



모건 스탠리 (MS.US)

양날의 검인 증시 변동성

- 모건 스탠리는 글로벌 투자은행으로 자산 관리, 자본 조달, 트레이딩 등을 수행
- 높은 대외 변동성에도 불구하고 1분기 실적은 사상 최고치 달성
- 다만, 경기 불안 요소를 반영하며 보수적 접근이 필요

FY1Q25 실적 Review

FY1Q25(3 월말) 실적은 매출액 177.4 억 달러 (YoY +17.2%, QoQ +9.3%, 컨센서스 대비 +7.1%), 순이익 43.2 억 달러 (YoY +26.5%, QoQ +16.2%, 컨센서스 대비 +21.5%)를 기록했다. 또한 전통적 수입원인 순이자수익(NII)는 YoY +2.5% 오른 19 억 달러를 기록해 온건한 성장을 보였고, Equity 사업부는 YoY +45.2% 급등한 41.3 억 달러를 기록했다.

높은 증시 변동성에 의한 실적 상승

우려와 달리 동사의 1 분기 실적은 사상 최고치를 달성했다. 우선 세가지 사업부의 매출을 살펴보면 1)Institutional Securities Group(ISG)은 YoY **+28% 성장**한 89.8 억 달러, 2)Wealth Management(WM)은 YoY +6.5% 증가한 73.3 억 달러, 3)Investment Management(IM)은 YoY 16.3% 증가한 16.0 억 달러를 기록했다. 가장 높은 성장률을 보인 ISG 사업부 속 부문별 수익은 Investment Banking YoY +7.7%, Equity YoY +45.2%, Fixed Income YoY +4.8% 수준이었다. Equity 부문이 높은 호조세를 보인 원인은 아시아, 미국, 유럽 지역의 증시 변동성이 커지며 거래량이 증가했기 때문이다. 변동성 확대에 의한 불확실성 증가로 인해 파생상품 거래가 급증한 것도 실적 성장에 일조했다.

한편, 전통적 수입원인 순이자수익(NII)는 YoY +2.5% 오른 19 억 달러를 기록해 온건한 성장세를 보였다. 자동 예금 이체 계좌(Sweep) 잔액이 세금 납부 시즌(4 월)을 앞두고 줄어들었기 때문이다. 동사는 이와 유사한 흐름이 2 분기에도 지속될 것이라 밝혔다.

가파르게 급등한 대손 충당금

FY1Q25의 충당금 설정액(Provision for credit losses)은 QoQ +17% 상승한 1.35 억 달러로 집계되었다. FY1Q24 당시 대손충당금을 6 백만 달러 환입했던 것과 대조되는 모습이다. 이를 사업부별로 나누어 보면 ISG 사업부는 0.91 억 달러, WM 사업부는 0.44 억 달러를 기록했다. (2page 계속)

▶ 현재주가

현재주가('25.04.13): \$108.12

목표주가 컨센서스: \$127.57

▶ 투자 의견 컨센서스

매수 28%	보유 72%
-----------	-----------

Stock Data

산업분류	캐피탈 시장
S&P 500(04/13)	5,363.36
현재주가/목표주가(\$)	108.1 / 127.6
52주 최고/최저(\$)	142 / 85.5
시가총액(백만\$)	173,912
유통주식 수(백만주)	1,609
일평균거래량(3M)	8,208,815

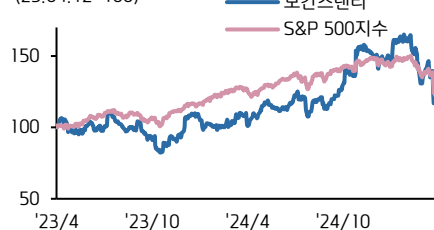
Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	54,143	61,761	65,031	68,080
영업이익	9,327	8,230	9,174	9,474
OPM(%)	0.9	0.7	-	-
순이익	9,087	13,390	13,590	14,559
EPS	5.46	7.95	8.43	9.15
증가율(%)	-14.2	45.6	6.1	8.5
PER(배)	16.2	15.8	12.8	11.8
PBR(배)	1.7	2.1	1.7	1.7
ROE(%)	9.4	13.8	13.9	14.6
배당수익률(%)	3.4	3.4	3.5	3.8

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-14.0	-6.3	-3.7	25.4
S&P Index	-8.8	-4.9	-8.5	4.7

(23.04.12=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) Non-GAAP 기준

동사의 대손충당금을 결정하는 CSIL(신용손실 예상 모델)에서 가장 중요한 계량 지표는 GDP 이다. 2024 년 말 GDP 성장률은 1.9%였지만 이번 분기 GDP 성장을 예상치는 1.5%로 하향되었다. 이것이 전체 대손충당금이 높아진 원인이다. **경기 성장률이 둔화될 경우 각 사업부별로 대손충당금을 높여야 하는 요인은 조금 상이하다.** FY1Q25 대손충당금 중 67%의 비중을 차지한 **ISG 사업부는 상업용 부동산(CRE) 부실 위험 대비가 우선시된다.** 최근 대형 은행들의 상업용 부동산 대출 비중이 줄어들고는 있지만, 동사의 상업용 부동산 관련 1 분기 상각비용이 0.23 억 달러로 집계된 만큼 여전히 관리가 필요한 익스포저가 남아있는 것이다.

FY1Q25 대손충당금 중 33%의 비중을 차지하는 WM 사업부에서는 대손충당금 상향 원인을 구체적으로 밝히지는 않았다. 하지만, **“증권담보대출(SBL)” 수요가 세금 납부 목적으로 QoQ +30 억 달러 급증해 1,630 억 달러로 높아진 것이 대손충당금에 영향을 주었을 가능성이 있다.** 증권담보대출(SBL)은 현재 보유 중인 주식, ETF, 채권 등을 담보로 대출을 일으키는 것이다. 이에 담보가치가 하락할 경우 마진콜 및 강제 청산 등이 가능해진다. WM 사업부의 경기 성장을 둔화 관련 스트레스 테스트 결과 담보 가치 하락에 따른 손실 가능성이 대손충당금 상향으로 연결되었을 것이다.

높은 실적에도 불구하고 보수적 접근 필요

FY1Q25 실적은 증시 변동성이 커지며 오히려 수혜를 본 케이스이다. Equity 사업부 수익 상승이 변동성 대응을 위한 거래 증가에 기인하기 때문이다. **다만, 변동성이 지나치게 커질 경우를 대비해 대손충당금 역시 같이 높아졌다.** 즉 **심리적 불안만 확대되는 것은 동사의 이익 요인이지만, 심리를 넘어 실제 경기 둔화로 이어지게 될 경우 수익 악화가 시작될 수 있다.** 트럼프 행정부 관세 정책은 지금의 증시 불안을 야기하고 있다. 또한 중국을 제외한 나머지 국가에 대한 관세 적용은 90 일 연기되며 관련 불안감이 6 월까지 이어질 가능성이 높아졌다. 6 월까지 증시 변동성만 확대되고 실물 경기 타격이 예상보다 심하지 않을 경우 거래량 상승으로 인해 동사 실적은 성장할 여지가 있다. 하지만, 소비 둔화 등에 의해 침체 시나리오가 반영되기 시작하면 동사는 단기 수익성 확보 보다는 대손충당금 확대를 위해 노력할 것이며 실적은 하락할 것이다.

미국 경기의 침체 여부를 판단할 수 있는 첫번째 기준은 4/15 일까지 납부된 세수의 규모이다. 세수가 예상을 크게 하회한 경우 국채 발행 확대 및 시중금리 상승이 예상되며, 이는 지금의 경기에 부정적 재료이기 때문이다. 이외에도 중국과의 관세 전쟁, 소비 및 고용 불안 등 동사가 넘어야 할 장애물들이 아직 많이 남아있다. 이에 보수적 관점에서의 접근이 필요하다.

모간 스탠리 FY25 1Q ('25.01.01~03.31)

구분	FY25 1Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 1Q	성장률	FY24 4Q	성장률
순영업수익	17,739	16,561	7.1%	15,136	17.2%	16,223	9.3%
순이자이익	2,353	2,238	5.1%	1,796	31.0%	2,552	-7.8%
순이익	4,315	3,552	21.5%	3,412	26.5%	3,714	16.2%
EPS (USD)	2.60	2.20	18.0%	2.02	28.7%	2.22	17.1%

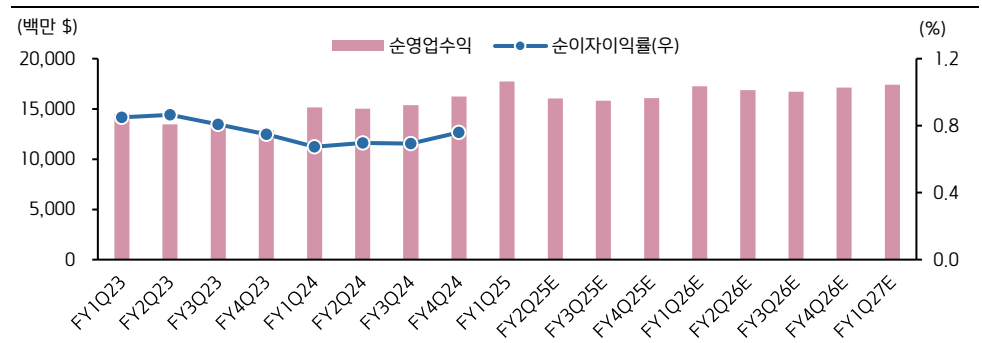
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-04-13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

모간 스탠리 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY25Q2	YoY 성장률	FY25Q3	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률
순영업수익	16,036	6.8%	15,831	2.9%	65,031	5.3%	68,080	4.7%
순이자이익	2,205	6.7%	2,233	1.7%	9,174	6.5%	9,474	3.3%
순이익	3,265	6.1%	3,186	-0.1%	13,590	1.5%	14,559	7.1%
EPS (USD)	2.04	12.3%	1.98	5.3%	8.43	6.1%	9.15	8.5%

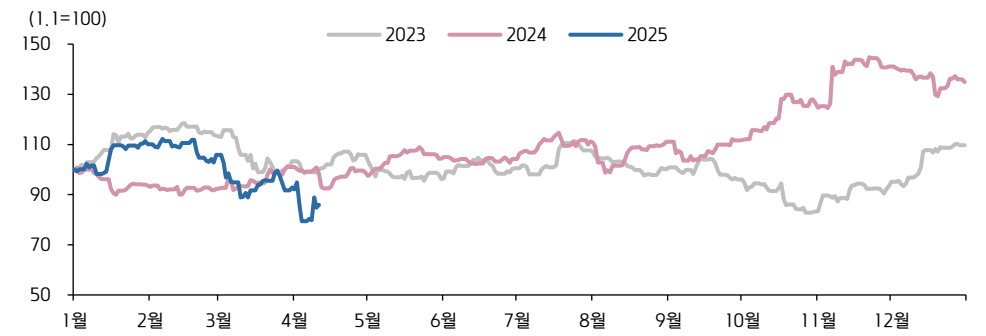
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-04-13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

모간 스탠리 분기 실적 추이



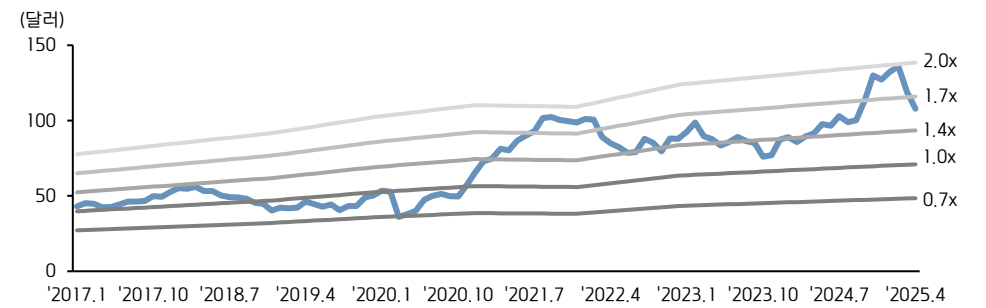
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-04-13 블룸버그 기준

모간 스탠리 최근 3 개년 연도별 주가 추이



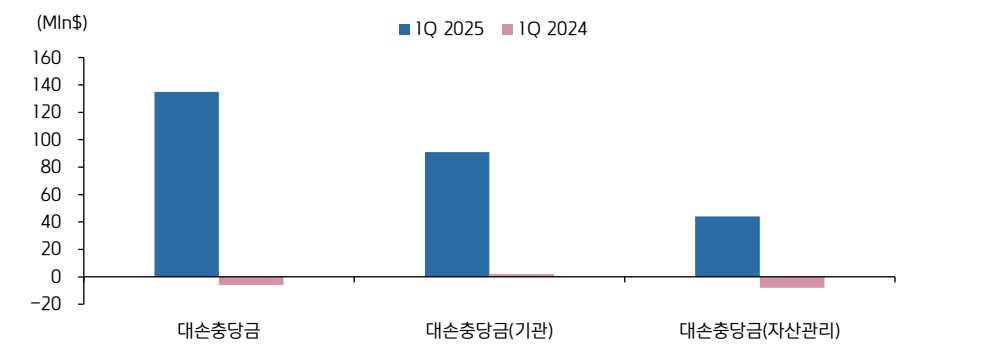
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 12M FWD PBR 밴드



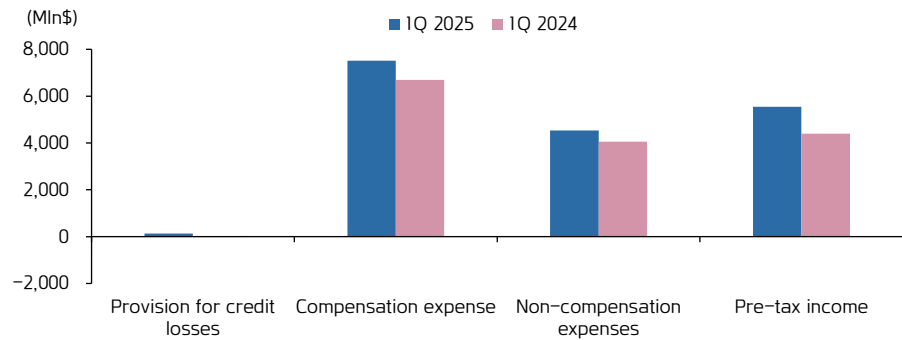
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 대손충당금



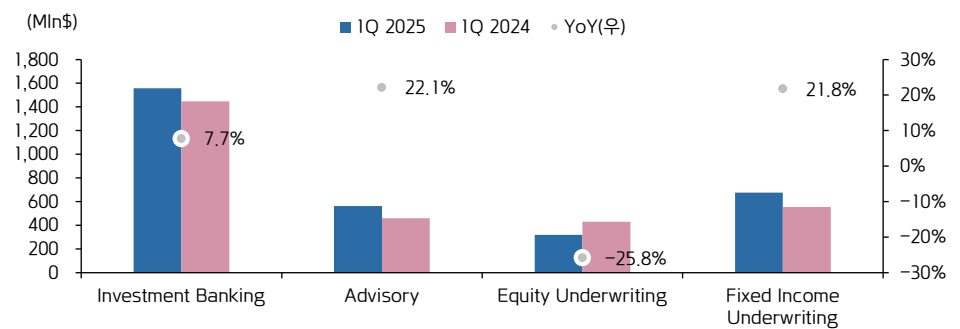
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 비용 구조



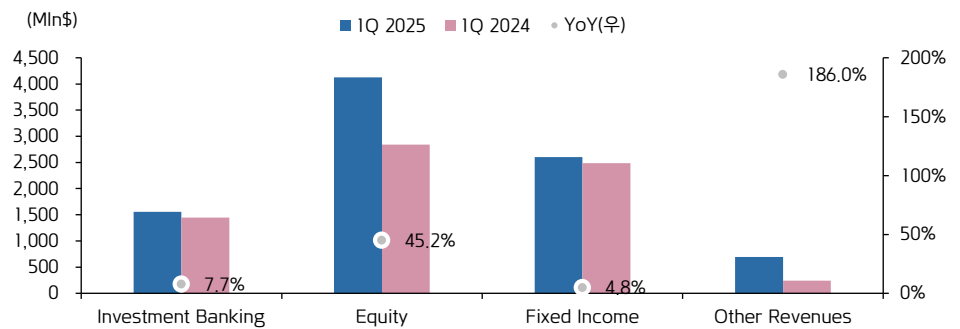
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 ISG 사업부의 Investment Banking 세부 항목



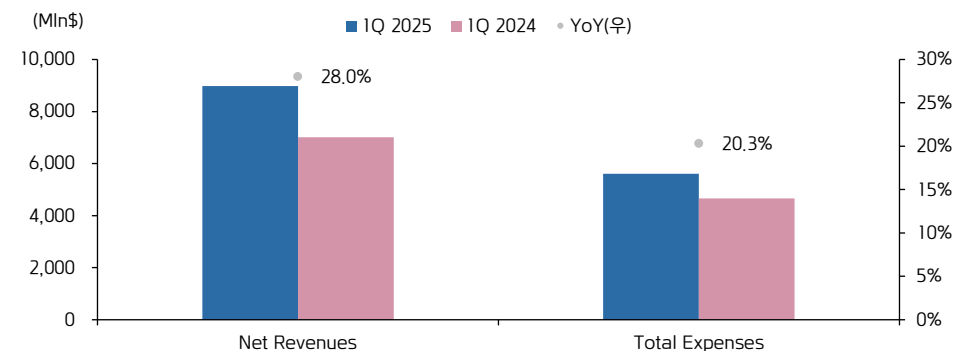
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 ISG 사업부 세부 항목



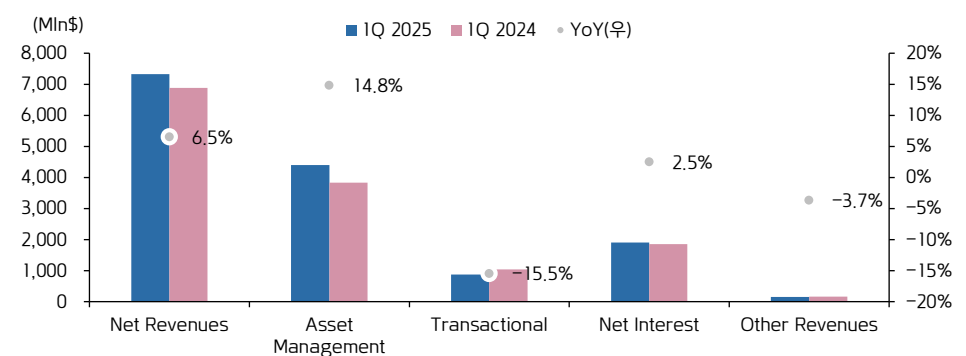
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 ISG 사업부 순이익 vs 비용



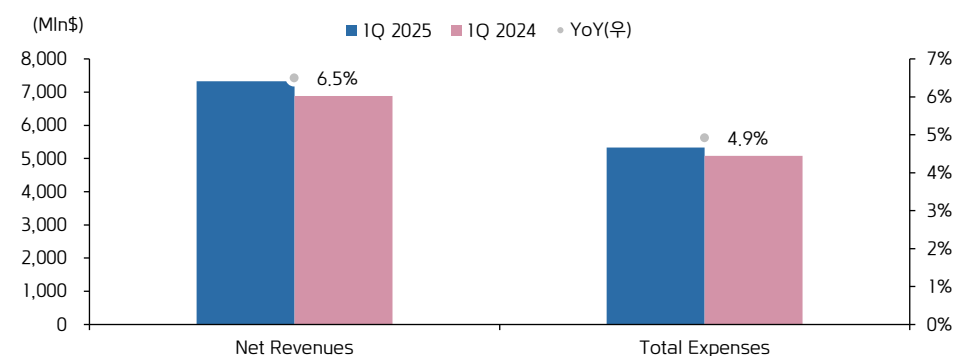
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 WM 사업부 세부항목



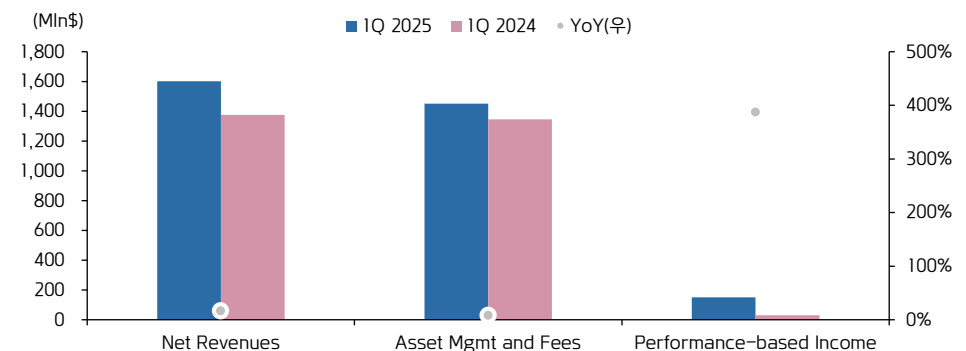
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 WM 사업부 순이익 vs 비용



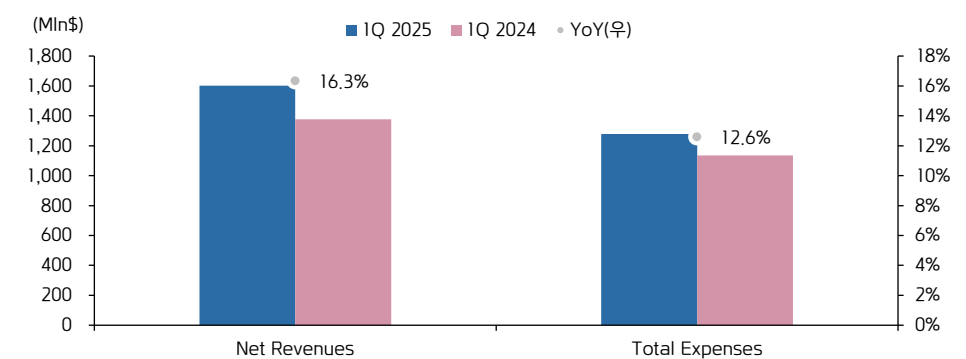
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 Investment Management 세부 항목



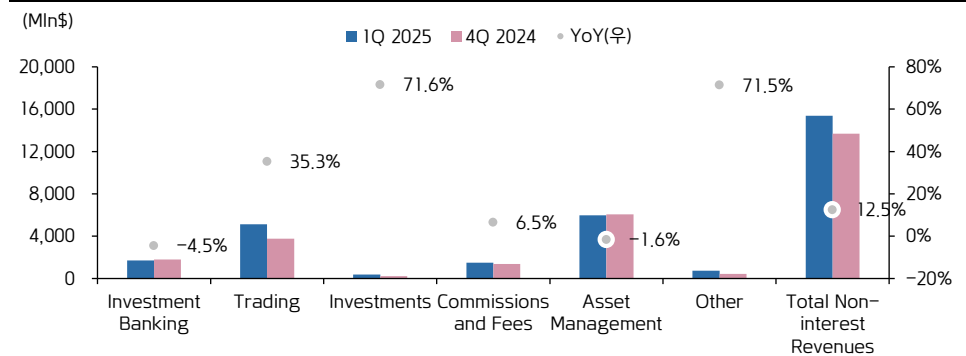
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 Investment Management 순이익 vs 비용



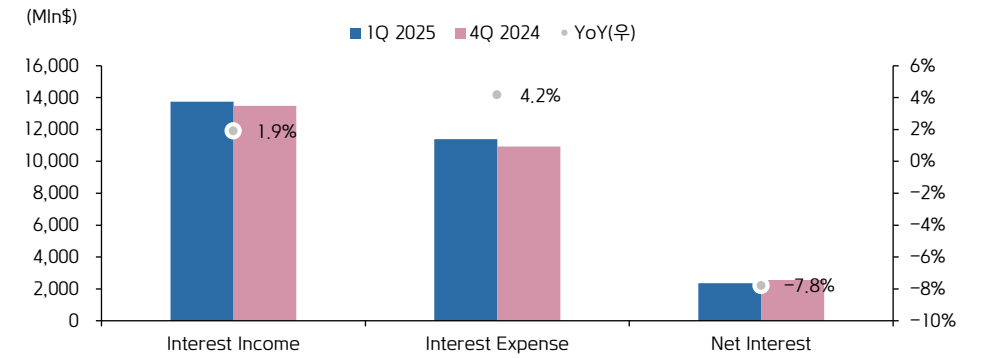
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 사업부별 손익 변화



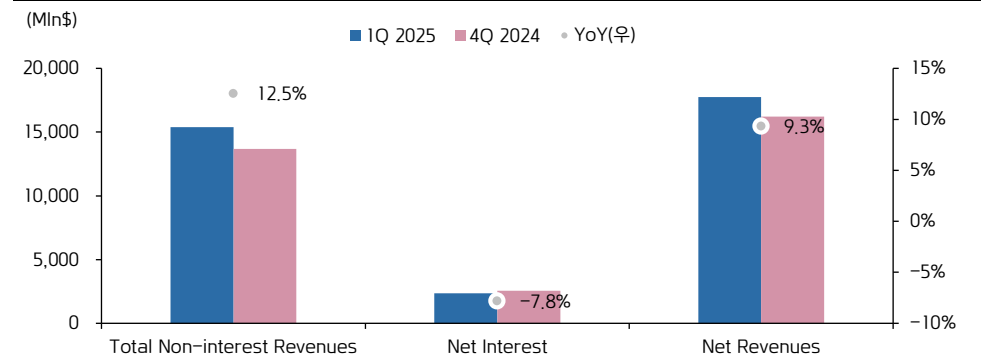
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 NII(Net Interest Income) 변화



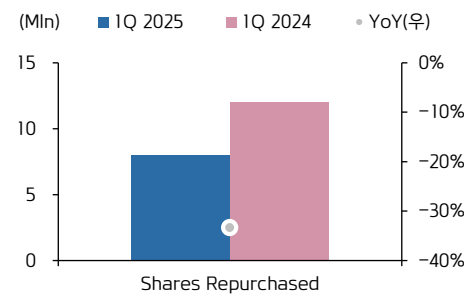
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 이자수익 vs 비이자수익



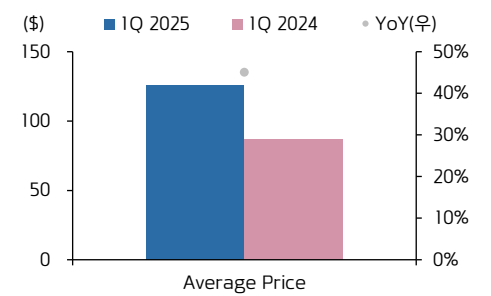
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 기타 항목



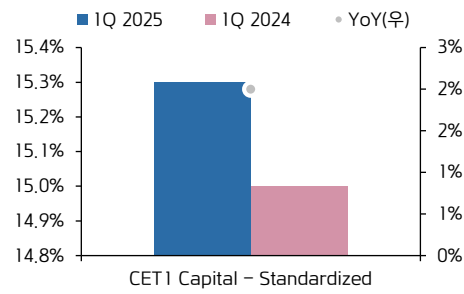
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 기타 항목



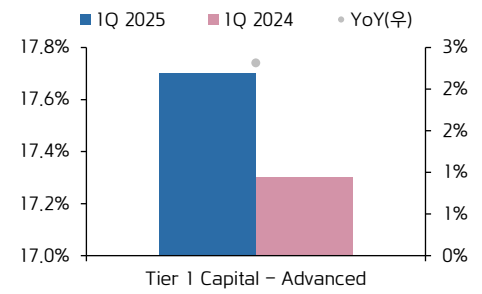
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 기타 항목



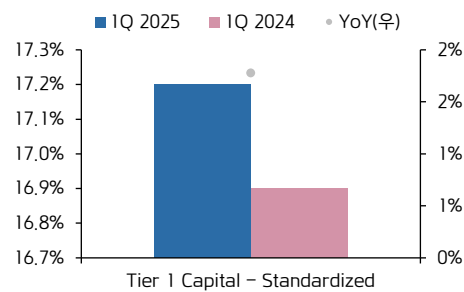
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 기타 항목



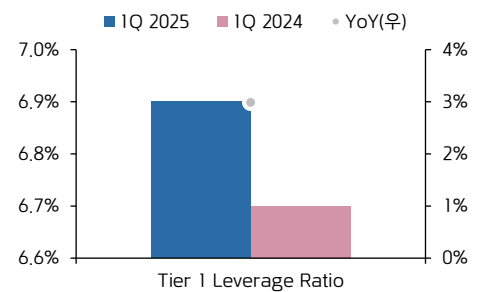
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 기타 항목



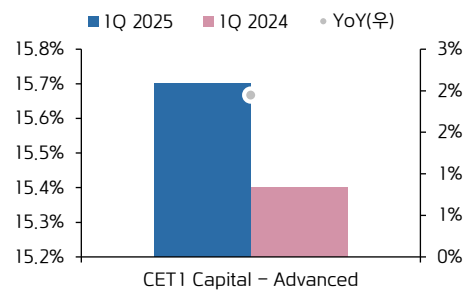
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 기타 항목



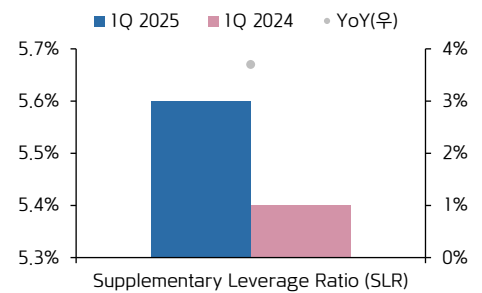
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 기타 항목



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리 기타 항목



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모간 스탠리상세 실적표

(백만 달러)	FY1Q24	FY4Q24	FY1Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
순영업수익	15,136	16,223	17,739	17.2	9.3
순이자수익	1,796	2,552	2,353	31.0	-7.8
비이자수익	13,340	13,671	15,386	15.3	12.5
대손충당금	-6	115	135		
영업비용	10,747	11,202	12,060	12.2	7.7
세전이익	4,395	4,906	5,544	26.1	13.0
법인세비용	933	1,182	1,173	25.7	-0.8
순이익	3,462	3,724	4,371	26.3	17.4
희석 EPS(달러/주)	2.02	2.22	2.6	28.7	17.1
희석 가중평균주수(백만주)	1,616	1,608	1,600	-1.0	-0.5
[영업데이터]					
사업부별 순영업수익					
인수업무 및 위탁매매 (Institutional Securities)	7,016	7,267	8,983	28.0	23.6
자산관리 (Wealth Management)	6,880	7,478	7,327	6.5	-2.0
자기매매 (Investment Management)	1,377	1,643	1,602	16.3	-2.5
주요 통계지표					
비용효율성 비율(%)	71.0	69.0	68.0	-3.0	-1.0
유형보통주자본이익률(ROTC)(%)	19.7	20.2	23.0	3.3	2.8
보통주자본비용(CET1)(%)	15.0	15.9	15.3	0.3	-0.6
Tier 1 레버리지비율(%)	16.9	17.9	17.2	0.3	-0.7

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.