

INDUSTRY

2022년 9월 20일

금융

(은행: Neutral / 보험: Positive)

불확실성의 끝자락에서

“
 경기에 대한 기대는 낮아지고 있고, 경제 주체들에 부담으로 작용하는 물가는 시장 전망을 여러 차례 상회했습니다. 시장은 비우호적인 거시 환경을 인정하고 받아들이고 있지만, 물가와 경기, 금리에 대한 시장의 기뻛값 조정이 끝났다고 예단할 수는 없습니다. 아직은 거시 경제의 불확실성 구간입니다. 이 가운데 보험은 본질가치와 손익 모두에서 금리 상승의 혜택을 오롯이 받는 금리 수혜주입니다. 미약하나마 신계약의 가격 경쟁력도 확보할 수 있습니다. 은행은 금리 상승 시 마진이 확대되는 상관성에도 불구하고, 금리에 앞서 경기와 더 높은 주가 연동성을 보입니다. Credit 우려와 조달 포트폴리오 변화는 금리 상승을 마냥 반길 수 없는 근거입니다. Top picks로는 한화손해보험, DB손해보험, 기업은행, 신한지주를 유지합니다. 종목 선택이 중요한 구간입니다.
 ”

| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 지표.....	04
III. 투자포인트	05
1. Macro 환경: 불확실성의 끝자락	05
2. 금리와 보험주: 보다 순수한 금리 수혜주.....	12
3. 금리와 은행주: 경기가 마음에 걸린다.....	18
IV. Valuation과 배당.....	27
V. 위험요인.....	30
VI. 기업분석.....	35
1. DB손해보험 (005830).....	36
2. 한화손해보험 (000370).....	41
3. 신한지주 (055550).....	46
4. 기업은행 (024110).....	51

I. 핵심 요약

아직 불확실성의 구간에 위치한 거시 경제 환경

금융주 투자는 종목 선별보다 산업에 대한 판단이 우선해야 하고, 그 판단의 가장 중요한 척도는 거시 경제 환경에 있다. 현재 경기에 대한 기대는 낮아지고 있고, 경제 주체들에게 부담으로 작용하는 물가는 시장 전망을 여러 차례 상회했다. 최근 시장은 비우호적인 거시 환경을 인정하고 받아들이고 있지만, 물가와 경기, 금리에 대한 시장의 기대값 조정이 끝났다고 예단할 수는 없다. 아직은 거시 경제의 불확실성 구간이라고 판단한다.

금리 상승의 수혜를 오롯이 누리는 보험주

이러한 인식 하에 금융주 내 보험업종, 특히 손해보험주에 대한 추천을 유지한다. 보험은 본질가치와 손익 모두에서 금리 상승의 혜택을 오롯이 받는 금리 수혜주다. 현행 회계기준에서는 금리 상승이 자본 감소로 이어지지만 2023년 도입될 IFRS17 상에서는 순자산가치 증대가 드러날 것이다. 또한 금리 상승에 따라 신규 이원이 보유 이원보다 높아지면서 듀레이션이 긴 보험사들의 보유이원이 10년 만의 상승 전환하기에 이르렀다. 더불어 금리 상승은 미약하나마 신계약의 가격 경쟁력에도 기여한다. 하반기 실적에서 신규 모멘텀은 부족해 단기적인 주가는 답부할 수 있겠으나 중장기 사이클을 보고 매수해도 좋다는 판단이다.

경기를 배제할 수 없는 은행주의 특성

반면 은행은 금리와 마진의 높은 상관성에도 불구하고 valuation에서 경기 부진의 영향을 받을 것으로 예상된다. 순이자마진은 가파르게 상승했지만 차주들이 이자상환 부담을 감내하기에 경기 환경은 우호적이지 않다. 이는 금리에 2년가량 후행하는 credit risk가 확대될 것이라는 우려를 야기한다. 다만 2023년 대손충당금 전입액이 20% YoY 증가하고 분기 NIM이 하락 전환할 것을 가정해도, 주요 은행주 5사의 영업이익은 9% YoY 증가할 것으로 추정된다. 은행주 실적에 대한 의심은 크지 않으나, valuation 정상화의 여부는 거시 경제 환경에 달린 것으로 판단한다.

Valuation과 배당 매력 효과

KRX 업종분류를 기준으로 12m forward PER을 비교하면, 손보주, 증권주, 은행주는 운송주 다음으로 낮은 위치에 있다. 실적은 양호한데 주가는 저평가되니, 대부분 커버리지사의 연간 기대 배당수익률은 BBB+~BBB- 등급의 회사채 yield 수준에 이른다. 배당주 투자 시기에 높은 기대 수익률은 금융주 주가의 하방 경직성에 기여할 전망이다.

*3Q~4Q 배당의 기대 수익률: 기업은행 8.8%, 그외 은행 4사 평균 5.9%, 메리츠화재 2.0%, 그외 손보 3사 평균 6.9%, 생보 2사 평균 5.7%, 한화손보 및 한화생명 미배당

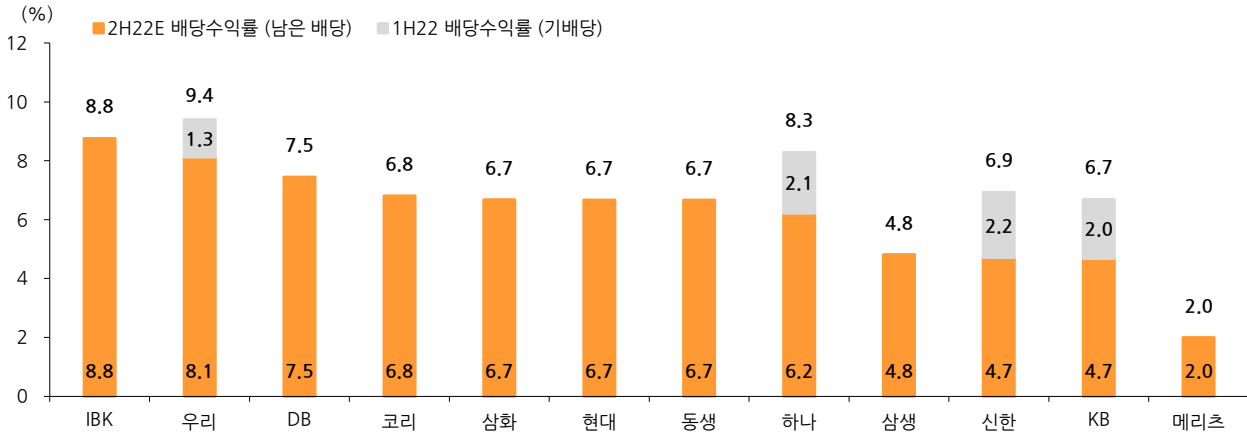
Top picks: 한화손해보험
DB손해보험
기업은행
신한지주

Top picks로는 한화손해보험, DB손해보험, 기업은행, 신한지주를 유지한다.

- (1) 이익 체력 제고에도 불구하고 12mf PER 1.9배에 불과한 한화손보는 한시적인 자본 우려가 해소되면 주가의 지나친 저평가도 해소될 것으로 기대한다.
- (2) DB손해보험은 수익성 지표의 질적 우위와 높은 배당수익률에도 불구하고 peer 대비 낮은 valuation을 받고 있어 상대적인 투자 매력이 높다는 판단이다.
- (3) 법인 기업대출 시장의 호조는 기업은행에게 유리하다. 더불어 배당 불확실성은 낮고 기대 yield는 높아 매력이 부각되는 구간이라고 판단한다.
- (4) 신한지주는 업종 내 EPS 성장률 우위로 경쟁사와의 시총 gap을 축소할 근거가 마련되었는데, 12mf PBR은 COVID 급락 구간 제외 시 역사적 저점이다.

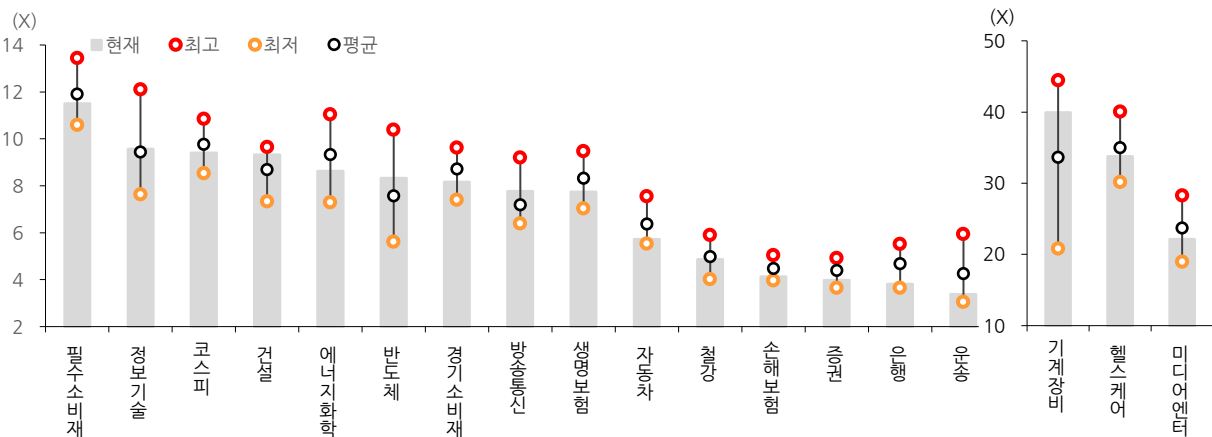
II. 주요 도표

[그림1] 커버리지 금융주의 2022년 기대 배당수익률



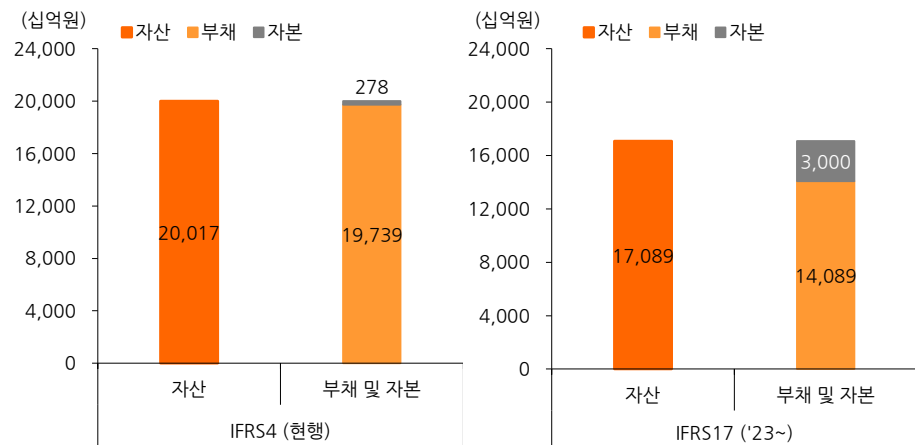
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 업종별 12m forward PER 비교



주: 최고, 최저, 평균은 2022년 일별 12mf PER로 산출
 자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] IFRS17 vs. IFRS4 재무상태 비교(한화손보 사례): 할인을 ↑ → 보험사 본질가치 증대



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 투자포인트

1. Macro 환경: 불확실성의 끝자락

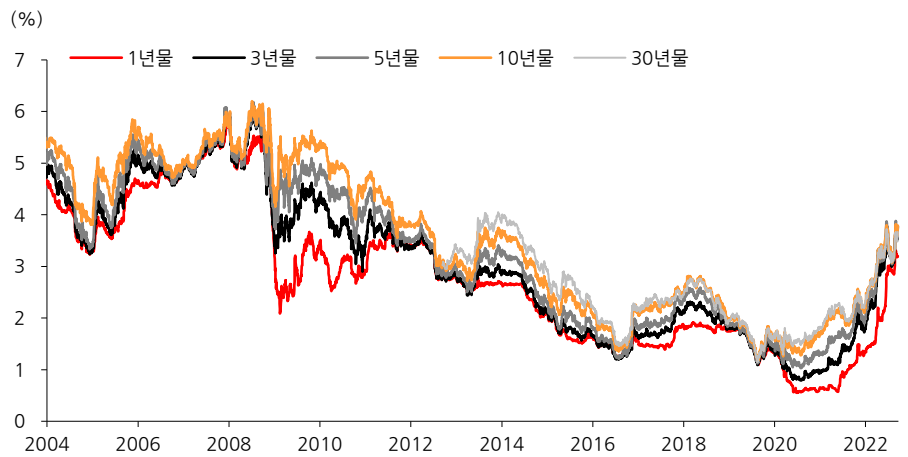
» 끝자락이지만, 아직 불확실하긴 하다

경기 체력에 비해
높은 금리 수준

산업의 사이클을 기업들이 함께 따라가는 금융업종의 특성에 따라, 금융주 투자는 종목 선별보다 산업에 대한 판단이 우선해야 하고 그 판단의 가장 중요한 척도는 거시 경제 환경에 있다.

결론적으로 경기에 대한 기대는 낮아지고 있고, 경제 주체들에게 부담으로 작용하는 물가는 시장 전망을 여러 차례 상회했다. 이에 따라 2021년부터 상승해 온 금리는 경기 체력에 비해서는 overshooting된 것으로 판단한다. 물가는 여전히 불확실성을 안고 있는 변수이지만, 이에 대한 투자자들의 민감도가 낮아질 때 금리는 경기 상황을 반영하며 하락 전환할 것으로 전망한다.

[그림4] 한국 국채금리 추이



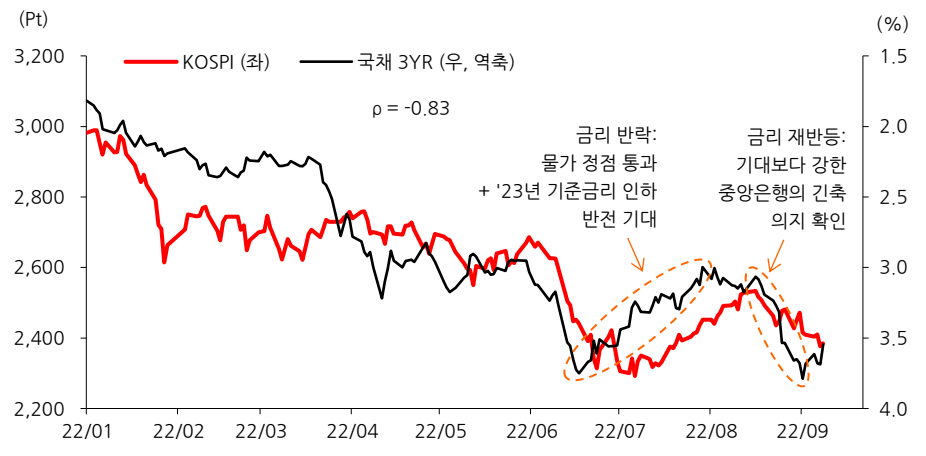
자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

충분히 인지하고 있지만
아직은 불확실성의 구간

연중 물가 및 경기에 대해 바람섞인 기대와 실망이 반복되었지만, 결과적으로 기준금리 예상치가 상향되면서 8월 들어 시장금리도 재차 상승했으며 증시는 부담 요인의 강세로 하락했다. 비우호적인 거시 환경을 인정하고 받아들이는 단계로 보이기에 불확실성의 끝자락이라고 표현하였다.

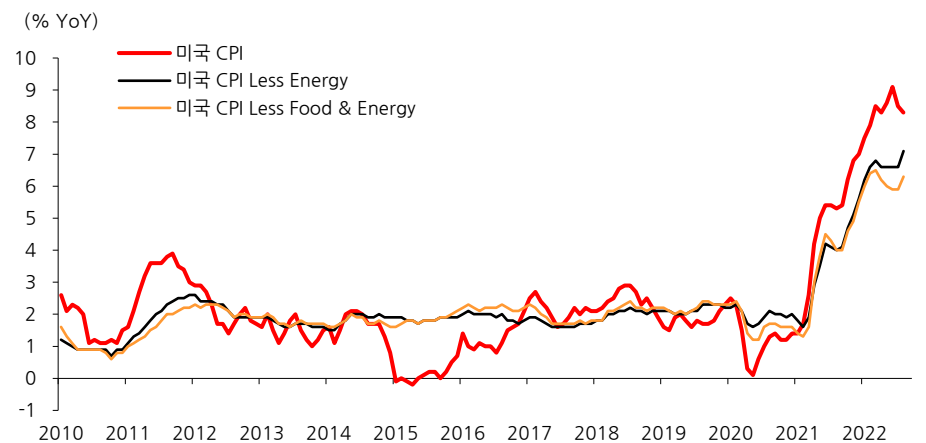
다만 8월 미국 CPI가 시장 기대치를 다시 상회하며 물가가 리스크 요인임을 다시 상기 시켰다. 에너지 수요가 실제로 확대될 겨울철을 앞둔 데 더해, 에너지 가격을 제외한 물가지수(미국 CPI 기준)도 여전히 높은 수준에 머무르고 있다. 이로써 9월 FOMC를 통한 미국 기준금리의 기대치는 또다시 상승했다. 물가와 경기, 금리에 대한 시장의 기댓값 조정이 끝났다고 예단할 수는 없다. 아직은 불확실성의 구간이라고 판단한다.

[그림5] 증시와 금리 추이: 늘 그렇지는 않지만, 울드려는 역의 상관관계가 뚜렷



자료: 금융투자협회, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미국 물가상승률: 불확실성의 주범



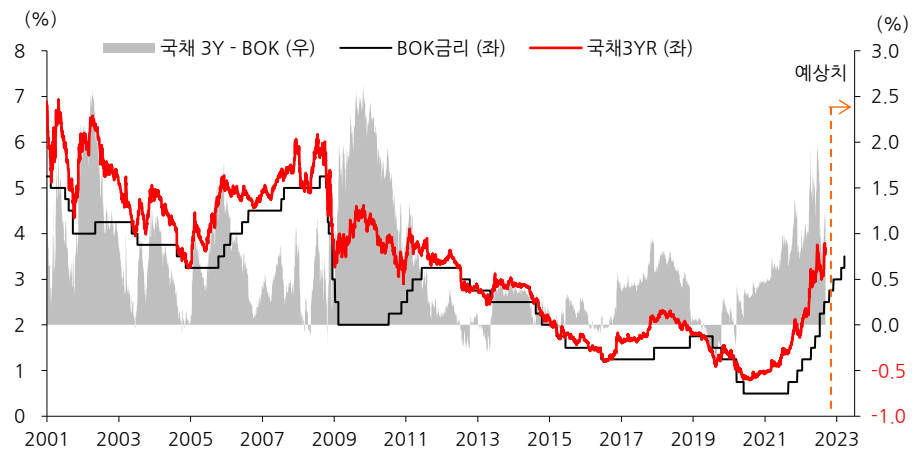
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

장단기 금리차 역전도
가능한 상황

한화투자증권은 한국은행이 연중 남은 통화정책방향 회의에서 기준금리를 25bp씩 인상하고(→ 3.00%), 2023년 두 차례 더 인상(→ 3.50%)할 것으로 전망한다.

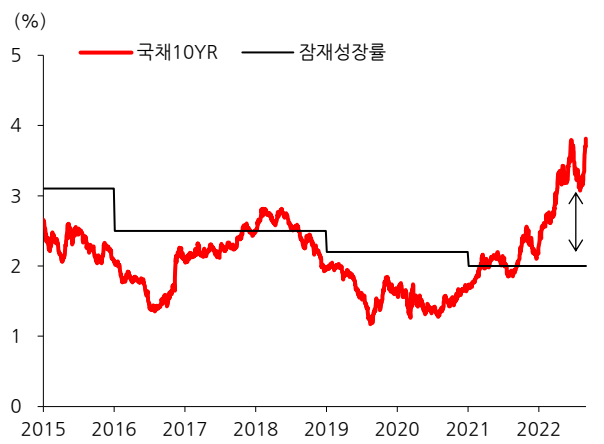
이 가정 하에서 시장금리의 상승여력은 높지 않아 보인다. 통상 기준금리 변동기에 구간의 종말값을 선반영하는 국채 3년물 금리는 이미 3%대 중후반에 도달해 있다. 한편 장기물 금리는 과거에 상단 역할을 하던 잠재성장률을 150bp 이상 상회하고 있는데, 기대 인플레이션은 9개월 만에 반락했다. 물가가 목표 수준까지 도달하는 데는 인내심이 필요하겠으나, 그래도 정점은 통과한 것이라면, 이제 금리에 보다 주요한 변수는 물가보다 경기 전망이 될 것이다. 이미 한국의 장단기 금리차는 0bp로 축소되어 있는데 (중가 기준, 장기금리와 단기금리의 하락 전환에 시간차가 예상되므로 장단기 금리차의 역전도 가능해 보인다.

[그림7] 기준금리 변동을 선반영하는 시장금리



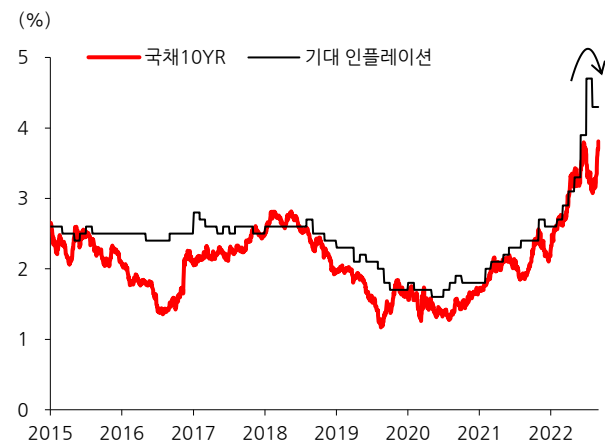
자료: 한국은행, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 국채 10년물 금리와 잠재성장률



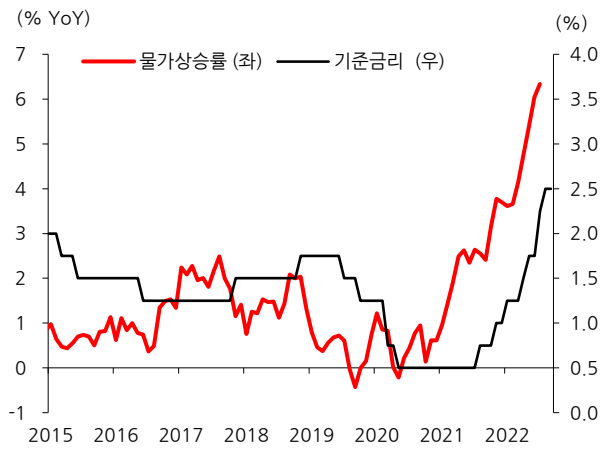
자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 국채 10년물 금리와 기대 인플레이션



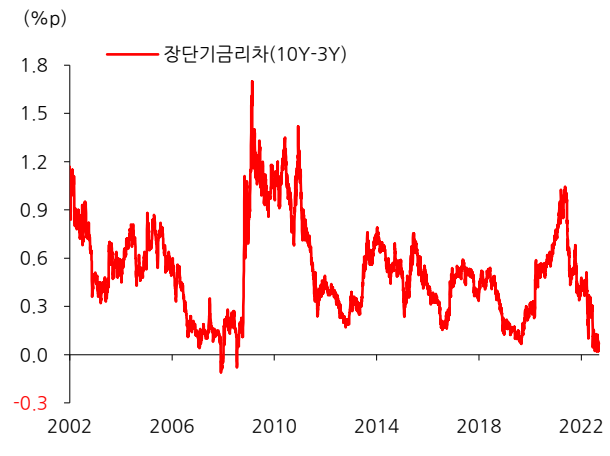
자료: 금융투자협회, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 한국은행 기준금리와 한국 물가상승률



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 장단기 금리차: 0에 수렴 중

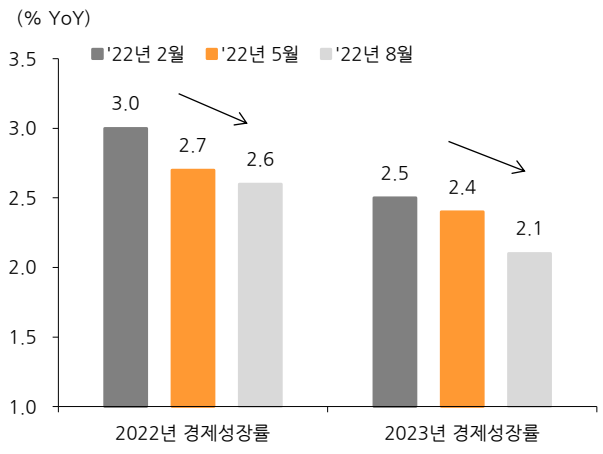


자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

경기 전망은 계속 하향되고 있다

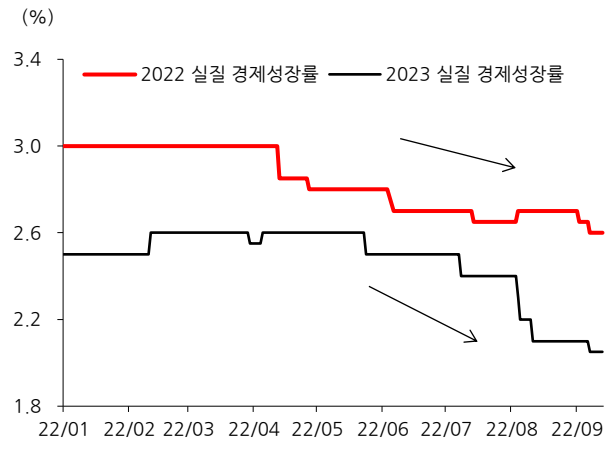
물가 부담으로 인해 인상되는 기준금리와 이를 반영하여 상승한 시장금리로 인해 결국 한국의 경제성장률 전망치는 하향 조정되고 있다. 한국은행은 2022년 및 2023년에 대한 경제성장률 전망치를 발표할 때마다 하향 조정하였고, 시장 컨센서스상으로도 경기 전망은 하향되어왔다.

[그림12] 한국은행의 발표시점별 한국 경제성장률 전망



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 한국 경제성장률에 대한 시장 컨센서스 조정



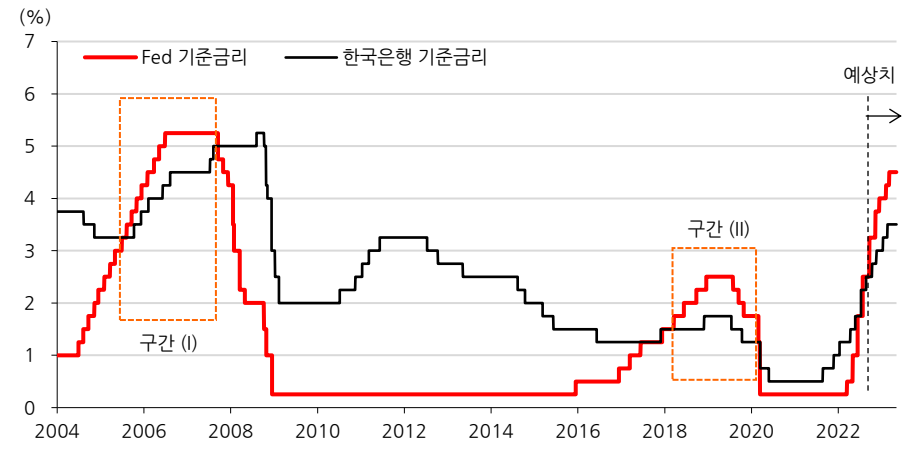
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

한미 기준금리 역전기의
외국인 수급:
현재는 구간(II)와 유사

긴축 정책은 주요국들의 공통사항이지만, 그 중에서도 미국의 속도가 빠르다. 한국과 미국의 기준금리는 2022년 하반기 들어 한 달가량 역전된 바 있는데, 이는 9월 FOMC를 기점으로 다시 역전되고 그 격차가 한동안 유지될 것으로 전망된다.

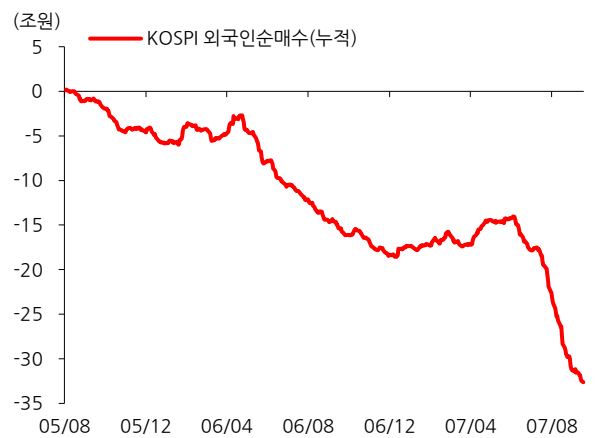
양국 간의 금리차는 자금 유출에 대한 우려를 야기할 수 있다. 2000년대 이후 사례를 살펴보면, (I)2005년 8월~2007년 9월 동안 한미 기준금리가 역전된 적이 있다. 그 직후 미국은 서브프라임 모기지의 부실화로 기준금리를 인하하기 시작했으나, 해당 이슈가 금융시스템의 위기로 번지면서 오랜 기간 제로금리에 갇혀야 했다. 이후 연준의 통화정책이 9년 반만에 긴축 기조로 전환되면서 한-미 기준금리는 다시 같아졌는데, 2018년 미중 무역분쟁의 영향으로 한국의 기준금리가 이를 따라가지 못하면서 양국의 기준금리는 (II)2018년 3월~2020년 3월 재역전되었다. 두 구간 모두 자금과는 배경이 다르지만, 구간(I)은 전 세계적인 경기 호황을 바탕으로 한 기준금리 인상 속에서 금리차가 역전된 시기였다. 고성장의 마지막 촉매였던 셈이다. 반면 구간(II)는 부진한 경기 환경에도 불구하고 대내외 환경에 의해 기준금리를 올려야 했던 시기이며, 결국 구간 내에서 인하로의 전환을 맞게 된다. 따라서 현 국면과 가까운 것은 구간(II)라고 판단한다.

[그림14] 한국과 미국의 기준금리



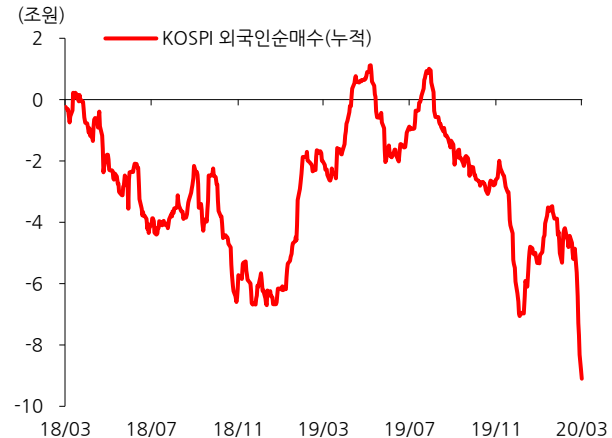
자료: Bloomberg, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 한미 기준금리 역전 구간 (I)의 외국인 수급: KOSPI



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 한미 기준금리 역전 구간 (II)의 외국인 수급: KOSPI



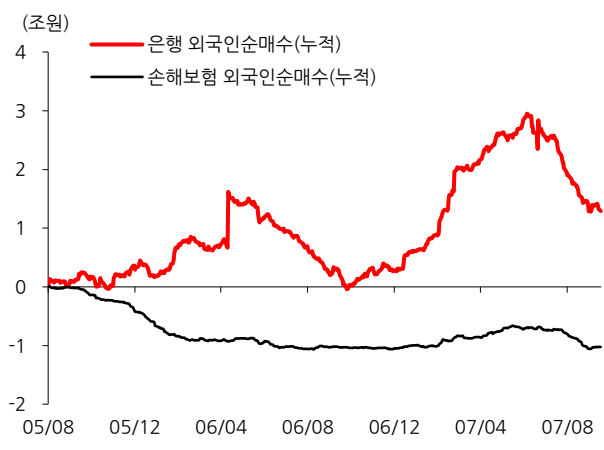
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

한미 금리차
→ 은행 수급에 부정적
보험은 금리 방향이 더 중요

두 구간 모두 KOSPI 시장에서는 외국인 자금이 순매도를 기록했다. 외국인 지분율이 높아 외인 수급에 민감한 것으로 알려진 은행 섹터는 구간(I)에서는 외국인 자금 유입(구간 계 +1.2조원), 구간(II)에서는 유출(구간 계 -1.8조원)을 나타냈다. 구간(I)은 전술했듯 고성장이자, 기준금리 인상 국면이기도 했기에 은행업종으로의 자금 유입이 이상하지 않다. 해당 기간 은행업종의 원화대출은 15% YoY(CAGR) 성장했고, 2005년~2007년 시중은행의 영업이익은 27% YoY(CAGR) 증가했다. 그러나 경기 전망이 악화되었던 구간(II)에서는, 주요 은행주의 경상적인 증익이 연속되었음에도 불구하고, 외국인 자금이 빠져나갔다. 이는 금리차 역전과 기준금리 인가가 동시에 나타난 시기부터 더 크게 드러난다.

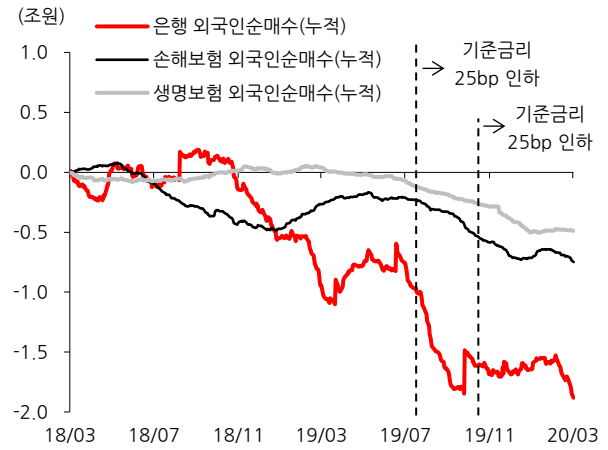
보험 섹터는 두 구간 모두 외국인 자금 유출(구간(I) 계 -1.0조원, 구간(II) 계 순보 -0.8조원, 생보 -0.4조원)을 나타냈다. 구간(I)에서는 상장 보험주가 손해보험사뿐이었다. 당시에는 손해보험업종은 금리의 영향을 받는 장기보험의 비중이 일반 및 자동차보험보다도 낮았기 때문에 금리 상승에 대한 수혜보다는 자금 유출의 영향이 더 컸을 것으로 보인다. 더불어 2004년까지 손보업종의 순이익은 높은 성장을 보였으나 2005년부터는 정체되기 시작하기도 했다. 구간(II)에서도 외국인 자금이 유출되었지만 금리차보다는 업황의 이슈라는 해석이다. 우선 생보주의 경우 기준금리 인하 사이클로 전환되었던 2019년 7월 이전까지는 오히려 외국인 순매수가 나타났기 때문에, 금리차보다는 기준금리의 방향성 자체가 더 중요했다고 보인다. 이 가운데 손보주는 2018년~2019년에 걸쳐 신계약 매출을 위한 출혈 경쟁으로 매우 부진한 실적을 연속했다.

[그림17] 한미 기준금리 역전 구간 (I)의 외국인 수급: 금융주



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 한미 기준금리 역전 구간 (II)의 외국인 수급: 금융주



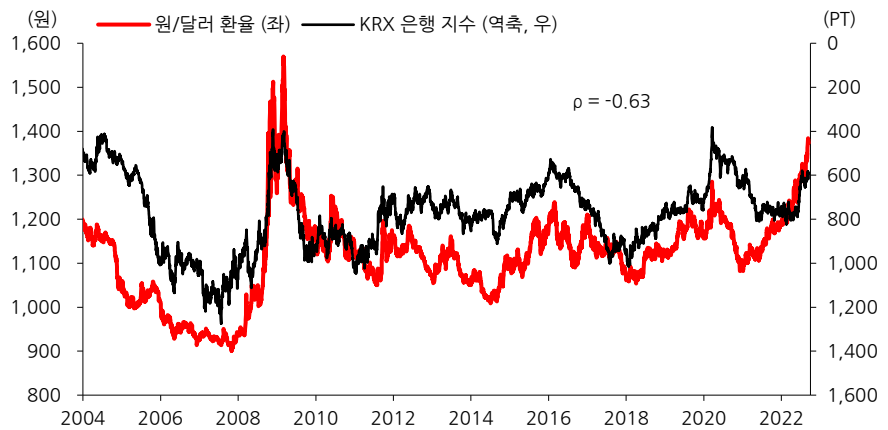
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

원화 약세
→ 은행 수급에 부정적
보험은 상관성 낮아

한미 금리차가 야기하는 또다른 변수인 원달러 환율은 은행업종지수와 역(逆)의 상관관계를 보이는데, 보험주와는 유의한 상관성이 존재하지 않는 것으로 보인다.

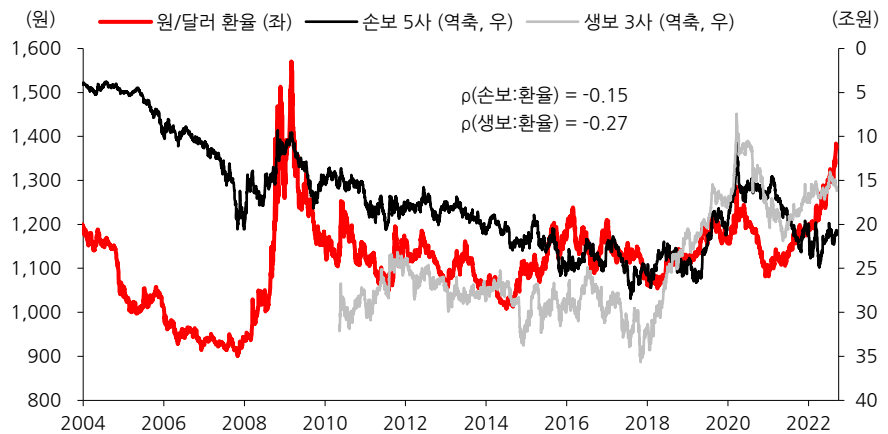
결국 한미 기준금리와 환율만을 본다면, 금리차 역전과 원화 약세는 은행에게 부정적이지만 보험에게는 의미 있는 연관성을 보이지 않는다는 결론이다. 다만 중앙은행 기준금리가 인하 사이클로 전환되는 경우에는 두 섹터 모두 투자심리가 악화될 것으로 전망한다.

[그림19] 환율과 KRX 은행 지수 추이



자료: Quantwise, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 환율과 커버리지 보험사 추이



주: 손보 5사 - 삼성화재, DB손보, 현대해상, 메리츠화재, 한화손보, 생보 3사 - 삼성생명, 한화생명, 동양생명
자료: Quantwise, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 금리와 보험주: 보다 순수한 금리 수혜주

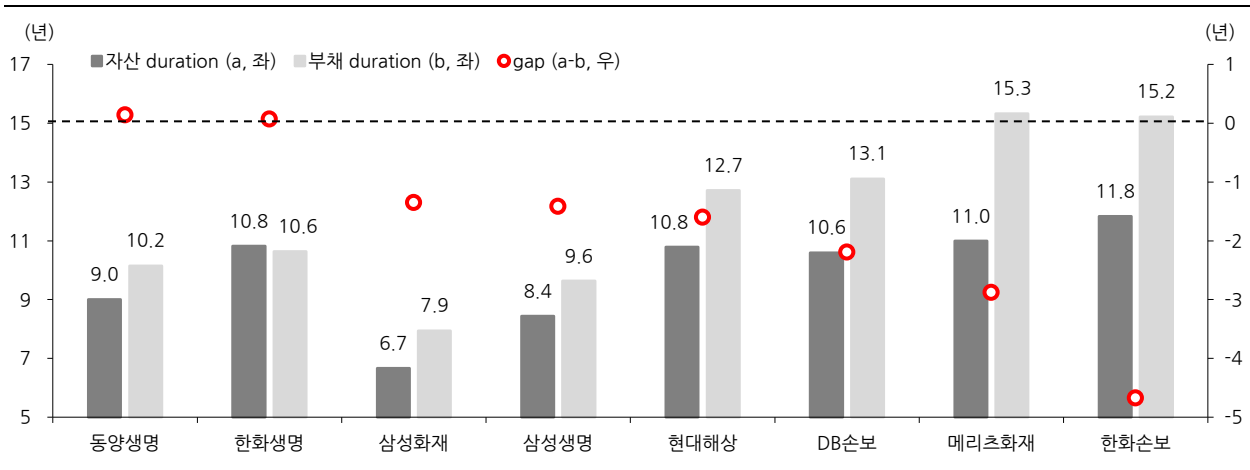
>> 높아진 금리에 대한 혜택을 오롯이 받는 수혜주

음(-)의 듀레이션 갭으로
금리 상승시 순자산가치 ↑

절대적인 저금리 구간의 탈출은 보험주에게는 오롯이 좋은 일이다. 보험사의 사업 첫 단계는 이자부 의존도가 높은 부채와 자산을 일으키는 것이다. 즉, book 비즈니스를 영위하는 업종인데 일반적으로 금리부부채의 금리민감액이 더 크다.

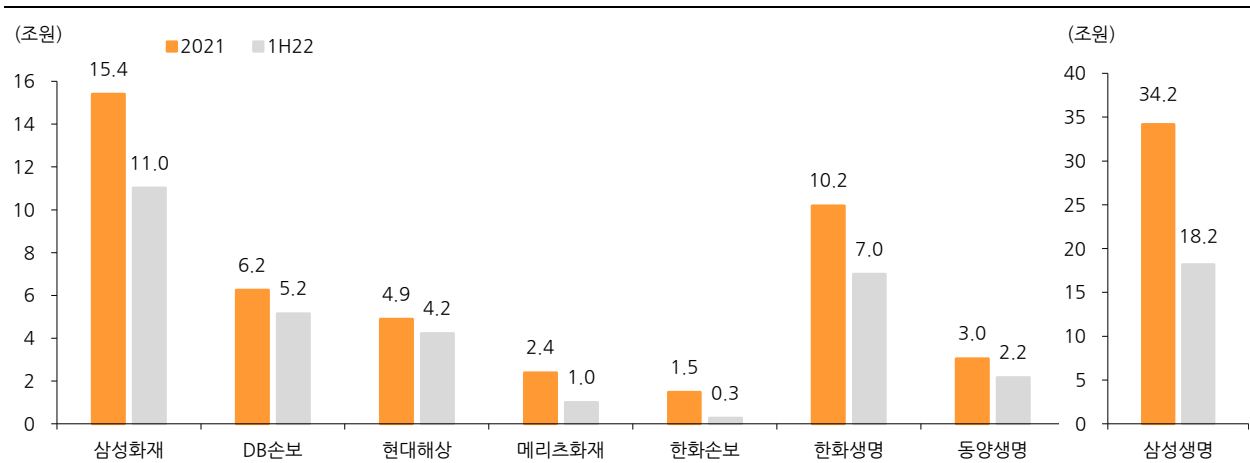
현행 RBC 기준으로 산출한 보험사별 듀레이션은 대부분의 경우 자산보다 부채가 더 긴 음(-)의 gap을 나타내고 있다. 이때 시장금리의 상승은 순자산가치의 증가로 연결된다. 다만 현재 회계기준 및 감독기준에서는 금리 상승 시 순자산가치의 증가는커녕 오히려 표면적인 자본 감소가 나타나는 등 금리에 의한 본질가치의 변동을 체감할 수 없다. 예컨대 2022년 상반기 동안 국채 10년물 금리가 137bp 상승하면서 커버리지 보험사의 이자부자산 수익률을 뛰어넘었다. 최소 12년 만의 일이다. 그러나 같은 기간 보험사들의 별도 자기자본은 평균 38% 감소했다.

[그림21] 커버리지 보험사별 자산 부채 듀레이션



자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 커버리지 보험사별 별도 자기자본 변화



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

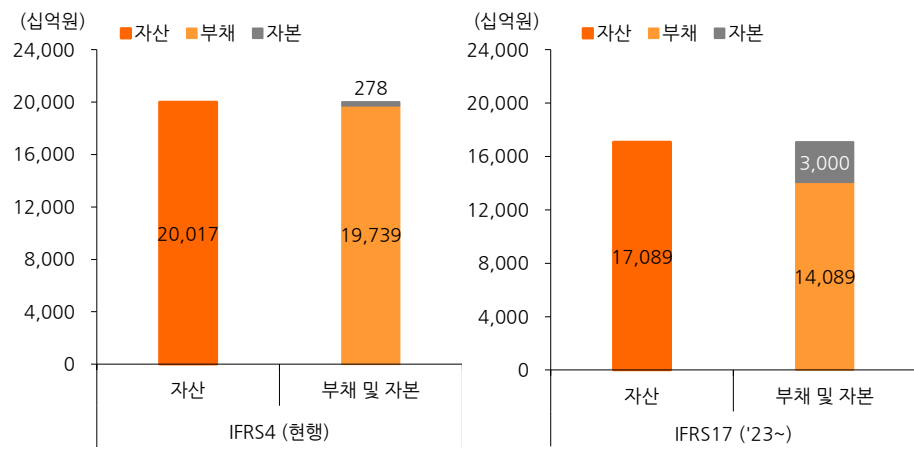
수익비용 구조상
할인율 ↑ → 본질가치 증대

보험사의 본질 가치를 보다 잘 드러내는 IFRS17에서는 이러한 모순은 거의 해소된다. 일례로 듀레이션이 긴 만큼 시장금리 상승에 따른 자산 평가손에 더 민감하게 노출된 한화손해보험은 현행 회계기준에서 상반기 말 자기자본이 2,780억원, 전년 말의 1/5 이하로 감소하면서 자산의 1%에 불과한 상태가 되었지만, IFRS17 기준상 자기자본은 3조 원으로 커지며 자산의 18%로 확대된다.

2023년부터 자본 문제가 해소된다는 점을 회계기준 변경에 따른 단순한 숫자 변화로 폄하할 필요는 없다. 보험 서비스 제공 기간 동안의 현금흐름을 고려하면, 할인율 상승이 보험사의 본질 가치 증대에 기여한다는 점을 알 수 있다. 일반적으로 보험료 납입(현금순유입)은 보험 개시일부터 실행되지만, 보험금 및 환급금의 지급(현금순유출)은 비교적 후일이나 서비스 종료일에 실행된다. 따라서 시장금리, 즉 할인율의 상승은 수익보다 비용의 현가가 감소하는 데 더 크게 기여한다. 이에 더해 할인율은 단순 상수가 아니라 기간구조로 제시되기 때문에 시점별로 서로 다른 할인율이 적용된다. 결국 steepening을 동반한 금리 상승이 더 유리하게 작용한다.

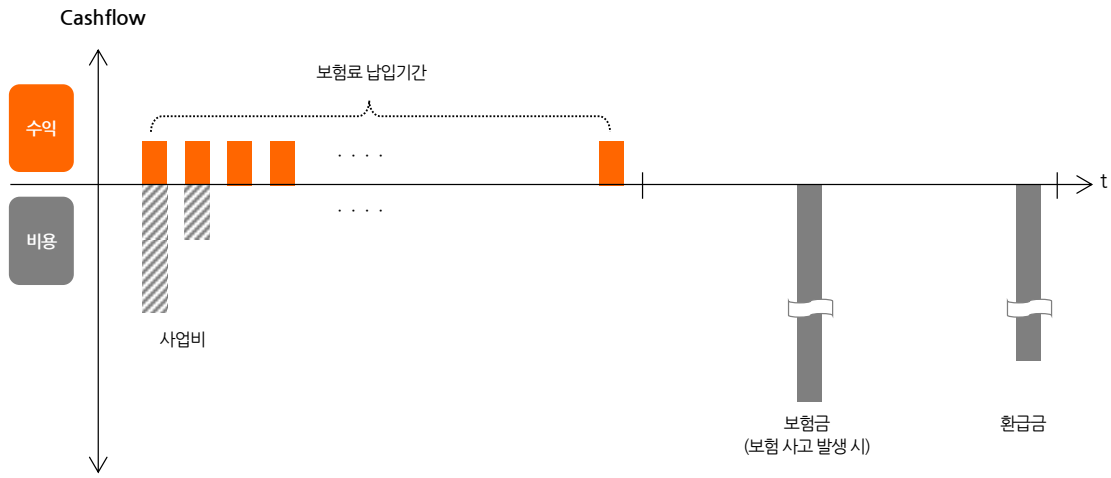
현재의 금리가 overshooting이라면, 그래서 추후 하락 반전될 수 있다면 보험주에게 부정적일지도 생각해볼 점이다. 당사는 금리의 절대적인 수준이 올라왔다는 게 중요하다는 판단이다. 구조적인 이차마진 축소(또는 역마진)를 야기했던 저금리 구간을 탈피함으로써 2023년 마주하게 될 재무구조가 현저히 개선된다는 점에는 변함이 없기 때문이다. 만기가 긴 자산을 주로 취급하기에 투자수익률 개선에 10년 이상의 기간이 필요했던 것과 마찬가지로, 금리가 고점에서 내려온다고 해도 과거와 같이 제로금리에 가까운 국면의 재래를 전망하지 않는 한, 보유이원 전체의 상승이 더 의미 있다. 더불어 역사적 valuation 흐름을 보건대, 보험주 주가에 금리 상승에 따른 회계적인 자본 및 이익 개선이 반영한 것은 딱히 없어 보인다.

[그림23] IFRS17 vs. IFRS4 재무상태 비교: 2Q22 말 한화손해보험의 사례



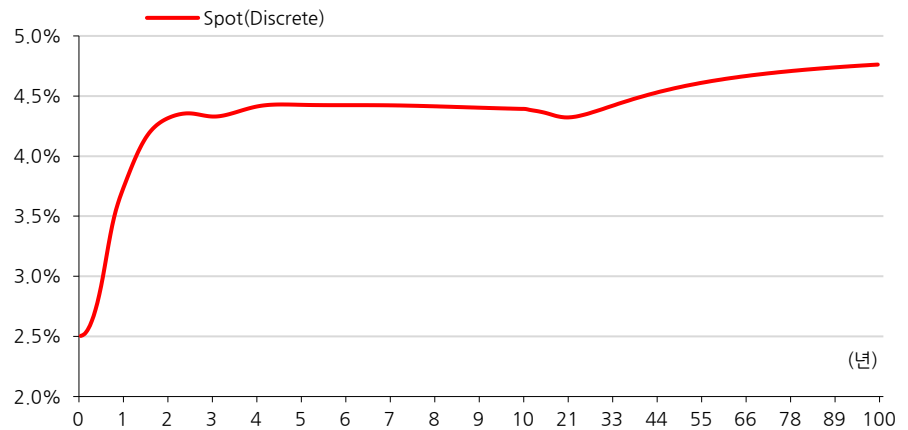
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 보장성 보험상품의 현금흐름 예상도



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 금융감독원이 제시하는 조정 무위험 금리기간구조



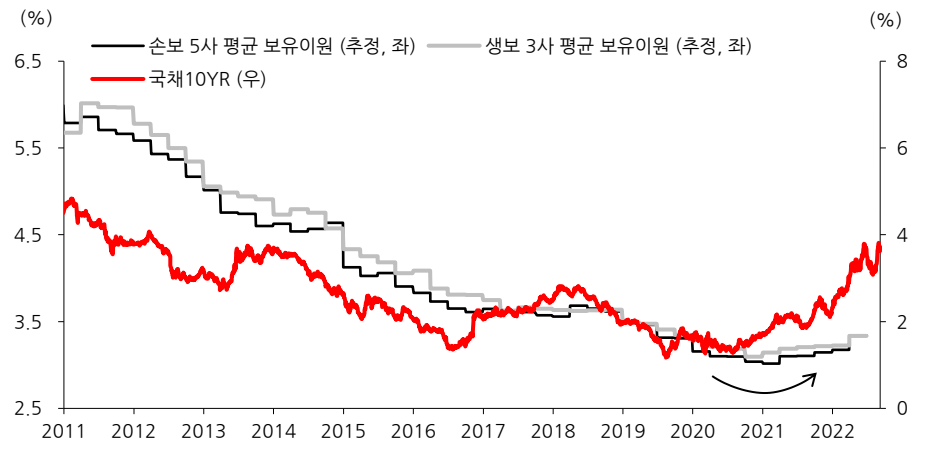
주: 2022년 6월 말 기준, 2023년에 적용되는 금리기간구조에서는 LIFR 4.95% → 4.80%로 하향 조정

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

10년 만의 보유이원
상승 국면

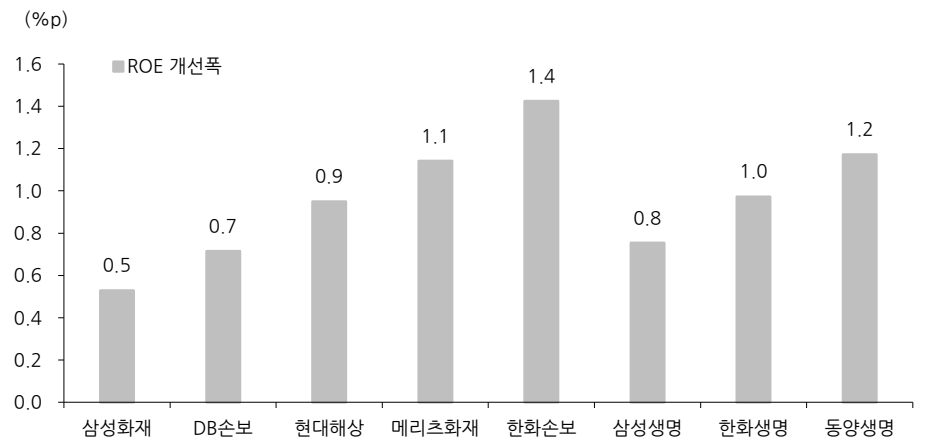
손익 측면에서는 시장금리 상승에 따라 주요 보험사의 보유이원 상승이 가능한 구간에 도달하였다. 글로벌 금융위기 이후 지속 하락했던 주요 보험사들의 보유이원은 2021년 중을 저점으로 상승 전환했고, 최근 장기물 국채금리는 평균 보유이원을 20bp 이상 상회하고 있어 신규 자산 편입에 따른 이원 상승은 당분간 이어질 전망이다. 현재 운용자산과 현행 회계기준에서의 자본 규모를 기준으로, 연 투자수익률이 10bp 상승하면 보험사별 ROE는 0.5~1.4%p 개선된다.

[그림26] 보험사의 보유이원과 국채금리



자료: 각 사, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 현재 운용자산 규모에서 연간 투자수익률 10bp 상승 시 ROE 개선폭



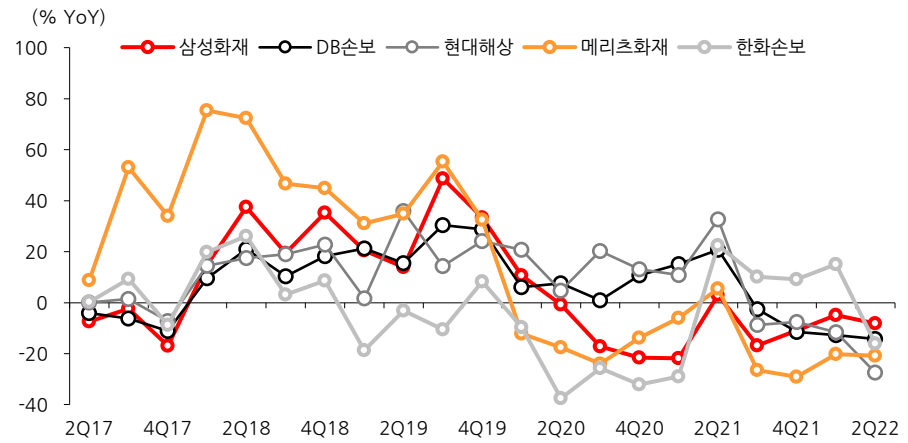
주: 2022년 중 자본 왜곡이 과도하다고 판단해 ROE 산출 시 2021년 말 자기자본 적용

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

‘23년 보험업의 Key Factor:
양질의 신계약 성장

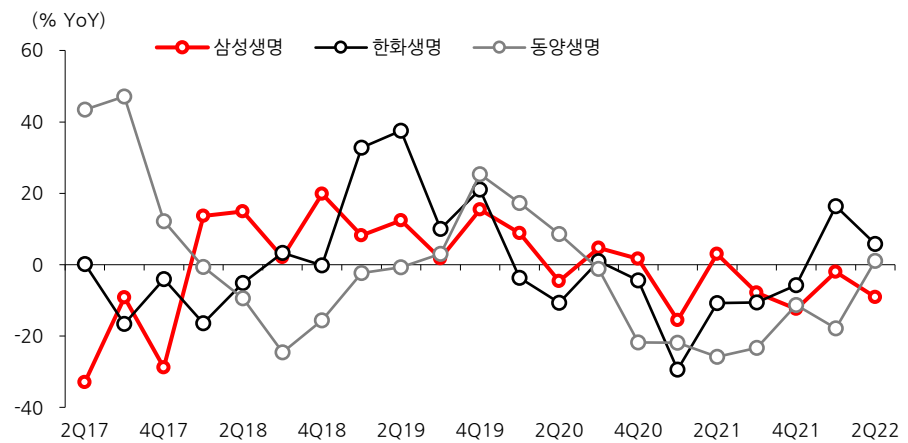
손해보험과 생명보험을 막론하고 보장성 신계약 매출에 대한 근본적인 기대는 낮지만, 금리 상승은 보험료 인하로 이어지므로 판매 경쟁력 제고에는 도움이 된다. IFRS17 도입 이후에는 보험사의 중장기 이익 체력이라고도 볼 수 있는 CSM(계약서비스마진)이 꾸준히 증가할 수 있는지 여부에 관심이 모일 텐데, 이는 결국 양질의 신계약을 지속적으로 창출할 수 있는지에 달려있다. 2023년부터 신계약 가치의 성장성은 보다 중요한 평가 척도가 될 전망이다.

[그림28] 주요 손해보험사의 보장성 인(人)보험 신계약 증가율



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 주요 생명보험사의 보장성 보험 연납화신계약 증가율

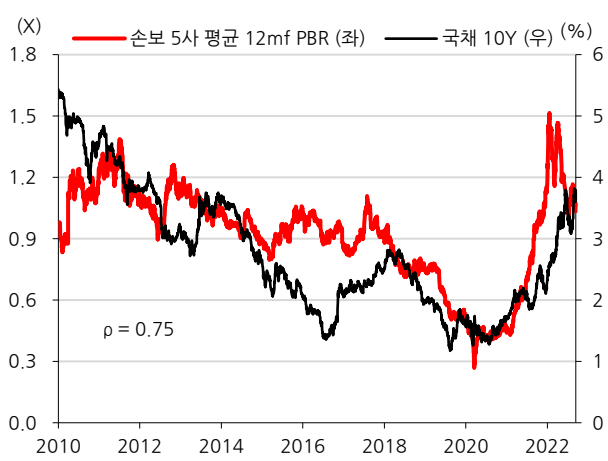


자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

금리와 valuation의 상관성
더 높아질 것으로 예상

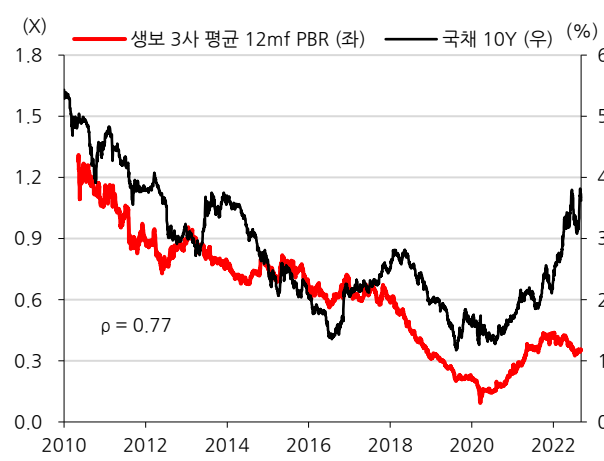
금리와 보험주의 valuation은 정(正)의 상관성을 지닌다. 금리 상승은 보험사에게 당장의 손익을 개선시키기보다는 book value와 미래가치의 증대에 기여한다. 이에 PBR과 같은 방향성을 보이는데, 다만 최근 들어 생보와의 관계성은 낮아지고 있는 것으로 관찰된다. 금리가 보험사의 본질 가치에 미치는 직접적인 영향을 데이터로 확인할 수 있는 2023년부터는 그 증명에 따라 시장금리와 valuation이 보다 높은 상관성을 보일 것으로 예상된다.

[그림30] 금리와 손해보험주 valuation



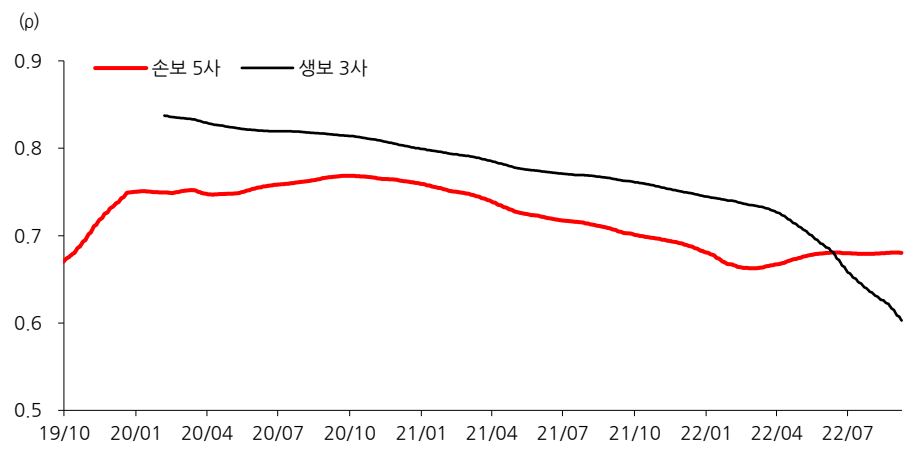
자료: Quantwise, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 금리와 생명보험주 valuation



자료: Quantwise, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 금리와 주요 보험주 PBR의 10년 이동평균 상관계수



자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 금리와 은행주: 경기가 마음에 걸린다

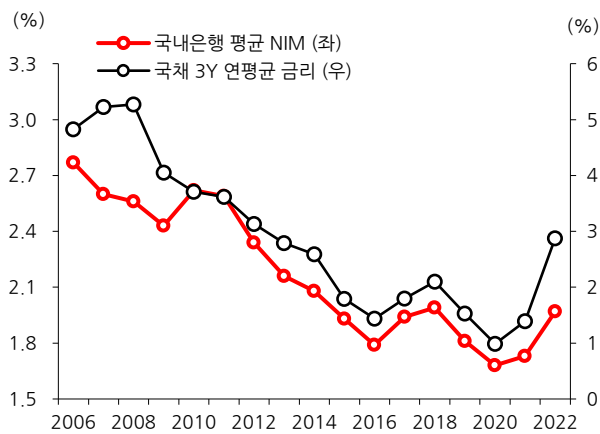
>> 금리 상승 그 자체보다, 이유가 더 중요한 업종

조달부채 내 비중 변화:
 비용성↑ 저원가성↓
 → 마진 개선폭 축소

은행의 주요 이익 원천인 이자의 마진율은 금리와 같은 방향성을 보인다. 보험과는 달리 듀레이션이 짧아 마진이 금리 변동을 반영하는 속도가 빠르고, 금리와 연동되는 자산이 부채보다 더 많다는 구조적 이점으로 인해 시장금리 상승 시 순이자마진(NIM)이 동반 상승하는 효과가 있다.

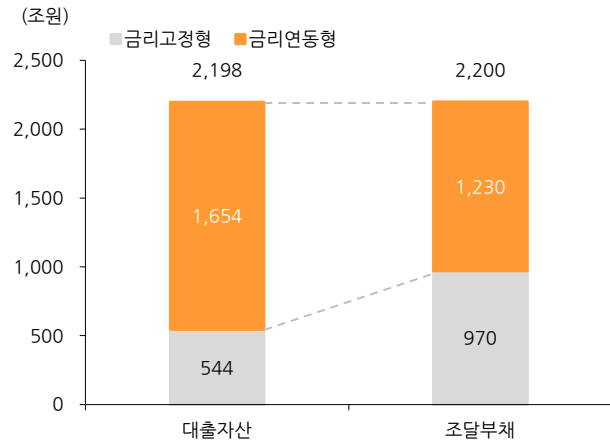
현재 최근 은행업종의 부채 포트폴리오에서 구성비 변화가 일어나면서 구조적 이점이 희석되고 있다. 금리 상승기에 부채의 조달비용률 상승을 억제하는 역할을 하는 저원가성 수신은 지난 10년 동안 YoY 증가하는 흐름을 연속했으나, 2022년 하반기 들어 감소 전환하기에 이르렀다. 대체재 관계인 저축성 예금 금리가 2013년 4월 이래 최고점에 달했으니 이상한 일은 아니다. 이에 전체 조달에서 저원가 수신이 차지하는 비중도 3년 만에 축소되었으니, 부채 포트폴리오는 은행 마진에 불리한 방향으로 변화 중이라고 볼 수 있다. 금융상품 전반의 금리가 모두 상승하면서 비용성 조달부채(시장조달, 정기예적금 등)와 저원가성 부채(요구불 및 수시입출식 예금)의 금리 gap이 더욱 벌어졌기 때문에 저원가 예금의 비용률 억제 효과는 더 강해졌지만, 결과적으로는 업종의 예대금리차(NIS)는 하락 전환하였다.

[그림33] 국채금리와 은행업종 NIM



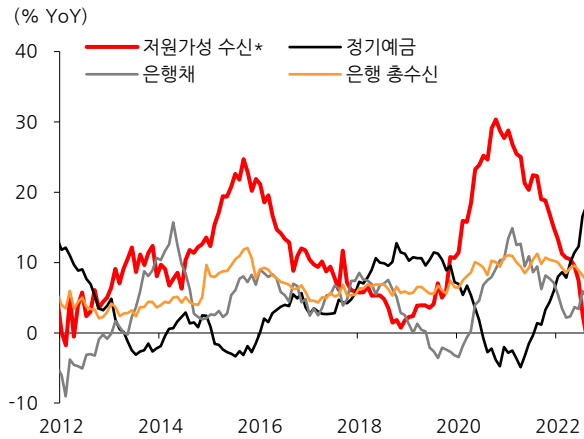
주: NIM은 산업은행, 수출입은행, 토스뱅크 제외한 단순 평균, 2022년은 추정
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 은행업종 자산-부채 구조



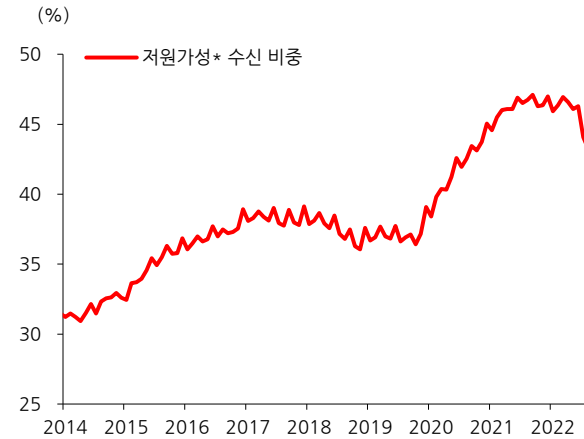
주: 2022년 7월 말 잔액 기준, 조달부채의 금리고정형은 저원가성 수신을 적용
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 은행업종의 수신종별 증가율



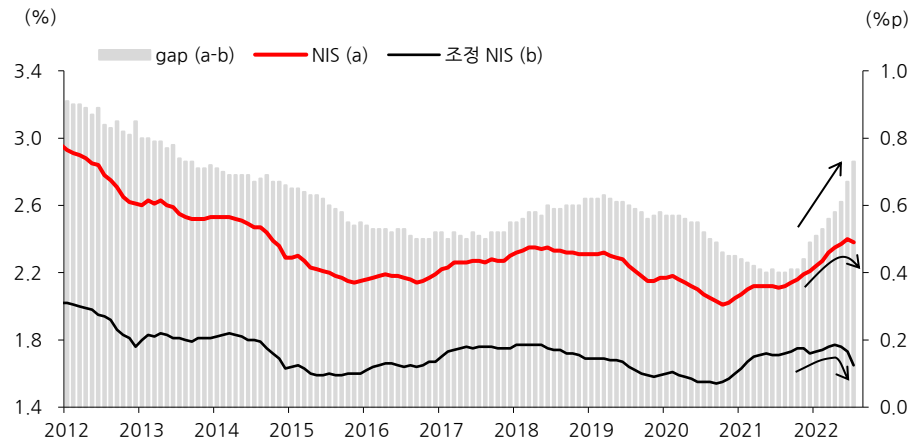
주: *요구불예금 및 수시입출식
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 두 달간 급락한 저비용 조달부채의 비중



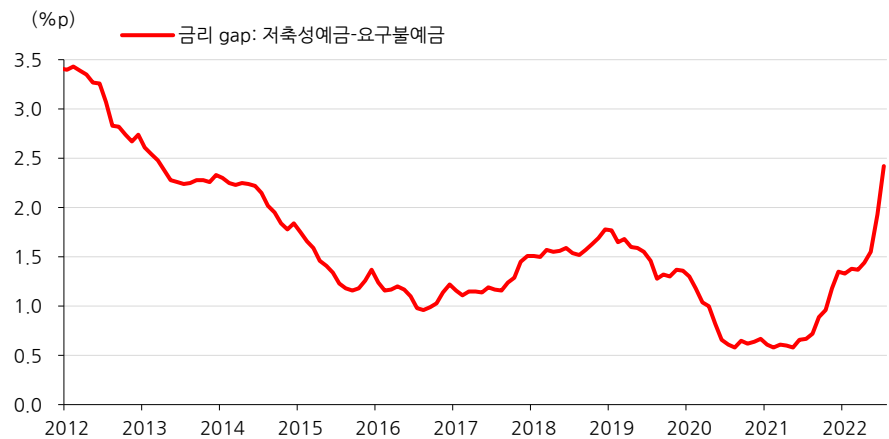
주: *요구불예금 및 수시입출식
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 은행업종 예대스프레드(NIS): 저원가 수신 영향(gap)은 강해졌지만, 스프레드는 하락



주: 조정 NIS는 대출금리에서 저원가 수신을 제외한 총 수신금리를 차감한 스프레드
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 은행업종 수신금리: 신규 저축성 예금의 가파른 상승

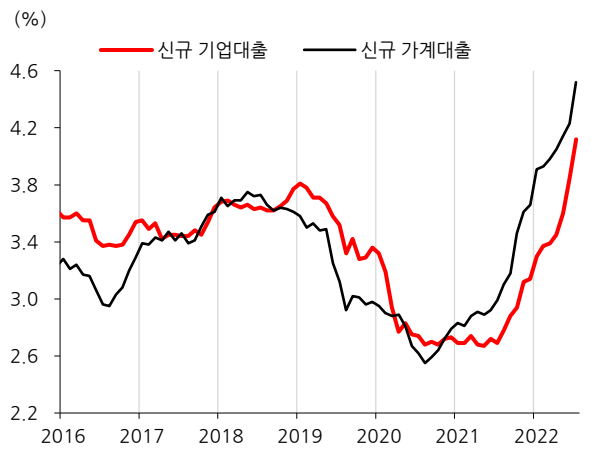


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

기업대출 중심의 대출 포트폴리오가 유리한 환경

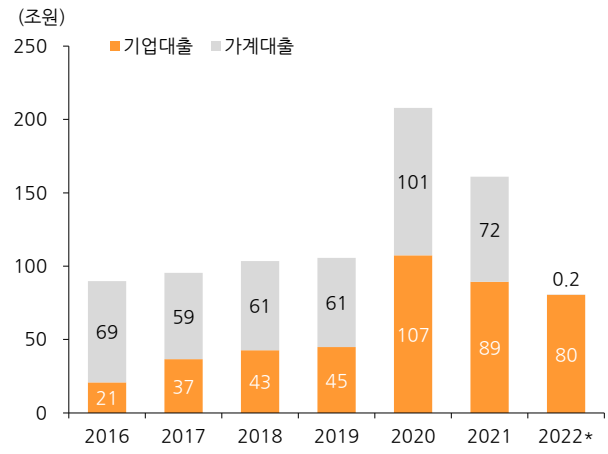
기업대출과 가계대출의 온도차도 특기할 만하다. 기업대출은, COVID 지원대출을 제외 하더라도, 2020년부터 증가 속도가 빨라지는 흐름을 이어가고 있다. 견인차는 자영업자가 아닌 법인 기업이다. 2022년 1~8월 동안 기업대출의 증분은 이미 2021년 연간 순증 규모에 준하는데, 가파른 금리 상승 구간에서의 양적 성장이기에 의미가 크다. 반면 가계대출은 시장금리의 역사적 하단인 2020년 및 2021년 구간에서 대폭 성장했으나 2022년 들어서는 오히려 상환 니즈가 강해진 것으로 보인다. 가격 상승의 효과를 온전히 누리기에 가계대출 환경은 좋지 않다. 이는 2022년 하반기부터 본격적으로 은행별 마진 상승 폭의 차이로 연결될 전망이다. 가계대출과 기업대출 비중이 유사한 시중은행보다 법인 기업대출을 주로 보유한 기업은행이 보다 가파른 NIM 상승과 더 견조한 이자이익 증가세를 보일 것으로 추정된다.

[그림39] 은행업종의 월별 대출금리



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

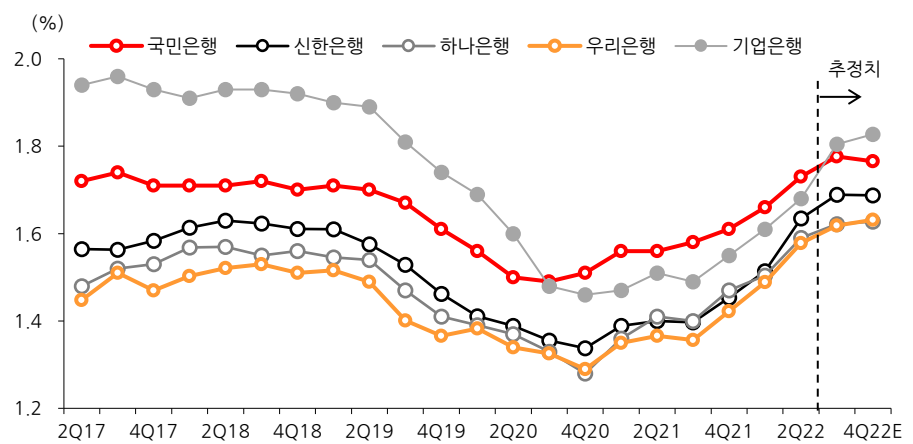
[그림40] 은행업종의 연도별 대출 순증 규모



주: *2022년은 8월까지의 순증

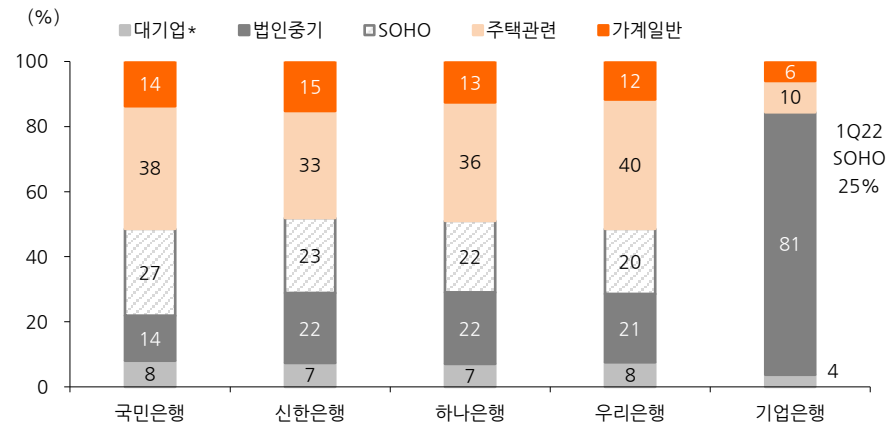
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 커버리지 은행주의 은행 순이자마진(NIM)



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 커버리지 은행주의 은행 원화대출 구성비



주: 2Q22 말 기준, *공공 및 기타 포함
 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

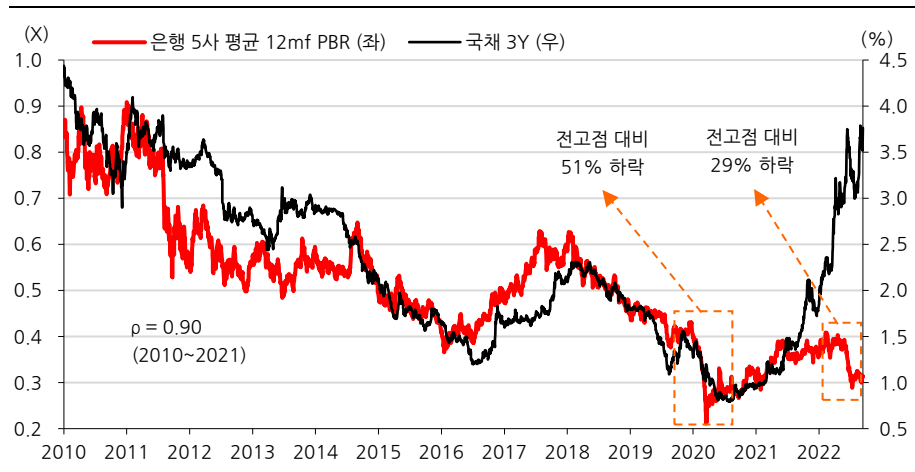
은행주에게 중요한 것은
금리보다 경기

시장금리 상승의 배경을 따져볼 필요도 있다. 지금의 기준금리 인상은 경기 호조에 따라 유동성을 조절하기 위함이 아니라 물가 안정만을 목적으로 한 고육지책이다. 2022년 들어 본격화된 글로벌 중앙은행의 긴축 기조에는 ‘경기 둔화(혹은 부진)를 감수하더라도’ 고물가부터 안정시키겠다는 각오가 서려있다. 인플레이션이 정상화될 때까지, 경제 주체들이 비용 상승에 따른 고통을 감내하긴 해야 한다는 이야기이다. 은행주에게 반가운 구간은 아니다.

은행주의 PBR과 시장금리는 역사적으로 높은 상관성을 보여왔다. 이들은 2010년부터 2021년까지 높은 상관계수(+0.90)를 나타냈지만, 2022년 ‘물가에 의한 기준금리 인상’이 본격화되면서 그 상관성이 완전히 깨졌다(→ 2022년 $\rho = -0.60$). 해당 구간에서는 시장금리 상승의 혜택을 multiple에서는 전혀 보지 못했다는 의미이다. 경기 때문이다.

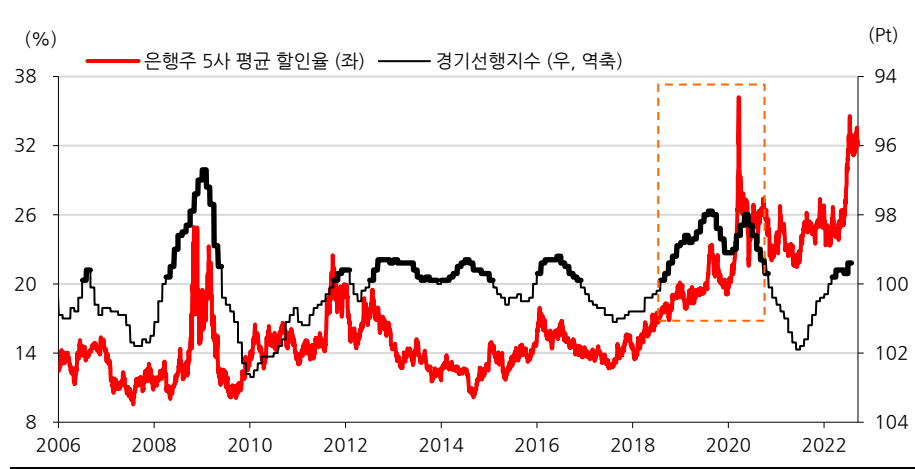
경기예 대한 기대가 악화될 때 은행주의 implied COE는 확대되는 경향을 보인다. 미중 무역분쟁으로 인해 거시 환경에 대한 우려가 커졌던 2018~2019년 구간을 전례로 삼을 수 있다. 당시 커버리지 은행주의 영업이익은 2018년 14% YoY, 2019년 6% YoY 증가하는 등 2016년부터 연속되어 온 증익 행보를 이어갔다. 우려와 달리 대손비용률은 상승하지 않았고 실적은 오히려 좋았다. 다만 그 실적에 부여되는 가치는 절하되었다. 2010년 이래 은행주의 주가가 다른 변수와 보여준 상관성을 보아도, 금리에 앞서 경기에 더 민감한 움직임을 보였음을 알 수 있다.

[그림43] 금리와 은행주 valuation



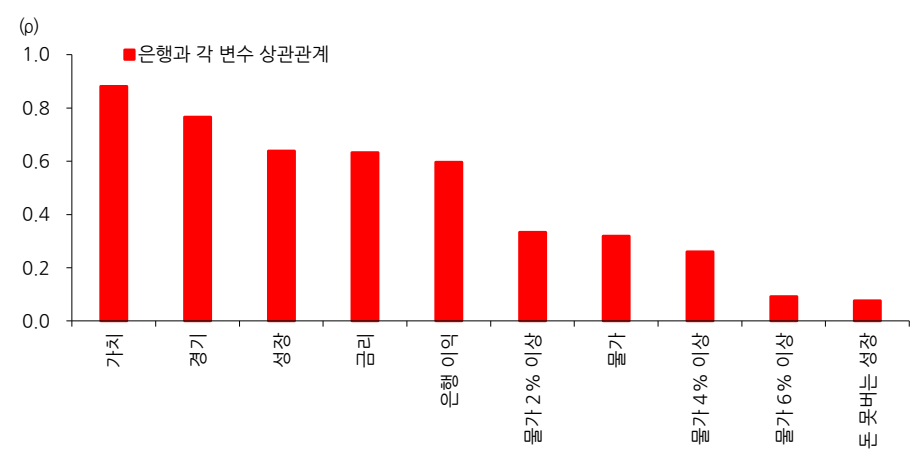
자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 경기 전망이 부진한 구간에는 은행주의 할인율도 높아진다



자료: 통계청, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 은행주와 여러 변수의 상관관계: 제 1 전제는 경기, 그 다음이 금리



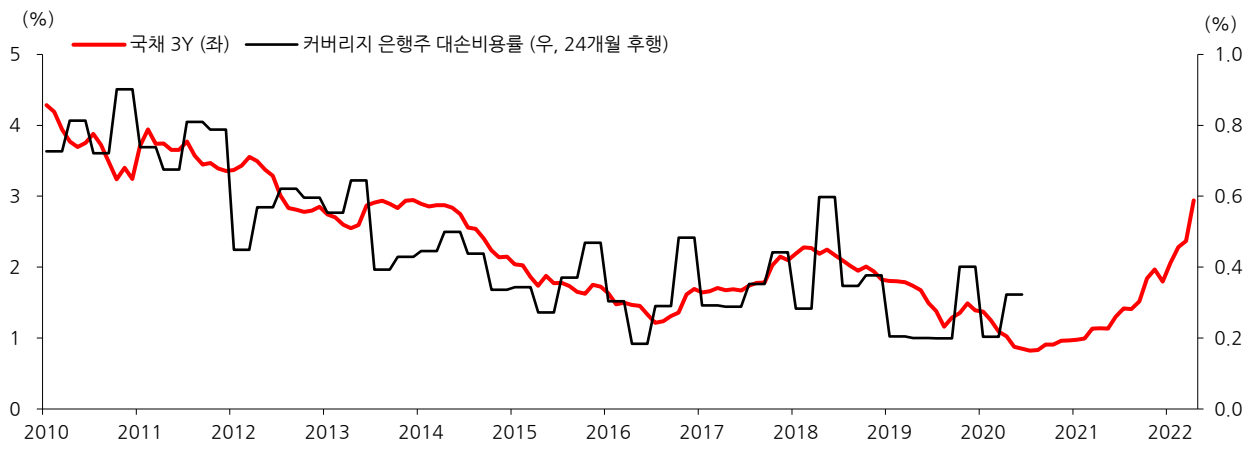
주: 대상 기간은 2010년~2022년 상반기, 각 변수는 이익→12m forward 이익 컨센서스, 가치&성장→MSCI 전세계 가치주&성장주, 돈 못버는 성장→골드만삭스의 돈 못버는 테크지수, 경기→OECD 경기선행지수, 금리→미국채 10Y, 물가→미국 CPI
 자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

여전히 증익 전망

현 국면에서도 주요 은행주에 대해 이익 증가를 전망한다. 이자비용 증가에 따라 경상 대손비용률이 상승하는 흐름이 예상된다. 그럼에도 COVID 국면 이후로 선제 적립한 총당금 규모가 비용의 평탄화를 야기할 전망이다. 당사는 커버리지 주요 은행주 5곳의 2023년 대손충당금 전입액을 20% YoY 증가(+1.1조원)할 것으로 가정하고 있다. 2022년의 COVID 추가 충당금을 제거하면 83% YoY 증가한 수준이다. 이때 5사의 2023년 영업이익은 9% YoY 증가(+2.3조원)한다. 은행별로 4Q22~1Q23 중 NIM이 하락 전환할 것을 가정했음에도 증익으로 추정된다.

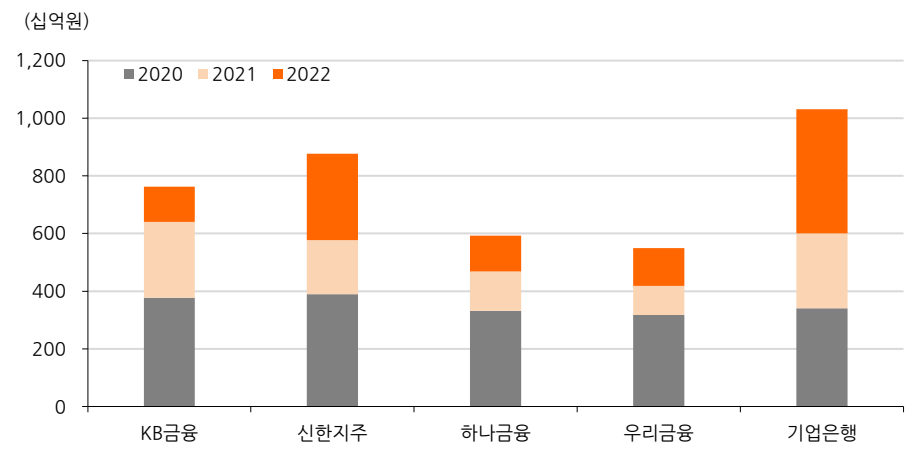
은행주 실적에 대한 의심은 크지 않다. 경제 주체들 전반의 신용리스크 확대가 문제일 뿐이다. Valuation 정상화의 여부는 결국 거시 경제 환경에 달린 것으로 판단한다.

[그림46] 시장금리와 주요 은행 대손비용률



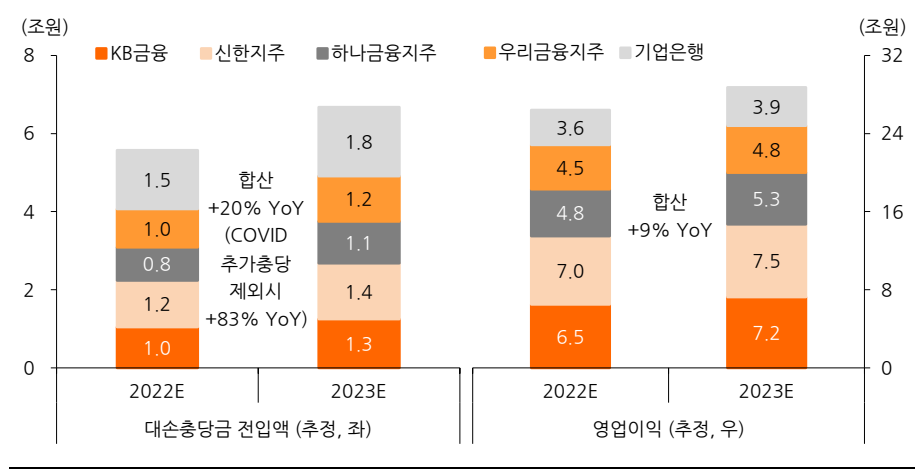
자료: 각 사, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 은행주의 누적 COVID 충당금 규모



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 커버리지 은행주의 대손충당금 전입액과 영업이익 추정



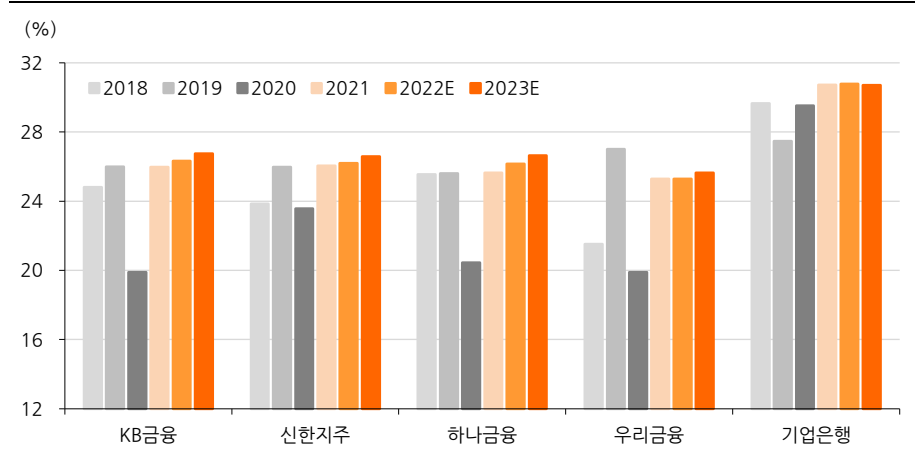
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

주주환원 확대를 기대하기는 어려운 환경

대외변수인 경기를 통제할 수 없다면, 상장 은행이 valuation 정상화를 위해 할 수 있는 노력이란 역시 획기적인 주주환원책이다. 은행섹터는 KOSPI 내 산업 중에서도 가장 높은 수준의 이익 안정성을 보여주는 업종으로, 갖은 우려에도 불구하고 2023년까지 증익이 이어질 것으로 추정된다. 국제 기준(Basel)을 충족하는 자본 여력은 주요국 대형 은행주와 비교해 부족함이 없다. 주주환원을 확대하는 데 있어 이익도, 자본도 문제는 없어 보인다.

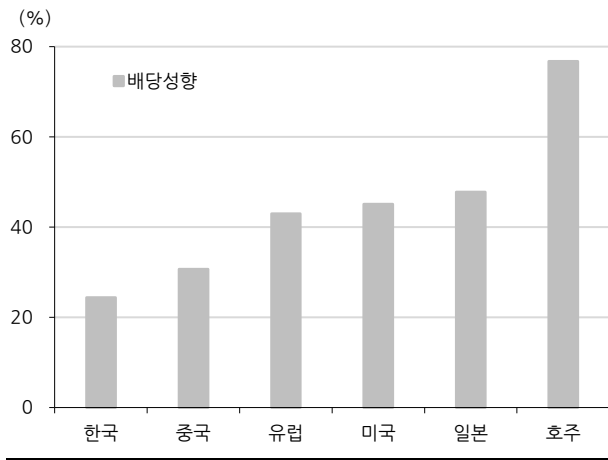
다만 최근 금융당국에서 언급한 특별대손준비금 제도가 자본 유보의 색채를 띠고 있는 점을 감안하면, 배당 확대, 자사주 매입 등의 자본 활용에 대해 큰 기대를 갖기는 어려운 환경이라는 판단이다. 당사는 주요 은행주의 배당성향이 전년 수준과 같거나 소폭 상향될 것으로 가정하고 있다.

[그림49] 커버리지 은행주별 배당성향



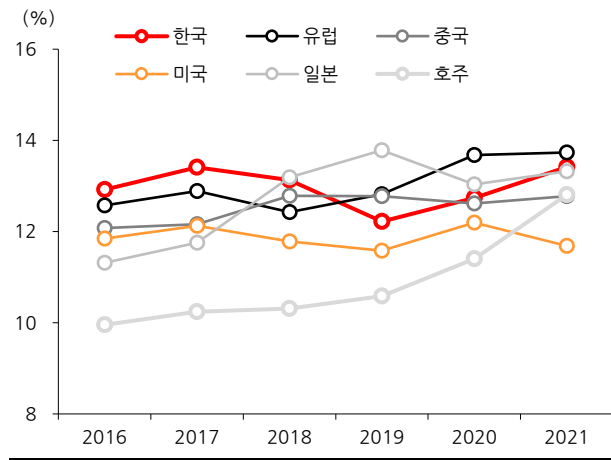
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 주요국 은행주의 최근 5개년 평균 배당성향



주: 국가별 시가총액 상위 3개 은행주 평균으로 산출
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 주요국 은행주의 평균 CET1 비율



주: 국가별 시가총액 상위 3개 은행주 평균으로 산출
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IV. Valuation 과 배당

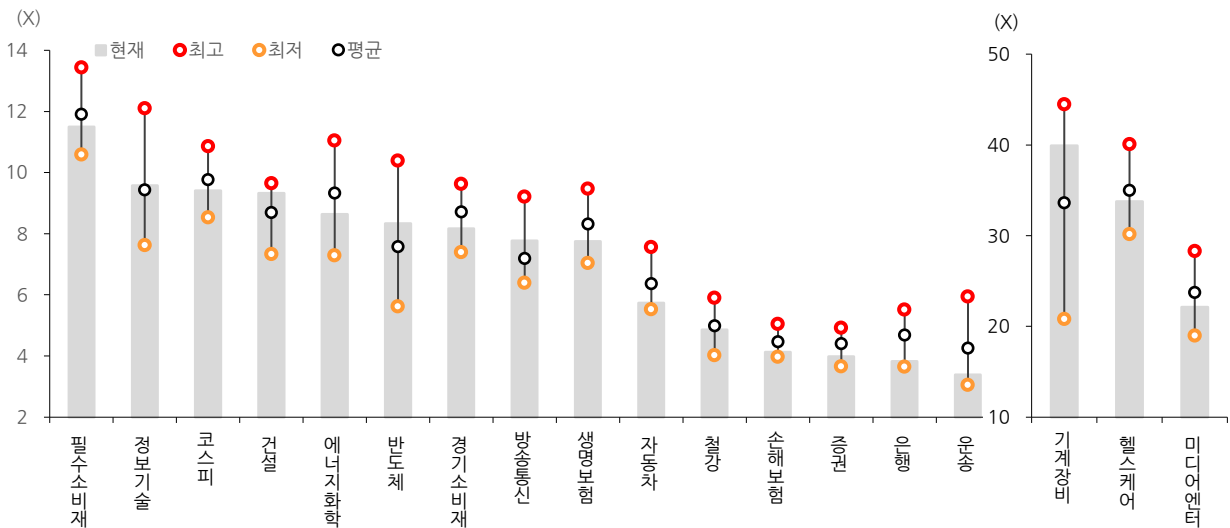
>> 주가 하방을 다지는 데 기여

대부분의 업종보다도 낮은
금융주 valuation

현 국면에서는 금융주의 가치를 평가하기 위해 금리, 물가, 경기, 환율 등 여느 때보다 더 많은 변수가 필요하기에 다양한 결론이 나올 수 있겠다. 그러나 그 사실이 절대적으로 낮은 현재의 valuation을 정당화하기는 어렵다는 판단이다.

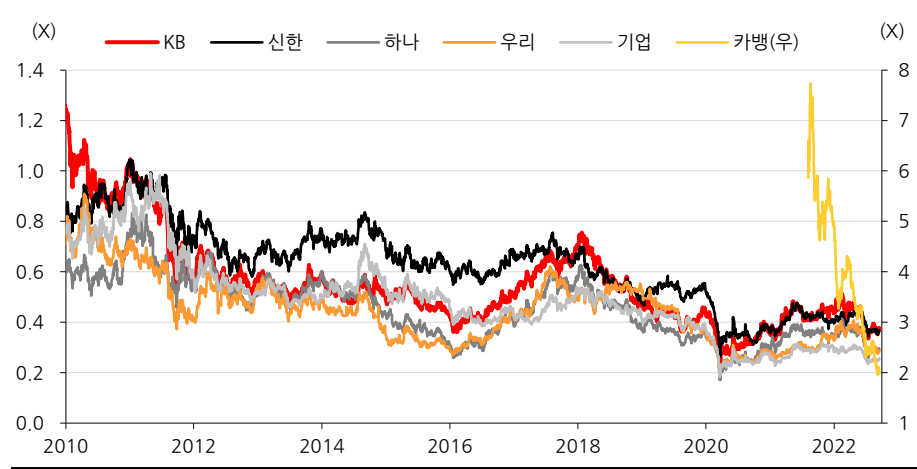
KRX 업종분류를 기준으로 12m forward PER을 비교하면, 손보주, 증권주, 은행주는 운송주 다음으로 낮은 위치에 있다. 연중 평균 valuation을 하회할 뿐 아니라 최저값에 가까운 것은 ‘2023년에도 좋을 수 있을까?’라는 질문에 부정적인 의구심이 생기는 시기라는 점에서 설명이 가능하지만, 본질 실적 사이클이 양호한 손보가 증시 전체 단위에서도 상대적으로 낮은 PER을 나타내는 것은 지나친 저평가라는 판단이다.

[그림52] 주요 업종별 12m forward PER 비교



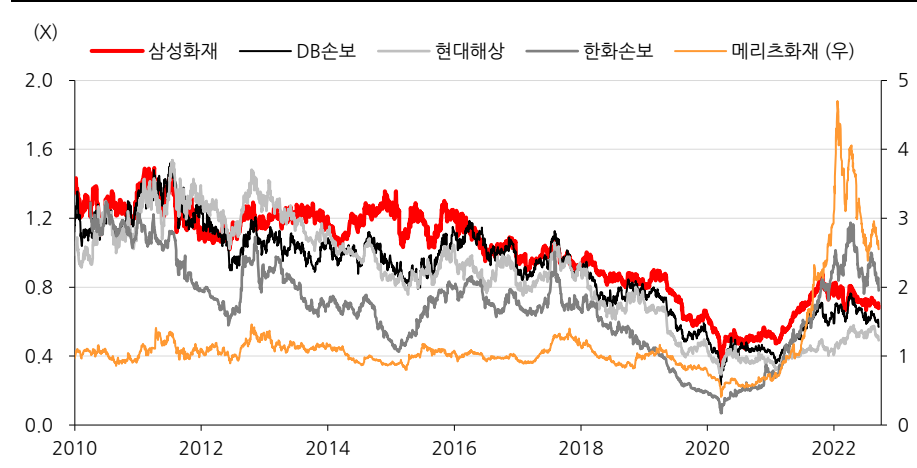
주: 최고, 최저, 평균은 2022년 일별 12mf PER로 산출
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 커버리지 은행주 12m forward PBR 추이



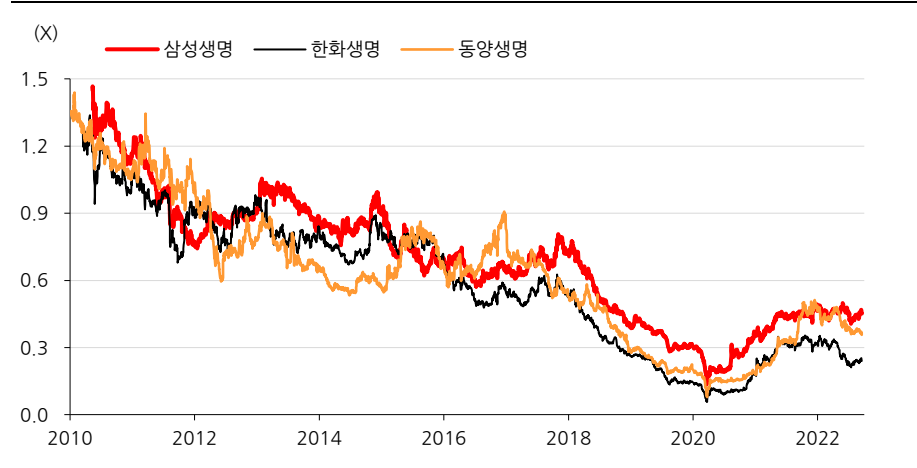
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 커버리지 손보주 12m forward PBR 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 커버리지 생보주 12m forward PBR 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

낮은 multiple & 높은 배당
→ 주가 하방 경직성 강화

낮은 PER에서 확인했듯이 실적은 양호한데 주가는 저평가되니, 대부분 커버리지사의 연간 기대 배당수익률은 BBB+~BBB- 등급의 회사채 yield 수준에 이른다.

분기 및 반기 배당으로 연간 예상 지급액을 일부 소진한 은행 4사의 현 시점에서 남아 있는 배당의 기대 수익률은 평균 5.9%, 기말 배당만을 시행하는 기업은행의 기대 배당 수익률은 8.9%로 나타난다. 배당 대신 자사주 매입을 진행한 메리츠화재의 기대 배당 수익률은 1.9%, 그외 손보 3사는 평균 6.6%의 배당이 기대된다. 배당 지급이 예정된 생보 2사의 평균 기대 배당수익률은 5.5%다.

연말이 다가오면서 배당 목적의 투자가 유효한 시기이다. 낮은 valuation과 높은 기대 배당수익률은 금융주 주가의 하방 경직성을 다지는 데 도움이 될 전망이다.

Top picks
한화손보, DB손보
기업은행, 신한지주

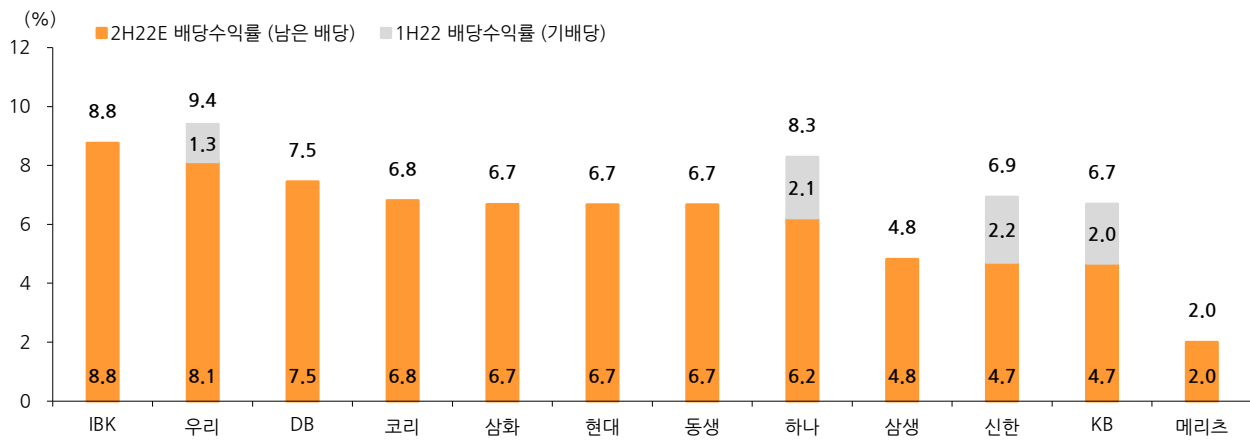
이익 체력이 제고된 한화손해보험은 3Q22에도 유일하게 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 현 주가에서 12mf PER은 2.1배에 불과한데, 한시적인 자본 우려가 해소되면 주가의 지나친 저평가도 해소될 것으로 기대한다.

업황의 개선 요인이 유효한 가운데, DB손해보험은 수익성 지표의 질적 우위와 높은 배당매력에도 불구하고 peer 대비 낮은 valuation을 받고 있다.

신한지주는 업종 내 EPS 성장률 우위로 경쟁사와의 시가총액 gap을 축소할 근거가 마련된 것으로 보인다. 경상 실적 5조원대의 이익 체력 제고에도 불구하고, 12mf PBR은 COVID 급락 구간 제외 시 역사적 저점으로 주가의 하방 경직성을 확보한 것으로 판단한다.

가계대출과 반대로, 법인 기업대출은 성장과 마진 모두에서 양호한 흐름을 보이고 있는 현 국면은 기업은행에게 유리하다. 더불어 배당주에 관심이 높아지는 시기에 기업은행은 배당 불확실성은 상대적으로 낮고 기대 yield는 높아 매력이 부각되는 구간이라고 판단한다.

[그림56] 커버리지 금융주의 2022년 기대 배당수익률



주: 한화손해보험, 한화생명, 카카오뱅크는 2022년 미배당 가정
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

V. 위험요인

>> 보험: IFRS17 수혜가 실질로 연결되는가?

주가가 IFRS17 효과를 반영하지 못하는 이유: 정보 공개와 소통의 지연

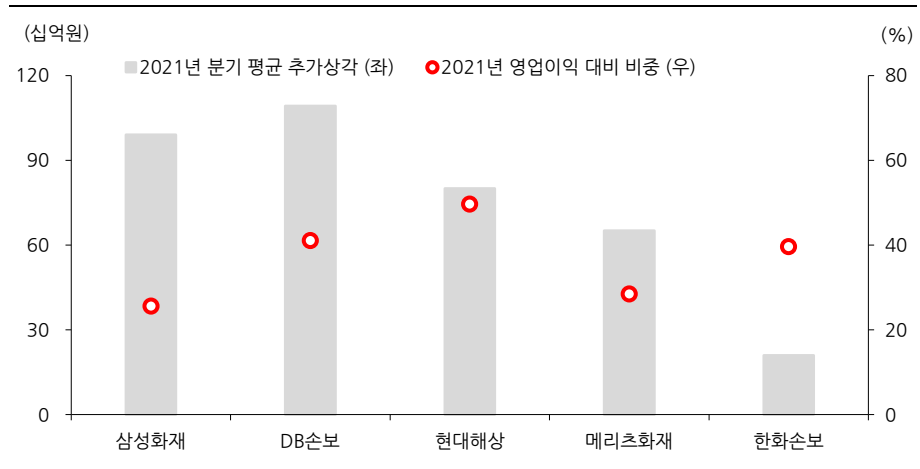
한국의 보험사들은 수년 간 지연되었던 IFRS17 도입을 목전에 두고 있다. IFRS17에서의 손익 인식은 재화 및 서비스가 제공되는 기간에 맞추어 수익과 비용을 인식한다는 IFRS 원칙에 부합한다. 보다 적합한 회계기준을 적용하면 주요 손보사들의 연간 손익은 현행 대비 50% 이상 증가할 것으로 예상된다. 대형 생보사의 경우 미래 현금흐름의 반영을 통해 부채 부담금리가 대폭 하락하면서 이차역마진이 해소되는 흐름이 기대된다.

그럼에도 불구하고, 손해보험주의 valuation은 현행 회계기준에서의 이익에 비해서도 저평가되어있다(5사 평균 12mf PER 4.1배). 현 주가가 IFRS17 효과를 반영하지 못하는 이유는 (1)증가할 이익과 그 지속 가능성에 대한 확신이 부족하고, (2)미래 이익에 대한 가정이 복잡하게 포함되는 특성상 이익 및 재무

상태의 변동성이 관리 및 예측 가능한 수준인지가 불확실하며, (3)가장 중요하게는, 회계적으로 증가한 그 이익이 투자자에게도 환원되는지 여부가 불투명하기 때문이다.

(1)인식 기준의 변화로 인해 보험사들의 경상 이익이 증가하는 것은 알려져 있지만, 반기보고서를 통해 IFRS17 도입 영향을 약식으로 공시한 한화손해보험 외에는 회사별 영향에 대한 공식적인 공개가 아직도 전무하다. 2010년 중반대부터 이어진 손보사들의 신계약비용 추가상각은 비용의 선집행 성격이므로 이것이 미래 현금흐름에서 소멸되는 것만으로도 회계적 이익 증가가 증가하는 것은 이해할 수 있지만, 그 이상의 증익에 대해서는 CSM 가정의 적합성이나 신계약가치를 통한 지속 증대 가능성을 적극적으로 설명할 필요가 있다는 판단이다. (2)재무제표의 안정성에 대한 신뢰는 도입 이후 회사별 관리 능력이 확인되는 과정이 필요하다. 이는 시간 경과가 필요한 문제다.

[그림57] 커버리지 보험사별 추가상각 규모 및 이익에서의 부담:



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

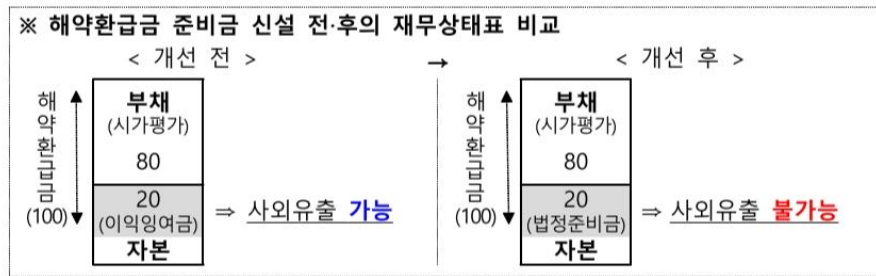
경우의 수는 많은데
 확실한 기초의 제시는 없는
 현 국면의 한계

(3)위의 것들이 선행된다 해도 주주환원 확대가 동반되지 않으면, 늘어난 이익과 자본이 단순한 숫자의 변화로 폼하되어도 이상하지 않다. 보험 본연의 가치를 드러내는 회계적 변화가 시장가치 증가로 연결되기 위해서는 그 수혜의 공유가 필요하다. 시가평가 부채가 해약환급금보다 작아질 경우 그 차액만큼은 이익잉여금의 하위항목인 '해약환급금준비금'으로 적립된다. 이 때문에 자본 증분이 배당가능이익의 확대로 연결되지 못한다는 우려가 있지만, 우량 보험사의 경우 이미 충분한 배당가능이익을 확보하고 있고 현재보다 배당재원이 축소되는 것은 더욱 아니기 때문에 문제는 없다는 판단이다. 다만 향후 증가한 순이익이 전액 이익잉여금으로 적립되지 못한다면, 배당성향의 대상 이익을 무엇으로 설정할지에 대해서는 공유가 필요할 것이다.

IFRS17 도입 후에 나타날 이익, 자본, 주주환원책의 변화에 대해 시장에서 예상할 수 있는 경우의 수는 많은데, 확실한 기초를 제시하는 보험사는 없다. 아직도 확정되지 않은 세부사항들이 있다는 게 문제의 원인이지만, 투자자들의 인내가 지나치게 오랜 기간 강요된다면 숫자가 개선된다 정당한 시장가치를 평가받는 데에는 시간이 걸릴 것이다.

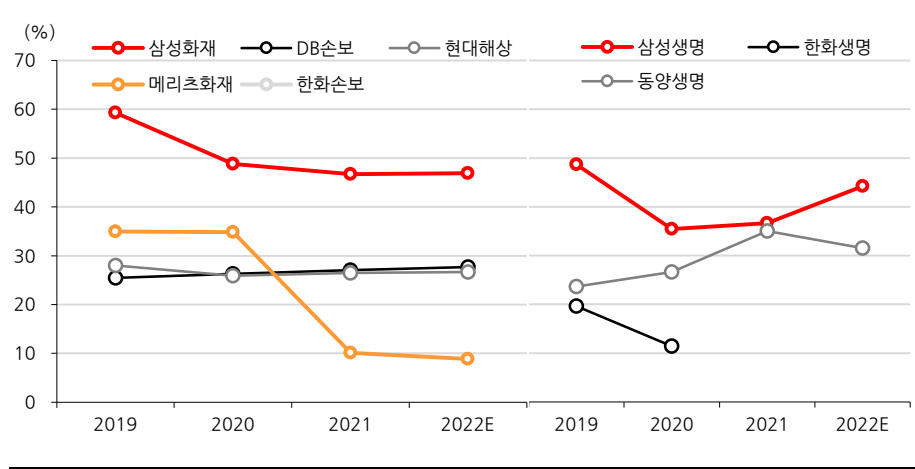
[그림58] '22.8월 발표된 해약환급금준비금 적립 방안

- 이에 따라, 감독회계 상 해약환급금 부족액을 이익잉여금 內 「해약환급금준비금(법정준비금)」으로 적립하도록 하는 방안을 마련하였습니다.
- 법정준비금은 (주주)배당가능 이익에서 제외되어 해약환급금 부족액의 사외유출을 방지할 수 있을 것으로 기대됩니다.
- ※ 해약환급금 부족액 관련 K-ICS 제도 개선방안은 추후 논의후 확정 예정



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 커버리지 보험사별 배당성향 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

손보주 > 생보주
다만 신규 모멘텀은 부재

하반기 실적이 상반기에 비해 부진할 것으로 예상되는 점은 단기적인 리스크 요인이다. 특히 손해보험사의 경우 계절적 특성에 따라 본래 상고하저의 실적을 나타내지만, YoY 기준으로도 상반기 수준의 호조는 기록하기 어려워 보인다. 이에 따라 최근에는 상대적으로 생보주에 대한 투자 선호가 발생한 것으로 보인다.

이와 같은 환경에서도 한화투자증권은 손해보험주에 대한 투자추천 우위를 유지한다. 생명보험주는 금융섹터 내에서 여전히 가장 비싼 주식이고(PER 기준), 손보사의 중장기적인 보험손익 개선을 긍정적으로 평가하기 때문이다.

새로운 모멘텀의 부족으로 인해 단기적으로 손해보험주의 주가는 부진할 수 있겠다. 다만 단기 트레이딩 목적의 투자가 아니라면, 2023년부터의 DPS 상승, 실손 손해율 개선 등의 중장기 사이클을 보고 매수해도 좋다는 판단이다.

>> 은행: 결국, 규제

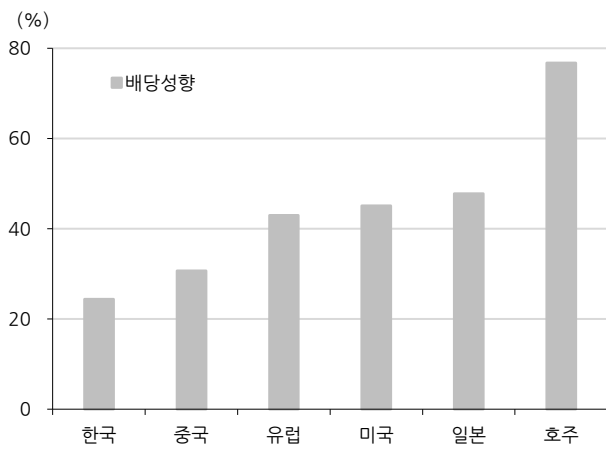
23년 증익 예상되나
규제 리스크는 불가피

전술했듯이, 주요 은행주는 2023년 대손충당금 전입액이 20% YoY 증가함에도 불구하고 영업이익이 9% YoY 증가할 것으로 추정된다. 순이자마진은 하락 전환하고 이자이익 증가율은 mid-single로 둔화되겠지만 그래도 2022년보다 증가한다. 더불어 2022년 불안정한 시장 환경으로 인해 평균보다 크게 발생했던 환 차손, 금융상품손실 등이 연속되지 않을 것으로 예상되기 때문에 증익을 전망한다.

은행의 상태는 양호한데, 규제당국의 기조는 우려스럽다. 앞서 언급한 특별대손준비금 제도가 신설되어도 주요 은행의 이익이나 배당에 대한 당사의 추정치는 큰 변동이 없을 것이다. 이미 추가 충당금을 가정하고 있었기 때문이다. 다만, 제도 그 자체의 영향보다는, 당국에서 자본 유보에 대한 중요성을 다시 강조하는 것이 투자심리에 부정적일 수 있겠다.

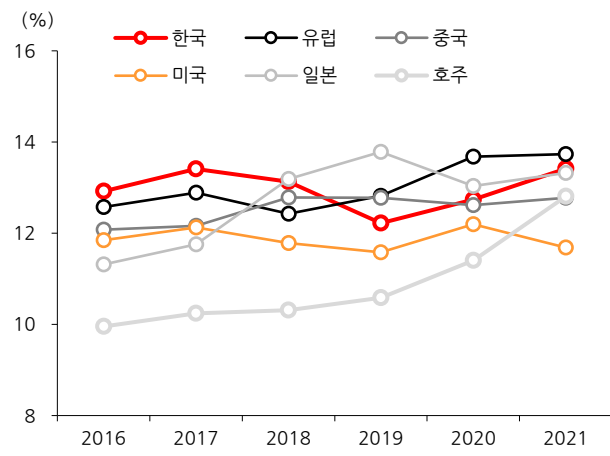
한국 상위 은행의 자본비율은 주요국의 대형 은행들과 비교해도 충분히 높다. 하지만 배당성향은 가장 낮다. 경기 환경이 불안정한 상황에서 금융 시스템의 주축인 은행이 보수적으로 자본을 유보해야 하는 것은 사실이다. 그러나 자본 여력에 대한 명시적인 가이드라인, 예컨대 어떤 시나리오에서 어느 정도의 자본비율을 충족해야 하고, NPL이 몇 배 증가한다는 가정 하에 충당금 적립률을 어디까지 채워야 하는지와 같은 명확한 기준이 제시되어야 한다. 예측이 불가능한 방식의 일괄적인 규제는 한국 금융주의 고질적인 디스카운트 요인이다. 경기 부진 국면에서는 더욱 그렇다. 적절한 종목 고르기가 필요한 시점이겠다.

[그림60] 주요국 은행주의 최근 5개년 평균 배당성향



주: 국가별 시가총액 상위 3개 은행주 평균으로 산출
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 주요국 은행주의 평균 CET1 비율



주: 국가별 시가총액 상위 3개 은행주 평균으로 산출
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

www.hanwhawm.com

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

A large rectangular area with a dotted border, containing 25 horizontal dotted lines for editing or writing.



VI. 기업분석

1. DB손해보험 (005830)
2. 한화손해보험 (000370)
3. 신한지주 (055550)
4. 기업은행 (024110)



DB손해보험 (005830)

저평가된 우등생

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 서주원 juwon.seo@hanwha.com 3772-7481

Buy (유지)

목표주가(유지): 110,000원

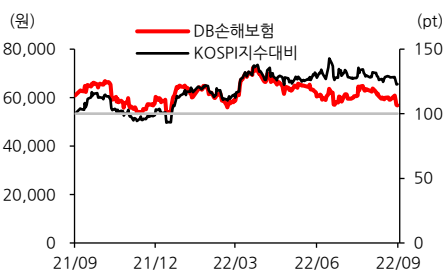
현재 주가(9/19)	56,100원
상승여력	▲96.1%
시가총액	39,719억원
발행주식수	70,800천주
52 주 최고가 / 최저가	72,300 / 53,600원
90 일 일평균 거래대금	88.89억원
외국인 지분율	42.5%
주주 구성	
김남호 (외 10 인)	23.2%
자사주 (외 1 인)	15.2%
국민연금공단 (외 1 인)	10.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.1	-7.1	-8.0	-7.7
상대수익률(KOSPI)	-6.6	-3.6	4.9	17.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
경과보험료	12,670	13,772	14,511	15,091
영업이익	683	1,066	1,230	1,264
순이익	502	776	907	923
합산비용	104.7	101.7	101.1	101.1
투자수익률	3.4	3.3	3.3	3.4
EPS	8,364	12,930	15,107	15,377
BPS	100,994	104,060	91,575	102,772
PER	5.2	4.2	3.7	3.6
PBR	0.4	0.5	0.6	0.5
ROE	8.5	12.6	15.4	15.8
배당성향	26.3	27.1	27.7	28.2

주가 추이



업황의 개선 요인이 유효한 가운데, 수익성 지표의 질적 우위와 높은 배당 매력에도 불구하고 DB 손해보험의 valuation 은 peer 대비 낮아 현 주가는 저평가 상태라고 판단합니다. 업종 내 top pick 으로 유지합니다.

신계약 호조에 따른 사업비 증가에도 양호한 이익 체력

DB손해보험의 2022년 순이익은 연초 이후 27% 상향된 컨센서스를 추가적으로 3% 상회할 것으로 추정됨. 특히 3Q22는 신계약 판매 증가에 따른 사업비 지출 증가(+10% YoY, +650억원 YoY)를 가정했음에도, 장기 보험의 수익성 개선과 투자손익 증가로 전년 동기 수준의 이익을 달성할 전망. 동사는 최근 배타적 사용권을 획득한 간편 건강보험이 판매 호조를 나타내 7월 중 보장성 신계약 MS 1위를 달성한 것으로 알려짐. 이에 상반기 기준 14% YoY 감소했던 보장성 인보험 신계약 규모가 하반기에는 5% YoY 증가할 것으로 전망

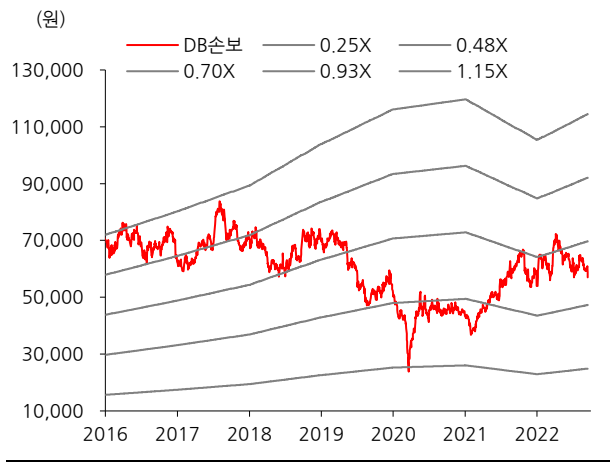
연말 배당수익률 7.5% 기대

DB손해보험은 2016년부터 매년 배당성향을 0.8%p~1.2%p 상향하며 연속적인 주주환원 확대를 시현. 2022년 배당성향 +0.6%p YoY를 가정하면 기말 배당수익률은 7.5%로 기대돼 배당매력이 높다고 판단. IFRS17 도입 이후의 자본정책은 아직 명시되지 않았으나, 배당가능이익의 지속 증가가 예상되고 초기의 CSM 가정 변동이 크지 않다면 꾸준한 DPS 상승도 가능할 것으로 기대됨

과도한 저평가

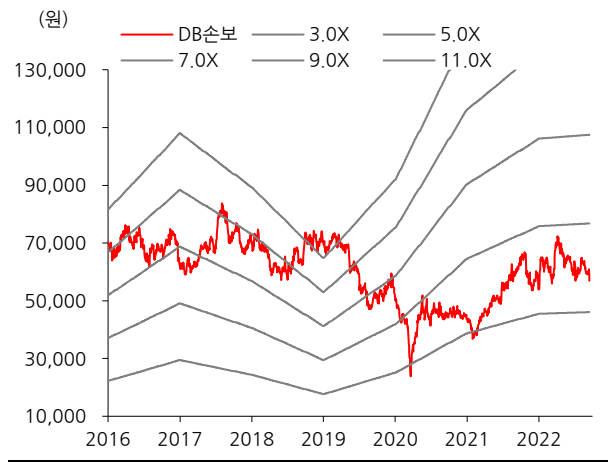
매년 증명 중인 지표 우위와 상대적으로 빠른 실적 개선 속도에도 불구하고, DB손해보험은 상위 4사 중 가장 낮은 12m forward PER을 받고 있음. IFRS17의 손익 인식 방법을 고려할 때, 동사의 지표 관리 능력은 보다 낮은 손익 변동성에 기여할 것으로 예상됨. 업황의 개선 요인이 유효한 가운데, 수익성 지표의 질적 우위와 높은 배당매력에도 불구하고 valuation이 현저한 저평가임을 고려해 업종 내 top pick으로 유지함

[그림62] DB 손해보험 12m forward PBR Band



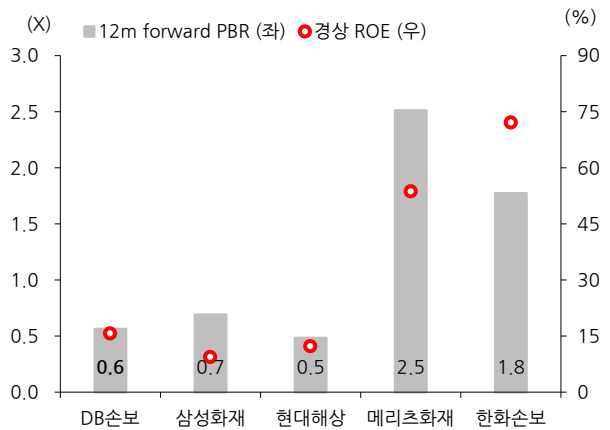
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림63] DB 손해보험 12m forward PER Band



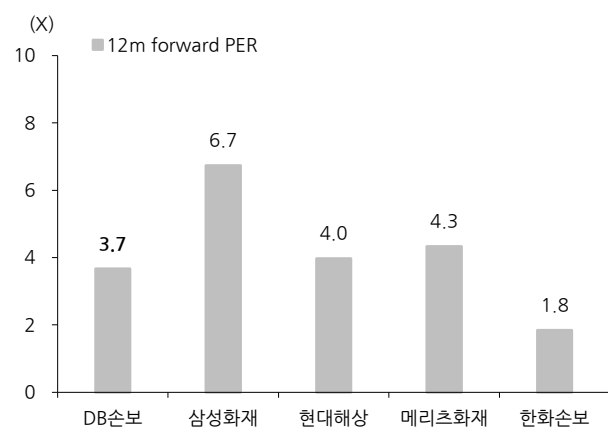
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림64] Peer valuation: 12mf PBR vs. ROE



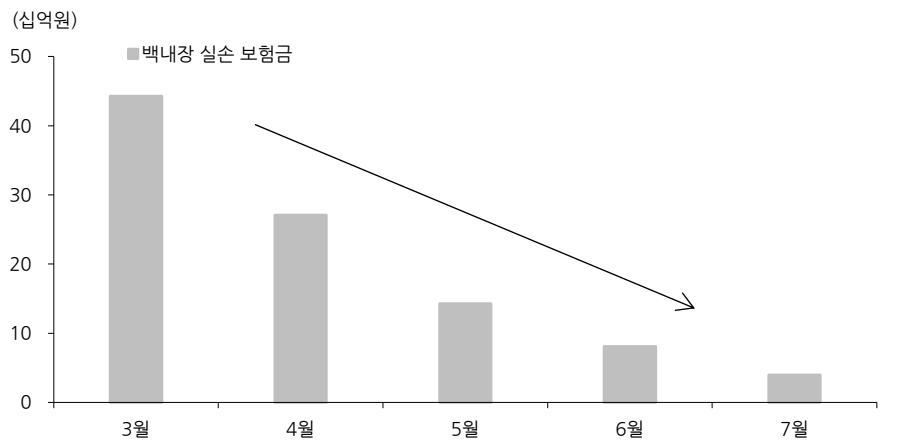
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림65] Peer valuation: 12mf PER



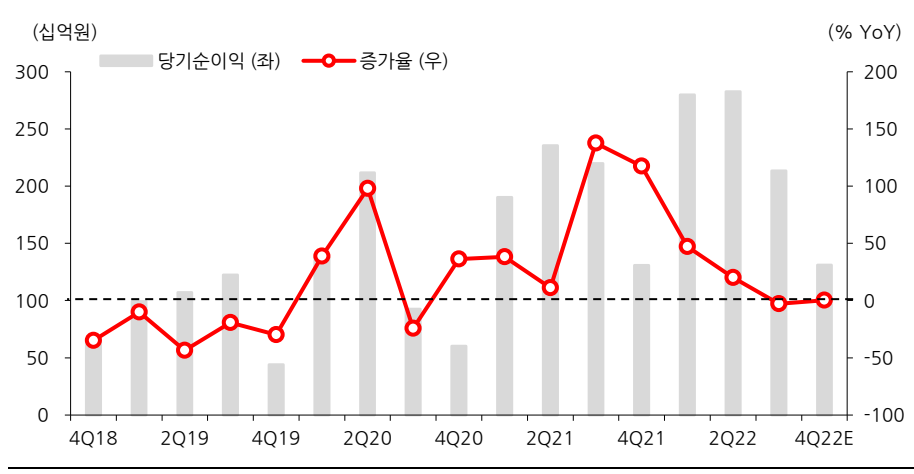
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림66] DB 손해보험의 실손 담보 중 백내장 보험금 추이



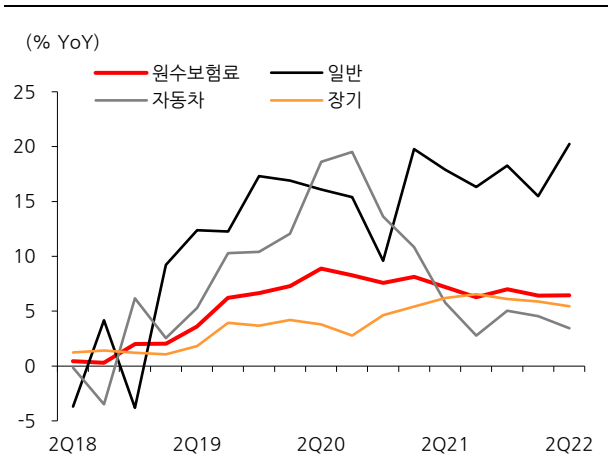
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] DB 손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



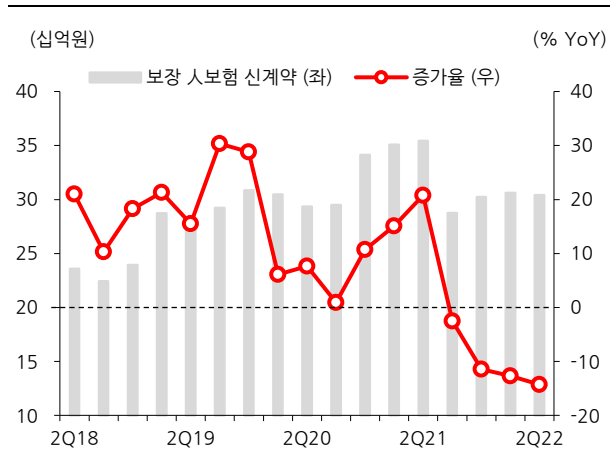
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] DB 손해보험의 원수보험료 증가율



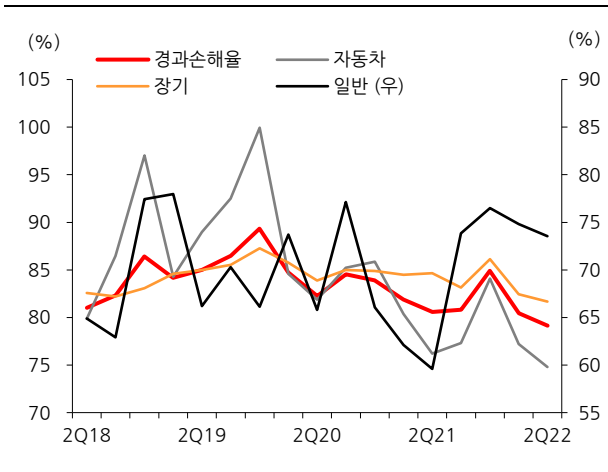
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] DB 손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



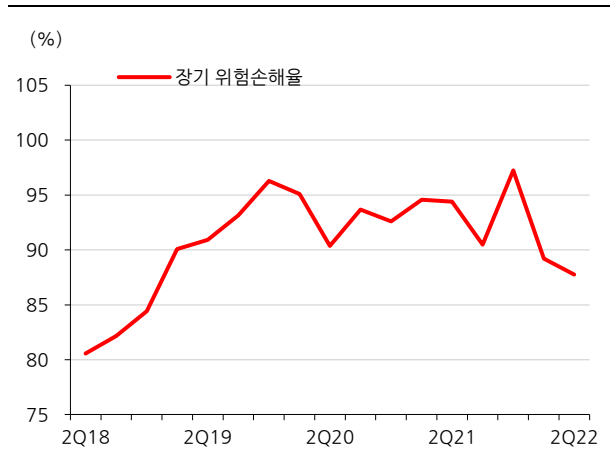
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] DB 손해보험의 보종별 경과손해율



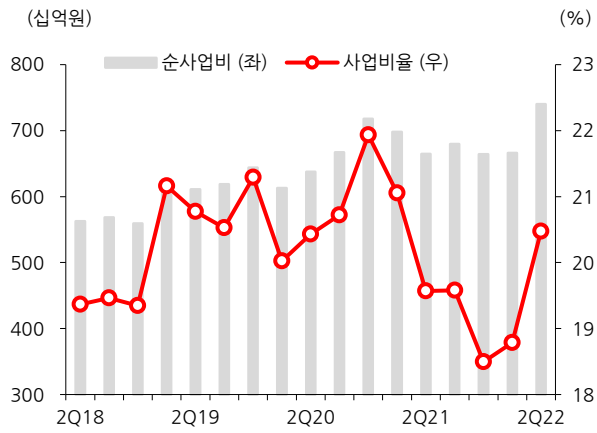
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] DB 손해보험의 장기 위험손해율



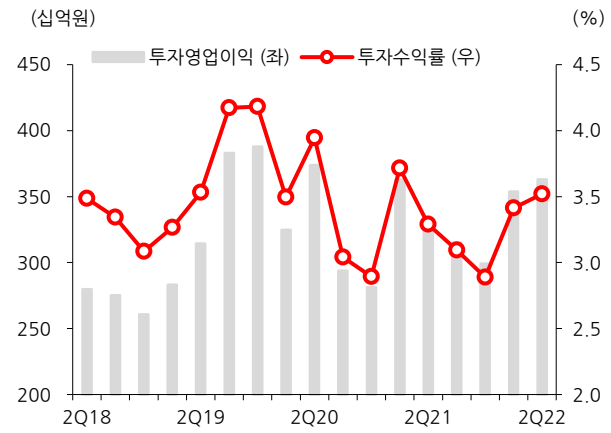
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] DB 손해보험의 순사업비 규모 및 사업비율



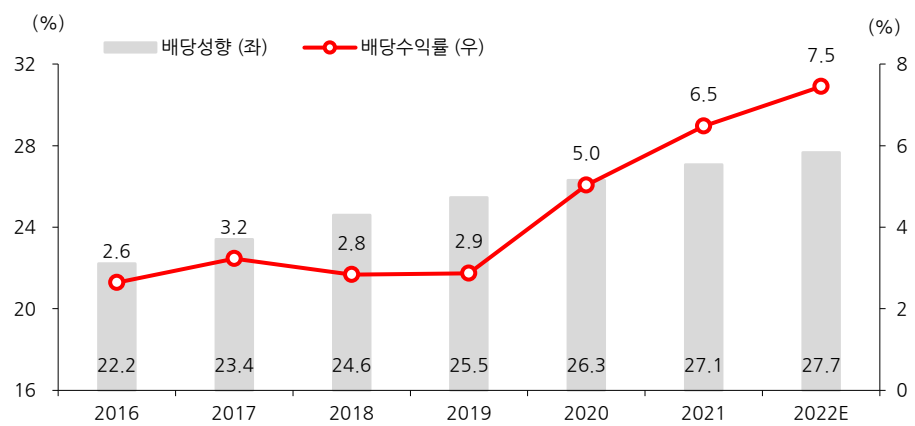
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] DB 손해보험의 투자영업이익 및 투자수익률



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] DB 손해보험의 배당지표 추이 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	38,936	41,650	42,470	43,218
현금 및 예치금	295	428	801	462
유가증권	25,550	27,491	27,351	28,271
주식	1,173	1,164	1,198	1,233
채권	9,168	9,555	9,842	10,235
수익증권	7,760	8,198	8,608	8,866
외화유가증권	7,390	8,439	7,595	7,823
기타유가증권	59	135	108	113
대출채권	11,945	12,587	13,180	13,412
부동산	1,145	1,143	1,139	1,073
비운용자산	3,622	3,822	4,179	4,565
특별계정자산	4,567	5,716	6,059	6,423
자산총계	47,124	51,188	52,708	54,206
책임준비금	34,288	36,265	37,234	38,227
지금준비금	3,077	3,729	3,999	4,274
보험료적립금	28,294	29,369	29,947	30,474
미경과보험료적립금	2,795	3,038	3,152	3,343
기타부채	2,176	2,820	3,946	3,597
특별계정부채	4,596	5,855	6,030	6,211
부채총계	41,060	44,940	47,210	48,035
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
이익잉여금	4,943	5,587	6,285	6,957
비상위험준비금	1,131	1,249	0	0
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	1,200	740	-707	-707
자본총계	6,064	6,248	5,499	6,171
부채와자본총계	47,124	51,188	52,708	54,206

성장률 (% YoY)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
총자산	7.9	8.6	3.0	2.8
운용자산	5.3	7.0	2.0	1.8
총부채	8.2	9.4	5.1	1.7
책임준비금	5.5	5.8	2.7	2.7
총자본	6.0	3.0	-12.0	12.2
경과보험료	6.7	8.7	5.4	4.0
일반	18.9	16.2	16.3	4.1
자동차	13.5	11.3	4.3	2.8
장기	3.1	6.9	4.7	4.5
순사업비	6.0	2.7	6.4	4.6
투자영업이익	-6.9	2.4	6.1	3.2
영업이익	33.4	55.9	15.5	2.7
순이익	34.7	54.6	16.8	1.8

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	14,070	15,075	15,986	16,679
일반	1,284	1,516	1,777	1,849
자동차	4,068	4,311	4,452	4,586
장기	8,718	9,247	9,757	10,245
보유보험료	13,035	13,978	14,962	15,761
경과보험료	12,670	13,772	14,511	15,091
일반	794	923	1,074	1,118
자동차	3,520	3,919	4,089	4,203
장기	8,356	8,930	9,349	9,769
경과손해액	10,626	11,305	11,786	12,243
일반	561	631	778	783
자동차	2,972	3,116	3,262	3,400
장기	7,093	7,558	7,745	8,060
순사업비	2,635	2,706	2,879	3,012
보험영업이익	-590	-238	-153	-164
투자영업이익	1,274	1,304	1,384	1,428
영업이익	683	1,066	1,230	1,264
영업외이익	-5	-1	-3	-4
세전이익	679	1,064	1,227	1,260
법인세비용	176	288	320	337
당기순이익	502	776	907	923

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
경과손해율	83.9	82.1	81.2	81.1
일반	70.7	68.4	72.5	70.0
자동차	84.4	79.5	79.8	80.9
장기	84.9	84.6	82.9	82.5
사업비율	20.8	19.6	19.8	20.0
투자이익률	3.4	3.3	3.3	3.4
수익성 (%)				
ROE	8.5	12.6	15.4	15.8
ROA	1.1	1.6	1.7	1.7
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	8,364	12,930	15,107	15,377
보통주 BPS	100,994	104,060	91,575	102,772
보통주 DPS	2,200	3,500	4,180	4,330
기타 지표				
보통주 PER (X)	5.2	4.2	3.7	3.6
보통주 PBR (X)	0.4	0.5	0.6	0.5
배당성향 (%)	26.3	27.1	27.7	28.2
보통주 배당수익률(%)	5.0	6.5	7.5	7.7



한화손해보험 (000370)

추진력을 얻기 위한 구간

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 서주원 juwon.seo@hanwha.com 3772-7481

Buy (유지)

목표주가(유지): 8,200원

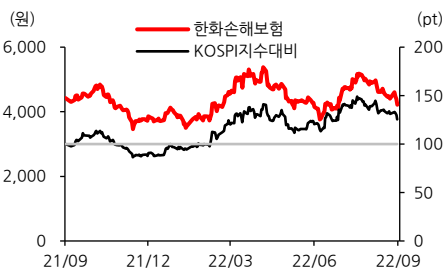
현재 주가(9/19)	4,145원
상승여력	▲97.8%
시가총액	4,839억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가 / 최저가	5,380 / 3,465원
90 일 일평균 거래대금	23.59억원
외국인 지분율	7.2%
주주 구성	
한화생명보험 (외 4인)	51.5%
한화손해보험우리사주 (외 1인)	3.7%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.3	-0.1	-10.9	-6.4
상대수익률(KOSPI)	-9.8	3.4	2.1	18.6

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
경과보험료	4,781	4,810	4,920	4,955
영업이익	128	211	494	343
순이익	88	156	367	251
합산비용	107.9	106.4	103.6	104.0
투자수익률	3.1	3.0	3.8	3.0
EPS	757	1,337	3,150	2,155
BPS	14,624	12,725	963	2,903
PER	5.1	2.8	1.3	1.9
PBR	0.3	0.3	4.3	1.4
ROE	5.6	9.8	46.0	111.5
배당성향	0.0	0.0	0.0	7.0

주가 추이



이익 체력이 제고된 한화손해보험은 3Q22에도 유일하게 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 현 주가에서 12mf PER은 1.9배에 불과한데, 한시적인 자본 우려가 해소되면 주가의 지나친 저평가도 해소될 것으로 기대합니다.

3Q22에도 기대를 상회하는 유일한 보험사

한화손해보험은 3Q22 순이익이 컨센서스를 10% 이상 상회하는 유일한 보험사일 것으로 예상됨. 전년 동기와 비교해 업권 전반의 자동차 손해를 상승이 불가피한 가운데 동사는 경과보험료 내 자동차 비중이 11%에 불과하고, 장기 위험손해율은 개선되는데 그 민감도는 가장 높은 손보사이기 때문. 더불어 2Q22에는 위험손해율의 개선폭 또한 가장 높게 나타나 가파른 증익을 시현했는데, 이러한 개선세 우위는 3Q22에도 이어질 전망

자본 우려를 해소할 명확한 설명은 필요

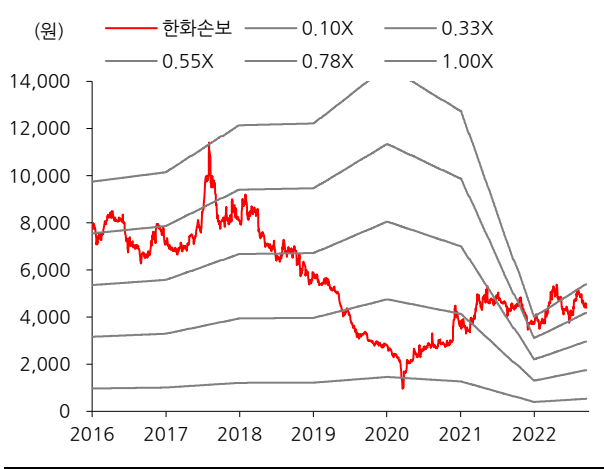
한화손해보험의 2Q22 말 자기자본은 2,780억원으로, 전년 말 대비 1.2조원 감소. 이는 매도가능증권 평가손익이 같은 기간 1.4조원대 감소했기 때문으로, 금리 변동의 영향을 자산에서만 반영하는 현행 기준의 모순이 문제. 다만 8월 들어 재반등한 시장금리(2Q 말 대비 국채 10Y +17bp)로 인해 현행 회계기준상 자본 잠식이 될 수 있다는 우려가 존재. 현재 자본 buffer로 볼 수 있는 것은 (1)9월 발행한 신종자본증권 850억원, (2)하반기 순이익 860억원(추정), (3)4Q22 중 반영될 사육 매각익 1,000억원대 등임. 기말의 금리 수준에 따라 추가 여력이 필요할 수 있으므로, 자본 우려를 불식하기 위해서는 이에 대한 명확한 설명이 필요한 상황으로 판단

단, 자본 문제는 일시적인 이슈라는 기존의 의견을 유지함. 동사가 반기보고서를 통해 공시한 IFRS17 기준으로는 2Q22 말 자기자본이 3조 원대로 평가돼 추후 자본여력에 대한 우려는 제한적임

과도한 저평가도 해소될 것으로 기대

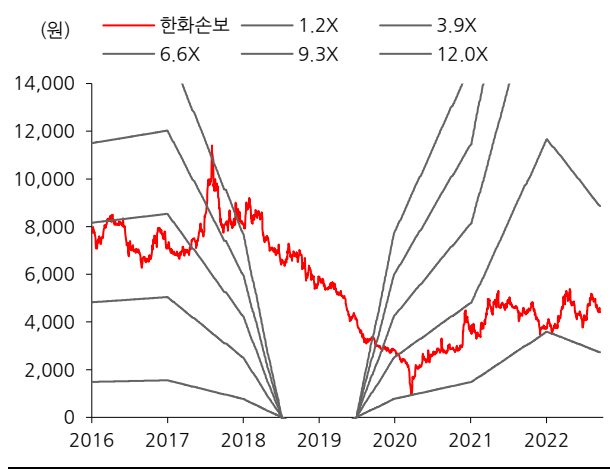
한화손해보험의 본질적인 이익 체력은 제고되고 있음. 3년 연속 이어진 증익에도 불구하고, 경상 이익 기준의 12mf PER은 1.9배에 불과. 한시적 이슈에 불과한 현행 회계기준에서의 자본 문제만 해소된다면 과도한 저평가 또한 해소될 것으로 기대. 업종 내 top pick 의견을 유지함

[그림75] 한화손해보험 12m forward PBR Band



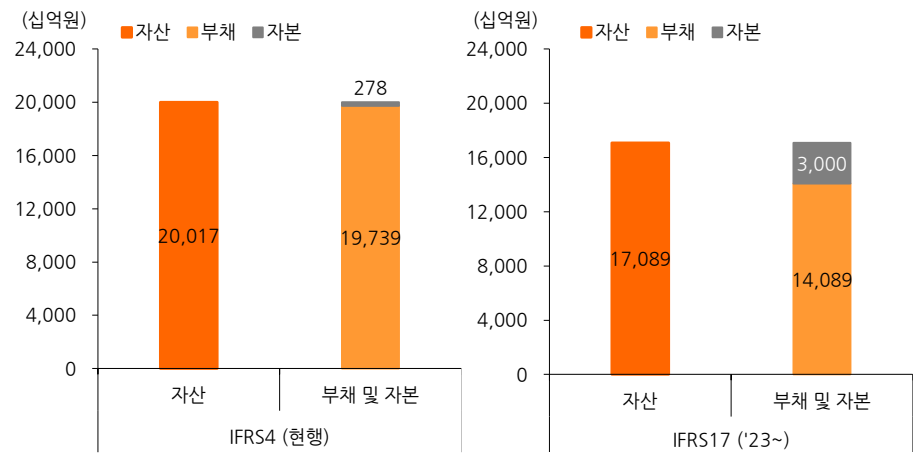
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 한화손해보험 12m forward PER Band



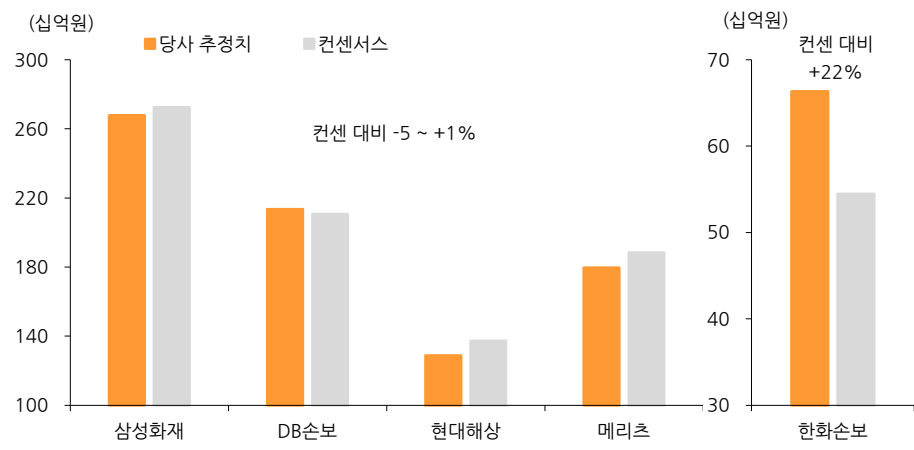
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 회계기준에 따른 한화손해보험의 2Q22 말 재무 상태



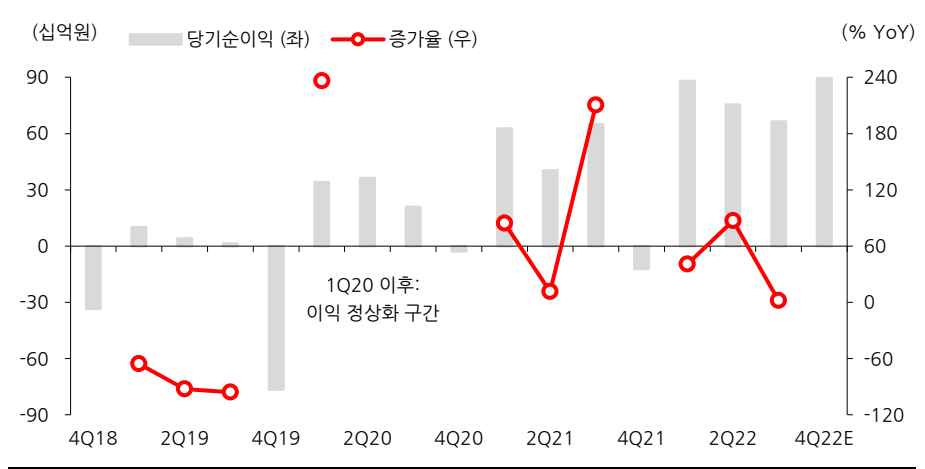
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 3Q22 실적의 온도차



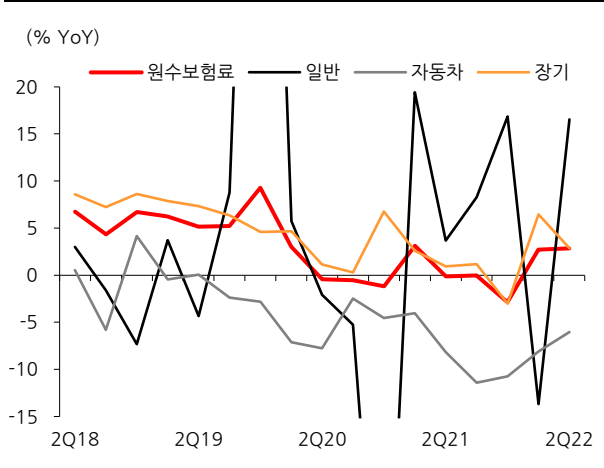
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 한화손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



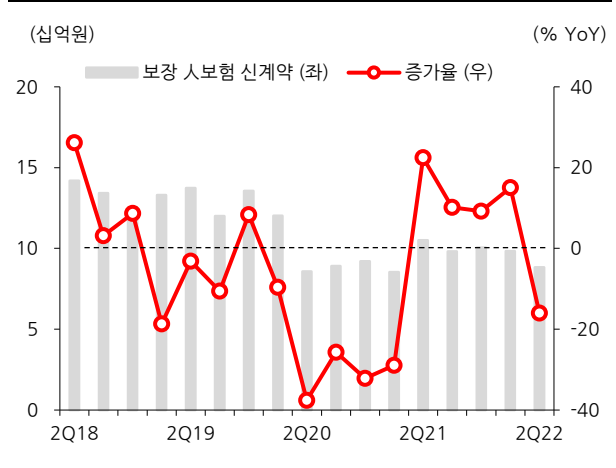
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 한화손해보험의 원수보험료 증가율



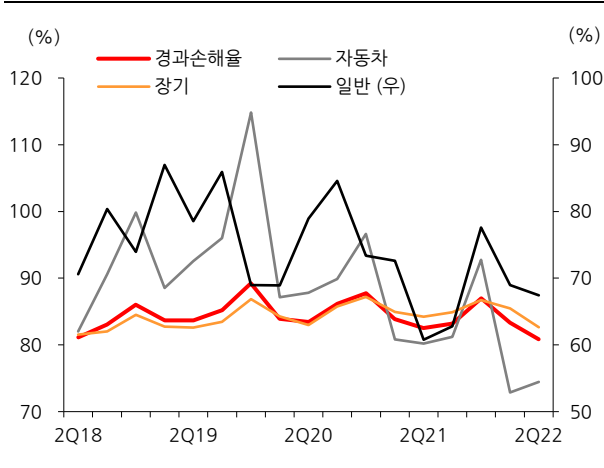
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



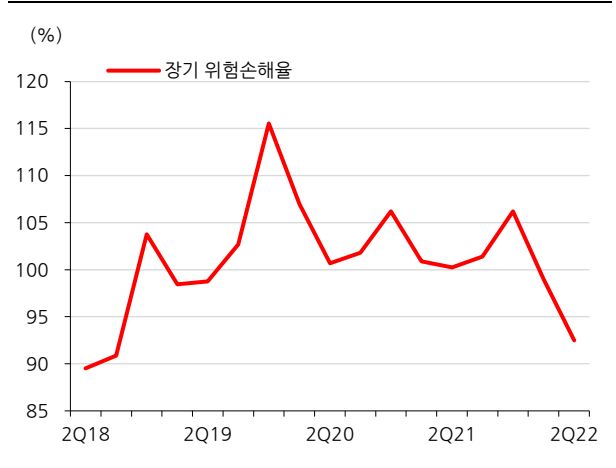
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 한화손해보험의 보증별 경과손해율



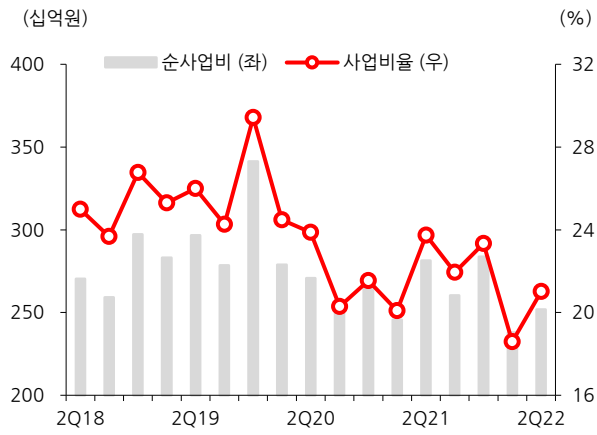
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 한화손해보험의 장기 위험손해율



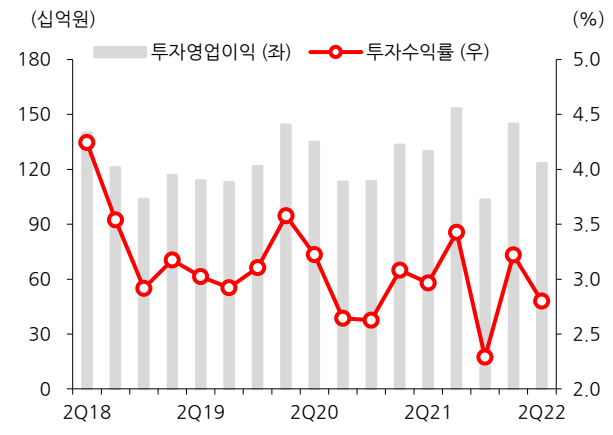
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 한화손해보험의 순사업비 규모 및 사업비율



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 한화손해보험의 투자영업이익 및 투자수익률



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	17,285	18,119	18,124	19,001
현금 및 예치금	352	356	397	401
유가증권	11,417	12,195	12,494	13,208
주식	301	441	223	229
채권	5,194	5,993	5,663	5,994
수익증권	3,562	3,763	4,139	4,471
외화유가증권	2,284	1,959	1,763	1,795
기타유가증권	143	168	705	719
대출채권	4,935	4,816	4,787	4,981
부동산	515	623	446	411
비운용자산	2,188	2,065	2,085	2,106
특별계정자산	6	4	4	4
자산총계	19,479	20,188	20,214	21,112
책임준비금	16,562	17,529	18,425	19,298
지금준비금	1,313	1,407	1,477	1,551
보험료적립금	14,481	15,361	16,134	16,915
미경과보험료적립금	731	723	774	790
기타부채	1,204	1,170	1,673	1,471
특별계정부채	6	5	5	5
부채총계	17,772	18,704	20,102	20,774
자본금	584	584	584	584
자본잉여금	287	287	492	492
이익잉여금	449	593	931	1,157
비상위험준비금	181	202	198	202
자본조정	0	-1	-1	-1
기타포괄손익누계	387	20	-1,893	-1,893
자본총계	1,707	1,484	112	339
부채와자본총계	19,479	20,188	20,214	21,112

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
총자산	7.0	3.6	0.1	4.4
운용자산	9.9	4.8	0.0	4.8
총부채	5.9	5.2	7.5	3.3
책임준비금	7.5	5.8	5.1	4.7
총자본	19.7	-13.1	-92.4	201.5
경과보험료	4.7	0.6	2.3	0.7
일반	-5.1	16.8	8.2	4.2
자동차	2.3	0.5	-7.3	-3.5
장기	5.6	-0.2	3.4	1.0
순사업비	-10.5	-0.3	-5.0	2.8
투자영업이익	8.8	2.8	29.5	-19.8
영업이익	흑전	65.6	133.6	-30.6
순이익	흑전	76.4	135.6	-31.6

주: IFRS 별도 기준

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	5,976	5,976	6,136	6,220
일반	443	497	519	541
자동차	814	744	699	685
장기	4,718	4,736	4,918	4,995
보유보험료	4,843	4,802	4,930	4,998
경과보험료	4,781	4,810	4,920	4,955
일반	213	249	270	281
자동차	594	597	553	533
장기	3,974	3,964	4,098	4,140
경과손해액	4,085	4,048	4,082	4,106
일반	163	171	192	208
자동차	537	499	446	443
장기	3,383	3,378	3,441	3,455
순사업비	1,074	1,071	1,018	1,046
보험영업이익	-378	-308	-179	-197
투자영업이익	506	520	673	540
영업이익	128	211	494	343
영업외이익	-16	-12	-11	-11
세전이익	112	199	483	331
법인세비용	23	43	115	80
당기순이익	88	156	367	251

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
경과손해율	85.4	84.1	83.0	82.9
일반	76.5	68.4	71.3	74.0
자동차	90.4	83.7	80.8	83.0
장기	85.1	85.2	84.0	83.5
사업비율	22.5	22.3	20.7	21.1
투자이익률	3.1	3.0	3.8	3.0
수익성 (%)				
ROE	5.6	9.8	46.0	111.5
ROA	0.5	0.8	1.8	1.2
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	757	1,337	3,150	2,155
보통주 BPS	14,624	12,725	963	2,903
보통주 DPS	0	0	0	150
기타 지표				
보통주 PER (X)	5.1	2.8	1.3	1.9
보통주 PBR (X)	0.3	0.3	4.3	1.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	7.0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	3.6



신한지주 (055550)

COVID 구간 제외 시 역사적 저점의 valuation

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 서주원 juwon.seo@hanwha.com 3772-7481

Buy (유지)

목표주가(유지): 54,000원

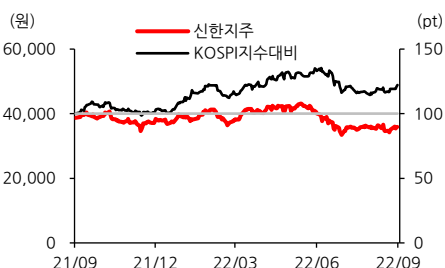
현재 주가(9/19)	36,100원
상승여력	▲49.6%
시가총액	185,169억원
발행주식수	512,934천주
52 주 최고가 / 최저가	43,200 / 33,400원
90 일 일평균 거래대금	468.43억원
외국인 지분율	61.8%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.7%
신한지주우리사주 (외 1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.1	-9.9	-5.5	-6.7
상대수익률(KOSPI)	6.6	-6.4	7.5	18.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
일반영업이익	11,533	12,692	14,138	15,124
순이자손익	9,883	10,769	12,471	13,270
총전영업이익	6,320	6,948	8,186	8,902
영업이익	4,930	5,952	6,989	7,473
지배주주 순이익	3,415	4,019	5,378	5,288
EPS	6,552	7,714	10,399	10,027
BPS	82,516	88,548	93,656	101,185
PER	4.9	4.8	3.5	3.6
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	8.2	8.8	11.1	10.3
배당성향	23.6	26.0	24.7	26.5
배당수익률	4.7	5.3	6.9	7.4

주가 추이



신한지주는 업종 내 EPS 성장률 우위로 경쟁사와의 시가총액 gap 을 축소할 근거가 마련된 것으로 판단합니다. 경상 실적 5 조원대의 이익 체력 제고에도 불구하고, 12mf PBR 은 COVID 급락 구간 제외 시 역사적 저점입니다.

EPS growth 우위

신한지주는 주요 은행주 중 2022년 가장 높은 EPS 성장률(+27% YoY, 사옥 매각의 제외)을 나타낼 전망. 계열 증권사의 비경상 손실과 유상증자로 인해 2020년 6월부터 신한지주의 시가총액은 KB금융을 하회하고 있음. 양사의 시가총액 차이와 유사한 궤적을 보이는 EPS 성장률 차이가 2022년 하반기부터 신한지주의 우위로 전환되어, 시장가치의 gap은 줄어들 것으로 기대. 더불어 금융시장 전반의 환경이 비우호적인 현 국면에서 카드사 및 보험사의 이익 비중이 높은 신한지주는 상대적인 이익 안정성을 보일 것으로 기대

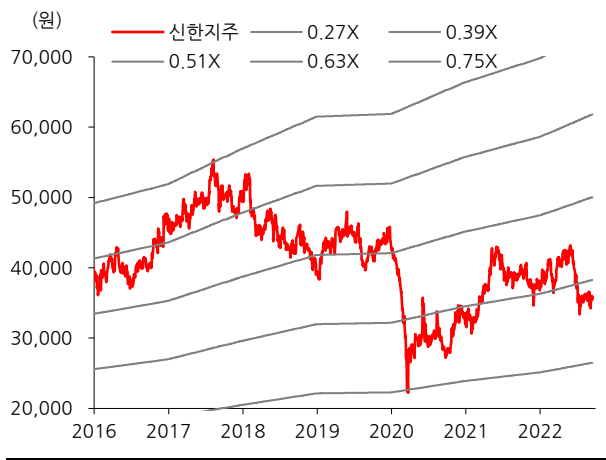
주주환원 의지는 강하나, 환경은 불확실

신한지주는 2021년부터 적극적인 자본정책을 제시하고 있는데, 당사는 3Q22에 반영될 계열 증권사의 사옥 매각익 (세전)4,400억원 중 일부를 자사주 매입에 활용할 것으로 기대한 바 있음. 다만 자본 유보에 대한 당국의 기조를 미루어 보아 불확실성은 있는 것으로 보임. 전년과 유사한 배당성향을 가정하면, 3분기 배당과 합산해 현 시점의 남아있는 배당의 기대 수익률은 4.7%로 나타남

주가의 하방 경직성 확보

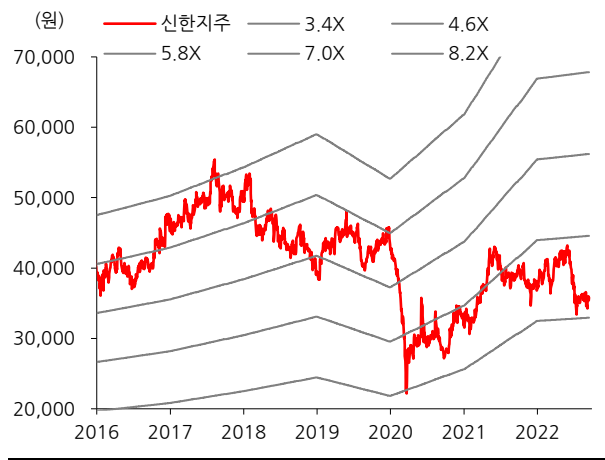
신한지주의 경상 순이익은 5조원대로 제고됨. 2023년 분기 NIM의 하락 전환과 대손비용 +19% YoY를 가정해도 지배주주 순이익은 5조원을 상회할 전망. 그럼에도 동사의 12m forward PBR은 0.36배로 COVID 발발 시점의 시장 충격 구간을 제외하면 역사적 저점에 불과. 견조한 EPS 성장과 비교적 안정적인 이익 체력을 고려해 업종 내 top pick으로 유지함

[그림86] 신한지주의 12m forward PBR Band



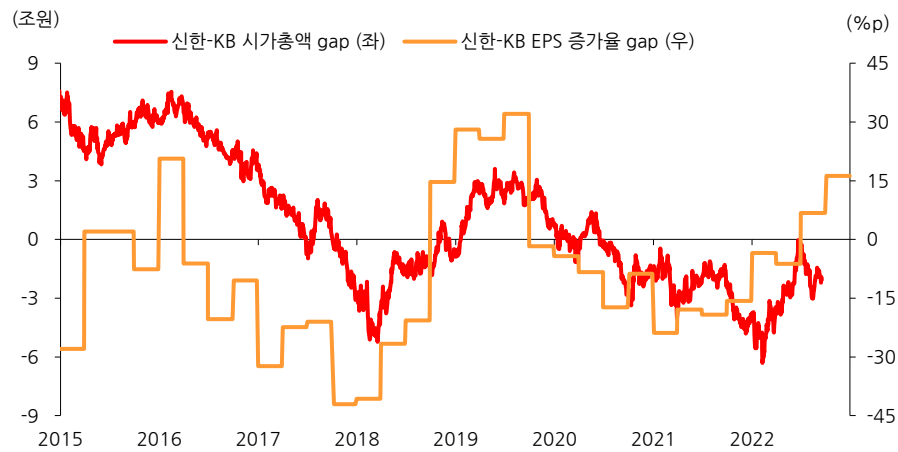
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 신한지주의 12m forward PER Band



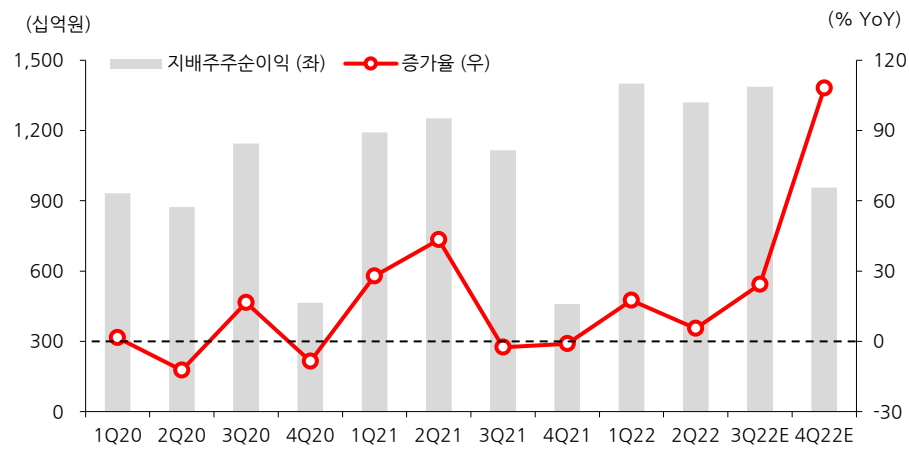
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 신한지주의 분기별 지배주주 순이익



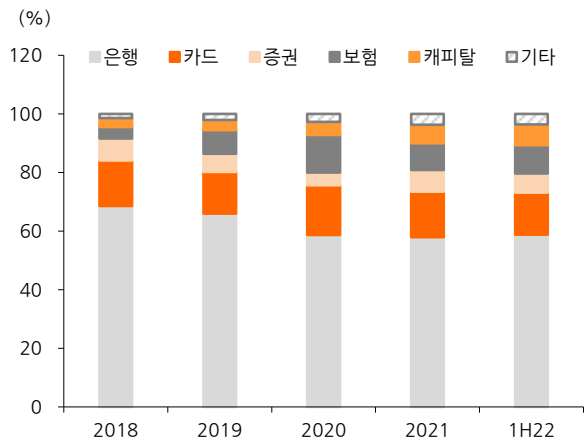
주: EPS 증가는 4Q trailing EPS의 YoY 증가율의 차이로 산출
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 신한지주의 분기별 지배주주 순이익



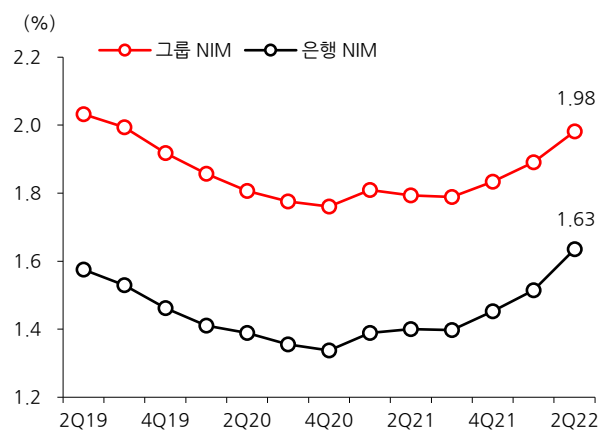
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 신한지주의 계열사별 이익 기여도



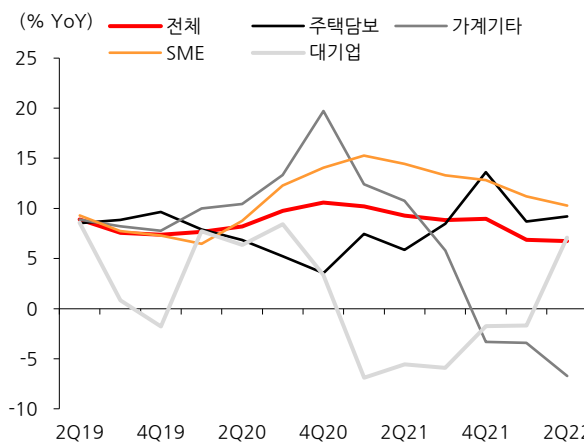
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 신한지주 및 신한은행의 순이자마진



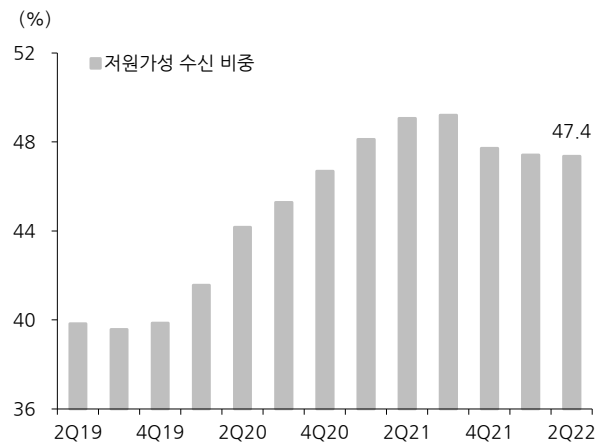
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 신한은행의 차주별 원화대출 성장률



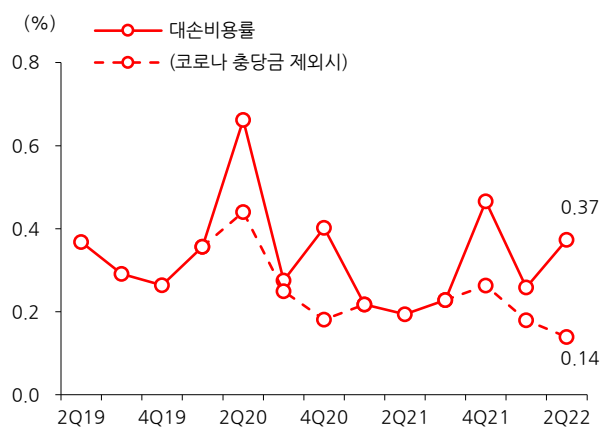
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 신한은행의 수신 중 저원가성 비중



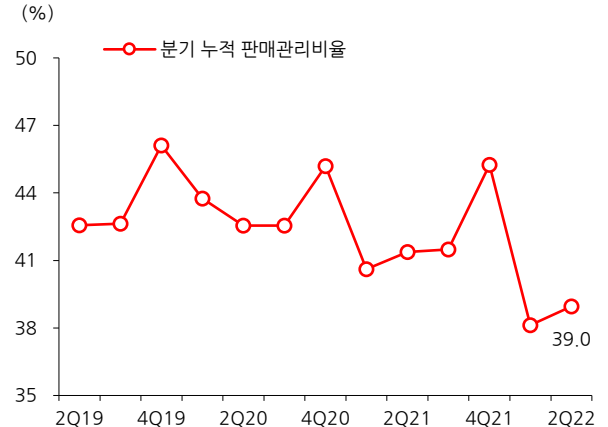
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 신한지주의 대손비용률



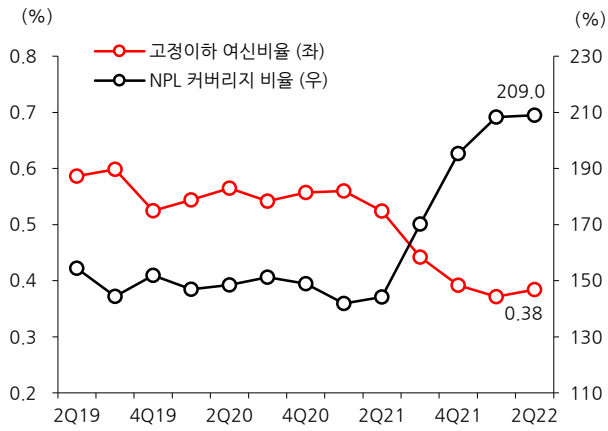
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 신한지주의 판관비율



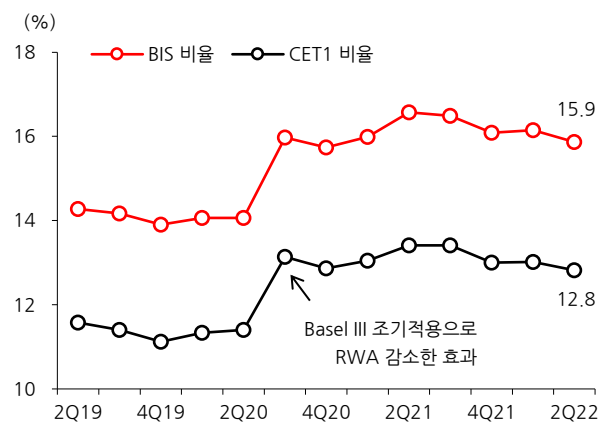
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 신한지주의 NPL 비율 및 NPL Coverage 비율



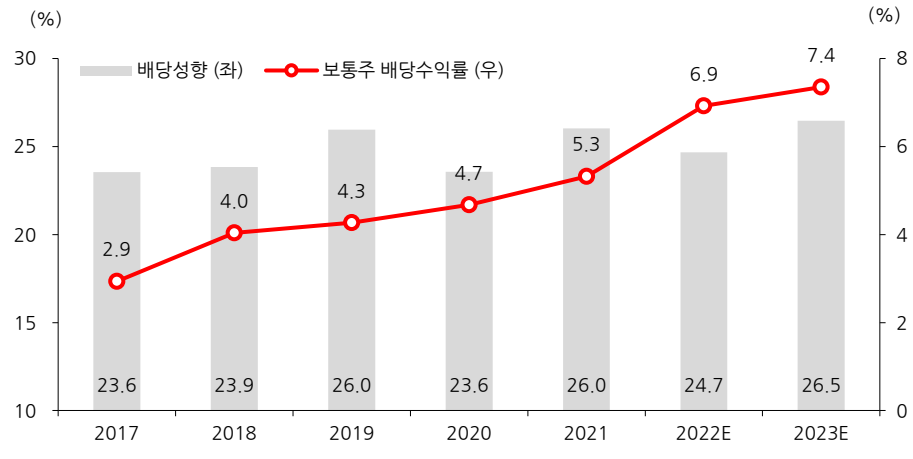
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 신한지주의 BIS 자기자본비율



자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 신한지주의 배당지표 추이 및 전망



자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표		(단위: 십억 원)			
12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
현금및예치금	33,662	28,571	30,764	32,138	
유가증권	165,080	178,285	188,982	200,321	
대출채권	360,804	393,474	415,802	434,369	
대손충당금	3,061	3,167	3,431	3,595	
유형자산	6,663	6,907	7,438	7,770	
무형자산	5,481	5,645	6,078	6,349	
기타자산	36,605	38,437	52,262	51,707	
자산총계	605,234	648,152	697,894	729,059	
예수부채	326,956	365,478	378,353	400,047	
차입부채	116,728	123,316	131,265	133,048	
차입금	41,760	43,097	44,629	39,480	
사채	74,968	80,219	86,637	93,568	
기타금융업부채	63,580	64,168	65,452	68,226	
기타부채	51,612	45,651	70,684	71,807	
부채총계	558,877	598,614	645,754	673,128	
지배주주지분	44,070	47,291	49,676	53,287	
자본금	2,970	2,970	2,970	2,970	
신종자본증권	2,180	3,335	4,108	4,108	
자본잉여금	12,235	12,095	12,095	12,095	
기타자본	-688	-664	-578	-578	
자기주식	-665	-642	-642	-642	
기타포괄손익누계액	-404	-985	-3,154	-3,154	
이익잉여금	27,777	30,541	34,235	37,846	
비지배주주지분	2,287	2,247	2,464	2,644	
자본총계	46,357	49,538	52,140	55,931	
부채및자본총계	605,234	648,152	697,894	729,059	

성장률		(% YoY)			
12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
대출채권	10.1	9.1	5.7	4.5	
총자산	9.6	7.1	7.7	4.5	
예수부채	10.7	11.8	3.5	5.7	
차입부채	5.9	5.6	6.4	1.4	
총부채	9.5	7.1	7.9	4.2	
총자본	10.6	6.9	5.3	7.3	
일반영업이익	3.6	10.0	11.4	7.0	
순이자손익	1.5	9.0	15.8	6.4	
판매관리비	1.5	10.2	3.6	4.5	
충전영업이익	5.4	9.9	17.8	8.8	
영업이익	-2.3	20.7	17.4	6.9	
세전이익	-3.2	17.5	34.5	-0.9	
지배주주순이익	0.3	17.7	33.8	-1.7	

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서		(단위: 십억 원)			
12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
일반영업이익	11,533	12,692	14,138	15,124	
순이자손익	9,883	10,769	12,471	13,270	
이자수익	14,774	14,724	18,356	20,048	
이자비용	4,891	3,955	5,885	6,779	
순수수료손익	2,383	2,675	2,840	2,874	
수수료수익	3,814	4,140	4,348	4,435	
수수료비용	1,432	1,465	1,508	1,561	
금융상품관련손익	464	496	39	178	
기타영업이익	-1,197	-1,249	-1,212	-1,198	
판매관리비	5,212	5,743	5,952	6,221	
충전영업이익	6,320	6,948	8,186	8,902	
대손충당금전입액	1,391	996	1,196	1,429	
영업이익	4,930	5,952	6,989	7,473	
영업외이익	-176	-368	520	-33	
세전이익	4,754	5,584	7,510	7,440	
법인세비용	1,256	1,471	2,014	2,036	
당기순이익	3,498	4,113	5,496	5,404	
지배주주 순이익	3,415	4,019	5,378	5,288	

주요 투자지표

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
순이자마진율	1.80	1.81	1.98	2.01
판매비용률	45.2	45.3	42.1	41.1
대손비용률	0.43	0.28	0.31	0.35
수익성 (%)				
ROE	8.2	8.8	11.1	10.3
ROA	0.6	0.6	0.8	0.7
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	6,552	7,714	10,399	10,027
수정 EPS	6,424	7,532	9,517	9,793
보통주 BPS	82,516	88,548	93,656	101,185
수정 BPS	82,516	88,548	93,656	101,185
보통주 DPS	1,500	1,960	2,500	2,655
기타 지표				
보통주 PER (X)	4.9	4.8	3.5	3.6
수정 PER (X)	5.0	4.9	3.8	3.7
보통주 PBR (X)	0.39	0.42	0.39	0.36
수정 PBR (X)	0.39	0.42	0.39	0.36
배당성향 (%)	23.6	26.0	24.7	26.5
보통주 배당수익률 (%)	4.7	5.3	6.9	7.4



기업은행 (024110)

기업은행 사기 좋은 타이밍

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 서주원 juwon.seo@hanwha.com 3772-7481

Buy (유지)

목표주가(유지): 14,000원

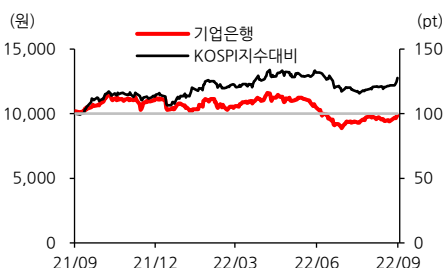
현재 주가(9/19)	9,810원
상승여력	▲42.7%
시가총액	73,016억원
발행주식수	744,301천주
52 주 최고가 / 최저가	11,600 / 8,880원
90 일 일평균 거래대금	88.81억원
외국인 지분율	13.5%
주주 구성	
대한민국정부(기획재정부) (외 1인)	63.7%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%
기업은행우리사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.4	-6.1	-7.5	-3.8
상대수익률(KOSPI)	5.9	-2.6	5.5	21.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
일반영업이익	6,375	6,745	7,789	8,528
순이자손익	5,615	6,128	7,285	8,039
총전영업이익	3,945	4,146	5,077	5,706
영업이익	2,126	3,231	3,573	3,934
지배주주 순이익	1,536	2,412	2,655	2,847
EPS	2,264	3,186	3,506	3,760
BPS	31,597	34,345	36,543	39,070
PER	3.9	3.2	2.8	2.6
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	6.4	9.2	9.4	9.4
배당성향	29.5	30.7	30.8	30.7
배당수익률	5.3	7.6	8.8	9.4

주가 추이



은행업종의 기업대출이 성장과 마진 모두에서 가계대출보다 양호한 흐름을 보이고 있습니다. 더불어 배당주에 관심이 높아지는 시기에, 은행업종 내에서 배당 확실성은 상대적으로 낮고 기대 yield는 높습니다.

3Q22부터 드러날 마진 격차

은행업종의 대출 시장에서 기업대출과 가계대출 간의 온도차가 이례적으로 벌어짐. 기업대출은 대출 성장(Q)과 금리(P)가 모두 양호한 반면, 가계대출은 성장이 멈춘 가운데 총대출금리에 대한 기여도도 축소. 이에 하반기 들어 이자 마진의 개선 속도는 둔화될 것으로 전망하는데, 기업대출 비중이 84%에 달하는 기업은행은 오히려 3Q22 중 더 가파른 NIM 상승세를 나타낼 전망

2022년 들어 기업대출 금리가 가계대출보다 빠르게 상승하며 2021년과 반전된 상황. 더불어 기업은행의 연동비중이 높은 KORIBOR 금리가 국채금리보다 큰 폭 상승해 이에 따른 수혜도 예상됨

금리 추이를 고려하면, 3Q22 기업은행의 NIM은 전분기 대비 12bp 상승할 것으로 추정. 시중은행의 평균 마진 상승폭은 7bp 미만으로 예상되므로, 이를 상회할 전망

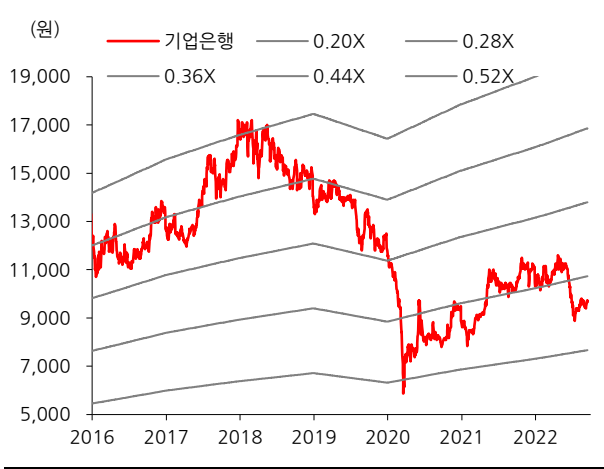
배당 시즌에 알맞은 투자 대안

배당주에 대한 투자 관심이 높아지는 시기. 은행주는 배당주 투자에 적합한 업종이지만, 특별대손준비금 신설로 인해 자본 유보의 불확실성이 확대됨. 이런 국면에서 최대주주가 정부(기획재정부)인 만큼 고배당 지급의 당위성이 존재하는 기업은행의 상대적인 매력에 부각되는 시기라고 판단. 전년과 유사한 배당성향을 가정하면 기업은행의 기말 배당 수익률은 8.8%로 기대됨. 시중은행이 분기배당 및 반기배당을 하는 데 반해 동사는 연말 배당만을 실시해 배당 투자 관점에서 더 유리한 구간이라는 점도 매력적

역사적 저점의 PBR

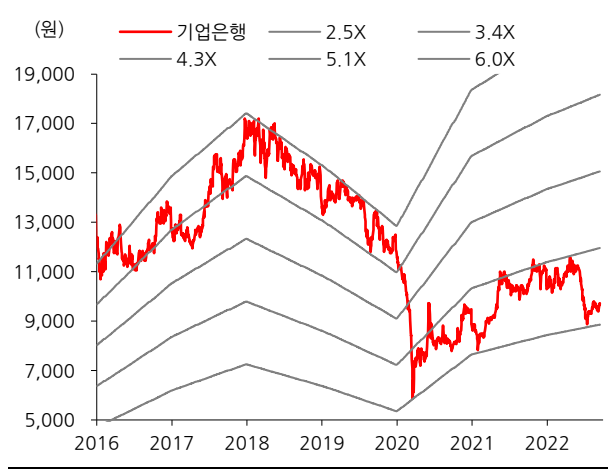
동사의 12m forward PBR은 0.26X로, COVID 발발 시기의 시장 급락 구간을 제외하면, 2019년 이전의 역사적 저점(0.35X)을 하회. 상대적 매력이 높은 구간에서 현 주가는 저평가 상태로 판단하며 업종 내 top pick으로 유지함

[그림99] 기업은행의 12m forward PBR Band



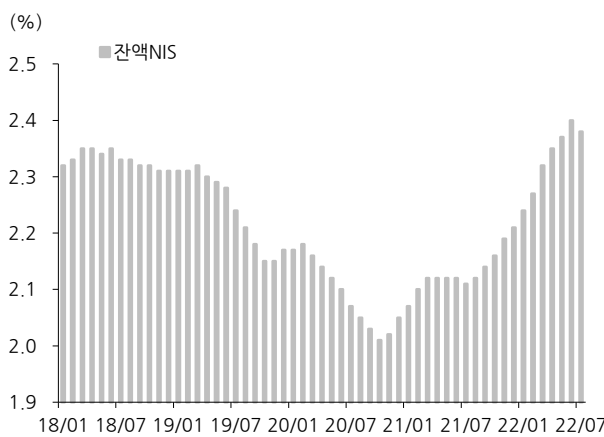
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 기업은행의 12m forward PER Band



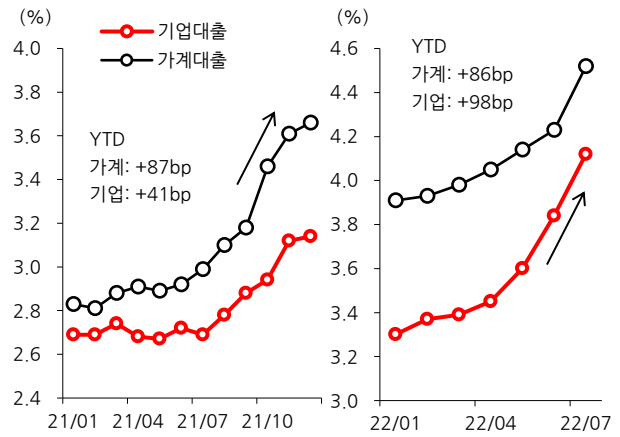
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 은행업종의 월별 잔액 예대스프레드(NIS)



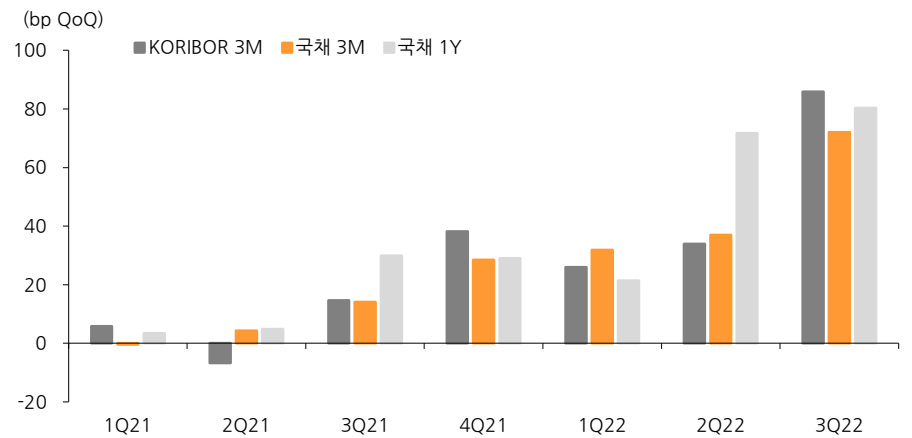
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 은행업종의 대출금리 → '22 년은 기업이 가파르다



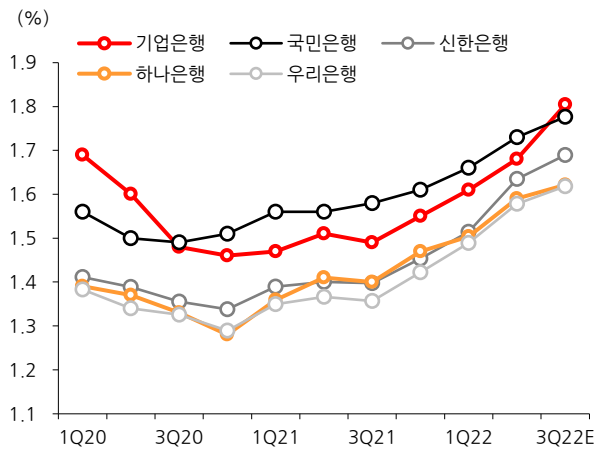
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 국채금리와 KORIBOR 금리 상승폭 비교



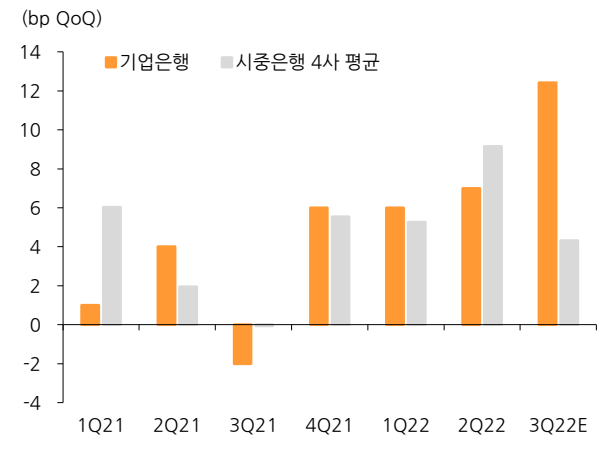
주: 3Q22는 9월 16일까지의 평균
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 기업은행과 시중은행의 순이자마진(NIM)



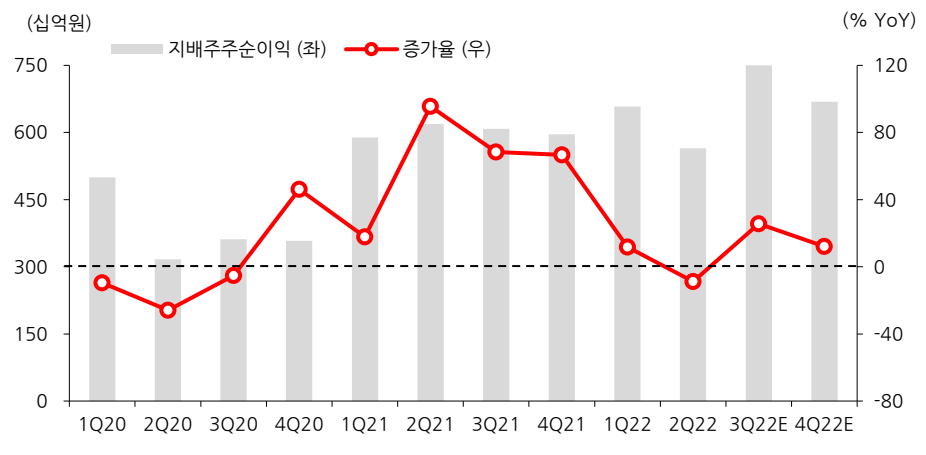
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 기업은행과 시중은행의 순이자마진(NIM) 변동폭



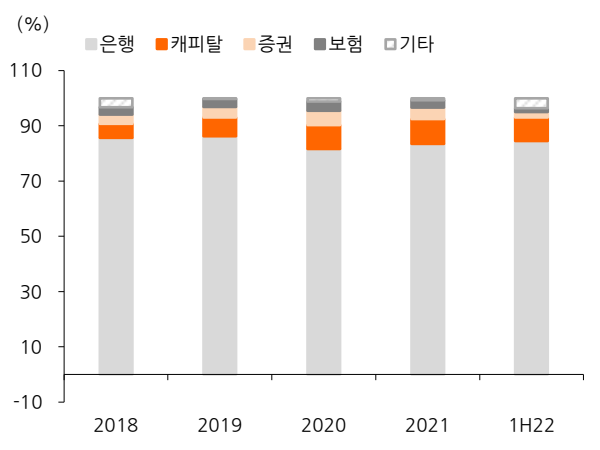
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 기업은행의 분기별 지배주주 순이익



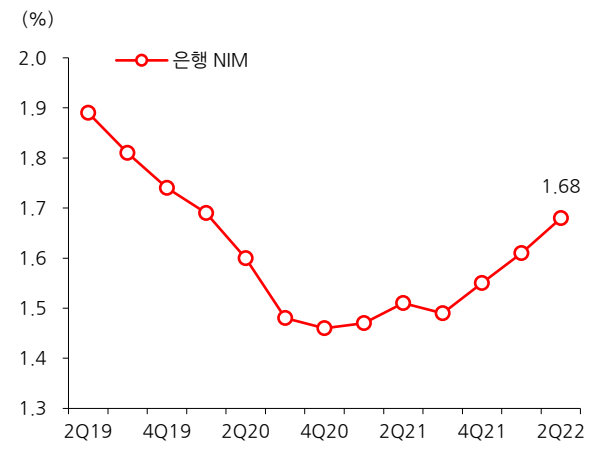
자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 기업은행의 계열사별 이익 기여도



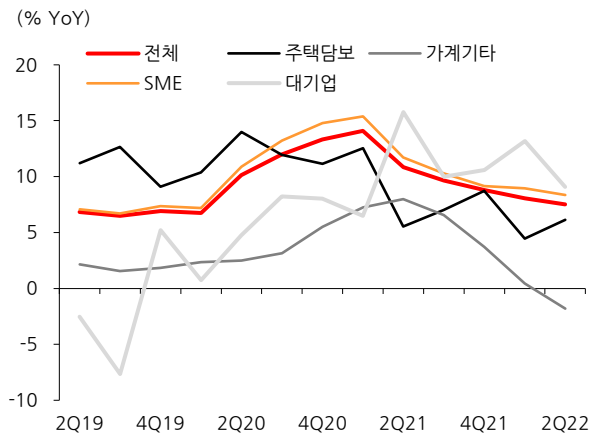
자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 기업은행의 순이자마진



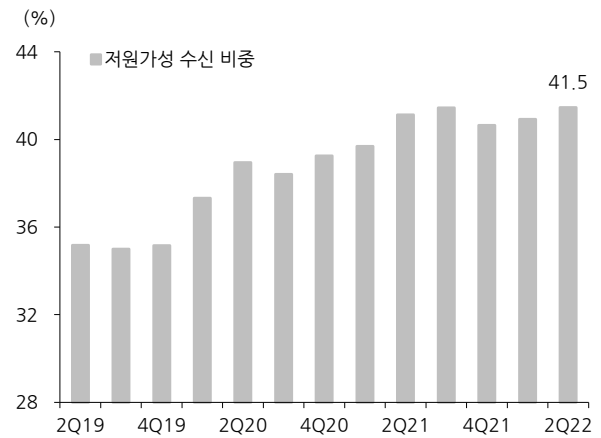
자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 기업은행의 차주별 원화대출 성장률



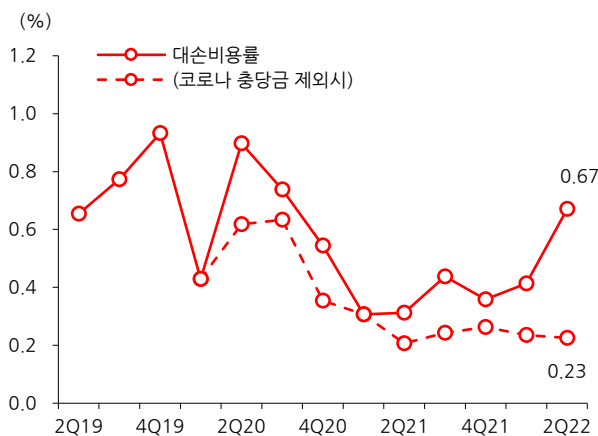
자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] 기업은행의 수신 중 저원가성 비중



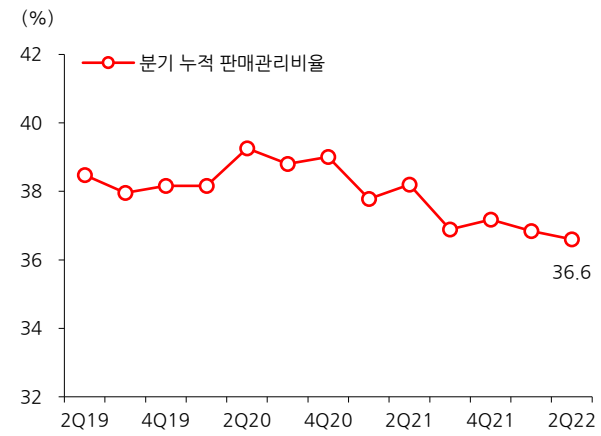
자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 기업은행의 대손비용률



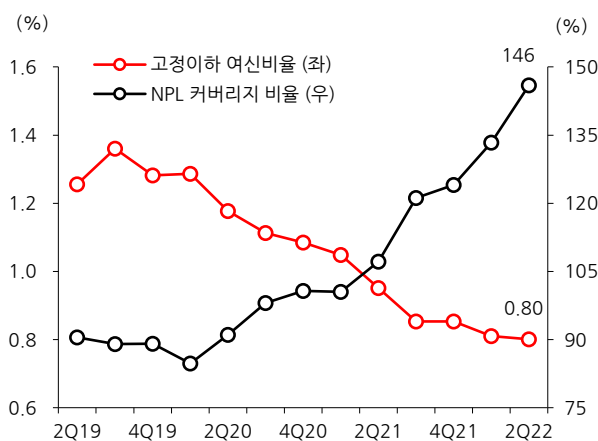
자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 기업은행의 판관비율



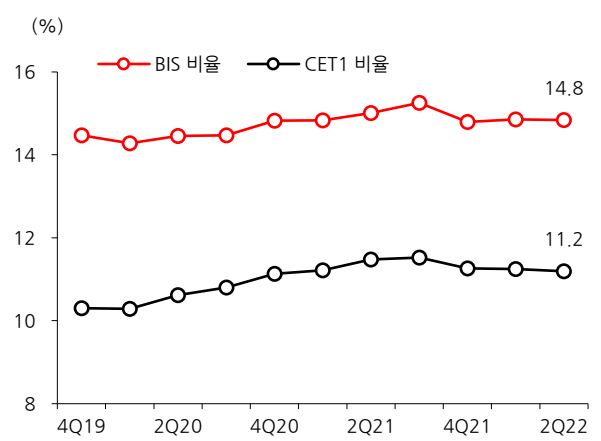
자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 기업은행의 NPL 비율 및 NPL Coverage 비율



자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 기업은행의 BIS 자기자본비율



자료: 기업은행, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표		(단위: 십억 원)			
12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
현금및예치금	13,189	19,851	21,372	22,534	
유가증권	64,622	76,383	80,966	85,824	
대출채권	271,492	289,149	308,409	325,178	
대손충당금	2,798	2,927	3,375	3,719	
유형자산	3,313	3,488	3,755	3,959	
무형자산	285	269	287	299	
기타자산	11,514	11,859	17,154	17,795	
자산총계	361,616	398,072	428,569	451,871	
예수부채	140,942	158,252	166,143	175,335	
차입부채	169,347	186,806	200,373	211,459	
차입금	38,077	43,019	49,396	52,933	
사채	131,270	143,788	150,977	158,526	
기타금융업부채	8,880	9,991	10,766	11,339	
기타부채	17,305	15,489	21,988	22,413	
부채총계	336,474	370,538	399,270	420,547	
지배주주지분	25,018	27,387	29,141	31,155	
자본금	4,183	4,211	4,211	4,211	
신종자본증권	3,060	3,499	3,949	3,949	
자본잉여금	1,145	1,172	1,173	1,173	
기타자본	0	0	0	0	
자기주식	0	0	0	0	
기타포괄손익누계액	472	432	-171	-171	
이익잉여금	16,159	18,073	19,979	21,993	
비지배주주지분	124	146	158	169	
자본총계	25,142	27,534	29,299	31,324	
부채및자본총계	361,616	398,072	428,569	451,871	

성장률		(% YoY)			
12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
대출채권	12.1	6.5	6.7	5.4	
총자산	13.7	10.1	7.7	5.4	
예수부채	19.5	12.3	5.0	5.5	
차입부채	9.4	10.3	7.3	5.5	
총부채	13.9	10.1	7.8	5.3	
총자본	10.4	9.5	6.4	6.9	
일반영업이익	-1.3	5.8	15.5	9.5	
순이자손익	-2.4	9.1	18.9	10.4	
판매관리비	0.9	7.0	4.4	4.0	
총전영업이익	-2.6	5.1	22.4	12.4	
영업이익	-4.6	52.0	10.6	10.1	
세전이익	-6.8	59.0	8.5	9.3	
지배주주순이익	-4.4	57.1	10.1	7.2	

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서		(단위: 십억 원)			
12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
일반영업이익	6,375	6,745	7,789	8,528	
순이자손익	5,615	6,128	7,285	8,039	
이자수익	8,654	8,689	11,304	12,872	
이자비용	3,039	2,561	4,019	4,833	
순수수료손익	564	632	596	613	
수수료수익	899	977	935	957	
수수료비용	336	345	339	344	
금융상품관련손익	908	725	808	817	
기타영업이익	-712	-740	-900	-941	
판매관리비	2,430	2,599	2,713	2,821	
총전영업이익	3,945	4,146	5,077	5,706	
대손충당금전입액	1,820	915	1,504	1,773	
영업이익	2,126	3,231	3,573	3,934	
영업외이익	-39	87	27	0	
세전이익	2,087	3,318	3,600	3,934	
법인세비용	539	892	932	1,072	
당기순이익	1,548	2,426	2,667	2,862	
지배주주 순이익	1,536	2,412	2,655	2,847	

주요 투자지표

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
순이자마진율	1.56	1.51	1.73	1.82
판매비용률	38.1	38.5	34.8	33.1
대손비용률	0.78	0.35	0.54	0.60
수익성 (%)				
ROE	6.4	9.2	9.4	9.4
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	2,264	3,186	3,506	3,760
수정 EPS	2,143	3,063	3,376	3,616
보통주 BPS	31,597	34,345	36,543	39,070
수정 BPS	31,597	34,345	36,543	39,070
보통주 DPS	471	780	860	920
기타 지표				
보통주 PER (X)	3.9	3.2	2.8	2.6
수정 PER (X)	4.1	3.4	2.9	2.7
보통주 PBR (X)	0.28	0.30	0.27	0.25
수정 PBR (X)	0.28	0.30	0.27	0.25
배당성향 (%)	29.5	30.7	30.8	30.7
보통주 배당수익률 (%)	5.3	7.6	8.8	9.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 9월 19일)

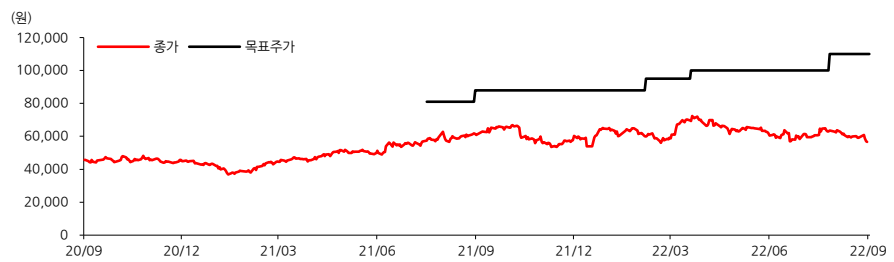
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 서주원)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화손해보험'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[DB손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.08.02	2021.08.02	2021.08.13	2021.09.16	2021.11.15
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김도하	81,000	81,000	88,000	88,000
일 시	2022.01.21	2022.02.22	2022.04.05	2022.05.13	2022.06.20	2022.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	88,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2022.08.12	2022.09.19				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	110,000	110,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.08.02	Buy	81,000	-26.84	-22.59
2021.09.16	Buy	88,000	-31.03	-24.09
2022.02.22	Buy	95,000	-34.18	-26.00
2022.04.05	Buy	100,000	-36.29	-27.70
2022.08.12	Buy	110,000		

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



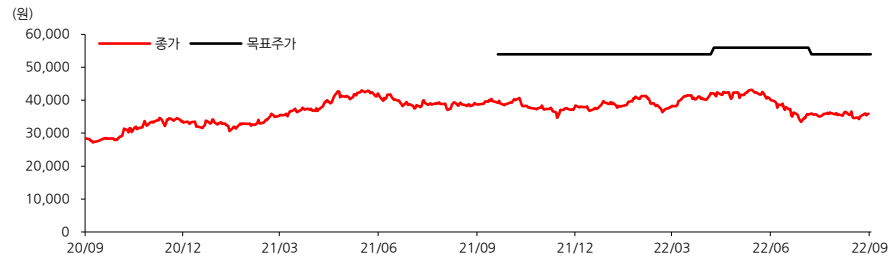
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.08.02	2021.08.02	2021.09.16	2022.01.21	2022.04.05
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김도하	7,000	7,000	7,000	8,200
일 시	2022.05.16	2022.06.20	2022.07.11	2022.08.17	2022.09.19	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	8,200	8,200	8,200	8,200	8,200	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.08.02	Buy	7,000	-39.70	-26.14
2022.04.05	Buy	8,200		

[신한지주 주가와 목표주가 추이]



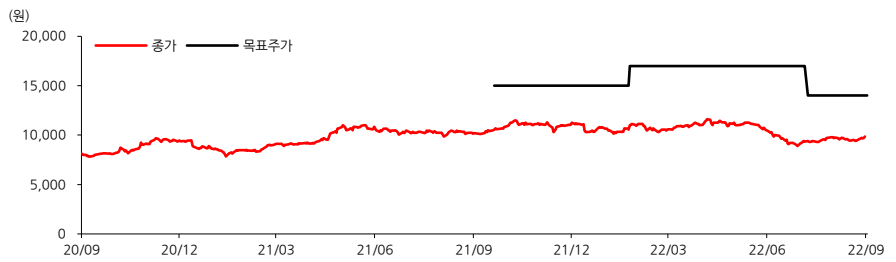
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.10.06	2021.10.06	2022.01.12	2022.04.11	2022.04.25
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김도하	54,000	54,000	54,000	56,000
일 시	2022.06.20	2022.07.06	2022.07.25	2022.09.19		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	56,000	56,000	54,000	54,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.10.06	Buy	54,000	-28.15	-21.94
2022.04.25	Buy	56,000	-29.04	-22.86
2022.07.25	Buy	54,000		

[기업은행 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.10.06	2021.10.06	2021.10.27	2022.01.12	2022.02.09
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김도하	15,000	15,000	15,000	17,000
일 시	2022.04.11	2022.04.26	2022.06.20	2022.07.06	2022.07.25	2022.09.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	17,000	17,000	17,000	17,000	14,000	14,000
일 시	2022.09.19					
투자의견	Buy					
목표가격	14,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.10.06	Buy	15,000	-27.61	-23.33
2022.02.09	Buy	17,000	-37.42	-31.76
2022.07.25	Buy	14,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%