

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 11월 6일 발간된
[2024년 전망 시리즈 11 - 금융: Defense] 임



▲ 금융

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

2024년 전망 시리즈 11 (해설판)

[금융] Defense

- ✓ **[은행]** 은행 3Q23 누적 당기순이익은 이미 전년 이익의 85% 수준을 달성하며 건전함을 입증 중. 2024년에도 은행들의 양호한 실적 유지 예상(24E +6.0% YoY). 이를 기반한 ROE 제고를 위한 주주환원을 상향 흐름 지속 전망
- ✓ **[보험]** 변화된 회계기준 기반 변화된 보험사들의 경영 패러다임은 2024년에도 지속될 것으로 예상. 계리적 가정 가이드라인, 배당 관련 불확실성이 해소되고 있는 가운데, 2024년 개선된 체력 기반 본격적인 ROE 제고 방안을 제시할 시기
- ✓ **[증권]** 증권사들의 영업환경 상 불확실성이 여전히 상존하나, 종목별 선별적 접근은 유효. 은행에 이어 증권도 적극적 주주환원정책을 제시하기 시작 1) 브로커리지 수익 비중이 높고, 2) 부동산PF 및 해외대체투자 익스포저가 적은 증권사가 실적 및 주주환원정책에 유리

Part 1 Intro: 금융주를 움직이는 요인, 무엇이 달라졌는가

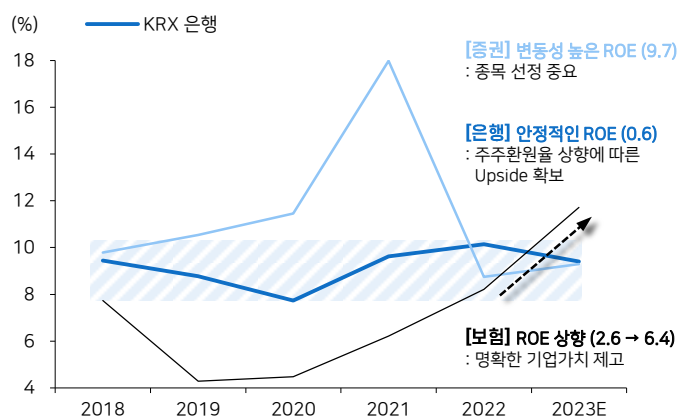
금리 상승은 금융주에게 있어 호재이다. 그러나 코로나19 이후 금융 업권별로 상이한 상황을 맞이함에 따라, 금리 민감도가 낮아졌다. 장단기 금리차 축소로 인해 금융 실적 훼손 우려 부각되고 있다(은행: 자산 건전성 우려가 증대, 보험: IFRS17 도입으로 일부 불확실성 제기, 증권: IB사업 부문의 우려 증대). 2024년 하반기 금리 인하에 따라 해당 우려는 완화될 것으로 전망한다. 안정적인 ROE 기반 주주환원 확대 역량을 기준으로 은행>보험>증권 선호도 순 유지한다.

그림1 금융 실적 훼손 우려 부각

| | | 공통요인: 경기민감도 | | |
|------|--------|-------------|------|-------|
| | | 은행 | 보험 | 증권 |
| 상관계수 | 금리 민감도 | | | |
| | ~2019년 | 0.8 | 0.8 | 0.6 |
| | 2020년~ | 0.2 | 0.7 | (0.7) |
| 원인 | | 건전성 우려 | 불확실성 | IB 우려 |

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 금융 ROE 추이



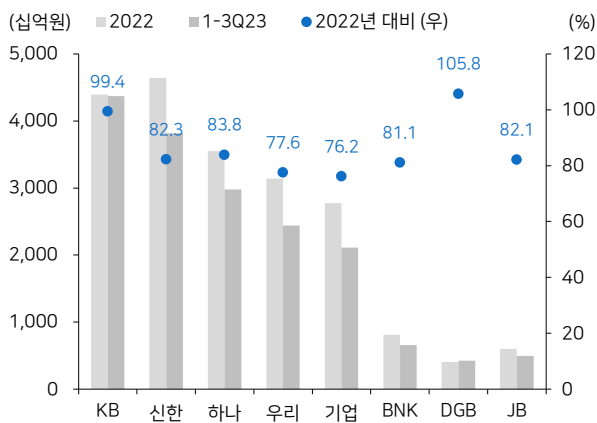
Part 2 은행: 지속될 견고함

은행 3Q23 누적 당기순이익은 이미 전년 이익의 85% 수준을 달성하며 건전한 은행임을 입증하고 있다. 2024년에도 안정적인 실적 기반 주주환원을 상향 흐름을 기대해볼 수 있겠다.

우선 은행 NIM은 연말 중 조달금리 부담 완화 및 대출금리 상향 조정에 힘입어 회복 가능성 존재한다. 다만 2H23 중 기준금리 인하에 따른 은행 NIM 하락은 불가피하나, 이는 차주들의 이자 부담 완화 및 부동산 시장 회복 기여가 가능하다.

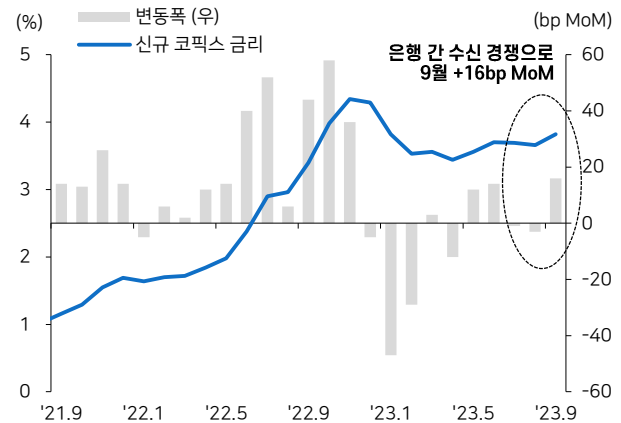
한편 은행 대출성장률은 내년에도 핵심은 기업대출이다. 최근 은행들의 가계대출 회복세가 두드러지고 있으나, 가계대출 규제 재등장 및 강화된 은행들의 대출태도 지수 고려가 필요하다. 여전히 기업들의 은행 대출 의존도가 높다는 점에서 내년 연간 대출성장률은 3~4% 수준을 전망한다.

그림3 은행 당기순이익 1-3Q23 vs. 2022년 연간



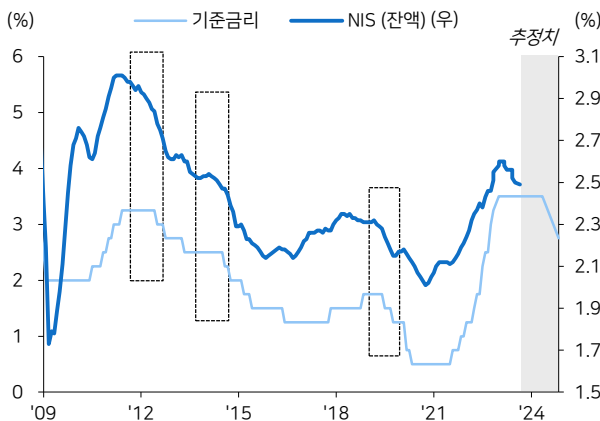
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신규 코픽스 금리 추이



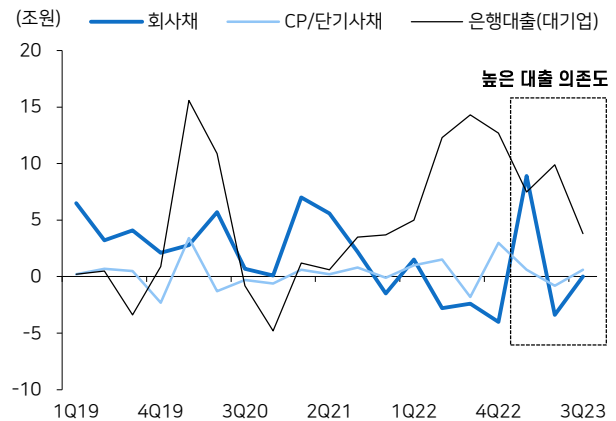
자료: 은행연합회, 메리츠증권 리서치센터

그림5 기준금리 vs. 은행 NIS(잔액)



주: 2024년 기준금리 당사 투자전략팀 전망치
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 기업 외부자금조달 추이

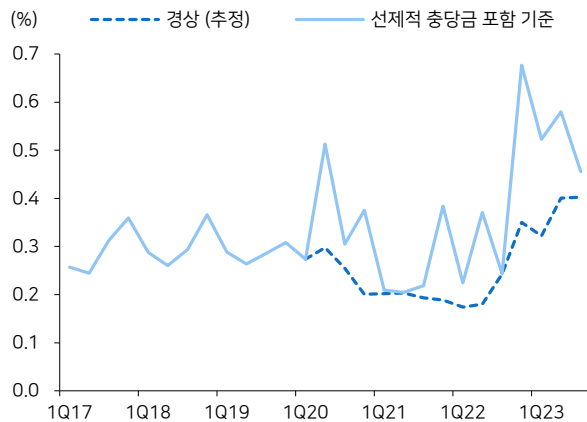


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

올해에 이어 내년에도 은행 실적의 주요 핵심 변수는 대손비용률이다. 코로나19 이후 은행들의 선제적 대손충당금 적립이 지속되고 있다. 2Q23 중 대표 PD 및 3Q23 중 신용LGD 적용한 가운데, 4Q23 중 담보LGD 적용됨에 따라 은행들의 선제적 성격의 손실흡수능력이 강화되고 있다.

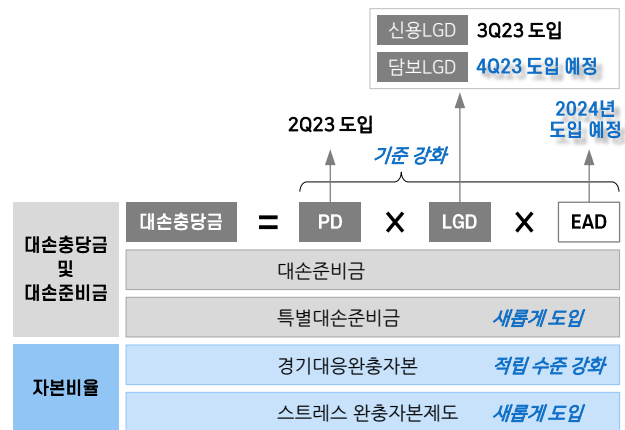
내년 은행들의 1) 경상 대손비용률은 연체율 상승 추이 고려 할 시, 상승세가 유지될 것으로 예상하나, 2) 표면적 대손비용률(경상+선제적)은 누적 적립된 선제적 대손충당금 규모 고려 시, 감소할 것으로 예상된다. 현재 은행들의 대손비용률 표면 및 경상 간 14bp로 큰 차이를 보이고 있다(3Q23 누적 가중평균 기준).

그림7 은행 대손비용률 추이: 선제적 대손충당금 포함 vs. 경상



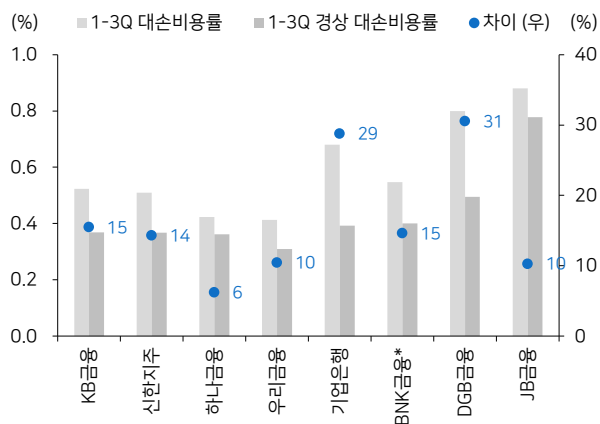
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 은행 손실흡수능력 강화 방안



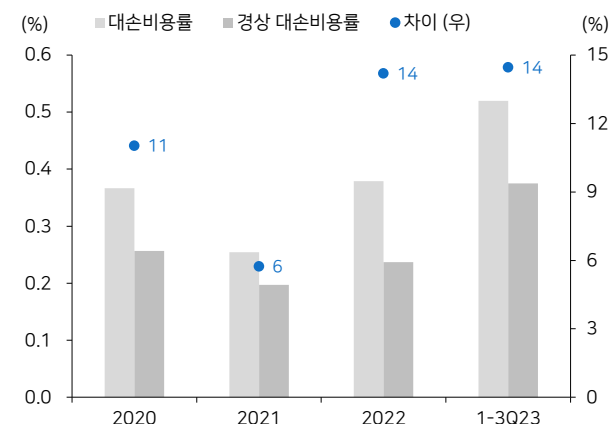
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림9 1-3Q 은행 대손비용률 vs. 경상 대손비용률



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 연간 은행 대손비용률 vs. 경상 대손비용률 추이



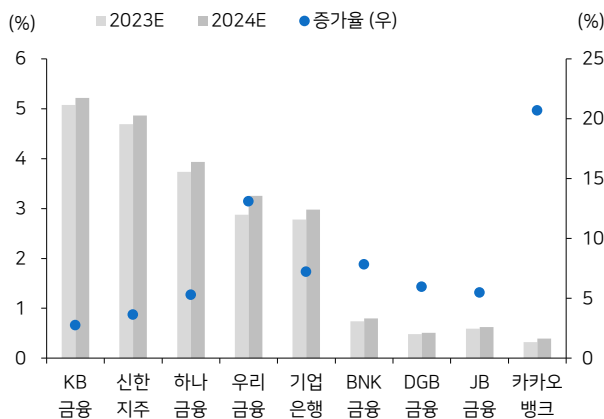
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

올해 은행들은 분기 배당, CET-1비율 기반 주주환원정책 제시, 자사주 매입 및 소각 적극 활용 등으로 적극적인 주주환원정책을 보여준 바 있다. 내년에도 우려 대비 양호한 은행들의 실적 기반 이와 같은 기조를 이어갈 것으로 예상된다(커버리지 은행 합산 24년 순이익 +6.0% YoY).

주주환원을 상향 흐름은 중장기적으로 Valuation 상향으로 이어질 것이다. 대표적인 사례는 일본은행이다. 일본은행들의 22년 주주환원성향이 전년대비 29.9%p 상승, 동기간 PBR은 0.45배에서 0.56배로 상승하였다.

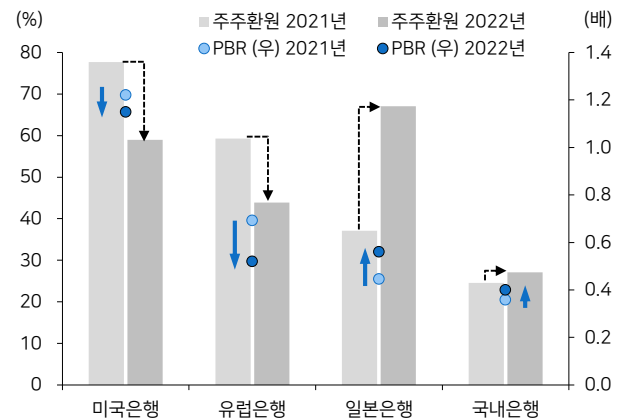
은행 업종에 대해 투자의견 Overweight을 유지한다. 1) 우려대비 양호한 실적을 창출하고 있는 가운데, 2) 현 은행의 PBR(FY1)은 과거 위기 시기보다 낮은 0.33 배 및 3) 배당수익률 8.2%, 주주환원을 9.7%로 주가 하방경직성은 충분히 확보된 상황이다. 자본비율 높은 은행들이 실적 및 주주환원정책에 유리하다.

그림11 커버리지 은행 지배주주 순이익 추정



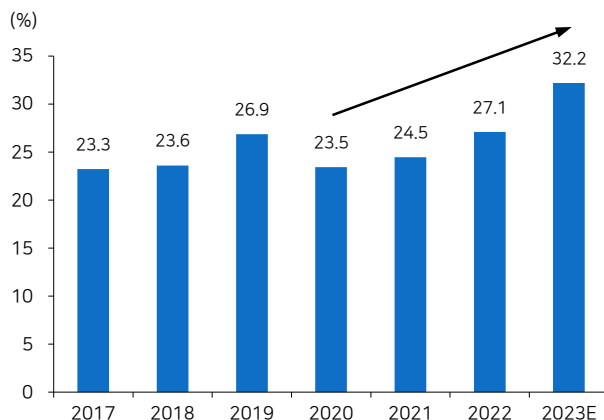
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 주주환원성향, PBR: 2021년 vs. 2022년



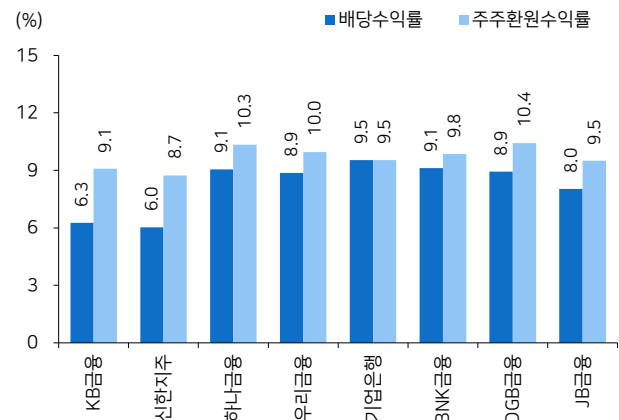
주: 미국은행-JPM, BofA, CITI, WFC, 유럽은행-BNP Paribas, UBS, Deutsche bank, 일본은행 - MUFG, SMFG, SFG, SMTH, 국내은행 - 커버리지은행
자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국내주주환원을 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 은행 연간 배당수익률, 주주환원율



주: 11월 3일 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

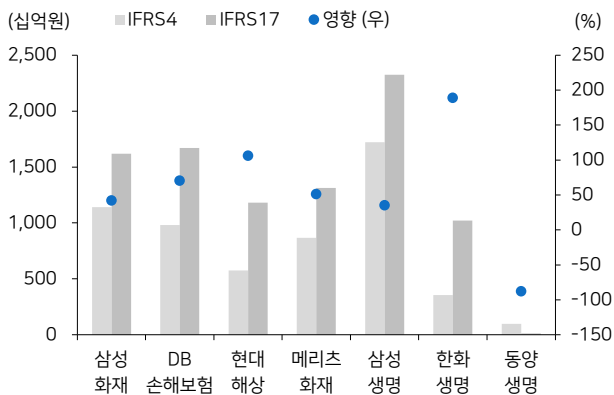
Part 3 보험: 불확실성 소멸 이후

올해 IFRS17로 보험사들의 체력이 크게 개선되었다. 커버리지 보험사 합산 당기 순이익은 IFRS17 전/후 평균 57.8%(손보사 67.2%, 생보사 45.2%), 자본총계는 평균 132.2%(손보사 136.5%, 생보사 +126.4%) 증가했다.

변화된 회계기준 기반 변화된 보험사들의 경영 패러다임은 2024년에도 지속될 것으로 예상된다. 현 회계기준 상 보험 수익성에 있어 주요 지표는 CSM이다. 이를 늘리기 위해 보험사들은 1) 보장성 보험 상품 중심 다양한 신상품 출시 및 2) GA를 통해 판매 역량 강화할 것으로 전망한다.

수익성 높은 보험상품 확보에 따라 생보사와 손보사 간 2024년 CSM 성장을 전년대비 방향성 상이할 것으로 예상된다. 생보사 CSM잔액은 24E +8.2% YoY (vs. 23E +12.2% YoY)로 단기납 종신보험 판매 종료로 전년대비 둔화를 전망한다. 손보사 CSM잔액은 24E +8.2% YoY (vs. 23E +7.5% YoY)로 수익성 높은 보장성 중심 판매행태가 강화될 것으로 예상된다.

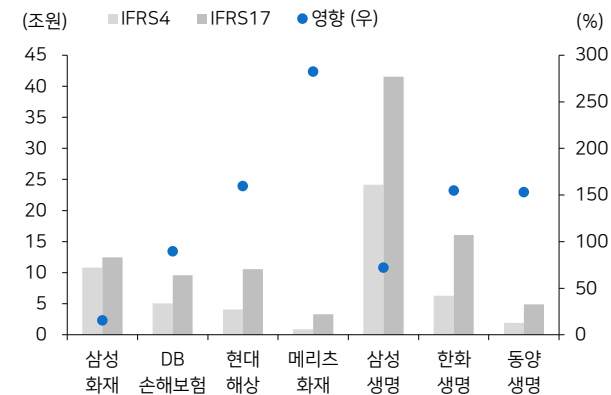
그림15 IFRS17 적용 전/후 2022년 당기순이익



주: 동양생명 2022년 중 1) 금리 확정형 저축성 일시납 보험 3.0조원 판매 및 2) 외화환산손실 등 일회성 비용 영향 기인

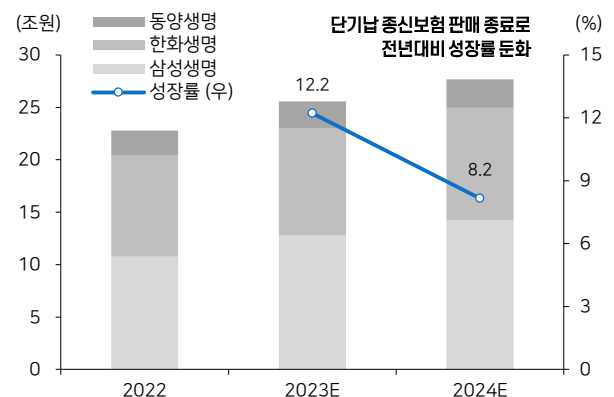
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 IFRS17 적용 전/후 2022년 자본총계



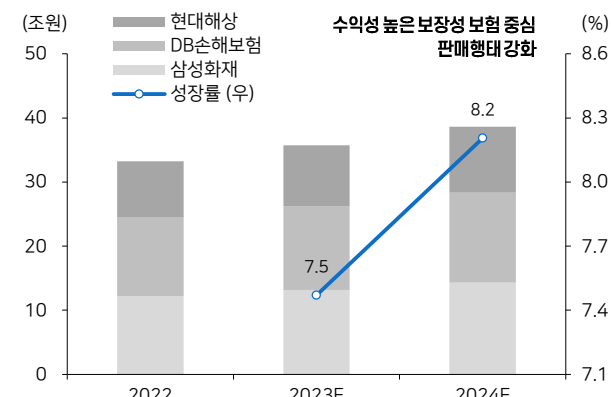
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 커버리지 생보사 CSM잔액 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 커버리지 손보사 CSM잔액 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

물론 회계제도 도입 초기 단계인 만큼 여러 불확실성들 상존하나, 이는 2023년 안에 해결될 예정이다. 1) 3Q23 실적을 통해 IFRS17 계리적 가정 가이드라인 회계처리 영향을 확인한 가운데, 2) 10월 27일 보험사들의 미실현이익과 미실현손실의 상계를 허용하는 상법 시행령 개정안 입법예고로 배당 관련 불확실성이 완화되고 있다.

2024년 보험사들의 ROE 제고 방안을 제시할 시기다. 타 금융업과 마찬가지로 배당의 근간은 K-ICS비율이다. 1) 해약환급금준비금 규모가 낮고 2) K-ICS비율이 높은 보험사들이 배당에 있어 유리하다. RBC비율 당시 200% 이상이 안정적인 수준으로 인식되었다. 이를 고려 K-ICS비율 200% 상회하는 보험사는 (손보사) 삼성화재, DB손해보험, (생보사) 삼성생명이다.

보험 업종에 대해 Overweight 유지한다. 2023년 DPS는 전년대비 15% 증가할 것으로 추정 및 한화생명, 동양생명은 배당 재개할 것으로 예상된다. 불확실성에도 불구하고 ROE 상향에 따른 DPS 상승은 변하지 않는 사실이다.

그림19 KB손해보험 손익요약

| (십억원) | 2Q23 | 3Q23 | % QoQ |
|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 보험영업손익 | 280.2 | 252.9 | (9.7) |
| 투자영업손익 | 103.1 | (32.7) | 적전 |
| 당기순이익 | 271.4 | 155.1 | (42.9) |
| K-ICS비율 (%) | 192.6 | 193.9 | 1.3 |
| CSM (조원) | 8.4 | 9.2 | 9.3 |

+0.8조원

**실손보험손해를 계리적
가정 변경 관련 손실
-520억원**

VS

**보수적 가정 적용
(실손 1·2세대 +0.7조원
3·4세대 -0.2조원)
신계약CSM 성장**

자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

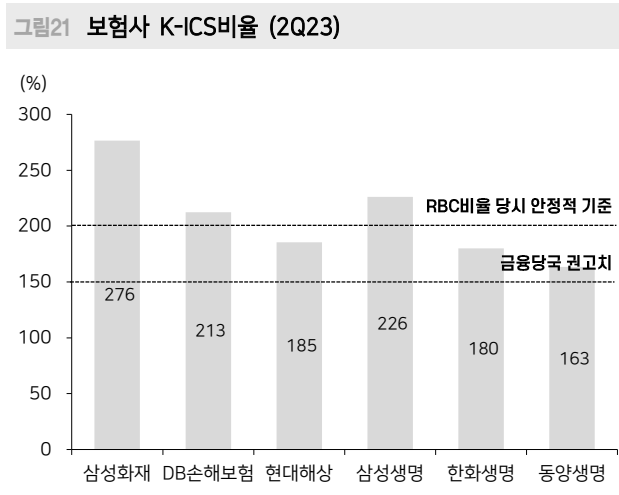
그림20 법무부, 상법 시행령 개정안 입법예고

「상법 시행령」 일부 개정안 입법예고
- 새로운 국제회계기준(IFRS 17) 시행에 따른 보험회사의 배당가능이익 안정화를 위한 상법 시행령 개정 -

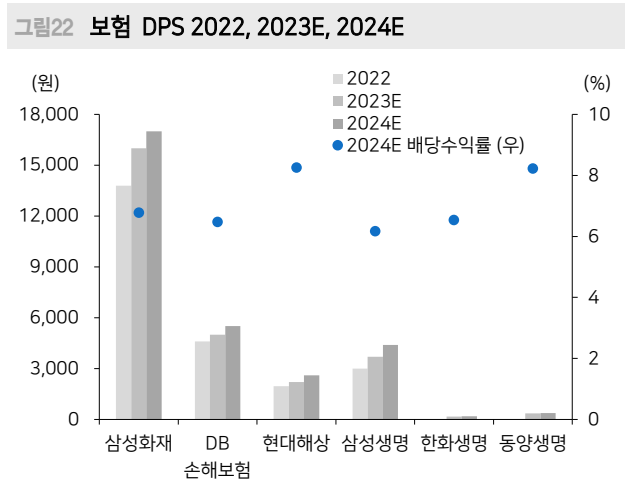
- 법무부는 보험회사가 일반 주주들에게 안정적으로 배당할 수 있도록 배당가능이익 산정 시 미실현이익과 미실현손실의 상계를 예외적으로 허용하는 내용의 「상법 시행령」 개정안을 입법예고합니다.
- 현행 상법은 미실현손실 상계를 원칙적으로 금지하고, 금융특차입자의 일부 회계상용 등에 대한 미실현손실의 제한적으로 상계 허용(2014년 개정)
- 이번 개정안은 올해부터 보험부채를 공정가치로 평가하는 새로운 국제회계기준(IFRS 17)이 전면 시행됨에 따라, 보험회사가 부담하는 장기 보험부채의 급리 변동성이 커지고, 상법상 미실현이익 상계 금지에 따라 주주들에게 안정적인 배당이 어렵다는 학계 및 실무계의 의견을 반영한 것입니다.
- 개정안은 보험회사의 ① 보험부채의 급리변동 위험을 최소화하기 위한 국 공채 및 회사채 발행 거래, ② 보험계약 관련 위험을 이전하기 위한 재보험 거래, ③ 보험금이 자산운용의 성과에 따라 변동하는 보험상품 거래와 관련하여, 연계되는 미실현이익과 미실현손실을 상계할 수 있도록 하였습니다.
- 상법 시행령이 개정되면 보험회사의 안정적 이익배당이 가능해지고, 배당을 예상하고 투자한 주주 등 일반 국민들에게도 도움이 될 것으로 기대됩니다.

* 보험회사의 영업수익률은 실감수익률에 상환준비금(23.2. 보험연구원 리포트)

자료: 법무부



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터



주: 11월 3일 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 4 증권: 선별적 접근의 중요성

지난 10년간 증권사들의 자기자본 규모가 크게 확대되었다. 초대형 IB 지정 기준인 4조원을 넘어, 종합투자계좌(IMA) 사업 진출 기준인 8조원까지도 바라보는 시대가 도래하였다. 달라진 증권사들의 자본력은 각자만의 사업영역을 구축해나가는 원동력으로 작용하였다. 자본 수준에 따른 수익 추구 형태도 달라졌기 때문이다. 전통IB, 부동산PF 등 위험 인수 기능이 활성화되었다. 그 결과 증권사들은 각자만의 고유한 특성을 지니게 되었다.

증권사의 수익원이 다양해짐에 따라 브로커리지 비중이 축소됐다. 국내 증권사 합산 기준 영업수익 내 Trading 및 상품손익 비중이 2Q11 6.8% → 1Q23 56.3%로 확대됐다(수수료수익 내 브로커리지 비중은 2Q11 69.1% → 1Q23 48.7%로 축소 vs. IB 비중 동기간 12.1% → 33.8%로 확대).

증권사별로 영업수익 형태가 달라진 만큼, 투자의 관점에서도 이를 고려한 종목 선별이 보다 중요하다. 거래대금 변동에 따른 브로커리지 수익 민감도가 높은 (ROE기여도 기준) 증권사는 키움증권 > 삼성증권 > NH투자증권 > 미래에셋증권 > 한국투자증권 순으로 추정된다. IB 수익, 트레이딩 및 금융상품 수익 등 부문을 간접적으로 파악할 수 있는 원천은 각 증권사들의 자산 구조다. 자산 중 IB, 트레이딩 및 금융상품 수익 등 관련 자산 비중이 높은 증권사는 한국투자증권 > 미래에셋증권 > NH투자증권 > 삼성증권 > 키움증권 순으로 추정된다.

그림23 증권사별 브로커리지 수익 민감도 및 자산구조



주: 브로커리지 수수료율 및 M/S, 자산구조(2Q23 기준)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

내년에도 증권사들의 주요 변수는 부동산PF 및 해외 대체투자로 판단된다.

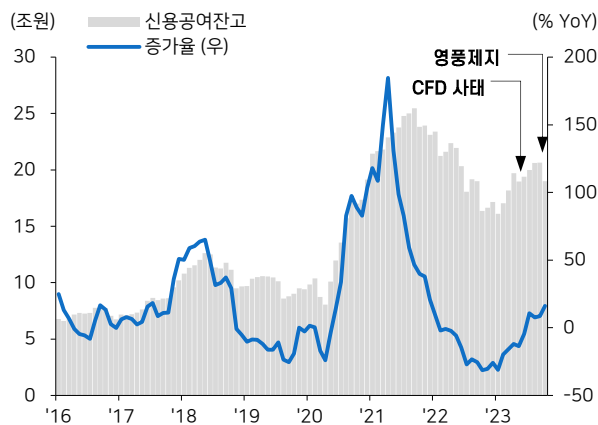
우선 내년 거래대금의 경우 전년대비 소폭 감소한 수준을 예상한다. 증시 일평균 거래대금은 최근 감소세로 전환되었다(3월 21.7조원 → 7월 27.0조원 → 10월 15.0조원). 1) 현 대내외 불확실성 및 증권사들의 리스크 관리모드 강화 고려 시, 변동성이 높을 것으로 예상하나, 2) 2H24 중 금리 안정화에 따른 위험자산 선호도 높아질 시, 회전을 회복에 따른 거래대금 상승세를 전망한다.

트레이딩의 경우, 증권사들의 보유채권 규모가 확대(1H23 247조원 vs. 2018년대비 26.6%)됨에 따라 트레이딩 손익 변동성 확대되고 있다. 2H24 금리 인하 시기 도래됨에 따라 해당 부문 손익 변동성 축소를 예상한다.

부동산PF와 해외 대체투자 우려는 지속될 것으로 예상한다. 1) 내년 만기도래되는 해외부동산 펀드 규모는 11.6조인 가운데, 2) 여전히 부진한 미국 오피스 시장 현황 고려 시 관련 불확실성이 존재한다.

증권사들의 영업환경 상 불확실성이 상존하고 있는 상황이나, 브로커리지, IB 등 각 업황에 따른 종목별 선별적 접근은 유효하다. 현 상황 상 1) 브로커리지 수익 비중이 높고, 2) 부동산PF 익스포저가 적은 증권사가 실적 안전성을 보유하고 있는 것은 물론, 주주환원정책에도 가시성 있을 것으로 예상한다.

그림24 신용공여잔고 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

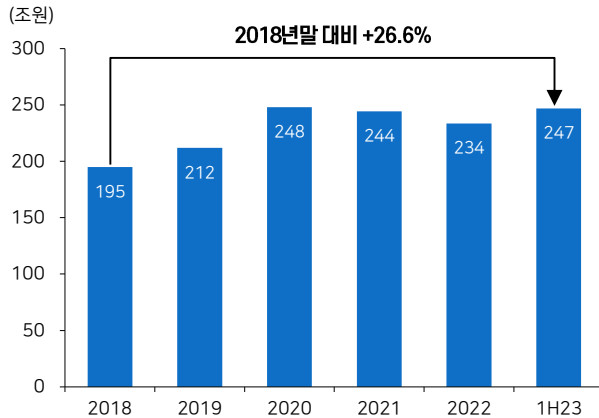
그림25 일평균 거래대금 추이 및 전망



주: 회색 음영 당사 추정

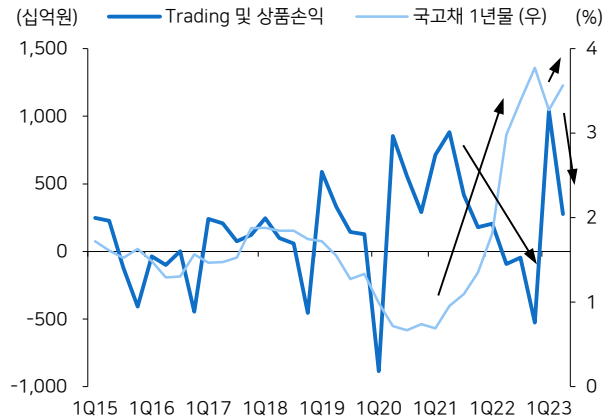
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림26 증권사 보유채권 규모



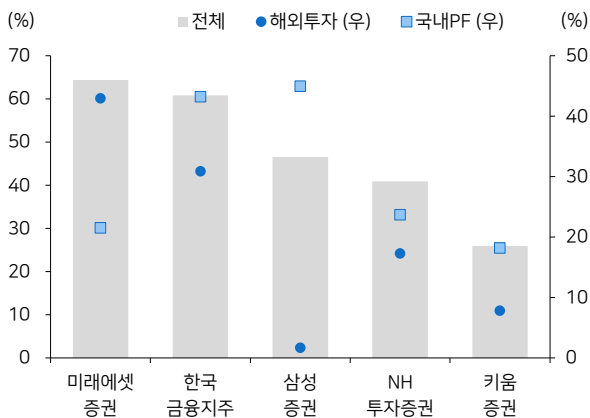
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림27 커버리지 Trading 및 상품손익 합산 vs. 국고채 1년물



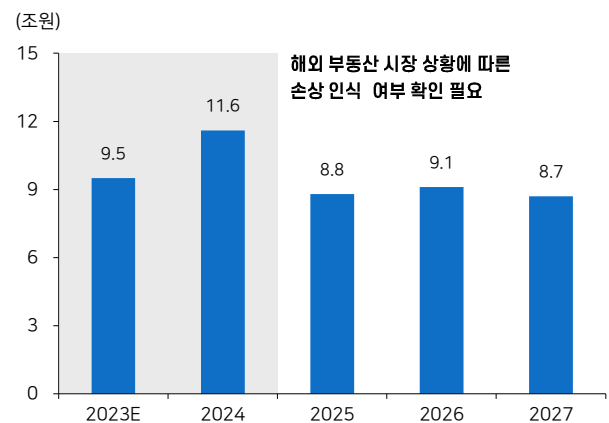
자료: 각 사, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림28 증권사 자본대비 국내 부동산PF, 해외 투자 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

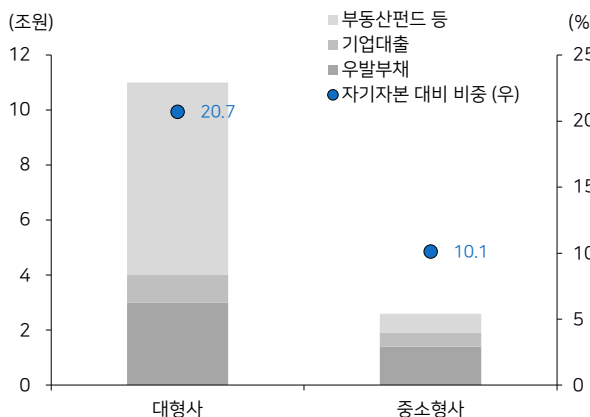
그림29 해외부동산펀드 만기 도래 현황



주: 2022년 말 기준

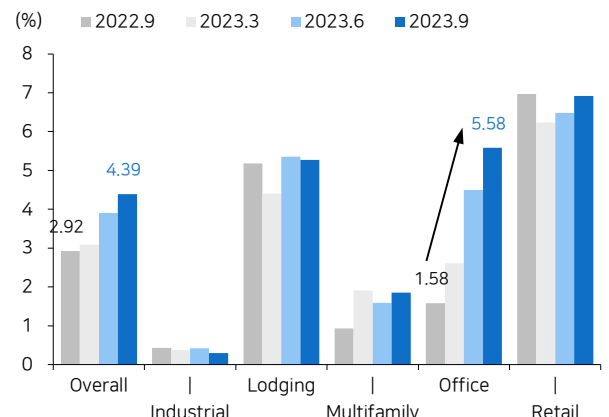
자료: 오기형 더불어민주당 의원실, 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림30 증권사 해외부동산 현황(1Q23): 대형사 vs. 중소형사



자료: 한국신용평가, 메리츠증권 리서치센터

그림31 상업용 부동산별 CMBS 연체율



자료: Trepp, 메리츠증권 리서치센터

그림32 키움증권 주주환원정책 (2023년 10월 10일)

| 목적 | 주주가치 제고 |
|----|--|
| 내용 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 3개년(2023~2025년) 주주환원율 30% 이상 유지 ✓ 사업연도 별도 재무제표 기준 당기순이익의 30% 이상 주주환원 ✓ 주주환원은 배당, 자사주 소각* 등으로 구성 (*기보유 자사주 및 추가 취득하여 소각 예정) |

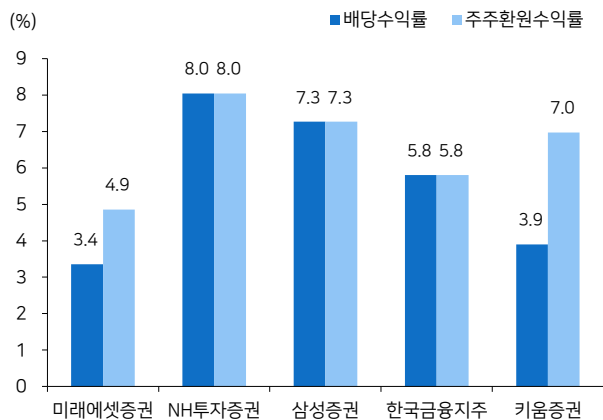
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

표1 키움증권 자사주 매입 내역

| 공시일 | 종료일 | 규모 (십억원) |
|------------|--------------------|------------|
| 2019-06-17 | 2019-09-17 | 39.2 |
| 2022-01-28 | 2022-05-02 | 48.7 |
| 2022-05-19 | 2022-08-19 | 35.4 |
| 2023-10-25 | (예정) 2024-04-24 | (예정) 70 |

자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

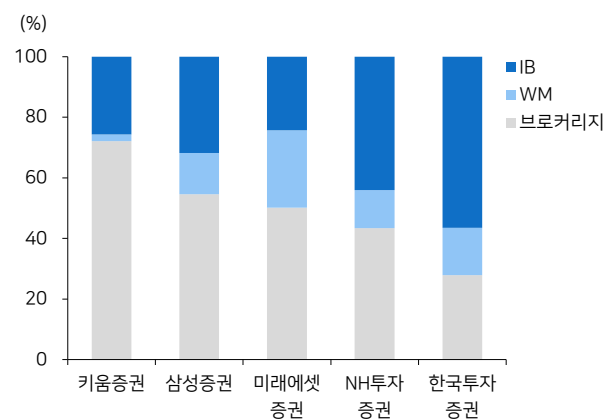
그림33 증권 주주환원수익률 (FY1)



주: 11월 3일 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림34 증권사 수수료 수익 Breakdown (2022년)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.