을 골자로 하는 밸류업 프로그램에 가장 부합한다고 판단하며 향후 주가에 내포된 Implied CoE 와 이론적 CoE 가 일치하는 PER 약 10 배까지 지속적으로 Upside 를 노려볼 수 있을 것으로 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	19,072 만주
시가총액	18,137 십억원
주요주주	
조정호(외9)	51.54%
국민연금공단	7.80%

Stock Data

주가(24/09/20)	95,100 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	95,300 원
52주 최저가	47,900 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	3,819	3,675	3,564	4,076	4,322	4,441
영업이익	십억원	1,801	2,893	2,934	3,269	3,440	3,535
순이익(자본주주)	십억원	1,383	2,133	2,125	2,400	2,481	2,553
EPS(계속사업)	원	5,889	10,641	12,339	12,077	13,286	14,534
PER	배	7.5	4.0	4.8	7.9	7.2	6.5
PBR	배	1.6	1.1	1.3	1.8	1.5	1.3
배당성향	%	3.3	0.9	22.0	8.7	8.9	8.7
ROE	%	22.3	32.1	28.1	24.3	23.3	21.6

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	23.1%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율, 다각화된 사업 포트폴리오, 기업가치 제고 방안 등 종합적 고려	15%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	2.19
목표주가	2024F 조정 BPS 52,286 원에 Target PBR 적용	114,000
현재가		95,100
Upside / Downside 투자의견		19.9% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		43%
Sustainable ROE	투자손익 개선, 부동산 시장 활성화 등	24.6%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF 시장 회복 등에 기반한 모멘텀 회복	-5.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	2.60
목표주가(Bull case)	2024F 조정 BPS 52,286 원에 Target PBR 적용	136,100
Downside case		-17%
Sustainable ROE	손실계약 비용 부담 확대, 부동산 시장 부진 지속 등	18.1%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	건전성 악화, 자본 적정성 부담 확대 등 디스카운트 심화	-25.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.51
목표주가(Bear case)	2024F 조정 BPS 52,286 원에 Target PBR 적용	79,000

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
순영업수익	수정 후	3,564	4,076	4,322	4,441
	수정 전		3,808	4,079	4,224
	증감률(%)		7.0%	6.0%	5.1%
영업이익	수정 후	2,934	3,269	3,440	3,535
	수정 전		3,108	3,332	3,422
	증감률(%)		5.2%	3.2%	3.3%
세전이익	수정 후	2,844	3,271	3,412	3,509
	수정 전		3,127	3,314	3,405
	증감률(%)		4.6%	3.0%	3.0%
지배지분순이익	수정 후	2,042	2,380	2,461	2,532
	수정 전		2,297	2,424	2,476
	증감률(%)		3.6%	1.5%	2.3%

자료: 메리츠금융지주, SK 증권 추정

메리츠금융지주 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	960.0	966.1	987.0	650.7	955.1	1,208.6	986.7	925.5	-18.4	0.0
보험손익	251.6	219.7	301.2	105.4	288.3	317.9	205.9	89.3	-35.2	-31.6
이자손익	401.7	456.5	653.0	539.2	506.6	508.5	521.4	595.5	2.5	-20.2
수수료손익	127.0	149.5	141.7	164.7	110.4	110.8	115.3	115.9	4.1	-18.6
기타손익	179.7	140.3	-108.8	-158.6	49.8	271.4	144.2	124.8	-46.9	-232.5
판매관리비	153.3	206.1	178.3	92.7	184.3	203.0	191.5	228.6	-5.6	7.4
판관비율(%)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	15.6	7.4
영업이익	806.8	760.0	808.7	558.0	770.8	1,005.6	795.2	696.9	-20.9	-1.7
세전이익	820.2	757.5	779.2	487.0	809.2	987.4	788.5	686.2	-20.1	1.2
당기순이익	603.7	576.6	580.2	364.9	591.3	736.2	572.1	500.6	-22.3	-1.4
지배지분순이익	528.7	574.0	577.2	361.8	585.8	730.1	567.4	496.5	-22.3	-1.7
자산총계	94,848	95,926	94,872	102,236	103,105	104,854	102,132	100,066	-2.6	7.7
부채총계	85,712	86,594	84,951	92,139	93,244	94,616	91,580	89,481	-3.2	7.8
자본총계	9,135	9,332	9,921	10,097	9,861	10,239	10,551	10,586	3.1	6.4
ROE (%)	36.4	29.6	25.3	15.2	24.8	30.9	23.2	19.9	-7.7%p	-2.2%p

자료: 메리츠금융지주, SK 증권 추정

메리츠화재 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	401	378	454	263	458	483	374.3	259	-22.5	-17.6
장기보험	368	350	445	309	427	442	367.7	293	-16.9	-17.4
CSM 상각	273	274	113	288	294	291	289.2	289	-0.7	155.0
RA 해제	24	26	36	38	38	38	38.4	40	0.8	7.1
예상차	109	187	240	327	130	173	117.6	131	-32.1	-50.9
손실계약비용	-47	-41	251	-280	-4	34	-25.0	-100	적전	적전
기타사업비 및 재보험 손익	9	-97	-195	-64	-32	-94	-52.5	-67	적지	적지
일반손해보험	19	17	3	-26	25	34	3.7	-10	-88.9	30.1
자동차보험	15	11	6	-19	6	7	2.8	-24	-61.8	-56.0
투자손익	143	180	186	100	203	193	211.4	166	9.4	13.5
자산운용손익	300	345	346	266	378	364	384.5	342	5.6	11.0
평가처분손익	0	9	-3	-123	4	-9	0.0	-50	-100.0	-100.0
보험금융손익	-157	-165	-160	-166	-175	-171	-173.1	-177	적지	적지
영업이익	544	559	641	364	661	676	585.6	425	-13.4	-8.6
영업외손익	0	1	11	2	0	0	0.4	0	15.5	-96.5
세전이익	543	560	651	365	661	677	586.0	425	-13.4	-10.0
당기순이익	397	419	480	268	491	507	432.3	314	-14.7	-9.9
월납보험료(보장성 인보험)	9.3	8.9	8.9	8.5	10.0	9.4	9.5	9.5	0.3	6.9
신계약 CSM	139.1	130.8	136.7	127.0	124.1	114.0	114.3	114.7	0.3	-16.4
자산총계	34,041	35,582	35,812	39,404	39,274	40,580	41,808	41,721	3.0	16.7
운용자산	32,563	34,081	34,452	37,673	37,715	38,863	39,964	40,477	2.8	16.0
비운용자산	1,478	1,501	1,361	1,731	1,559	1,717	1,622	1,653	-5.5	19.2
부채총계	29,964	30,993	30,545	33,931	34,426	35,308	36,105	36,403	2.3	18.2
책임준비금	27,214	28,267	27,450	30,890	31,459	32,546	33,239	33,589	2.1	21.1
장기보험 CSM 잔액	9,596	9,650	10,286	10,419	10,694	10,616	10,672	10,681	0.5	3.8
자본총계	4,076	4,589	5,267	5,473	4,847	5,271	5,704	5,318	8.2	8.3
하이한급금준비금	395	618	1,010	1,031	1,344	1,694	2,044	2,395	20.7	102.3
ROE (%)	44.2	41.4	41.3	21.1	40.3	42.4	33.2	24.0	-9.2%p	-8.1%p
K-ICS 비율(%)	202.2	205.7	230.8	242.2	226.9	224.9	223.1	215.2	-1.7%p	-7.6%p

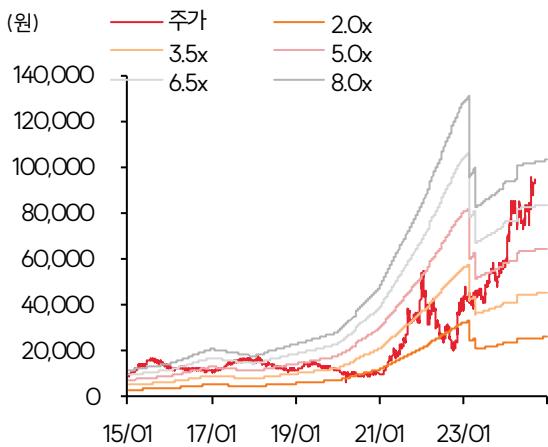
자료: 메리츠화재, SK 증권 추정 주: 별도 기준

메리츠증권 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	313.6	318.4	288.6	195.9	388.0	426.1	353.6	434.6	-17.0	22.5
수수료손익	101.2	146.6	148.0	97.3	112.8	156.0	162.4	163.2	4.1	9.7
Brokerage	16.4	16.9	15.9	12.0	18.5	17.4	15.9	16.6	-8.7	0.0
WM	5.5	5.9	7.0	7.1	6.6	10.1	9.2	9.2	-9.1	31.0
IB 및 기타	79.3	123.7	125.0	78.1	87.7	128.5	137.3	137.4	6.9	9.8
순이자이익	150.6	164.8	181.0	157.9	166.6	146.1	146.2	146.3	0.1	-19.2
트레이딩 및 기타손익	61.8	6.9	-40.4	-59.3	108.6	124.0	45.0	125.0	-63.7	-211.3
판매관리비	127.5	175.9	138.7	56.7	146.0	171.9	153.2	182.9	-10.9	10.5
영업이익	186.1	142.4	149.9	139.2	242.0	254.2	200.4	251.7	-21.2	33.7
영업외손익	2.7	-10.0	-49.0	-9.2	-1.9	3.7	-7.1	-11.0	-289.3	-85.5
세전이익	188.8	132.5	100.9	130.1	240.1	257.9	193.3	240.6	-25.1	91.6
당기순이익	143.3	102.8	78.5	99.6	199.8	192.0	145.9	181.7	-24.0	85.9
자산총계	46,128	46,510	45,942	50,924	50,729	52,172	51,071	49,046	-2.1	11.2
부채총계	40,492	40,781	40,441	45,304	45,031	46,293	45,047	42,840	-2.7	11.4
자본총계	5,636	5,729	5,501	5,619	5,699	5,878	6,024	6,206	2.5	9.5
ROE(%)	10.4	7.2	5.6	7.2	14.1	13.3	9.8	11.9	-3.5%p	4.2%p

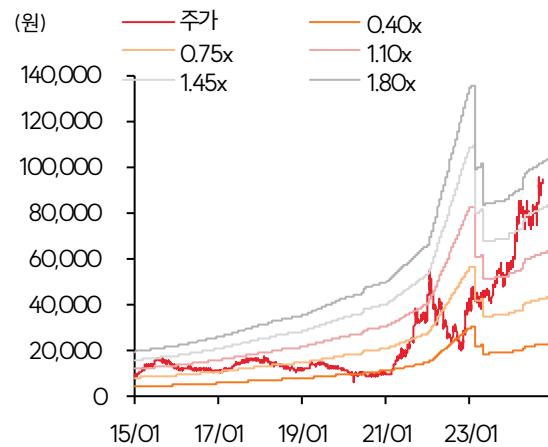
자료: 메리츠증권, SK 증권 추정. 주: 별도 기준

메리츠금융지주 – PER Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

메리츠금융지주 – PBR Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금 및 예치금	5,923	4,928	4,821	4,684	4,533
유가증권	60,792	74,765	68,843	70,435	71,276
대출채권	14,305	14,634	14,794	15,240	15,664
유형자산	795	802	962	962	962
보험계약자산	0	11	12	12	12
기타자산	7,162	7,095	10,634	10,435	10,422
자산총계	88,977	102,236	100,066	101,769	102,869
예수부채	8,763	11,423	12,256	12,486	12,701
차입성부채	32,356	32,968	31,935	32,137	32,341
보험계약부채	18,982	21,576	23,734	24,631	25,480
FVPL 금융부채	14,570	19,862	10,426	10,597	9,826
기타부채	5,764	6,310	11,128	10,134	9,543
부채총계	80,435	92,139	89,481	89,984	89,890
자비주주지분	4,944	9,582	9,972	11,150	12,324
자본금	71	113	113	113	113
신증자본증권	593	593	792	792	792
자본잉여금	63	125	125	125	125
이익잉여금	4,082	7,611	8,160	9,338	10,512
기타자본	134	1,140	782	782	782
비자본증권	3,598	515	614	634	655
자본총계	8,542	10,097	10,586	11,784	12,979

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	3,675	3,564	4,076	4,322	4,441
보험손익	849	878	901	856	875
이자손익	1,957	2,050	2,132	2,247	2,306
수수료손익	644	583	452	466	467
기타손익	224	53	590	754	793
판매관리비	782	630	807	882	906
판관비율(%)	0	0	0	0	0
영업이익	2,893	2,934	3,269	3,440	3,535
메리츠화재(별도)	1,712	2,107	2,348	2,381	2,458
메리츠증권(별도)	1,025	618	948	1,027	1,042
영업외이익	-21	-90	3	-27	-27
세전이익	2,914	2,844	3,271	3,412	3,509
메리츠화재(별도)	1,714	2,119	2,349	2,383	2,459
메리츠증권(별도)	989	552	932	998	1,015
법인세비용	779	719	871	931	955
법인세율	26.7	25.3	26.6	27.3	27.2
당기순이익	2,133	2,125	2,400	2,481	2,553
메리츠화재(별도)	1,258	1,564	1,744	1,758	1,814
메리츠증권(별도)	769	424	719	753	766
지배주주순이익	1,392	2,042	2,379.8	2,461	2,532
비자본증권순이익	742	84	20	20	21

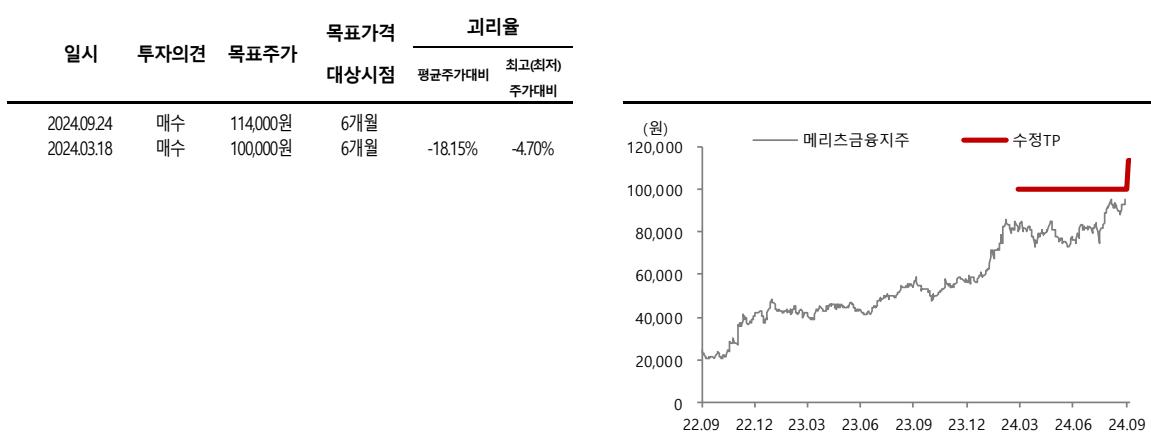
주요투자지표 I

12월 결산(십억원, %)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
금융지주 수익성 지표					
ROE	32.1	28.1	24.3	23.3	21.6
ROA	10.0	8.9	9.5	9.8	10.0
판관비율	21.3	17.7	19.8	20.4	20.4
순영업수익 구성비					
보험손익	23.1	24.6	22.1	19.8	19.7
이자손익	6.1	1.5	14.5	17.4	17.8
수수료손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타손익	6.1	1.5	14.5	17.4	17.8
메리츠화재					
신계약 수익성					
신계약보험료(월납화)	113	110	118	118	119
신계약 CSM		1,601	1,401	1,386	1,403
신계약 CSM 배수		14	12	12	12
CSM 관련 지표					
기초 CSM	9,638	10,469	10,681	10,725	
CSM 조정 가정 변경	2	-381	-540	-540	
신계약 CSM(원수)	1,601	1,401	1,386	1,403	
CSM 이자부리	298	338	341	342	
상각 전 CSM	11,538	11,827	11,868	11,930	
CSM 상각액	1,070	1,146	1,143	1,149	
CSM 상각률(%)	9	10	10	10	
CSM 순증액	831	212	44	57	
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	3.7	3.8	3.8	3.8	
FVPL 제외 운용수익률	4.0	3.9	3.9	3.9	
자본적정성					
자급여력비율(K-ICS)	242	215	222	228	

자료: 메리츠금융지주, SK증권 추정

주요투자지표 II

12월 결산(십억원, 원, %)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
금융지주 성장성(%)					
자산	8.5	14.9	-2.1	1.7	1.1
자본(자비주주)	32.9	93.8	4.1	11.8	10.5
순영업수익	-3.8	-3.0	14.4	6.0	2.8
영업이익	60.7	1.4	11.4	5.2	2.8
지배순이익	76.3	46.7	16.6	3.4	2.9
EPS	80.7	16.0	-2.1	10.0	9.4
DPS	-50.0	2,147.6	-51.3	13.0	7.7
주당지표(원)					
EPS	10,641	12,339	12,077	13,286	14,534
BPS	38,754	47,115	52,286	62,026	73,043
DPS	105	2,360	1,150	1,300	1,400
배당성향	0.9	22.0	8.7	8.9	8.7
총주주환원율	22.5	53.3	50.7	51.6	52.1
Valuation 지표					
PER	4.0	4.8	7.9	7.2	6.5
PBR	1.1	1.3	1.8	1.5	1.3
P/EV	1.1	0.6	0.9	0.8	0.7
배당수익률	0.2	4.0	1.2	1.4	1.5
메리츠증권					
순영업수익 구성					
브로커리지 수수료	3.0	5.5	4.3	3.9	3.8
WM 수수료	1.3	2.3	2.2	2.2	2.1
IB 및 기타 수수료	28.4	36.4	30.6	31.8	31.3
순이자손익	44.8	58.6	37.8	33.9	33.3
평가처분수익/기타	22.5	-2.8	25.1	28.3	29.4
자본적정성					
NCR 비율	1,738	1,588.9	1,460.0	1,663.0	1,885.6



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

코리안리 (003690/KS)

가장 안정적인 방어주

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 11,000 원(유지)

현재주가: 8,350 원

상승여력: 31.7%

실적 흐름 측면의 안정성을 찾아가는 중

코리안리의 1H24 누적 순이익은 1,554 억원(-42.2% YoY)로 다소 크게 감소하는 모습이 나타났다. 다만 이러한 이익 감소는 실질적인 이익체력 측면의 이슈가 아닌 단순한 이익 인식 기준 변화에 따른 영향으로 기존 경과율 가정에서 상반기 중 이익 쓸림이 과도하게 나타남에 따라 이를 평탄화하는 방향으로 가정을 조정하고 있는데 기인한다. 동사의 경우 PAA 모형을 사용하는 부채 비중이 높아 이론적으로 IFRS4 와 IFRS17 실적 간 괴리가 크지 않은 것으로 알려져 있으며 실제로 23년 연간 순이익은 IFRS17 2,875 억원, IFRS4 2,612 억원으로 유사한 수준을 기록했다. 다만 1H23 기준으로는 IFRS17 2,687 억원, IFRS4 1,551 억원을 인식함에 따라 상반기 중 인식한 이익이 다소 과도하게 쓸려있음을 확인할 수 있다. 24년에는 이익 인식 기준을 균등하게 조정하고 있으며 IFRS4 기준 1H24 누계 순이익이 1H23 1,554 억원 대비 개선세가 나타난 것으로 추정되는 만큼 실제 이익 체력은 견조한 흐름이 이어지고 있다고 판단한다.

방어주 관점에 가장 부합하는 보험사

재보험사는 1) 높은 해외 비중 및 2) 고액사고 발생 여부에 따른 실적 영향 등 요인으로 매크로 환경에 따른 민감도가 다른 업종 대비 낮다. 또한 일반모형을 적용한 보험 부채 규모가 작아 보험개혁회의 등으로 높아진 제도/가정 관련 불확실성에 대한 우려가 제한적이며 해약환급금준비금 영향도 크지 않아 주주환원 관련 우려도 크지 않다고 판단한다. 오히려 원수사의 자본 관리 니즈에 따른 공동재보험 수요 증가로 추가적인 성장 동력을 기대해볼 수 있을 전망이다. 주주환원은 배당성향 약 30% 내외를 전망 하며 주기적인 무상증자 시행 계획에 따른 Upside 도 기대해볼 수 있다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	16,537 만주
시가총액	1,381 십억원
주요주주	
장인순(외5)	19.96%
자사주	10.95%

Stock Data

주가(24/09/20)	8,350 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	8,930 원
52주 최저가	6,870 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



2024E 순이익 2,911 억원(+1.2% YoY) 전망

코리안리의 2Q24 순이익은 2,911 억원(+1.2% YoY)를 예상한다. 보수적 관점에서 제도 관련 불확실성으로 장기/생명 부문에서 손실이 지속될 것으로 가정했으며 통상적으로 하반기 중 대형 자연재해가 많이 발생하는 점을 반영하여 합산비율 가정을 다소 높게 설정했다. 다만 24년 연중 태풍 관련 손실 등 고액사고 관련 영향이 다소 크지 않을 것으로 예상되는 점을 감안했을 때 우려 대비 양호한 실적을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험순이익	십억원				209	156	190
투자순이익	십억원				156	220	218
영업이익	십억원				365	376	407
당기순이익	십억원				287	291	318
EPS	원				1,738	1,760	1,925
PER	배				4.11	4.74	4.34
PBR	배				0.47	0.56	0.53
ROE	%				12.2	11.7	12.6

코리안리 – 분기별 실적 추이 및 전망

(%, 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	98.2	117.1	-20.4	14.3	49.8	42.6	39.2	24.7	-8.0	흑전
생명/장기부문	42.3	27.4	65.6	8.9	-22.4	-34.2	-2.7	-11.5	적지	적전
CSM 상각	39.0	26.9	28.0	11.3	17.8	16.8	16.9	17.2	0.4	-39.8
RA 해제	6.0	6.0	4.6	5.7	8.2	4.7	4.8	4.9	1.8	4.8
예실차	3.1	-7.9	32.3	14.2	-22.1	-67.1	-10.5	-18.6	적지	적전
손실계약비용 및 기타	-5.8	2.4	0.7	-22.3	-26.3	11.4	-13.9	-15.0	적전	적전
일반/자동차부문	76.0	116.2	-59.8	26.6	97.9	98.7	69.1	58.2	-30.0	흑전
합산비율(IFRS17)	86.6	79.9	110.7	95.3	80.9	83.6	89.2	90.0	6.7	-19.4
기타사업비	20.1	26.5	26.2	21.2	25.7	21.9	27.2	22.0	24.1	4.0
투자손익	64.4	63.2	56.2	-27.7	30.9	79.6	54.6	55.1	-31.4	-2.8
투자손익(환효과 제외)	67.8	52.4	48.7	-23.0	27.9	80.9	54.6	55.1	-32.6	12.0
자산운용손익	94.4	75.9	78.8	10.1	70.2	121.3	95.0	95.9	-21.7	20.6
보험금운용손익	-26.6	-23.5	-30.0	-33.0	-42.3	-40.4	-40.5	-40.8	적지	적지
외화관련손익	-3.4	10.8	7.4	-4.7	3.0	-1.4	0.0	0.0	N/A	N/A
영업이익	162.6	180.3	35.7	-13.3	80.7	122.1	93.7	79.8	-23.2	162.3
세전이익	162.5	179.6	36.0	-14.9	80.2	121.5	92.9	77.9	-23.5	157.9
당기순이익	126.3	142.6	24.0	-5.5	63.5	91.9	73.4	62.2	-20.1	205.6
자산총계	11,006	10,603	11,143	12,001	11,839	12,250	12,241	12,388	-0.1	9.9
운용자산	8,684.2	8,588.8	8,731.4	9,679.3	9,541.2	9,972.0	10,034.2	10,164.7	0.6	14.9
부채총계	7,911.4	7,394.1	7,897.9	8,700.1	8,621.5	8,938.6	8,887.6	9,092.4	-0.6	12.5
CSM 잔액	1,202.6	1,072.8	910.5	803.1	871.2	887.2	899.4	911.4	1.4	-1.2
자본총계	3,094.4	3,208.8	3,244.6	3,301.1	3,217.6	3,310.9	3,353.1	3,295.7	1.3	3.3
신종자본증권	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	0.0	0.0
비상위험준비금	1,333.9	1,492.3	1,509.2	1,378.5	1,396.5	1,414.8	1,443.4	1,464.8	2.0	-4.4
해약환급금준비금	139.8	137.8	136.8	102.0	102.4	104.2	104.7	105.2	0.5	-23.5
ROE(%)	22.4	24.3	4.0	-0.9	10.4	15.0	11.6	9.9	-3.3%p	7.7%p

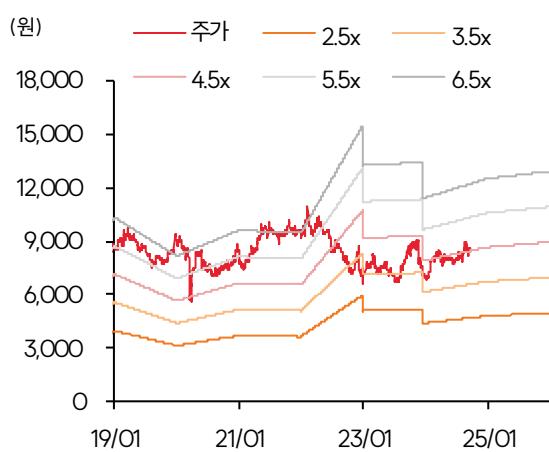
자료: 코리안리, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	209	156	190	208
	수정 전		262	257	263
	증감률(%)		-40.4%	-26.2%	-21.1%
투자손익	수정 후	156	220	218	214
	수정 전		137	170	185
	증감률(%)		60.7%	28.1%	15.7%
세전손익	수정 후	363	373	404	418
	수정 전		395	425	445
	증감률(%)		-5.7%	-4.8%	-6.0%
당기순이익	수정 후	287	291	318	329
	수정 전		298	320	335
	증감률(%)		-2.3%	-0.5%	-1.9%

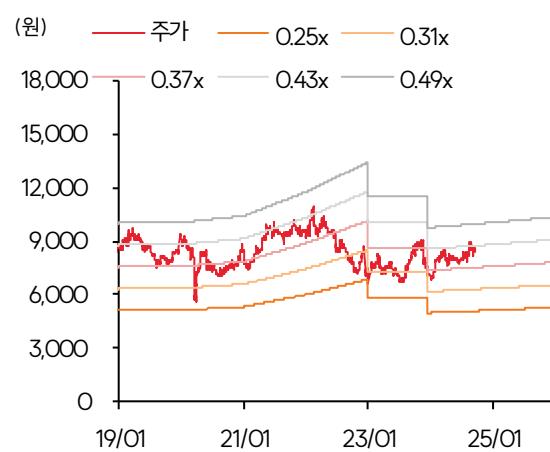
자료: 코리안리, SK 증권 추정

코리안리 – PER 밴드 차트



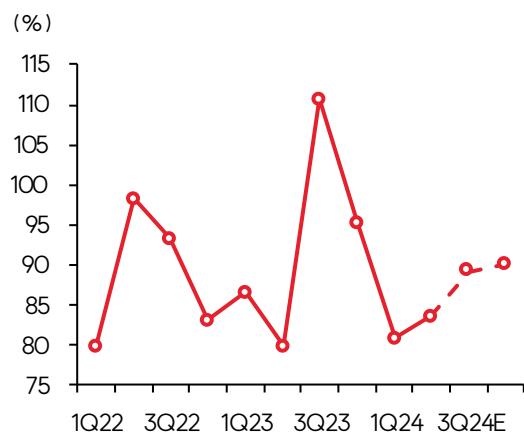
자료: SK 증권 추정

코리안리 – PBR 밴드 차트



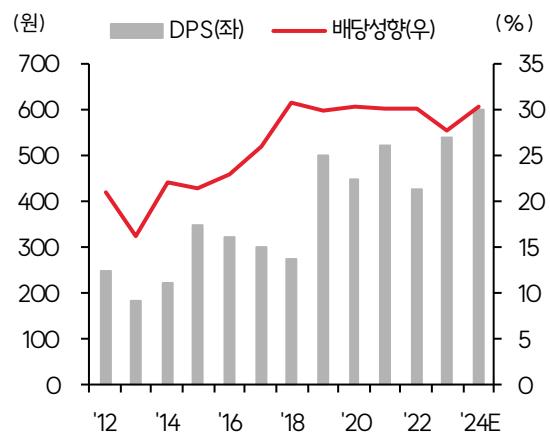
자료: SK 증권 추정

코리안리 – 합산비율 추이 및 전망(IFRS17)



자료: 코리안리, SK 증권 추정

코리안리 – DPS 및 배당성향 전망



자료: 코리안리, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산	9,679	10,165	10,235	10,141	
현금및예치금	756	877	685	504	
유가증권	7,956	8,372	8,619	8,690	
대출금	784	730	745	760	
부동산	184	185	187	188	
비운용자산	2,322	2,223	2,523	2,820	
특별계정자산	0	0	0	0	
자산총계	12,001	12,388	12,758	12,961	
책임준비금	8,167	8,411	8,658	8,729	
CSM잔액(원수/수재)	796	704	775	840	
기타부채	533	682	709	738	
특별계정부채	0	0	0	0	
부채총계	8,700	9,092	9,368	9,468	
자본금	83	83	83	83	
신종자본증권	808	808	808	808	
자본잉여금	154	154	154	154	
이익잉여금	2,179	2,230	2,323	2,425	
비상위험준비금	1,379	1,465	1,562	1,661	
자본조정	-134	-134	-134	-134	
기타포괄손익누계액	212	155	156	158	
자본총계	3,301	3,296	3,390	3,493	

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험수익					
P&C 전체	3,758	3,830	3,864	3,980	
국내 P&C	2,218	2,147	2,151	2,216	
해외수재	1,540	1,684	1,713	1,764	
L&H 전체	1,327	1,421	1,595	1,608	
순보험수익(보험수익-재보험비용)					
P&C 전체	2,276	2,341	2,360	2,431	
국내 P&C	1,034	977	963	992	
해외수재	1,242	1,364	1,397	1,439	
L&H 전체	1,268	1,361	1,538	1,556	
합산비율(IFRS17 추이)					
P&C 전체	93.0	86.2	87.5	87.5	
해외수재	91.3	83.8	88.0	88.0	
L&H 전체	88.6	105.2	100.3	99.4	
투자이익 관련 지표(환 영향 제외)					
총 운용수익률	2.9	3.9	3.8	3.8	
경상 운용수익률	2.6	3.7	3.8	3.8	
손익구성					
보험손의	57.3	41.5	46.5	49.2	
투자손의	42.7	58.5	53.5	50.8	
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	183.2	176.1	179.2	185.6	

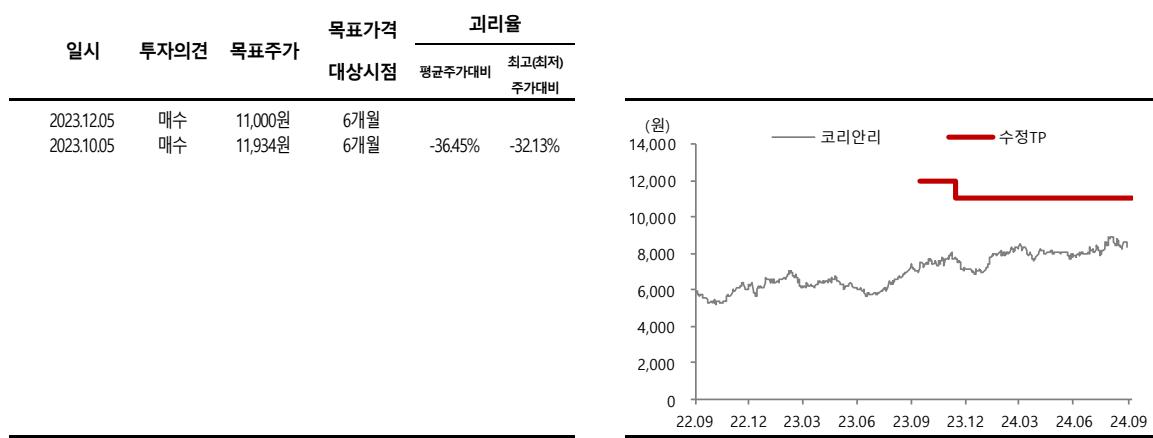
자료: 코리안리, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	209	156	190	208	
생명/장기손해보험	144	-71	-4	9	
CSM상각	105	69	77	87	
RA해제	22	23	21	22	
예실차 및 기타	42	-118	-42	-40	
재보험손익	-25	-44	-60	-60	
일반/지동차보험	159	324	295	304	
(기타시업비)	94	97	101	105	
투자손익	156	220	218	214	
투자손익(환효과 제외)	146	219	218	214	
자산운용손익	259	382	384	383	
-FVPL자산 평가손익	-39	6	0	0	
보험금용손익	-113	-164	-166	-169	
외화관련손익	10	2	0	0	
영업이익	365	376	407	422	
영업외손익	-2	-4	-3	-3	
세전이익	363	373	404	418	
법인세비용	76	81	86	90	
법인세율 (%)	20.9	21.9	21.3	21.4	
당기순이익	287	291	318	329	

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
상장성지표 (%)					
운용자산증가율			5.0	0.7	-0.9
CSM증가율			-11.6	10.1	8.5
P&C 보험수익 증가율			1.9	0.9	3.0
L&H 보험수익 증가율			7.0	12.3	0.8
보험손익 증가율			-25.3	21.4	9.5
투자손익 증가율			41.1	-1.1	-1.7
BPS증가율			-0.2	3.8	4.0
당기순이익증가율			1.2	9.4	3.3
주당지표(원)					
EPS			1,760	1,925	1,988
BPS			15,043	15,613	16,237
EV(BV+CSM)			19,299	20,298	21,319
보통주 DPS	430	540	600	650	680
보통주 배당수익률(%)	6.3	7.6	7.2	7.8	8.1
Valuation 지표					
PER(배)			4.1	4.7	4.3
PBR(배)			0.5	0.6	0.5
P/EV(배)			0.4	0.4	0.4
ROE(%)			12.2	11.7	12.6
ROA(%)			2.5	2.4	2.5
배당성장(%)			27.7	30.4	30.1



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

미래에셋생명 (085620/KS)

차별화된 컨셉은 분명한 강점

SK증권 리서치센터

중립(신규편입)

목표주가: 5,500 원(신규편입)

현재주가: 5,280 원

상승여력: 4.2%

투자의견 중립, 목표주가 5,500 원으로 커버리지 개시

미래에셋생명에 대해 투자의견 중립, 목표주가 5,500 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24E BVPS 14,020 원에 Target PBR 0.4 배를 적용해서 산출했다. 지속적인 대주주 지분 매입에 힘입어 전반적인 주가 상승 나타났으나 제도 측면의 개선 및 투자손익 변동성 완화가 확인되기 전까지는 펀더멘털과 주가 간 괴리가 불가하다고 판단함에 따라 투자의견 중립을 제시한다. 투자리스크로는 1) 제도 측면의 불확실성, 2) 해약환급금준비금 등으로 인한 배당재원 측면의 제약, 3) 낮은 유통주식 등을 제시한다.

특별계정 중심의 차별화된 사업 구조

미래에셋생명은 1) 상대적으로 과거 고금리 확정형 보험 부채와 관련된 부담이 크지 않다는 점에서 K-ICS 비율 등 제도 측면의 불확실성이 상대적으로 작을 것으로 예상되며 2) 변액보험/퇴직연금 등 특별계정 중심 사업 구조를 보유하고 있어 기본적으로 적립금 잔고에 기반한 Fee-biz 중심의 안정적인 수익 구조를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. IFRS17 회계 기준에서 변액보험 등이 VFA 모형을 적용한 보험부채로 반영됨에 따라 과거 IFRS4 회계기준과 달리 이러한 변액 관련 수수료이익이 CSM, 투자손익 등에 반영되고 있는 만큼 Fee biz 측면의 실적 기여도를 명확하게 확인하기는 쉽지 않지만 기본적으로 적립금 규모에 기반한 이익 창출 기반 확대라는 컨셉은 확실하게 이어지고 있다고 판단한다. 금리 변화에 따른 K-ICS 관련 부담이 적고 증시 개선 등에 따라 변액보험 시장 확대 등을 기대할 수 있는 만큼 생보사 중에서는 금리 하락 시점에 상대적으로 유리한 포지션에 위치해 있다고 판단한다. 보장성보험의 경우 마진 높은 건강보험 중심 판매 확대를 추진하고 있으며 단기납종신 등에 대한 제한적인 판매로 향후 규제 관련 불확실성도 전반적으로 제한적이라고 판단한다.

2024E 순이익 1,254 억원(+0.4% YoY) 전망

미래에셋생명의 24E 순이익은 1,254 억원(+0.4% YoY)을 전망한다. 23년 말 채권교체매매 기저효과 존재하나 2Q24 중 해외 상업용 부동산 관련 손익 부진 영향으로 둔화된 실적 추세가 이어질 전망이다. 향후 증시 활성화에 따른 변액시장 확대, 투자손익 변동성 완화, 제도 개선 확인 후 본격적인 Upside 기대 가능하다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@skc.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	17,702 만주
시가총액	935 십억원
주요주주	
미래에셋증권(외23)	57.10%
자사주	26.29%

Stock Data

주가(24/09/20)	5,280 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	6,390 원
52주 최저가	4,415 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

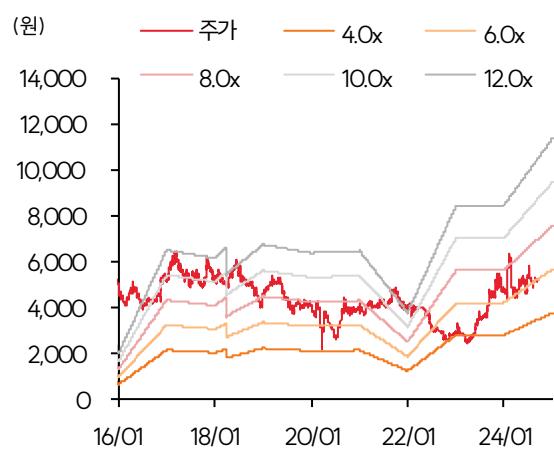
구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원				169	158	196
투자손익	십억원				-2	-6	14
영업이익	십억원				167	153	210
당기순이익	십억원				125	125	176
EPS	원				706	709	951
PER	배				6.7	7.5	5.6
PBR	배				0.3	0.38	0.35
ROE	%				3.6	4.6	6.6

미래에셋생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	44	41	27	57	21	46	45.7	45	0.1	67.3
CSM 상각	52	50	46	49	51	50	49.9	50	-0.1	8.5
RA 해제	12	12	12	11	11	11	10.4	10	-2.8	-9.7
예실차	-2	-5	-8	-4	-25	4	3.2	4	-23.3	흑전
기타사업비용	-18	-15	-15	-19	-15	-15	-14.2	-13	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-1	-1	-7	20	0	-4	-3.6	-6	적지	적지
투자손익	94	4	-1	-99	29	-26	5.5	-13	흑전	흑전
일반계정	62.0	11	-13	-67	48	-11	1.5	2	흑전	흑전
자산운용수익	194	141	142	61	169	111	123.9	126	12.2	-12.7
보험금운용손익	-132	-130	-155	-128	-121	-121	-122.4	-124	적지	적지
특별계정	32	-7	12	-32	-19	-15	4.0	-15	흑전	-67.4
영업이익	137	44	27	-42	50	19	51.3	32	164.1	92.7
영업외손익	-2	-1	-1	-1	-1	3	1.0	2	-70.6	흑전
세전이익	136	43	26	-42	49	23	52.2	34	129.6	102.5
별도 당기순이익	101	34	24	-34	39	19	40.5	26	110.7	65.5
보장성 APE	42	51	61	59	69	65	65.3	66	0.9	6.3
신계약 CSM	57	69	85	80	96	76	77.1	78	1.2	-9.7
자산총계	33,151	32,951	32,111	33,046	32,333	32,189	31,939	32,787	-0.8	-0.5
운용자산	20,381	19,920	19,517	19,626	18,903	18,967	18,730	19,572	-1.3	-4.0
비운용자산	828	834	821	1,181	944	969	956	962	-1.3	16.5
부채총계	30,274	30,009	29,141	30,132	29,705	29,774	29,670	30,339	-0.3	1.8
책임준비금	17,150	16,565	16,131	16,654	16,413	16,727	16,604	17,283	-0.7	2.9
생명보험 CSM 잔액	2,007	2,094	1,944	2,120	2,190	2,188	2,194	2,202	0.3	12.9
자본총계	2,876	2,943	2,970	2,914	2,628	2,415	2,455	2,482	1.7	-17.3
하야한급금준비금	769	797	845	900	949	990	1,024	1,050	3.4	21.1
ROE(%)	11.6	4.7	3.3	-4.7	5.7	3.0	6.6	4.3	3.6%p	3.3%p
K-ICS 비율(%)	218.4	209.7	205.4	214.7	207.2	197.1	196.0	193.1	-1.1%p	-9.4%p

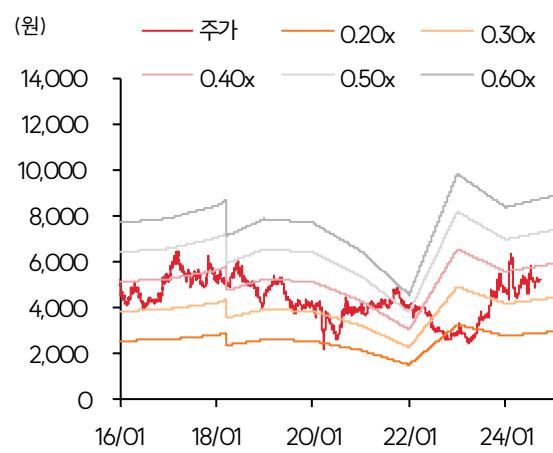
자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

미래에셋생명 - PER Band



자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

미래에셋생명 - PBR Band



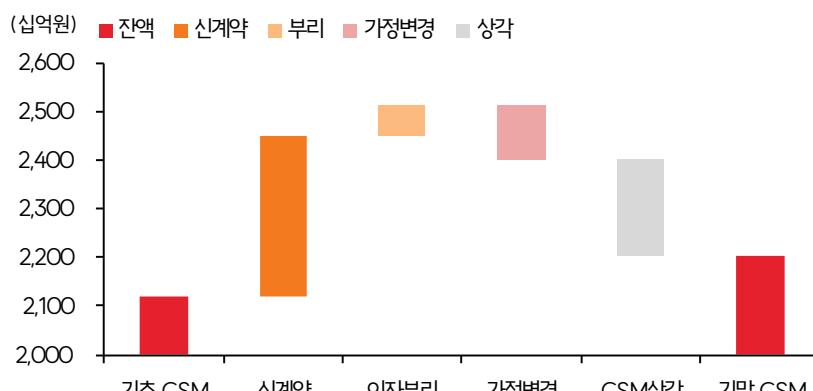
자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

미래에셋생명 – 2Q24 CSM Movement



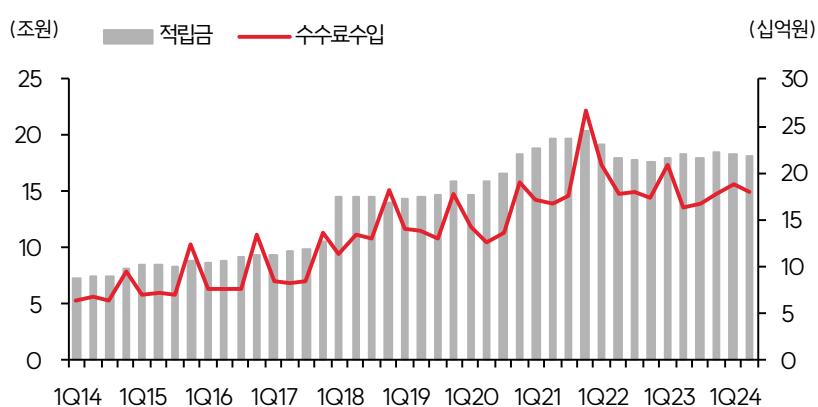
자료: SK 증권

미래에셋생명 – 2024E CSM Movement



자료: SK 증권 추정

미래에셋생명 – Fee biz 및 적립금 추이



자료: 미래에셋생명, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산	19,626	19,572	20,389	21,219	
현금및예치금	955	475	507	538	
유가증권	15,543	16,083	16,749	17,425	
대출금	3,056	2,944	3,066	3,191	
부동산	72	70	67	65	
비운용자산	1,181	962	960	960	
특별계정자산 및 기타	12,239	12,253	12,253	12,253	
자산총계	33,046	32,787	33,602	34,432	
책임준비금	16,654	17,283	18,116	18,977	
CSM잔액(원수)	2,120	2,202	2,341	2,488	
계약지지분조정	0	-3	-3	-3	
특별계정부채 및 기타	13,478	13,059	13,062	13,062	
부채총계	30,132	30,339	31,175	32,037	
자본금	991	991	991	991	
신종자본증권	0	0	0	0	
자본잉여금	181	181	181	181	
이익잉여금	1,713	1,839	1,990	2,148	
해외환급금준비금	900	1,050	1,115	1,143	
기타자본	29	-529	-529	-529	
비자배주주지분	0	0	0	0	
자본총계	2,914	2,482	2,633	2,791	

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		169	158	196	205
CSM상각		198	201	206	219
RA혜제		46	43	41	40
예실차		-19	44	75	78
기타사업비용		-67	-58	-57	-60
손실계약비용 및 기타		12	-13	-11	-11
투자손익		-2	-6	14	15
일반계정손익		-7	40	6	7
평가처분손익		28	26	0	0
특별계정손익		5	-46	8	8
영업이익		167	153	210	220
영업외손익		-4	5	7	7
세전이익		163	158	217	227
법인세비용		38	32	49	51
법인세율 (%)		23.2	20.4	22.5	22.5
당기순이익		125	125	168	176

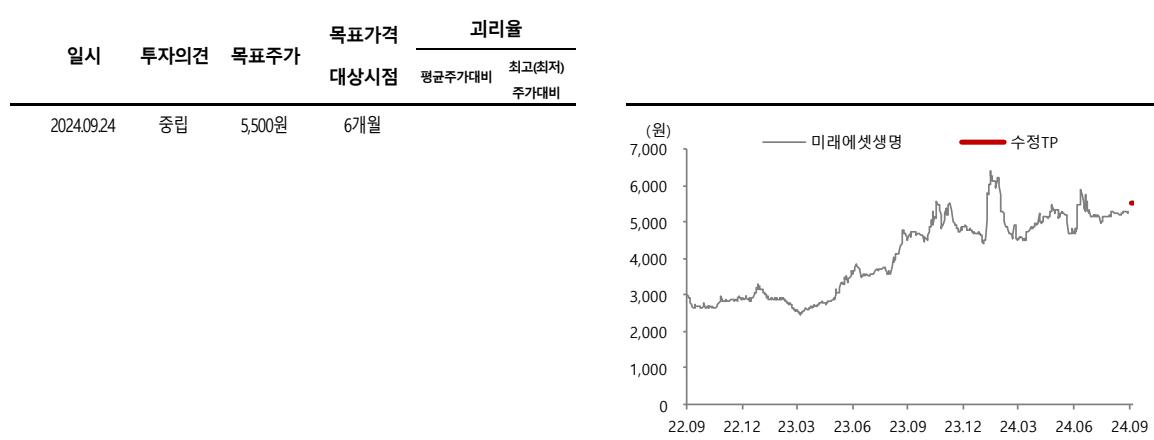
주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		286	524	540	561
신계약 CSM		292	328	322	339
신계약 CSM 수익성		102.0	62.5	59.6	60.3
CSM 관련 지표					
기초CSM		1,979	2,120	2,202	2,341
CSM 조정 가정 변경		35	-109	-59	-59
신계약 CSM(원수)		292	328	322	339
CSM 이자부리		12	64	82	87
상각 전 CSM		2,318	2,403	2,547	2,708
CSM상각액		198	201	206	219
CSM상각률(%)		8.5	8.3	8.1	8.1
CSM 순증액		141	82	139	147
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.7	2.7	2.6	2.6
FVPL 제외 운용수익률		2.6	2.6	2.6	2.6
손익구성					
보험손익		101.3	103.7	93.2	93.4
CSM상각		118.6	131.5	98.2	99.7
투자손익		-1.3	-3.7	6.8	6.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		214.7	193.1	191.6	197.9

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
성장성지표 (%)						
운용자산증가율				-0.3	4.2	4.1
CSM증가율				3.9	6.3	6.3
BPS증가율				-14.8	6.1	6.0
보험손익증가율				-6.4	23.9	4.8
투자손익증가율				적지	흑전	1.8
영업이익증가율				-8.6	37.9	4.6
세전이익증가율				-3.2	37.8	4.5
당기순이익증가율				0.4	34.2	4.5
주당지표(원)						
EPS			706	709	951	994
BPS			16,463	14,020	14,875	15,770
EV(BV+CSM)			27,986	26,460	28,099	29,826
보통주 DPS			0	0	130	135
보통주 배당수익률(%)			0.0	0.0	2.5	2.6
Valuation 지표						
PER(배)			6.7	7.5	5.6	5.3
PBR(배)			0.29	0.38	0.35	0.33
P/EV(배)			0.17	0.20	0.19	0.18
ROE(%)			3.6	4.6	6.6	6.5
ROA(%)				0.4	0.5	0.5
배당성향(%)				0.0	0.0	10.1

자료: 미래에셋생명, SK증권 추정



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------