

## 금융 (비중확대)

# M&A, 허세인가 대세인가

구용욱

02-768-4494

yonguk.ku@dwsec.com

정길원

02-768-3256

gilwon.jeong@dwsec.com

김중한

02-768-4152

joonghan.kim@dwsec.com

김주현

02-768-4149

juhyun.kim@dwsec.com



Summary

# M&A, 허세인가 대세인가

## 자본의 효율성을 유지하기 위해 M&A는 대세

금융업종의 M&A가 확산일로에 있다. 사물의 변화가 계속될수록 동질성은 강화된다. 세세한 것은 증식하지만 구조는 더욱 견고해지기 마련이다. M&A에 숨어있는 근본적인 동질성은 무엇인가?

금융업종 전반의 성장과 수익성이 약화되는 추세이다. 자본효율성이 떨어지고 있다. 자본은 항상 더 높은 이윤을 창출하는 방식으로 변형되고 이동하는 속성을 가지고 있다. '자본=CAPEX'에 해당하는 금융업종의 경우 결국 CAPEX의 조정·재배치가 이루어지는 관점에서 M&A를 이해할 수 있다.

은행의 경우 자산성장이 약해지고, 금리 하락으로 인해 수익성은 하락하는 반면 자본의 잉여는 많다. 증권업종은 저금리에 대응할 수 있는 다양한 상품과 기능들을 보유하고 있는 한편, 자본규제는 개선·완화되는 추세이다. 은행은 증권을 통해 상품을 Sourcing하고 비즈니스 모델 전환을 이루려는 유인이 커진다.

보험의 경우 역마진 부채의 부담이 심화되는 가운데, 부채의 시가평가를 핵심으로 하는 자본규제가 다가오면서 자본의 효율성은 더 떨어지게 된다. 개념을 단순화하면 해운업종의 사례와 다르지 않다. 호황기에 높은 용선료를 부담하기로 장기간 배를 빌린 것이 생보사의 고금리 부채이고, 물동량 감소로 운임이 떨어진 것을 현재의 자산운용 환경에 빚낼 수 있다. 보험사의 역마진이 다소 천천히, 매우 오래 전부터, 금융감독당국의 관찰 하에 전개되어 대응할 시간이 남아있다는 점이 차이이다. 수 년 내에 선택에 직면하게 될 텐데, 증자, M&A, 매각 등이 그것이다. 알리안츠 한국법인의 매각도 같은 맥락이다.

제로섬 시장에서는 M&A가 연쇄적인 상승작용을 일으킨다. 점점 게임이론에 가까운 경쟁구도가 만들어지기 때문이다. 과거에는 적절한 균형을 유지하면서 경쟁은 느슨하게 유지되었다. 오히려 비싼 값을 주면서 M&A를 하는 것은 기회비용만 커지는 꼴이니 자본효율성 관점에서는 유인이 약하다. 이제는 Organic한 성장이 하락하거나 정체되었다. 고정된 시장에서 초과성장을 하려면 남의 것을 빼앗아 와야 한다. 제로섬의 강도가 커지면 커질수록 과거의 균형은 깨어지기 쉽고, 상대방이 가지고 있지 않은 경쟁력, 상품 또는 상대방의 자산을 통째로 얻기 위한 M&A는 확산될 수밖에 없다.

'최수의 딜레마'와 같은 상황이 추가된다. 균형이 깨어져 버렸기 때문에 내가 적극적인 선택을 하지 않고 상대방이 그러한 선택을 한다면, 나의 이해와 처지는 더욱 곤란해지기 때문이다. 유사한 수준에 다다르지 못하면 자산과 채널과 같은 외형에서 점점 더 왜소하게 비춰질 것이고, 자본비율과 Reputation에서도 상대적으로 뒤쳐져 보인다. 늦게 뛰어들면 더 많은 비용을 치르게 된다. 증권업종의 M&A에서 Valuation이 점점 올라가는 것이 실증한다.

M&A를 통해 자본의 재배치가 적절하게 수행되면, Valuation도 이를 투영한다. 주식의 가격을 평가하는 데는 두 가지 요소가 필요하다. 먼저 기업이 만들어내는 이익의 크기, 두 번째는 할인율이다. 이를 금융회사에 적용하면 앞의 것은 자본대비 이익의 크기를 의미하는 RoE(Return on Equity)를 의미하고, 뒤의 것은 주주가 요구하는 자본비용인 CoE(Cost of Equity)이다.

RoE는 이익의 양과 속도를 의미하므로 큰 것이 좋다. 인수된 기업으로부터 발생하는 이익을 통해 당연히 기존 RoE를 높여야 한다. 그런데 많이 버는 것도 중요하지만 안정적으로 버는 것 역시 중요하다. 이는 CoE의 수준을 의미하며, 이익의 다각화가 전제되어야 한다.

이미 답은 시장에 나와 있다. 높은 Valuation을 받는 금융회사들의 수익성과 수익구조가 M&A를 통해 닳아가는지를 살펴보면 된다. 키움증권, 동부화재, 미국의 웰스파코 등이 벤치마크이다.

## 금융업종 하반기 전망

증권업종에 대한 투자의견은 비중확대를 유지하고, Top Pick은 키움증권을 제시한다.

증권업종의 실적은 점진적으로 개선될 것으로 보이지만, 지난 상반기와 같은 모멘텀을 기대하기는 어렵다. 금리 하락의 속도가 둔화되면서 상품이익의 기여도는 평이할 것이고, 거래대금과 ELS 발행 역시 평균적인 수준에 그칠 것이기 때문이다.

대형사들은 주가 불확실성이 커졌다. NH투자증권은 합병 후에도 비용효율성을 확보하지 못한 상황이고, 현대증권은 KB지주의 지분율을 고려할 때 자사주 매입까지는 주가 상승이 제한될 수 있다. 한국금융지주는 두 차례 M&A 시도가 좌절된 이후 자본 및 성장 전략을 구체화시킬 필요가 생겼다. 경쟁 구도가 크게 바뀌면서 삼성증권은 외형 및 자본 규모 상의 열위가 두드러지게 되었다. 이러한 불확실성과 무관한 투자 대안은 M&A가 마무리 단계에 있는 대형사와 키움증권(039490) 정도이다.

보험업은 손보 중심으로 비중확대를 유지한다. Top Picks는 동부화재, 관심종목은 삼성화재이다. 실적, 배당, 자본규제에 대한 대응능력이 선별 기준이다.

기본보험료 인상이 가세하여 자동차보험 손해를 개선 추세가 유지될 것이다. 분모가 커야 유리한데 여기에 해당하는 보험사들이다. 삼성화재의 경우 경쟁이 심화되는 가운데에서도 온라인 M/S는 더 올라가고 있고, 전체 M/S도 30%를 넘어섰다.

요율 인상에 힘입어 현재의 이익은 개선되지만, 미래의 이익을 담보하는 신계약 성장은 생·손보 모두 부진하다. 장기적으로는 배당을 많이 주느냐가 주주 가치의 가장 큰 변수이다. 두 회사들은 RBC에 여유가 있고, 대주주도 많은 배당을 필요로 한다. 2위권 손보사들은 오히려 증자가 필요한 상황이다.

‘시가평가’를 핵심으로 하는 회계제도의 변화에 앞서 감독당국의 대응이 하반기부터 본격화된다. 여러모로 자본규제에서 벗어나 있는 손보사, 그 중에서도 자본여력이 높은 삼성화재, 동부화재가 대안이 될 수 밖에 없다.

은행업종은 실적 안정성이 강화될 수 있을 것으로 전망된다. 성장은 둔화되겠지만 플러스 성장을 기록하는 가운데 금리 인하 영향으로 순이자마진이 제한적으로 하락할 것으로 예상된다. 이에 따라 은행 Top line 증가세가 빨라지기는 어려울 것이다. 다만 판관비 절감 노력이 지속되는 가운데 대손율이 일정 수준에서 안정될 것으로 보이는 점은 긍정적이다.

은행업종에 대한 투자의견은 비중확대를 유지한다. 경기 상황, 정책금리 인하 가능성, 기업 구조조정 가능성을 고려하더라도 안정적인 실적이 예상되기 때문이다. Valuation도 여전히 낮은 수준(현재 PBR 0.4배)으로 판단된다. 은행업종 예상 ROE 6~7%임을 고려할 때 PBR 0.6배 수준이 적정하다고 판단된다.

하지만 경제 구조가 저성장, 저금리 구조로 이행되고 있다는 점을 고려하면 적정 수준 이상으로 Valuation이 상승할 가능성은 낮아 보인다. 이를 극복하기 위해서는 경제 구조를 뛰어넘어 은행의 고 성장과 고수익이 가능해야 한다. 현재 은행의 이자이익에 의존도가 높은 사업 구조로는 가능성이 낮아 보인다.

## C O N T E N T S

<b>Summary</b>	<b>2</b>
<hr/>	
<b>금융업종 M&amp;A = 자본의 재배치</b>	<b>5</b>
M&A 확산, Why?	5
은행/보험: 기업을 둘러싼 내부 경쟁에서 패배	6
비즈니스 모델 변화를 위한 M&A	7
자본비율을 둘러싼 게임	8
<hr/>	
<b>금융업 M&amp;A의 필요·충분조건 형성</b>	<b>10</b>
은행/보험 : 성장, 수익, 자본규제의 삼중고	10
증권업종 M&A : 다각화, 대형화를 위한 경쟁의 도구	14
보험업종 M&A : 규제 이기는 장사 없다!	17
<hr/>	
<b>M&amp;A와 Valuation</b>	<b>24</b>
게임이론의 관점에서...	24
M&A와 금융주 Valuation	25
<hr/>	
<b>산업별 전망</b>	<b>30</b>
하반기 증권업종 전망	31
하반기 보험업종 전망	34
하반기 은행업종 전망	37
<hr/>	
<b>Top Picks 및 관심종목</b>	<b>43</b>
삼성증권 (016360)	44
한국금융지주 (071050)	46
키움증권 (039490)	48
동부화재 (005830)	50
KB금융 (105560)	52
하나금융지주 (086790)	54

## 금융업종 M&A = 자본의 재배치

### M&A 확산, Why?

금융업종의 M&A가 확산일로에 있다. 증권업종에서는 대형사들을 중심으로 진전되었고, ‘알리안츠 한국법인’, ‘한국ING생명보험’과 같이 그럴듯한 외형을 가진 보험사까지 가세하고 있다. 정부 소유의 금융회사 자회사들을 공개 매각하거나, 한계기업들이 재무구조 개선을 위해 금융계열사를 처분하거나, PEF들이 Exit 과정에서 매물을 내놓는 등 필요와 배경은 제 각각이다.

사물의 변화가 계속될수록 동질성은 강화된다. 세세한 것은 증식하지만 구조는 더욱 견고해지기 마련이다. 금융업종의 M&A에 숨어있는 근본적인 동질성은 무엇인가?

금융업종 전반의 성장과 수익성이 약화되는 추세이다. 즉 자본효율성이 떨어지고 있다. 자본은 항상 더 높은 이윤을 창출하는 방식으로 변형되고 이동하는 속성을 가지고 있다. ‘자본=CAPEX’에 해당하는 금융업종의 경우 결국 CAPEX의 조정이 이루어지는 관점에서 M&A를 이해할 수 있다.

거꾸로 M&A와 자본효율성과의 인과관계는 무엇인가?

표 1. 금융회사 M&A list

	시기	대상	Sell side	Buy side
증권	2010	푸르덴셜투자증권	푸르덴셜인터내셔널	한화그룹
	2014	우리투자증권	우리금융	NH금융
		동양증권	동양인터내셔널	유안타증권
		아이엠투자증권	예금보험공사	메리츠증권
	2016	대우증권	산업은행	미래에셋증권
		현대증권	현대상선	KB금융
		리딩투자증권	공무원연금 등 주요주주	CKK파트너스(현 경영진)
LIG투자증권		KB금융	케이프인베스트먼트	
보험	2010	동양생명	동양그룹	보고펀드
	2012	녹십자생명	녹십자홀딩스	현대기아차그룹
	2013	ING생명	ING그룹	MBK파트너스
	2014	에르고다움	약사그룹	BNP파리바
		우리아비바생명	우리금융	NH금융
		우리아비바생명	NH금융	DGB금융
	2015	동양생명	보고펀드	안방보험
	2016	알리안츠생명	알리안츠그룹	안방보험
ING생명		MBK파트너스	미정 (진행중)	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 은행/보험: 기업을 둘러싼 내부 경쟁에서 패배

은행/보험:  
돌려줄 것이 너무 많거나,  
이제 돌려줄 것이 없거나...

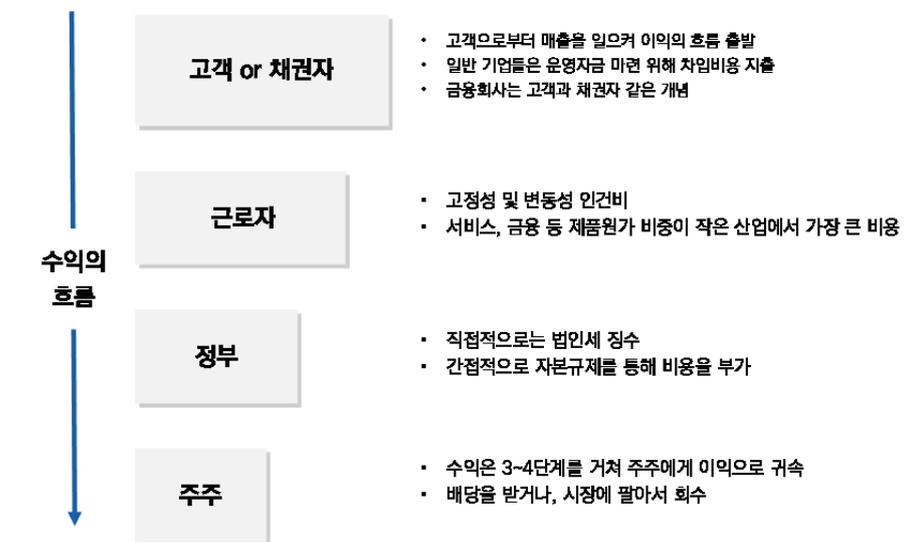
현대의 자본주의 기업은 “기업이 창출하는 잉여를 놓고 벌이는 이해관계자들의 경쟁의 장”이라고 규정할 수 있다.<sup>1</sup>

이해관계자들은 고객, 채권자, 근로자, 정부, 마지막으로 주주로 구성된다. 기업이 매출을 거두기 위해서는 고객에게 일정한 효용을 제공해야 하고, 원활한 운영자금의 확보를 위해 채권자에게 이자를 주어야 하며, 근로자에게는 임금을, 마지막으로 정부에 세금을 내고 나서야 주주에게 이윤이 할당된다. 바꿔 말하면 주주가 이윤을 극대화하기 위해서는 나머지 이해관계자들에게 지급하는 비용이 극소화되어야 한다.

금융회사의 경우에는 고객과 채권자가 사실 같은 개념이다. 수익을 돌려준다는 전제로 고객에게 돈을 빌리거나 맡아서 사업을 하기 때문이다. 문제는 은행/보험과 같은 전통적인 금융업은 고객(채권자)에게 너무 많은 것을 돌려주기로 보장하여 부담이 크거나, 이제는 돌려줄 것이 너무 작다는 점이다. 전자는 생명보험사들에 주로 해당하는데 흔히 금리 역마진 상품(과거 고금리 시절에 확정적으로 10%에 가까운 수익률로 연금보험을 판 경우)의 부담이 그것이다. 후자는 은행의 경우인데 예금 금리가 낮아져 고객도 만족하지 못하고, 물론 은행도 마진이 낮아져 이윤창출력이 떨어지는 상황을 의미한다.

세금은 어차피 고정률이기 때문에 남은 것은 인건비를 줄이는 방식에 몰두하는 것이다. 최근 수년간 이어진 생보사들의 적극적인 구조조정이 같은 맥락이다. 그런데 청산을 고려하지 않는 한 구조조정을 계속할 수는 없다. 결국은 다시 새로운 고객(채권자)을 찾아서 수익을 얻거나, 기존의 고객으로부터 다른 상품, 다른 서비스로 수입을 올려야 하는 것이 은행/보험의 숙제이다.

그림 1. 기업 내부의 수익을 둘러싼 경쟁



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그런데 금융회사는 일반적인 기업과 다르게 정부와 한번 더 경쟁해야 한다. 금융업이 지니는 공공성의 속성에서 파생하는 ‘자본규제’가 그것이다. 실물산업에 자금을 공급하기 위해서는 금융중개 기능을 확보해야 하는데 국책 금융기관만으로 모두 충당할 수 없으니, 일정한 요건을 갖춘 금융기관에 아웃소싱을 하게 된다. 금융안정성을 유지하기 위해 예금자보호제도를 운영하지만, 이것만으로는 충분치 못하므로 사전에 금융기관에 규제를 가해야 한다. 과도한 Leverage를 억제하기 위한 자본규제가 그것이다. 자본규제는 일종의 기회비용으로써 간접적이다. 때로는 주주가 이윤을 회수하는 유일한 방법인 배당에 직접 제한을 가하기도 한다.

<sup>1</sup> 1) ‘Capitalism, 2008’ Geoffrey Ingham

정리하면 1) 은행/보험사들은 기존 핵심사업의 수익성이 추세적으로 악화되고 있고, 2) 자본규제의 강화로 인해 기회비용은 커지게 된다. 모두 기존 사업의 자본효율성을 떨어뜨리는 요인들이다. 따라서 자본효율성을 높이기 위해서는 기존의 사업모델에 변형을 주거나, 자본규제가 강하지 않은 다른 사업으로 자본을 재배치해야(또는 청산·포기하거나)하는 결론에 달한다.

### 비즈니스 모델 변화를 위한 M&A

우리는 금융업종의 M&A를 아래의 6가지 유형으로 구분해 보았다.<sup>2</sup> 인수되는 회사의 상대적 규모와 M&A를 통한 기대효과를 기준으로 분류할 수 있다.

A의 경우는 Overcapacity 상태에 있는 산업으로 과잉을 줄이고 제반 생산비용을 낮추면서 시장 지배력을 높이려는 두 가지 수를 꾀한다. 과잉 투자된 산업재 등에서 주로 일어나는 유형이다. 이미 과점화된 은행/보험에서는 쉽게 일어나기 어렵다. 반대로 필요성은 크지만, 너무 세분화된 경쟁 구도를 가진 증권업종에서도 경쟁과잉은 줄어들지 않는다.

B의 경우는 작지만 특정 영역에서 경쟁력을 지닌 기업을 인수하는 형태로, 동일한 사업의 Depth를 확대시키려는 전략이다. 금융업종에서 특화된 기업을 찾기가 어렵고, 있다고 해도 니치마켓이나 특정 업무에 해당하므로 기업 전체를 인수할 유인은 작다.

C, D의 경우 가장 일반적인 형태로서 규모와 범위의 경제 확보를 꾀하는 유형이다. 유사한 사업을 영위하면서 더 큰 회사의 고객이나 채널 등을 확대하는 것이 C의 유형이고, 작은 회사가 가지고 있는 일부 우위 영역(해외 또는 사업부문)을 일시에 가져오려는 것이 D에 해당한다. 공통적으로 C, D는 모두 금융업종의 가장 큰 경쟁력인 자본비용의 확대(위험인수 능력의 확대)가 결과적으로 수반된다.

그림 2. 금융업종 M&A의 유형



자료: 미래에셋대우 리서치센터

<sup>2</sup> 2) 'Not All M&As Are Alike and That Matters', Harvard Business Review 2001 March'의 일반적인 M&A 분류를 기준으로 재구성

E, F는 모두 기존의 비즈니스모델에 큰 변화를 주기 위한 선택이다. E의 경우는 기존 사업의 수익과 성장이 한계에 처하면서 다른 모델로의 전환이 필요한 경우, 이미 이러한 경쟁력을 가진 금융사를 인수하는 경우이다. 후술하겠지만 은행들이 성장의 한계에 처하면서 이를 보완하기 위해 Non-banking 영역으로 다각화하는 추세가 여기에 해당한다. F는 B의 유형이 보다 확장된 형태인데, 이 역시 독점적인 기술이나 상품, 고객 기반을 갖춘 금융회사가 거의 없으므로 기회가 제한적이다. 있다고 해도 매우 높은 프리미엄을 지불해야 한다.

현실적으로 한국의 금융산업에서 주로 일어나는 유형은 C, D, E 중 하나 또는 복합된 형태가 될 것이다. C, D는 같은 업종 내에서 주로 일어날 것이고, E는 금융지주 또는 성장의 한계에 처한 대형 금융사가 취하려는 선택일 것이다.

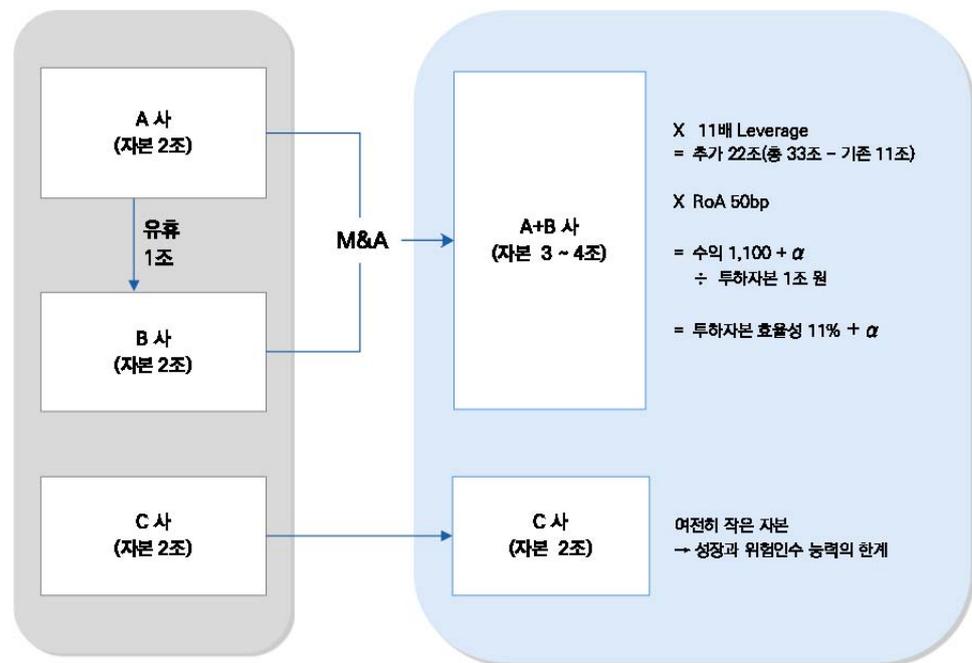
변잡한 분류를 떠나서 보아도 금융업종의 M&A 필요성은 커지고 있다. 성장과 수익성 하락을 타개하기 위한 별다른 대책이 없기 때문이다. 자본력과 현실적인 조건(대주주의 지분 희석, 노조와의 마찰 등)의 문제이지 당위의 문제가 아니다.

### 자본비용을 둘러싼 게임

특히 C, D는 자본비용을 높일 수 있는 효과를 추가적으로 거둘 수 있다. 자본비용이 높아진다는 것은 Leverage를 늘릴 수 있다는 의미이고, 이는 더 많은 고객의 자산을 흡수할 수 있다는 의미이다. 자본효율성과 직결된다.

가상의 예를 들어보자. 2조 원이라는 자기자본을 가진 증권사끼리 경쟁하는 시장이다. 기존의 비즈니스 모델로는 라인센스 비용과 고정자산에 할당되고, Brokerage 영업에 필요한 신용에 투자하고 나면 1조 원 정도가 잉여자본으로 남는다. CMA와 필수 유동성을 빼면 레버리지 여력은 많지 않다.

그림 3. Leverage 확대의 메커니즘



자료: 미래에셋대우 리서치센터

남는 1조 원을 활용하여 2조 원의 자기자본을 가진 증권사 지분 50%를 book value로 사게 되면 어떻게 변할까? 합병 이후 이 증권사는 3~4조 원 가량의 자기자본을 가지게 된다. 이는 형식적으로 11배의 Leverage를 일으킬 수 있으므로 33~44조 원의 고객 자산을 흡수할 수 있게 된다. 기존의 2조 원으로는 여력이 22조 원에 불과하지만 1조 원의 잉여자본으로 2배의 효과를 가져오는 셈이다.

자본비용 제고가 수반되는  
능동적 M&A(증권)

자본규제 압박에 대응하는  
방어적인 M&A(보험)

그런데 더 중요한 것은 자본효율성 측면의 효과이다. 50bp 가량의 RoA를 거둘 수 있다면, 1,100억 원의 수익(추가된 22조 원 X 50bp)이 생기게 된다. 중복 비용의 제거 등이 가세한다면 +α도 가능하다. 1조 원으로 11% 이상의 RoE를 거둘 수 있는 기회를 얻게 되는 것이다.

유형 C와 D는 Leverage 를 늘리는 것과 동시에 고객/상품/채널을 확보하여 결국은 현재의 유희자본 이 더 효과적으로 돌아갈 수 있도록 하는데 매우 효과적인 선택이다.

이러한 능동적인 형태의 M&A 뿐 아니라, 자본규제에 대응하기 위한 방어적인 관점에서의 M&A 가 능성도 부상하고 있다.

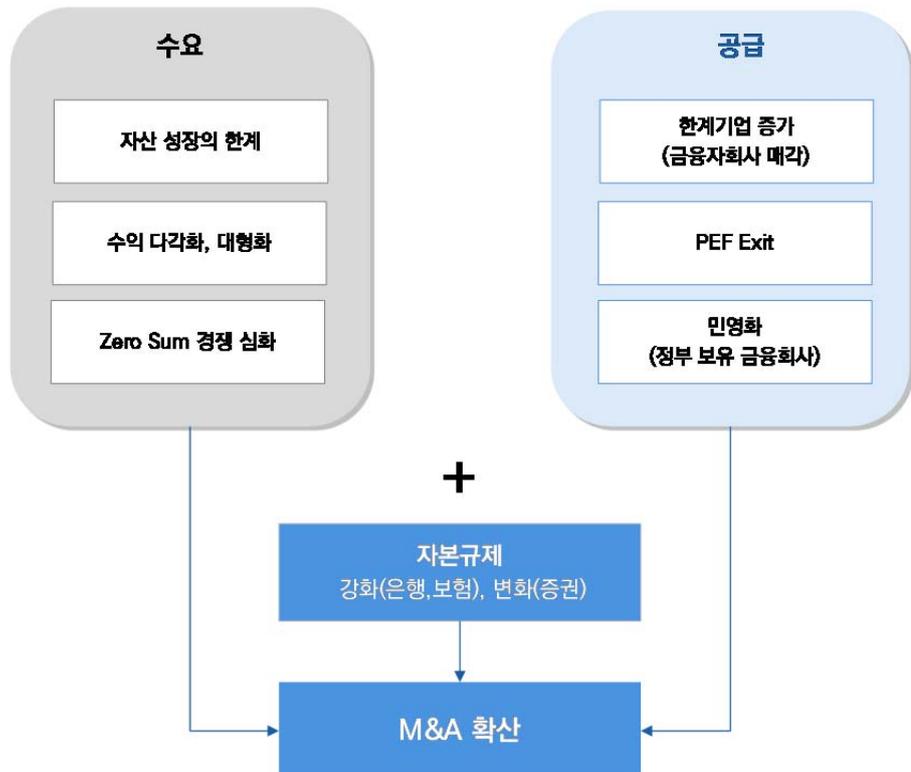
금융업종의 자본규제는 08년 글로벌 금융위기를 겪으면서 강화되는 추세이다. 은행의 경우 이미 바젤3의 적용이 시작되었고, 대응도 상당히 진전되어 있다.

하지만 보험사들의 경우 RBC 규제 강화가 1차적으로 마무리 되었을 뿐 앞으로의 과정은 더욱 험난 하다. 보험 부채의 듀레이션 확대와 장수위험의 반영 등이 추가적으로 대기하고 있다. 생보사들이 인식해야 하는 위험의 크기가 커진다. 후술하겠지만 무엇보다 부협부채의 시가평가를 핵심으로 하는 IFRS 2단계의 적용과 Solvency2의 도입이 피할 수 없는 과제이다. 생보사 및 하위권 보험사들의 자본비용에 상당한 훼손을 가져올 것이고, 이를 보완하기 위해서는 다양한 자본확충이 전제되어야 한다.

증권업종에서는 16년부터 NCR 규제가 전면적으로 바뀌면서 자본의 크기가 중요해졌다. 자본이 큰 증권사들은 사업을 확대할 수 있는 기회가 되지만, 수익성과 자본력이 떨어지는 중하위사들은 반대이다. 증자를 계속하거나, 합병을 통해 자본의 크기를 늘려야 한다.

결국 자본의 크기가 작거나, 앞으로 감당해야 할 부담이 큰 금융사들의 대주주들은 추가 수혈이 뻔히 예상되는 상황을 타개하기 위한 선택에 직면할 것이다.

그림 4. 금융업종 M&A 수요와 공급



자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 금융업 M&A의 필요·충분조건 형성

### 은행/보험 : 성장, 수익, 자본규제의 삼중고

#### P, Q 모두 돌이킬 수 없는 하락 추세

좀 더 자세히 금융업종의 상황을 들여다 보자. 은행/보험의 주주는 기업을 둘러싼 경쟁에서 왜 패배할 수 밖에 없는가? 결론부터 말하면 금리가 떨어지면서 이윤을 창출할 수 있는 기회가 줄어들고, 오히려 과거에 맺어둔 고객과의 계약이 미래의 이윤을 잠식하기 때문이다.

$$RoE = RoA (P) \times Leverage (Q)$$

금융업종의 수익성을 측정하는 기초적인 지표인 RoE(자본의 효율성, 주주가치의 증가속도)도 단순화하면 P, Q로 구성된다.

RoA는 금리에서 출발한다. 금융소비자들은 금리를 기준으로 기대수익률에 따라 각 금융회사에 자금을 맡긴다. 이는 금융회사들의 부채이고 자본과 합쳐져 자산으로 전환 운용된다.

P가 추세적으로 하락하고 있다. 경쟁에 의한 수익성 하락도 있겠으나, 근본적으로는 금리가 하락하면서 이익을 낼 수 있는 Spread의 폭 자체가 축소되고 있기 때문이다. 금리가 6% 이상에서 남길 수 있는 마진(예대마진, 연금보험의 이차이익, 펀드 판매 및 운용보수 등등)과 금리 2% 수준에서 남길 수 있는 마진의 폭은 다를 수 밖에 없다. 기대수익률이 1/3으로 떨어진 상황에서 대리인(금융기관)들에게 지급할 수수료도 하락한다는 의미이다.

이는 금융회사들이 통제할 수 없는 변수이다. 자산을 운용하는데 있어 리스크를 올려서 만회해 볼 수도 있지만, 지속적으로 강화되는 금융회사에 대한 자본규제(위험 인수를 줄여야 하는)로 인해 제한되는 상황이다.

P의 하락이 고착화된 상황에서 RoE를 높이기 위한 노력은 결국 Q의 증대에서 찾을 수 밖에 없다. 문제는 Organic한 Q의 성장률도 역시 하락하고 있다는 점이다. 2000년 이후 08년 글로벌 복합위기 직전까지의 금융부채 성장률(CAGR)은 9.5%이었고, 순이익 성장률은 5.6%에 이르렀다. 하지만 이후 그 속도는 둔화되어 부채 5.5%, 순이익은 4.3%에 머무르고 있다.

그림 5. P, Q 모두 악화되는 금융업종의 환경



자료: 미래에셋대우 리서치센터

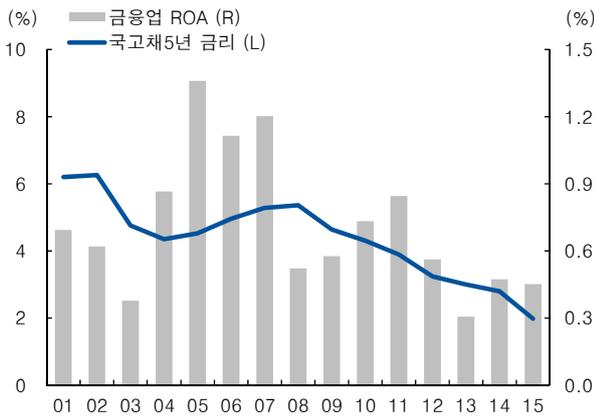
경제 성장의 잉여가 축적되고 이를 실물산업에 효과적으로 중개하는 역할을 하는 것이 금융산업이다. 특히 경제의 고도 성장기에는 은행을 통해 자본축적과 금융중개 역할을 위임하는 것이 효율적이고 예금 금리도 높기 때문에 은행을 중심으로 금융산업이 발달될 수 밖에 없다. 하지만 이제는 성장을 하락, 대기업 및 제조업의 자금 수요 약화, 저금리 고착화로 인해 은행의 '수신-대출'의 선순환 메커니즘이 깨지고 있다. 정부 입장에서는 비과세 혜택을 주면서 저축을 유인할 이유도 사라지고 있다.

경제 성장률이 떨어지다 보니 금융기관들의 Organic한 자산 성장도 약해지고, 남의 것을 빼앗아 와야 초과성장이 생기는 상황이다. 반대로 빼앗기면 역성장이 되는 셈이다. 흔히 제로섬이라 불리는 경쟁 환경이 조성되었다.

결과적으로 국내 금융산업의 RoE는 뚜렷하다. 증권업종만 13년을 기점으로 상승하고 있다.

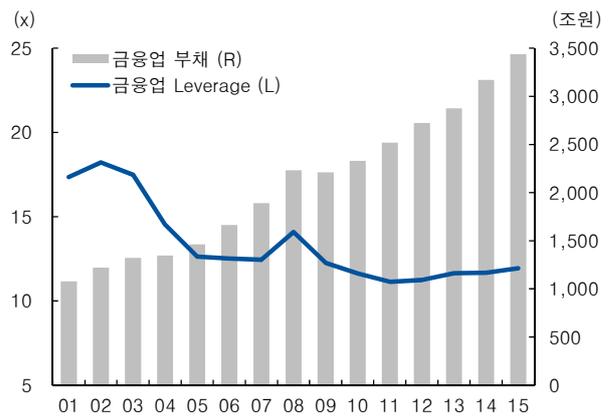
반면 금융위기 상황에서도 살아남은 상위 금융사들은 안정적인 자본 여력을 소유하고 있고, 유상증자를 통해 자본을 늘려 놓았다. 좋게 말하면 자본력이 높은 것이고, 나쁘게 말하면 자본효율성이 악화된 것이다. 배당을 많이 주어 자본을 줄이지 않는다면, 활용도를 높여야 한다. 이 방법으로는 1) 포화된 국내시장을 넘어 해외의 시장을 개척하거나, 2) 국내에서의 Inorganic 성장 방법에 대해 고민해야 하는 결론에 이르게 된다.

그림 6. P: 금리 하락과 함께 마진 Spread 축소로 ROA 추세적 하락



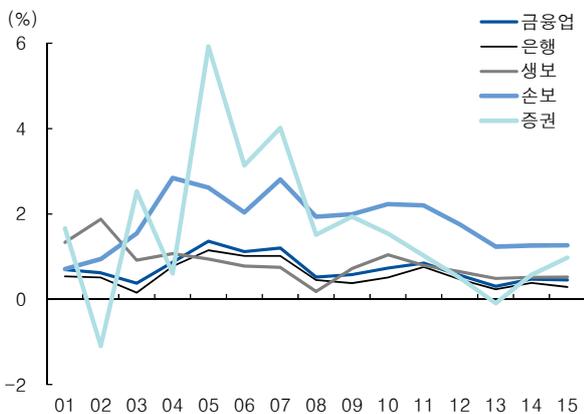
자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. Q: Organic한 부채 성장도 둔화



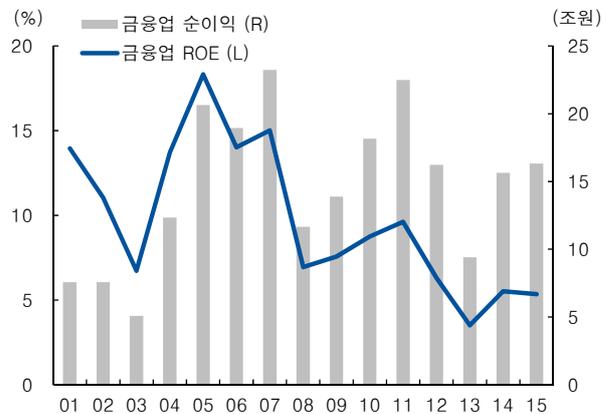
자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. ROA 하락은 모든 금융업종의 공통적인 현상



자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. ROE를 구성하는 P와 Q의 동시 부진이 수익성 악화 초래 중



자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

**금리 하락 → 은행/보험의 채권자에서 벗어나려는 고객**

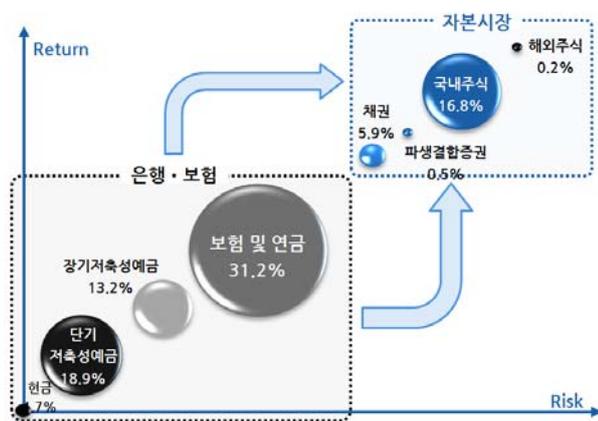
고객(금융기관의 채권자)의 관점에서든 현재의 상황이 답답하기는 마찬가지이다. 금리의 하락은 무위험수익률 이상을 원하지 않던 많은 금융소비자의 태도를 바꾸도록 강제한다.

가계의 금융자산은 총 3,000조 원에 이른다. 위험의 강도와 기대 수익에 따라 배치되어 있는데, 이중 무위험에 가까운 은행, 보험에 약 2,300조 원이 집중되어있다. 주식을 포함한 자본시장의 지분은 약 700조 원 가량이다. 과거에는 은행이나 보험의 채권자(예금을 맡긴 고객)로서도 고정적이고 적절한 보상을 받을 수 있었으므로, 금융산업의 불균형한 구조가 고착되어 버렸다. 거꾸로 말하면 금융업 종의 향후 성장성을 논할 때 2,300조 원이 어디로 이동 배치될 것인지, 아니면 현재의 상황이 변화하지 않을 지가 가장 중요한 변수이다.

그럼 Money Move와 같은 복음은 일어날 것인가? 그렇다면 언제 일어날 것인가?

우리의 대답은 이미 일어나고 있다는 것이다. 최근 금융상품 시장의 특성을 살펴보면 위험의 양극단에 있는 상품들 즉 고위험 자산과 1년짜리 정기예금과 같은 무위험 자산의 급격한 감소를 확인할 수 있다. 증가하고 있는 영역은 부동산자금이나 중간영역의 상품이다. 금융투자상품과 부동산금이 13년 이후부터 10% 이상의 성장을 나타내고 있는 중이다. 전반적인 펀드 시장의 부진이 고착화되고 있다고 하지만, 이는 틀린 시각이다. 액티브 펀드를 제외한 채권형과 혼합형 또는 대체투자 펀드(파생, 부동산 등)의 성장은 13년, 즉 저금리 상황이 본격화된 시점부터 뚜렷한 성장을 보이고 있는 중이고, 15년을 기점으로 가속화되는 중이다.

그림 10. 가계 금융자산의 구성



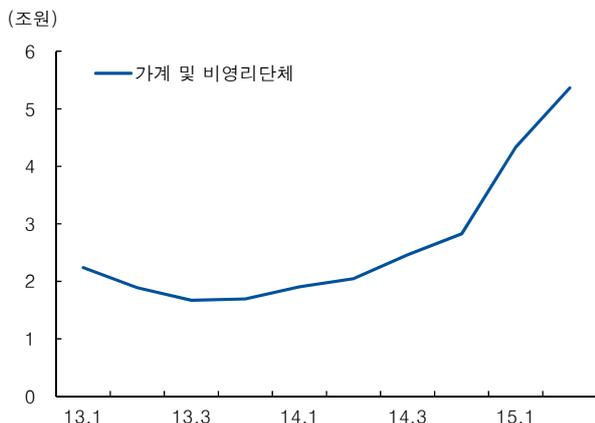
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 정기예금(무위험) 및 주식형펀드(고위험)는 추세적으로 위축



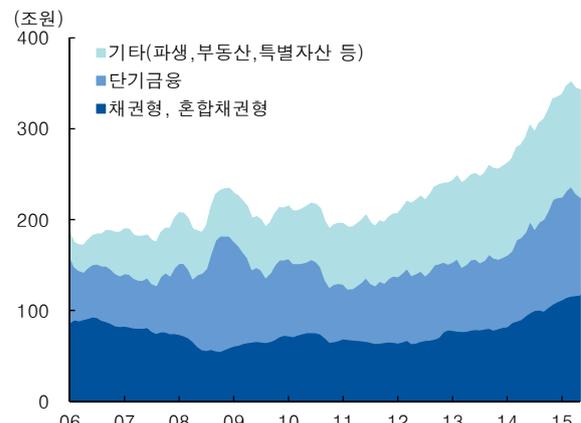
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 가계의 해외주식 투자 추이



자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 대체 상품은 지속적인 성장 추세



자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

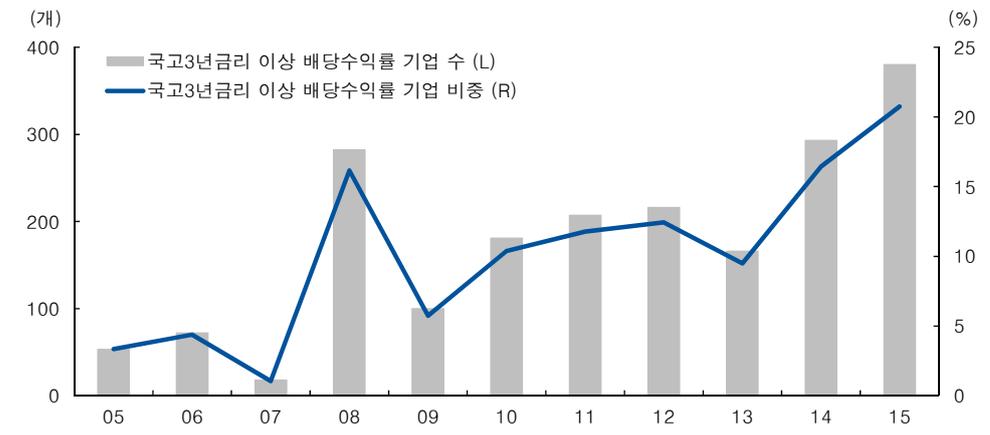
**배당수익률과 금리가  
처음으로 역전**  
: 10년 전 53개사 → 380개사

중요한 포인트 중 하나는 배당수익률과 금리가 역전되고 있다는 점이다. 09년 이후 5년간 1% 초반에 머물던 배당수익률이 15년 50bp 가량 상승했다 (14년 말 1.1% → 15년 말 1.6%). 반면, 국고채 3년물의 평균 금리는 09년 이후 300bp 가량 하락(09년 4.4% → 16년 현재 1.4%)했다. 호주나 미국 등은 이 임계점을 넘어서는 순간 자본시장의 확장이 시작된 바 있다.

좀 더 자세히 들여다보자. 16년 현재 유가증권 시장과 코스닥에는 약 1,800여개의 회사가 상장되어 있다. 이 중 국고채 3년물 이상의 배당수익률을 달성한 상장회사는 10년 전 만해도 53개사에 불과했다. 하지만 금리 이상의 배당을 지급하는 상장회사가 점차 늘어나면서 15년 말 기준 380개사에 이른다. 전체의 20.7%를 차지한다.

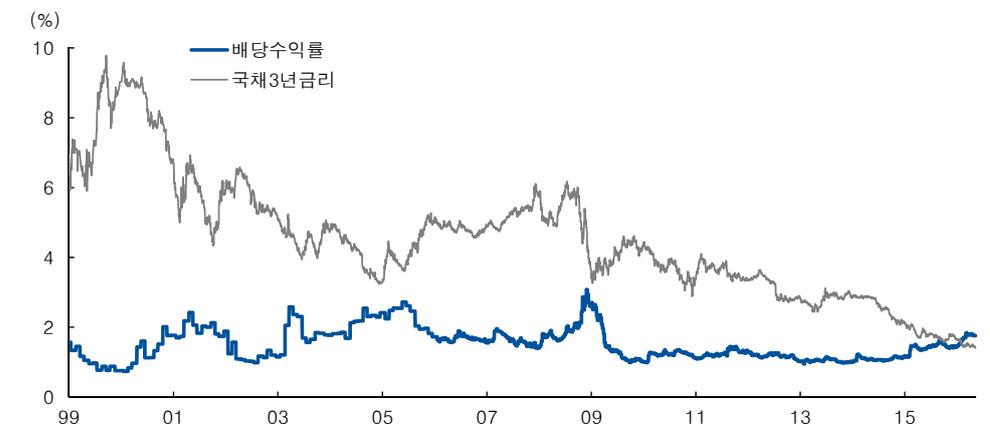
어차피 주식도 기업의 이익에 대한 청구권을 증서로 만들어 유통하는 금융상품의 하나이다. 금리 이상의 금융상품이 6배 이상 늘어난 것이다. 그러다 보니 평균적인 배당수익률이 이제 금리를 역전하고 있다. 결과적으로 과거와 같은 수익률을 기대하려면 이제 증권사의 채권자가 되거나, 자본시장에서의 주주가 되어야 하는 상황이다.

**그림 14. 금리 이상의 배당수익률을 보이는 주식은 점차 증가**



자료: QuantiWise, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 15. 배당수익률과 금리가 역전**



자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

## 증권업종 M&A : 다각화, 대형화를 위한 경쟁의 도구

### 확장성·유연성 가진 증권업종의 기능성 = 금리 하락에 대응할 수 있는 역할

증권업이 갖춘 상품 다양성,  
확장성이 가장 큰 매력

시장의 한계를 만회하고, 수수료 수익을 중심으로 다각화해야 하는 과제를 풀기 위한 대안으로 증권업의 사업모델은 매력적이다. 은행이 저금리에 대응하고 자본효율성을 높이려면 금리에 연동하지 않는 상품을 Sourcing 해야 한다. 그런데 현재의 엄격한 전업 규제로 인해 In-house로 끌어들이 수 없다.

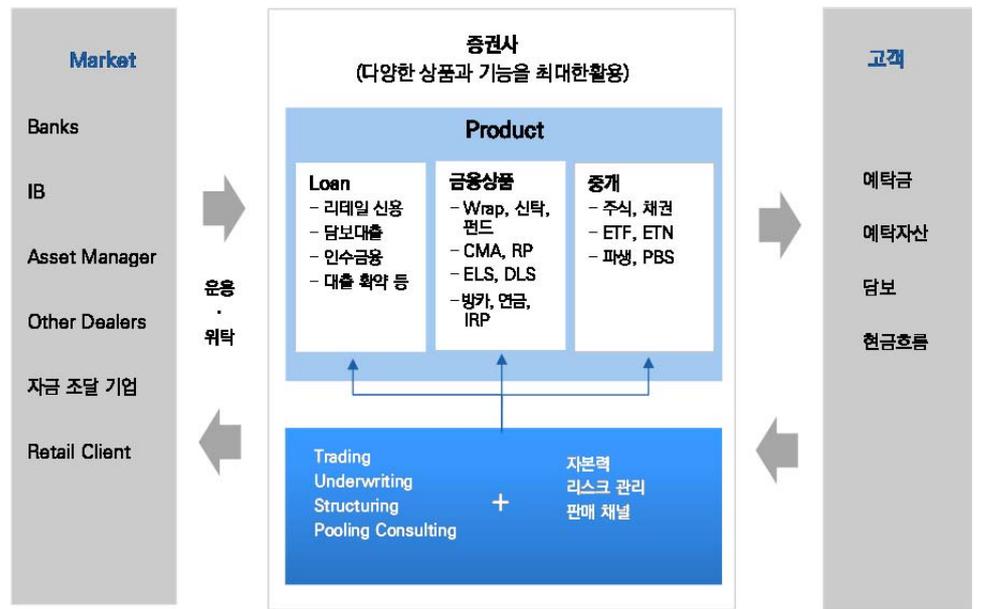
증권업은 다양한 상품의 Vehicle을 제공할 수 있다. '위험-기대수익'에 따라 분포되는 대부분의 금융상품을 중개, 운용할 수 있기 때문이다.

주식, 채권의 직접 중개 및 펀드의 판매와 운용까지 가능하고, ELS와 같은 구조화 상품을 직접 운용, 판매할 수 있다. 심지어 예탁금이용료가 시중 은행의 예금 금리와 비슷해지면서 예금자보호가 적용되는 금융상품도 가지게 되었다. 보장성 보험 이외에는 거의 모든 금융상품의 취급이 가능한 셈이다.

추가적인 가치 창출이 가능한 기능을 보유하고 있다. Trading, 구조화, Pooling을 통해서이다. 구조화하여 Capital Market에 팔거나 운용할 수 있고, 주식이나 자금을 대여할 수도 있는 등 유연성이 매우 높다는 의미이다.

이러한 유연성과 다양한 Vehicle을 가지고 있다는 점이 금리가 낮아지면서 빛을 발하게 될 것이다. 고객들이 저금리에서 탈피하여 위험자산에 대한 비중을 늘리려고 하면 '위험-기대 수익'에 부합하는 다양한 상품을 구비하거나 구조화하여야 하기 때문이다.

그림 16. 증권업의 Business Process: 수용성과 확장성

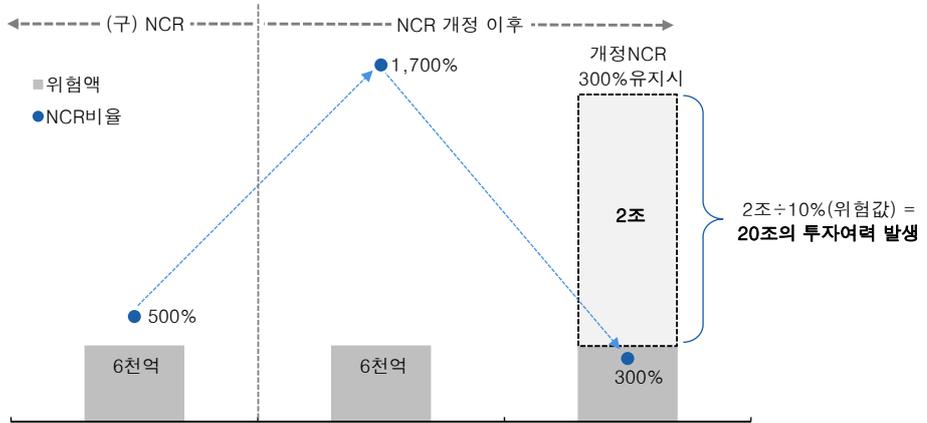


자료: 미래에셋대우 리서치센터



<그림19>는 표준적인 대형증권사의 사례이다. 현재 NCR 500%에서 1,700% 수준까지 상승한다. 위험의 크기를 늘려서 300% 수준에 맞춘다면 담을 수 있는 위험액은 2조 원까지 증대한다. 이를 10% 수준의 위험계수로 역산해 보면 20조 원 정도의 상품을 팔거나, 대출을 하거나(물론 자기자본 한도에서), 투자를 하는 등의 여력이 생긴다. 투자 없이 설비가 증설된 셈이다.

그림 19. NCR 개정 시 대형 증권사의 투자 여력 증가 Simulation



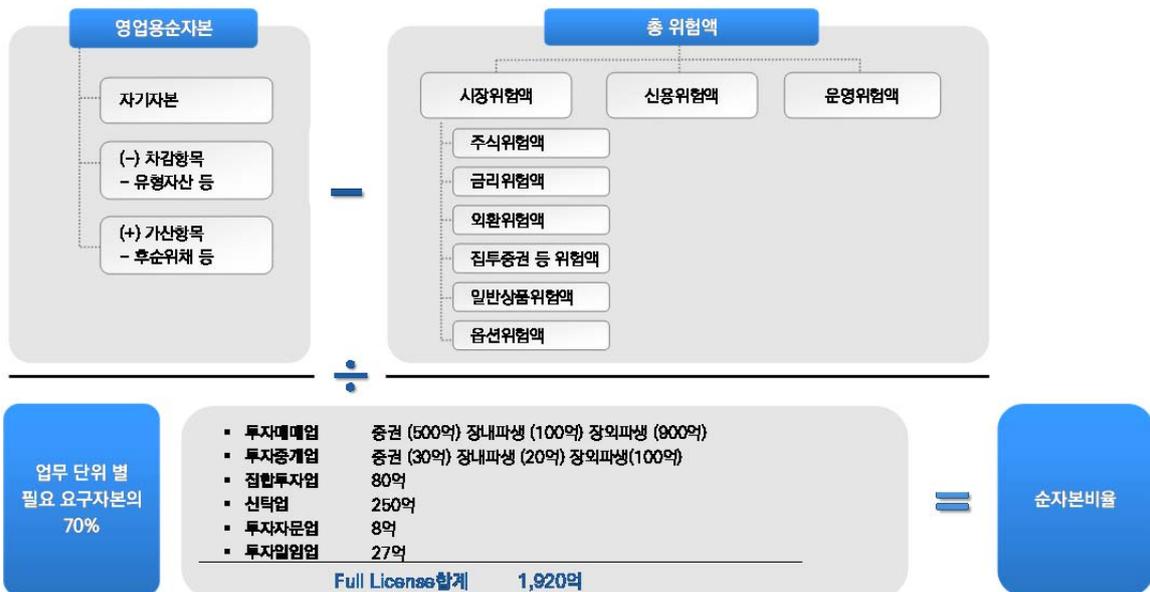
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. NCR 수준과 위험 계수에 따른 '투자 및 상품판매 상의 추가 여력' Matrix (조원)

위험 계수	Target NCR	150%	200%	250%	300%	350%	400%	450%
		2.5%	86.2	83.5	80.9	78.2	75.5	72.9
5.0%	43.1	41.8	40.4	39.1	37.8	36.4	35.1	
7.5%	28.7	27.8	27.0	26.1	25.2	24.3	23.4	
10.0%	21.6	20.9	20.2	19.6	18.9	18.2	17.5	
12.5%	17.2	16.7	16.2	15.6	15.1	14.6	14.0	
15.0%	14.4	13.9	13.5	13.0	12.6	12.1	11.7	
17.5%	12.3	11.9	11.6	11.2	10.8	10.4	10.0	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 대형사 : 위험액을 늘릴 수 있는 Buffer가 증대 → Risk 담은 상품 개발, 투자기회 모색에 유리



자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터 재정리

## 보험업종 M&A : 규제 이기는 장사 없다

### 자본규제의 압박

보험의 비즈니스 구조는 금융자산을 흡수할 수 있는나와의 관점에서 보면 한계가 많다.

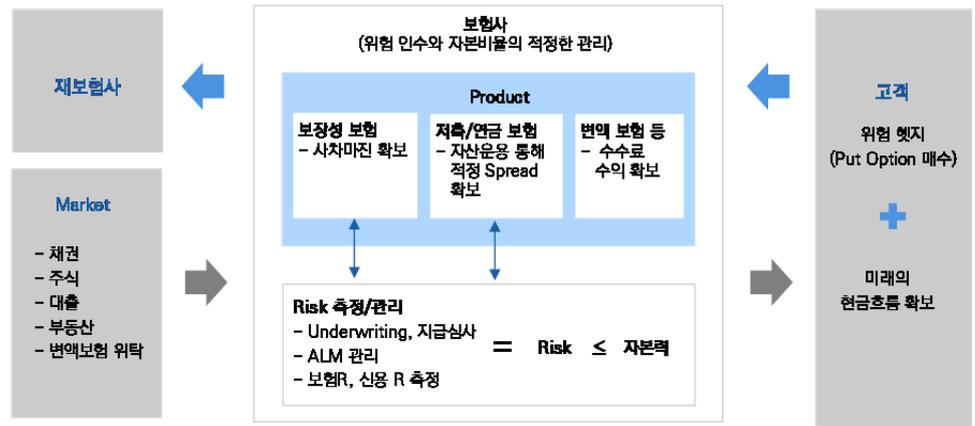
보장성 보험은 엄밀히 말하면 고객과 보험사간의 풋옵션을 거래하는 것이다. 돌려받는다는 보장이 없으므로 많은 자금을 맡길 수 없다. 연금보험은 장기간의 현금흐름을 고려해야 하고, 이제는 수익률도 낮기 때문에 예금의 대체재로서 기능하기는 어렵다. 자산 성장을 보완할 수 없다는 의미이다.

성장은 차치하고 수익성을 보완하기도 어렵다. 기존 생보사들은 대부분 역마진이 매우 크다. 단순화 하면 최근 불거진 해운 업종의 사례와 다를 것이 없다. 지나치게 비싼 용선료 지불하기로 하고 배를 빌린 상황인데 운임은 급격히 하락하면서 문제가 벌어진 것이다. 보험사의 이차역마진이 다소 천천히, 매우 길게 반영된다는 정도만이 차이일 뿐이다.

저금리 심화되는 가운데  
위기와 기회가 공존

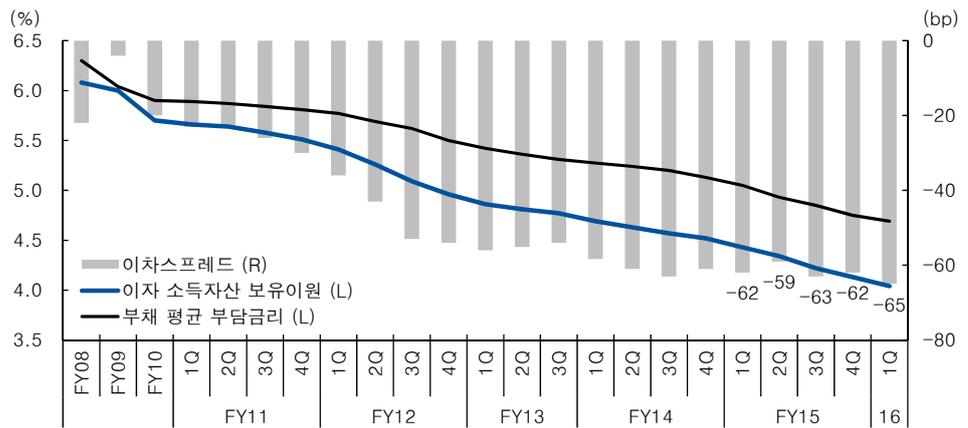
- 자본규제 강화
- 가격규제 완화

그림 21. 보험업의 Business Process



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 삼성생명의 이차역마진 추이



자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

이러한 환경에서 M&A의 촉매 역할을 하는 것이 '규제 환경의 변화'이다. '자본규제의 강화'와 '가격 규제의 완화'로 나눌 수 있다.

'자본규제'의 강화가 직접적이고 영향이 크다. 자본규제는 1) RBC 규제 강화, 2) IFRS 2단계 도입, 3) Solvency2의 적용이 2020년을 전후로 본격화된다.

아직 시간은 있지만,  
부채의 시가평가는 피할 수  
없는 숙제

RBC 규제 강화는 2016년 신용 리스크 산출의 신뢰도 향상을 마지막으로 1차적인 고비는 넘기게 된다. 하지만 향후에는 장수 리스크, 부험부채의 듀레이션 확대가 논의되고 있는 상황이다. 장수 리스크는 고령화로 인한 종신 연금 등의 보험금 과다지급과 같은 리스크를 측정 반영하지는 것이다. 보험부채의 듀레이션 확대의 경우 현재 20년까지가 최대인 듀레이션 산정 구간에 더해 25년~30년 구간을 신설하려는 움직임이다. 금리확정형 연금 보험의 경우 기존 20년까지가 부채 산정의 최장 구간이다. 25년~30년 구간이 신설되면 당연히 부채의 평균 듀레이션은 더 커지게 된다. 이는 결국 운용자산과의 미스매칭을 확대시키고 RBC 비율을 하락시키게 한다. 연금보험의 판매가 미미하고 보험부채가 짧은 손보사와는 큰 상관없이, 생보사에게는 또 다른 부담이다.

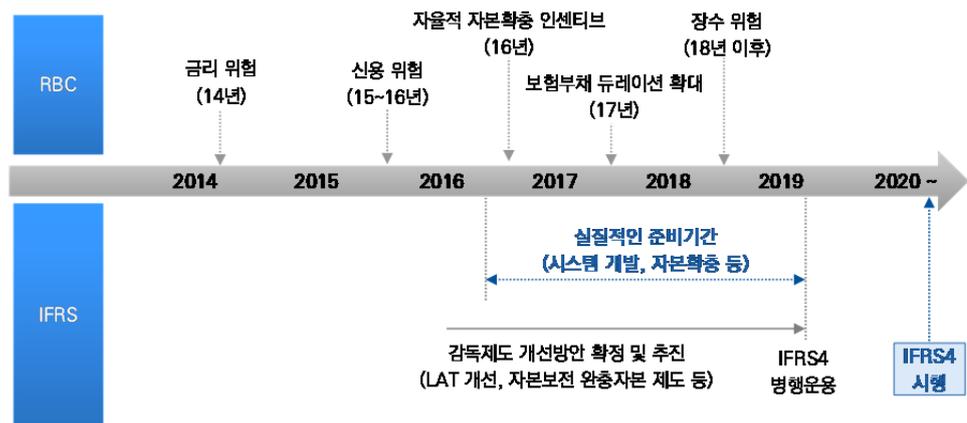
IFRS 2단계 도입과 Solvency2는 차원이 다른 영향을 가져온다. 둘은 '부채의 시가평가'라는 고리로 연결되어 있다.

시가평가는 말 그대로 가치 측정의 기준을 시장 참여자들이 결정하게 하는 방식이다. 현재 국내 보험사의 경우 '준비금'의 시가평가를 시행하고 있지 않고 있다. 보험계약의 판매시점에서 위험률과 할인율을 기준으로 준비금을 산출한다. 이후 '부채적정성평가(Liability Adequacy Test, 이하 LAT)'라는 보완적인 방법을 적용한다. 매년 금리 상황을 고려하여 할인율 등을 조정하여 부족분이 발생할 경우 추가 적립하면서 충분성을 확보하는 형태이다.

시가평가에 있어 가장 중요한 요소는 '할인율'의 개념이다. IFRS 2단계에서는 할인율의 산출 기준이 강화된다. 기존 LAT에서는 '미래의 자산운용이익률'을 적용한다. 이는 자산과 부채가 독립적으로 측정되어야 한다는 관점에 일부 부합하지 않는다.

향후에는 할인율의 개념에 '무위험수익률+ 유동성프리미엄'을 적용한다. 즉 국고채 시장 금리에 가까워지면서 전반적인 할인율 하락이 예상된다. 이 경우에도 자산이익률이 부채 평가에 연동되는 경우(금리연동형, 변액보험 등)는 현행과 큰 차이를 보이지 않을 것이다. 하지만 과거에 판매한 고금리 부채의 경우에는 전반적인 준비금 증가가 불가피할 것이다

그림 23. 자본규제 관련 주요 일정(예상)



자료: 금융위원회, 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터 재구성

새로운 역마진의 부담도 대두된다. 금리 연동형 부채라 할지라도 최저보증이율 부담이 부상할 수 있기 때문이다. 한화생명의 경우 최저보증이율이 3~4% 구간에 있는 금리연동형 부채 비중이 34%에 이른다. 삼성생명의 경우 이보다는 낮은 2~3% 구간에 대부분 집중되어 있다. 무위험 수익률에 대략 80bp 정도 위험 Spread가 부가되어 자산운용 수익률이 형성되는데 현재의 금리 수준이라면 3.0%를 하회하는 것은 시간 문제이다. 3% 이상의 최저보증이율은 물론이고 2~3% 구간이라 할지라도 역마진 부담에서 자유롭지 못하다는 의미이다.

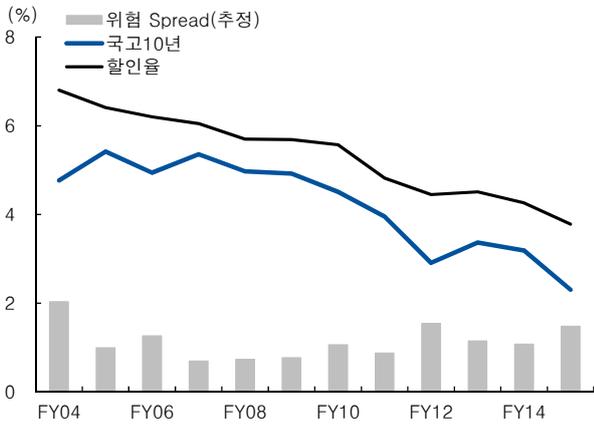
**최저보증이율의 부담  
새롭게 부상**

이러한 역마진 부담이 심화되는 가운데 시가평가를 핵심으로 하는 규제 강화가 이루어지면 주주가치는 훼손될 수 밖에 없다.

결정적으로 이는 배당성향과 직결된다. 자본비율이 떨어지면 이를 보완하기 위해서 배당을 제한하는 규제가 공식화될 것이다<sup>3</sup>. 보완적인 자본조달(후순위채권이나 신종자본증권 등)도 줄을 이을 것이고, 결국에는 유상증자도 뒤따를 것이다. 고성장하는 산업에서의 생산적인 유상증자가 아니라 규제를 충족시키기 위한, 추가적인 이익 개선을 수반하지 않는 증자에 기존 주주가 새로운 돈을 내야 하는 셈이다.

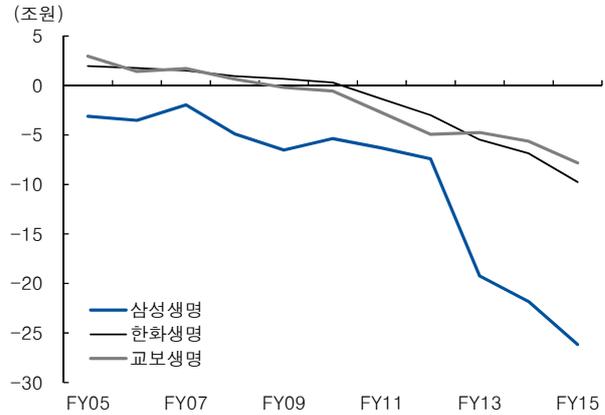
이러한 자본규제는 이미 예견되어 있는 상황이고, 구체적인 기준(IFRS 2단계는 17년 중 기준서가 제시될 것으로 예상)이 제시되면 주주가 부담해야 할 몫을 가늠할 수 있게 된다. 이때가 되면 대주주들은 자본조달을 포함한 대응책을 강구할 것인데, 능력을 벗어나는 수준이 요구된다면 한시라도 빨리 매각 하는 것이 유효한 대안이 될 것이다.

**그림 24. 시장 금리(국고10년)보다 높은 현행 할인율 (한화생명)**



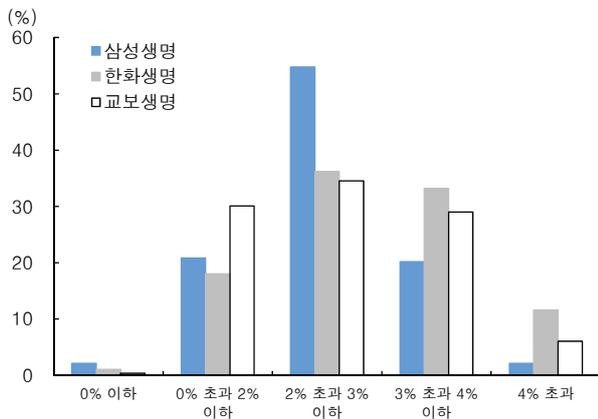
자료: 한화생명, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 25. LAT 결손 추이**



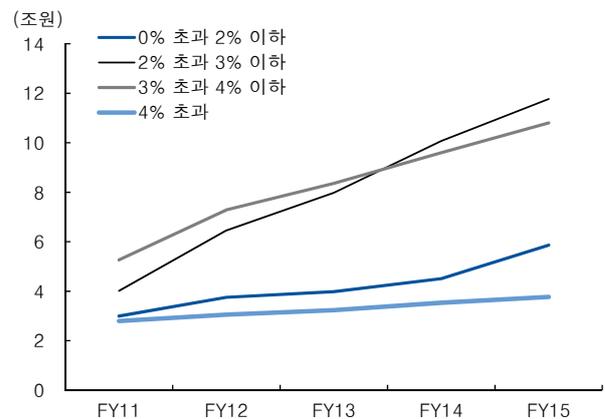
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 26. 최저보증 구간별 준비금 비중**



주: 15.12월 말 기준  
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 27. 최저보증 구기별 준비금 추이(한화생명)**



자료: 한화생명, 미래에셋대우 리서치센터

<sup>3</sup> 이미 은행의 바젤III 구성 중 '자본보전 완충자본 제도'와 유사한 배당 규제 가능성이 논의되고 있다. 은행의 경우 '보통주 자본비율 4.5%'에 더하여 완충자본의 형태로 2.5%p를 단계적으로 2019년까지 적립해야 한다. 미달 시에는 이익배당, 자사주매입 등 이익의 사외유출이 단계적으로 제한된다. 보통주 자본비율이 5.125% 아래이면 당해 이익을 한 푼도 주주에게 배당할 수 없게 된다.

**알리안츠 한국 법인 매각도  
규제 대응과 역마진  
부담으로부터 출발**

최근의 알리안츠 한국법인의 매각이 적절한 사례이다. 자기자본 1조 원짜리 기업이 불과 35억 원에 매각되었다는 보도에 논란이 분분하다. 이 역시 생보사들이 지니고 있는 고질적인 문제가 표출된 것에 다름 아니다. 새로운 대주주는 순자산에 대한 권리만 가지는 것이 아니라, 회사가 안고 있는 채무에 대한 상환의무도 가지고 있기 때문이다.

알리안츠 한국 법인 역시 높은 금리를 고정적으로 보장하는 상품을 많이 판매한 것으로 추정된다. 이들상품에서 창출되는 장기간의 현금흐름을 산출하고 다시 현재가치로 뽑아보니 (-) 상태가 크고 이를 반영하여 매각가격이 산정된 것이다. 알리안츠 본사에서 제출한 15년 기준 EV보고서에는 한국법인의 내재가치<sup>4</sup>가 -6억유로라고 밝히고 있다.

현행 부채적정성 평가 기준으로도 금리확정형 상품에서의 준비금부족액이 1.52조 원에 이른다. 지난해 1.18조 보다 30% 가량 늘어났다. 연동형의 잉여로 상쇄해도 전체적으로는 (-)상태이다. 시가로 평가하면 현재의 기준보다 할인율이 하락하기 때문에 이 부족액은 더 늘어날 것이다.

한마디로 고객에게 고금리로 확정한 풋옵션을 매도한 것인데, 금리가 떨어지면서 그 부담이 계속 커지게 된다. 아래 표에서 보듯이 알리안츠의 국가별 보증이율을 보면 한국법인이 월등히 높다는 점을 알 수 있다.

여기에 16년부터 유럽에서 적용되는 Solvency2의 부담으로 인해 모회사는 수익이 나쁘거나, 과도한 옵션부담이 있거나, 듀레이션 갭을 확대하는 자회사들을 정리할 필요성이 커졌을 것이다.

**표 3. 알리안츠생명 해외법인별 보증이율 비교 (15년 기준)** (%, 십억유로)

	보증이율	보험부채	보험부채 중 비중
한국	4.4	10.5	88.6
벨기에	2.8	8.9	94.8
독일	2.7	161.6	97.3
이탈리아	1.9	29.6	48.3
스위스	1.8	11.7	94.6
미국	0.7	80.5	75.6
프랑스	0.4	55	73.7

자료: 알리안츠생명보험 2015년 Annual Report, 미래에셋대우 리서치센터

**표 4. 알리안츠생명 보험계약부채 적정성 평가** (십억원, %)

구분	잉여액(부족액)			
	FY14	FY15	증감	
확정형	유배당	-874	-963	10.2
	무배당	-310	-545	75.7
연동형	유배당	-3	-8	118.4
	무배당	905	1,001	10.6
변액	397	445	12.1	
합계	114	-69	적전	

자료: 알리안츠생명보험, 미래에셋대우 리서치센터

<sup>4</sup> 현재의 순자산에 보유중인 계약의 미래 이익을 통계적으로 산출하여 현재화하여 더해주는 보험회사의 실질가치, 보험사의 M&A에 있어 가장 기준이 되는 Valuation tool.

보장성보험 많이 파는 것  
말고는 모두 외생변수

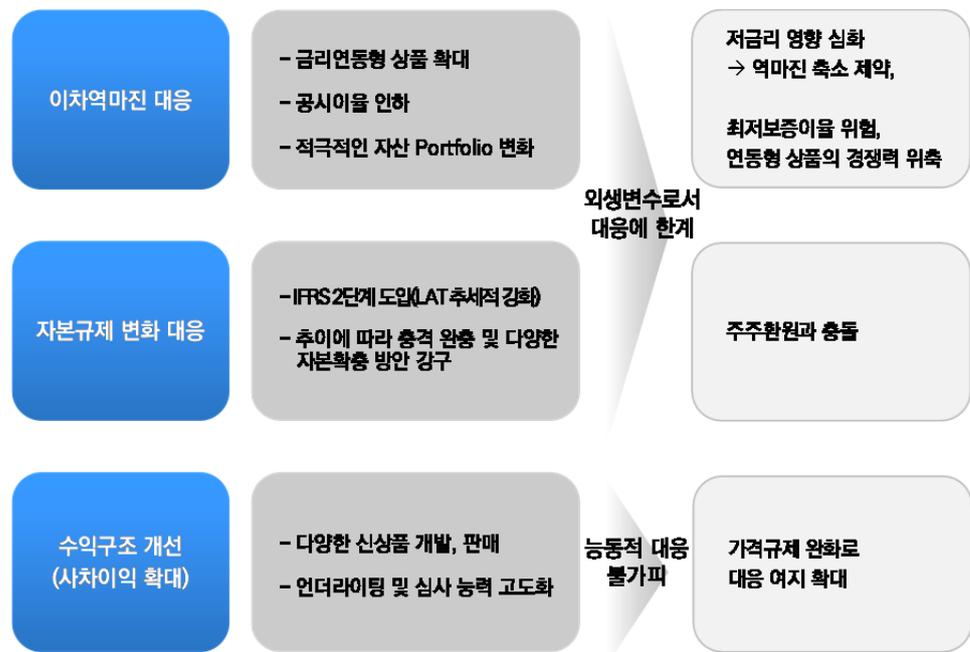
새로운 기회(가격규제 완화)도 공간이 넉넉해야...

이차역마진에 시달리는 생명보험업의 당면 과제는 1) 사차의 중심의 수익성 고도화, 2) 금리 위험 대응, 3) 자본규제 대응으로 요약할 수 있다.

금리의 방향성과 자본규제의 강도는 외생변수로서 자구적인 노력으로 대응하는 데는 한계가 있다. 결국 '사차이익' 확대를 통한 수익성 개선이라는 교과서적인 과제만 남는다.

사차이익 확보를 위한 보장성보험 판매 노력은 끊임없이 이어져 왔다. 그러나 사망담보 상품은 마진은 높지만 포화가 이미 진전되어 있다. 반면 고령화로 인해 생존과 건강담보에 대한 수요는 꾸준히 증대하는 상황이지만, 리스크 관리가 어렵다는 딜레마에 빠진다. 120%에 이르는 실손보험의 손해율이 대표적인 사례이다.

그림 28. 보험산업의 3대 과제



자료: 미래셋대우 리서치센터

작년 말 금융위가 발표한 규제 완화(보험산업 경쟁력 강화 로드맵)는 보장성 상품에서 새로운 시장을 열고 수익성을 확보하는데 도움을 줄 것으로 기대된다. 여러가지의 사항이 언급되어 있지만, 그 중에서도 '위험률 조정한다 폐지'<sup>5</sup>와 '안전할증'<sup>6</sup>의 영향에 주목할 필요가 있다. 이들은 가격자유화를 의미한다.

고령화가 심화되면서 사망보장 보다는 생존담보(의료, 건강 등)에 대한 수요가 커지고 있는 반면, 적정한 위험률 확보와 예측이 어려워 새로운 보장성 상품의 손해율 관리가 어려울 수 밖에 없는 상황이었다. 거꾸로 말하면 충분한 안전할증을 통해 리스크관리를 할 수 있다면 시장 소구력이 높은 다양한 보장성 상품과 비갱신형 상품을 판매할 수 있는 여지가 커진다.

<sup>5</sup> 갱신 시점에서 적용하는 보험료 조정의 한도, ±25% 규제를 폐지함에 따라 보험료를 탄력적으로 조정할 수 있을 것으로 판단.

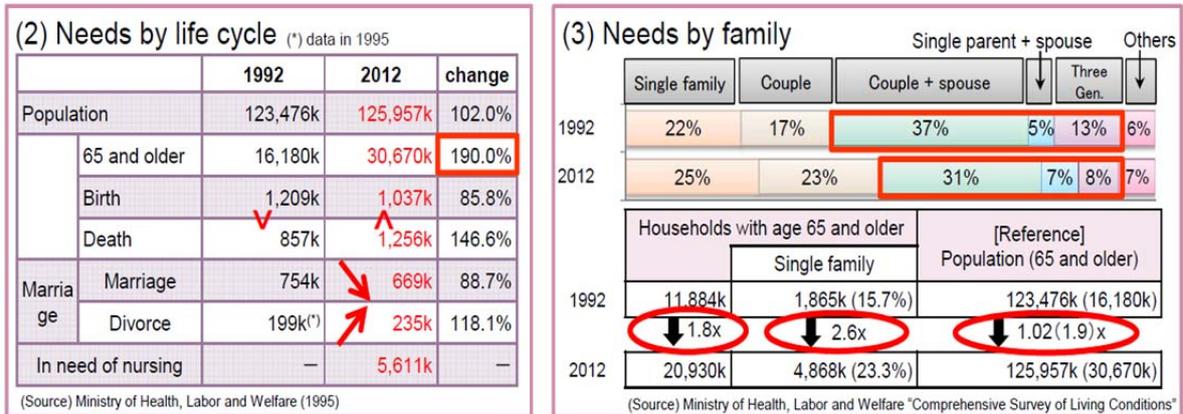
<sup>6</sup> 보험료 산출 시 적용하는 위험률에 실제발생율의 변동과 추세를 헤지하기 위해 더하는 일종의 버퍼. 보험감독규정상 현재는 최대 30%까지 적용. 신규 위험보장상품은 불확실성이 높고 유의적인 위험률 확보가 어려워 현재의 안전할증 한도가 충분하지에 대한 논란이 상존.

일본의 사례를 보자. 일본은 고령화와 가구구성의 변화가 본격화되면서 보장에 대한 요구가 달라졌고, 상품 판매의 구성이 추세적으로 변화하고 있다. 종신보험과 같은 전통적인 상품의 판매는 줄어드는 반면 의료보장 상품 및 연금의 판매 증가가 뚜렷하게 나타나고 있다. 보험료를 낮춘 단품형 상품도 늘어나고 있다. 2010년대에 들어서는 의료보장 상품의 판매 비중이 30%를 상회하면서 종신보험을 앞서고 있는 것으로 파악된다. 당연히 일본 생보사들이 시장의 규모와 성장 가능성 측면에서 가장 주안점을 두고 있는 영역이다.

우리와 달리 이러한 상품을 판매함에도 불구하고 안정적인 사차이익을 확보하고 있는데, 이는 충분한 안전할증을 적용할 수 있기 때문이다. 고령화가 앞서 진전된 만큼 다양한 경험데이터가 축적되어 있고, 이를 활용한 위험률 확보가 상대적으로 용이하다. 여기에 충분한 안전할증을 통해 통계적 변동성이나 장래에 발생할 위험을 충분히 헷지할 수 있다. 상품 종류에 따라서 100% 이상의 안전할증도 가능한 것으로 알려지고 있다 (보험연구원).

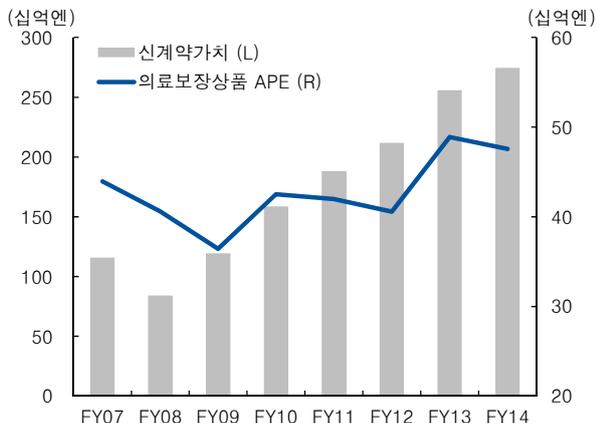
2010년 한국의 생보사들과 유사한 시점에 상장한 다이이치생명의 수익성과 성장성은 큰 시사점을 보여준다. 다이이치생명은 FY14 부동의 1위 생보사인 Nippon Life를 제치고 1위(수입보험료 기준)로 올라섰다. 자회사를 통한 채널 다변화, 적극적인 해외진출을 통해 외형성장을 추구함과 동시에 의료보장을 비롯한 생존담보 상품을 적극적으로 판매하고 있다. 의료보장 상품에 주력하면서도 수익성을 확보하여 신계약 가치도 성장을 거듭하고 있다. 주가 역시 이러한 흐름과 궤를 같이 하고 있다.

그림 29. 일본 사회, 인구통계적 변화



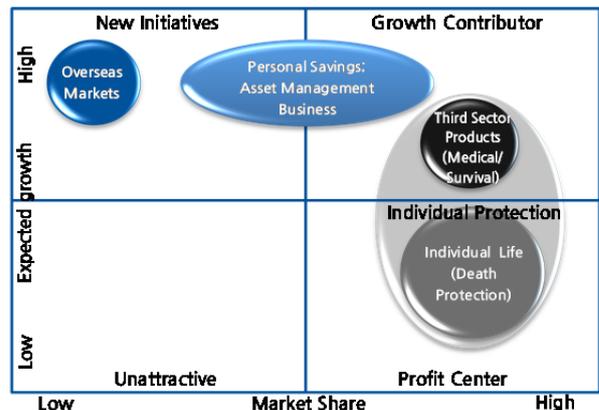
자료: Dai-ichi Life, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 다이이치생명 의료보장 상품 판매와 신계약 가치 추이



자료: Dai-ichi Life, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 성장기여도 측면에서의 시장구분(다이이치생명)



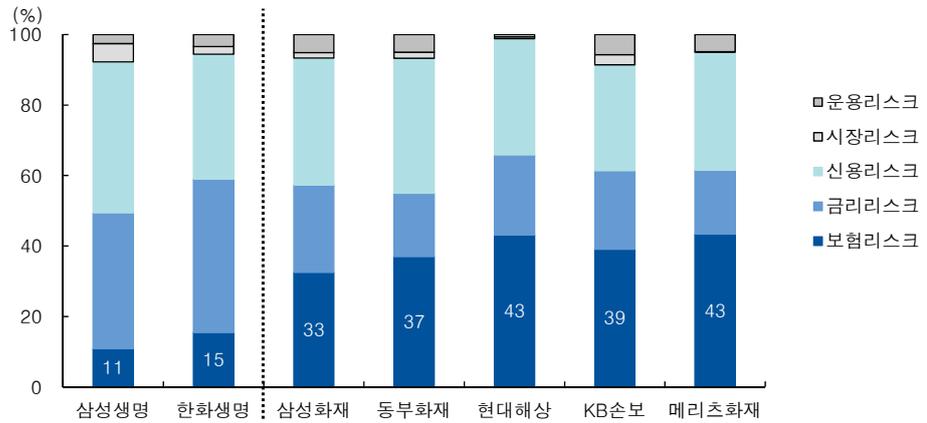
자료: Dai-ichi Life, 미래에셋대우 리서치센터

**자본비율 받쳐줘야 수익성 개선도 가능**

문제는 이러한 상품의 개발, 판매를 위해서는 위험률 확보와 함께 충분한 RBC비율이 받쳐줘야 한다는 점이다. 수익성 갖춘 보장성 상품을 많이 팔고 위험보험료가 커질수록, 필연적으로 RBC비율 산정에 반영되는 ‘보험가격 리스크’가 커질 수 밖에 없기 때문이다. 예를 들어 시장 소구력이 높은 비갱신형상품은 갱신형 상품에 비해 1.7배 가량 높은 위험계수를 적용(갱신주기 3년 미만의 경우 0.6, 비갱신형은 1.0 조정율 적용)받으므로 RBC가 낮은 보험사들은 판매에 한계가 크다.

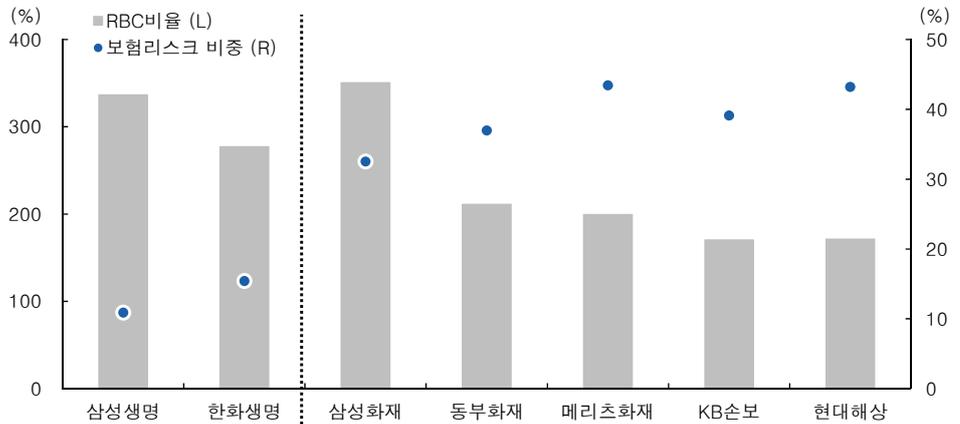
정리하면 보험산업에서는 빈익빈부익부 현상이 심화될 것이다. 작은 회사, 자본여력이 낮은 회사들은 강화되는 자본규제에 대응하기 어려워질 것이고, 가격 규제 완화가 가져올 새로운 성장의 기회를 관망할 수 밖에 없다. 매각, 합병, 증자의 세가지 길 중 하나를 선택해야 할 것이다.

**그림 32. 손보는 보험리스크가 크고, 생보는 시장·신용리스크 중심**



주: 15.12월 말 기준  
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 33. 생·손보사 RBC 비율 및 보험리스크 비중 비교**



주: 15.12월 말 기준  
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

## M&A와 Valuation

### 게임이론의 관점에서 ...

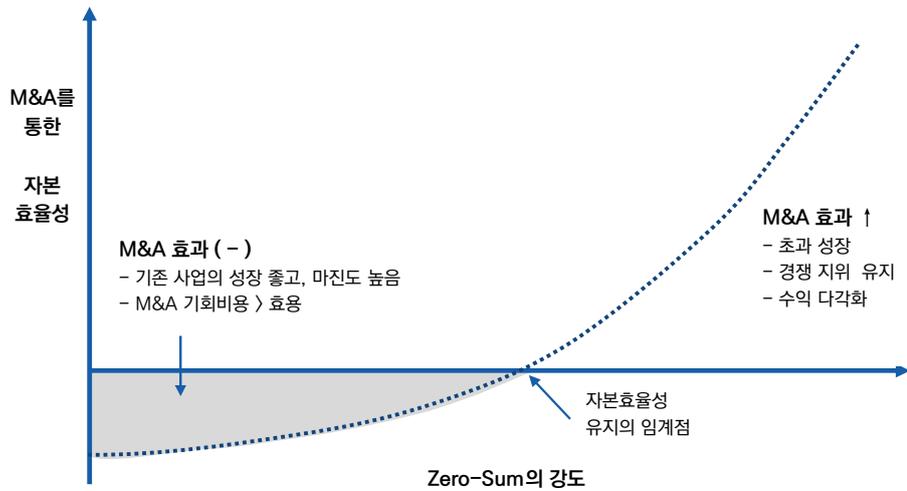
#### 제로섬 시장에서는 M&A 연쇄작용

제로섬 시장에서는 M&A가 연쇄적인 상승작용을 일으킨다.

점점 게임이론에 가까운 경쟁 구도가 만들어지기 때문이다. 고도 성장기의 금융산업, 특히 은행들은 큰 노력을 기울이지 않아도 성장과 수익이 담보되었다. 다른 산업들과 달리 금융안정성을 유지하기 위한 정부의 개입(라이선스 관리, 건전성 규제 등)으로 과도한 경쟁도 지양되었다. 적절한 균형을 유지하면서 경쟁은 느슨하게 유지된다. 오히려 비싼 값을 주면서 M&A를 하는 것은 기회비용만 커지는 꼴이니 자본효율성 관점에서는 유인이 약하다.

이제는 Organic한 성장이 하락하거나 정체되었다. 고정된 시장에서 초과성장을 하려면 남의 것을 빼앗아 와야 한다. 제로섬의 전형적인 유형이 트레이딩의 경우이다. 제값보다 싸게 사는 측이 있으면, 낮게 파는 측이 있다. 이해관계가 상충하니 트레이더 간의 협력의 필요성은 애초에 없다. 제로섬의 강도가 커지면 커질수록 과거의 균형은 깨어지기 쉽고, 상대방이 가지고 있지 않은 경쟁력, 상품, 또는 상대방의 자산을 통째로 얻기 위한 M&A는 확산될 수 밖에 없다.

그림 34. 제로섬의 강도와 M&A



자료: 미래에셋대우 리서치센터

제로섬 시장에서는 M&A가 일단 발생하면 '죄수의 딜레마'와 같은 상황이 전개된다.

균형이 이미 깨어져 버렸기 때문에 내가 적극적인 선택을 하지 않고 상대방이 그러한 선택을 한다면, 나의 이해와 처지는 더욱 곤란해지기 때문이다. 비슷한 경쟁자가 더 커지고, 더 수익성이 좋아지게 되면 남아있는 다른 경쟁자들은 초조해질 수 밖에 없다. Top5의 경쟁에서 Top2의 경쟁이 되거나, Top과 나머지의 경쟁이 된다면?

유사한 수준에 다다르지 못하면 자산이나 채널과 같은 외형에서 점점 더 왜소하게 비취질 것이고, 자본비용과 Reputation에서도 상대적으로 뒤쳐져 보인다. 이를 만회하기 위해 여러 비용(마케팅 비용, 가격 경쟁 등)이 수반될 것이고, 증자를 통해 자본력을 높일 수도 있다. 수익성은 떨어지게 된다.

늦게 뛰어들면 더 많은 비용을 치르게 된다. 증권업종의 M&A에서 Valuation이 점점 올라가는 것이 실증한다.

높은 Valuation 받는  
금융사를 알아가는나가  
평가 기준

## M&A와 금융주 Valuation

M&A의 성공 여부는 어떻게 평가할 것인가?

성공여부는 출발점에서 지향한 목표의 달성 여부, 즉 자본의 재배치가 적절하게 수행되었는지 여부에 귀속된다. 이는 Valuation과 직결되는 문제이기도 하다. 시장에서 좋은 Valuation을 받는다는 것은 자본의 효율성이 좋다는 의미이고, 자본의 재배치가 M&A의 지향점이라면 Valuation에도 당연히 반영될 것이기 때문이다.

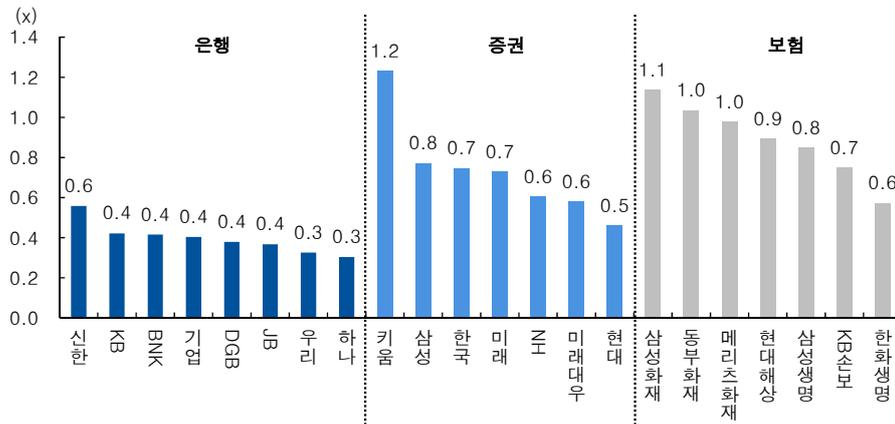
원론적으로 주식의 가격 평가는 두 가지 요소로 구성된다. 먼저 기업이 만들어내는 이익의 크기, 두 번째는 할인율이다. 이를 금융회사에 적용하면 앞의 것은 자본대비 이익의 크기를 의미하는 RoE를 의미하고, 뒤의 것은 주주가 요구하는 자본비용 CoE 이다<sup>7</sup>.

RoE는 이익의 양과 속도를 의미하므로 큰 것이 좋다. 인수된 기업으로부터 발생하는 이익을 통해 당연히 기존 RoE를 높여야 한다. 그런데 많이 버는 것도 중요하지만 안정적으로 버는 것 역시 중요하다. 이는 CoE의 수준을 의미한다. 안정적인 이자를 받는 채권자보다 위험을 감수하는 주주의 CoE가 높아야 한다. 투자한 기업의 이익과 배당이 꾸준하면 낮을 것이고, 들쭉날쭉하면 더 높아지게 된다.

이미 답은 시장에 나와 있다. 높은 Valuation을 받는 금융회사들의 수익성과 수익구조를 알아가는지를 살펴보면 된다.

세 가지 사례가 있다. 하나는 동부화재(005830), 다른 하나는 키움증권(039490), 마지막으로 미국의 웰스파고은행이다. 모두 각 산업에서 가장 높은 Valuation을 오랫동안 받아오고 있다. 일단 공통점은 RoE 수준이 상대적으로 높다는 점이다. 낮은 시장 금리에 비하면 더 크게 보인다.

그림 35. 주요 금융주 Valuation



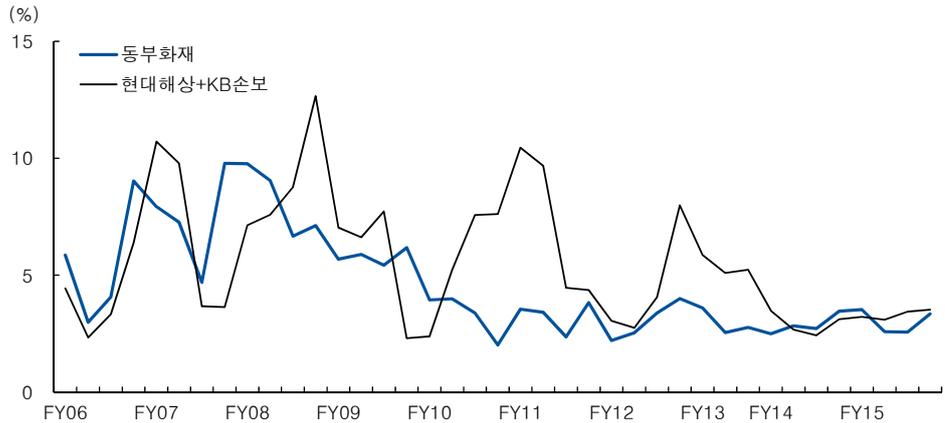
자료: 미래에셋대우 리서치센터

<sup>7</sup> 주식은 기업이 창출하는 이윤의 일부에 대한 청구권이며, 그러므로 주식 가격은 첫째로는 '이윤의 크기'에 의존한다. 둘째로는 당시 이자율(할인율)에 의존한다. 이윤을 이자율(할인율)로 나누는 것에 의해 이윤이 자본으로 환산되고, 이 자본화한 금액이 주식가격을 구성하기 때문이다. <금융자본론, Rudolf Hilferding, 1909>

### 1) 동부화재

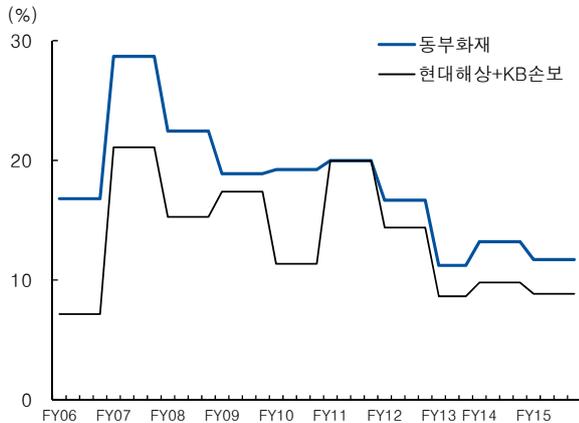
아래 그림은 동부화재와 다른 2위권 손보사의 최근 10년 동안의 RoE의 표준편차(4분기) 추이이다. 동부화재의 RoE는 변동성이 상대적으로 낮을 뿐 아니라, FY11 이후에는 매우 안정적인 흐름을 보이고 있다. 자본의 효율성을 의미하는 RoE가 높은 상태로 장기간 유지되고 있다는 의미이다. 2위권 손보사 중에서는 동부화재 보다 높은 RoE를 내는 곳도 간헐적으로 나오는데, 그들에 비해 Valuation은 동부화재가 항상 높다. 이익의 안정성에 대해서 낮은 CoE를 적용할 수 있기 때문에 PBR이 높을 수 있는 것이다.

그림 36. RoE 표준편차(4분기) 추이: 동부화재 RoE의 낮은 변동성



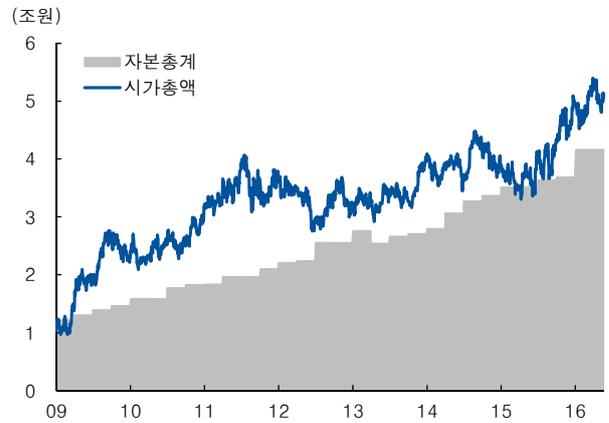
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 동부화재: 상대적으로 높은 RoE 수준



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 동부화재: 순자산에 수렴하는 주가



자료: 동부화재, 미래에셋대우 리서치센터

### 2) 키움증권

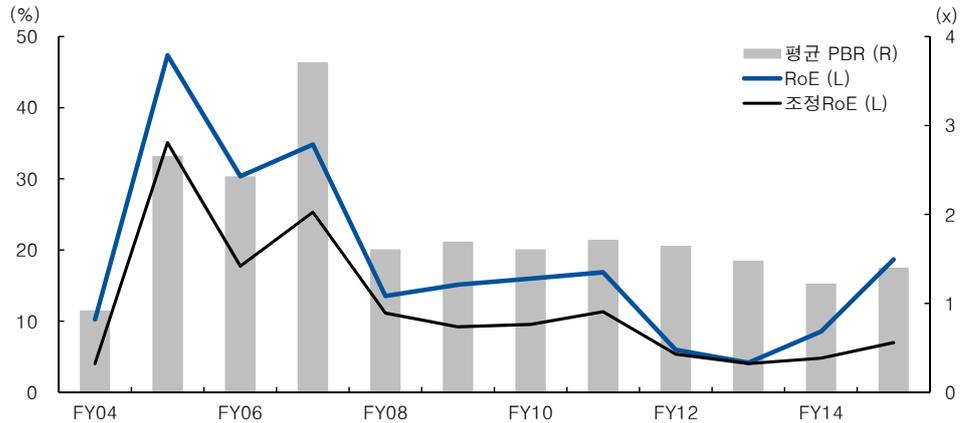
키움증권의 경우 시황산업의 특성상 이익의 변동성은 당연히 높다. 하지만 키움증권이 할증받는 이유는 수익구조에 있다. 키움증권의 운영업수익은 수수료와 이자이익 절반씩으로 구성된다. 수수료 수익의 경우 현금이므로 주주의 Book에 차곡차곡 쌓이고, 이자이익도 대부분 신용용자와 유가증권 담보 대출 및 주식 대여와 같은 손실 위험이 거의 없는 것들이다. 대규모의 건전성 우려가 잠재해 있지 않는 이자이익이다.

다른 이익은 Valuation에 영향을 미치지 못한다. 지난해의 경우 유가증권 운용에서 많은 이익을 올렸지만, 그 수준에 비해 PBR이 쫓아가지 않았다. 수수료와 이자이익만을 반영하여 산출한 조정RoE가

PBR에 연동한다. 즉 수수료와 이자이익처럼 주주의 Book을 지속적으로 올리는 이익에만 시장은 반응한다.

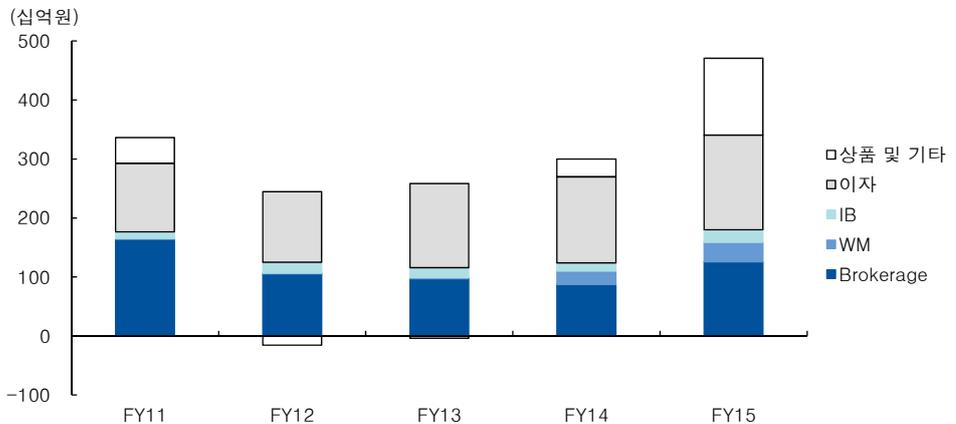
정리하면 M&A를 통해 RoE는 당연히 높아져야 하고, 위험이 적은 수익(수수료)이 기존보다 많아지면서 수익구조가 다각화된다면 성공한 M&A라고 할 수 있을 것이다. 결국 이러한 구조를 갖춘다면 대형화와 비즈니스모델의 전환이 이루어지게 될 것이다.

그림 39. 키움증권 PBR, 조정 RoE



자료: 키움증권, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 키움증권 수익원 Breakdown



주: FY13은 연환산 기준 / 자료: 키움증권, 미래에셋대우 리서치센터

### 3) 웰스파고

웰스파고는 기본에 충실한 사업 모델을 보유하고 있다. 글로벌 위기 전 타 은행들이 경쟁적으로 트레이딩과 IB 부문을 확장하는 동안 소매금융에 집중하며 안정적인 수익을 추구해 왔다. 2009년~2015년 중 Wells Fargo의 소매금융 사업 비중은 33.2%로 미국 4대은행 평균(25.6%) 보다 7.5%p 높은 수준이다. 반면 총자산 대비 트레이딩 자산 비중은 3.1%로 경쟁은행 평균(12.0%) 대비 현저히 낮다.

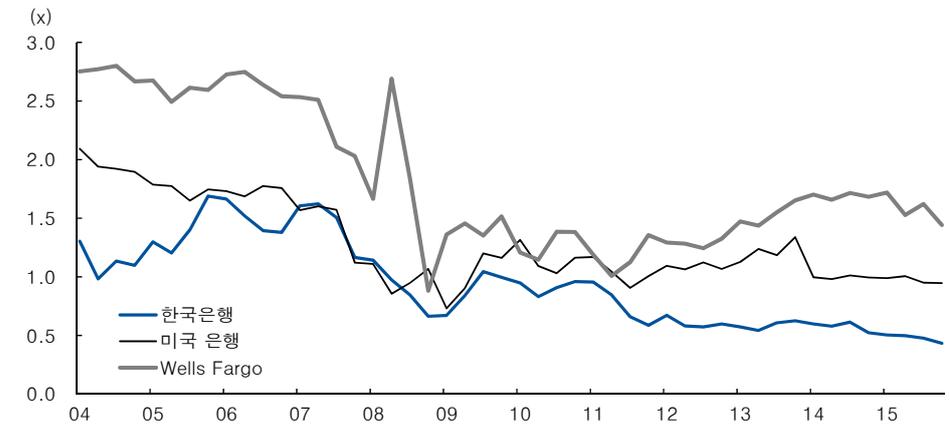
안정적인 사업 모델을 바탕으로 시장위험을 최소화 했다. 축적한 자본을 바탕으로 금융위기 시에 과감한 M&A를 통해 타 은행을 인수하며 성공적으로 확장할 수 있었다. 이 시기의 주요 M&A로는 1) 2008년 1월 유나이티드뱅크프, 2) 2008년 4월 씨티뱅크의 네바다 사업부문 인수, 3) 2008년 8월 센츄리 뱅크 인수, 4) 결정적으로 2008년 12월 와코비아 인수를 들 수 있다.

성공적인 M&A를 통해 웰스파고의 총자산은 2007년 5,750억 달러에서 금융위기 직후인 2010년에는 1조 2,580억 달러까지 증가하였다. 동기간 경쟁사들은 자산이 축소되거나 정체된 사례와 비교해 볼 때 성공적인 전략이었다. (씨티; 2007년 2.9조달러 → 2010년 1.9조달러, 뱅크오브아메리카; 2007년 1.7조달러 → 2010년 2.3조달러). 또한 서부에 편중되어 있던 영업망을 탈피하여 미국 전역을 커버하는 광대한 네트워크를 구축하였다.

2015년말 기준 웰스파고의 총영업이익(순이자이익+ 비이자이익)에서 비이자이익이 차지하는 비중은 47%이다. 이는 미국 은행업종 비이자이익 비중 37%보다 높은 수준이다. 은행이 벌어들이는 이익 중 절반 가량이 비이자 부문에서 발생한다. 웰스파고의 비이자이익은 질적으로도 좋다. 서비스, 모기지, 트레이딩 등 다변화된 비이자수익원을 보유하고 있어 안정적인 실적이 가능하다.

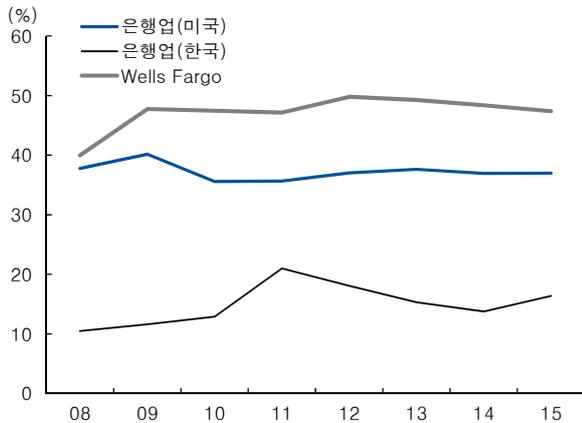
M&A를 통한 자산 성장과 비이자이익 중심의 다각화된 수익성은 Valuation에 그대로 투영된다. 웰스파고의 12개월 Forward PBR은 1.4배로 미국 은행업종 0.9배 대비 60%가량 할증 받고 있다.

그림 41. 웰스파고는 미국 및 한국 은행업 PBR을 월등히 상회



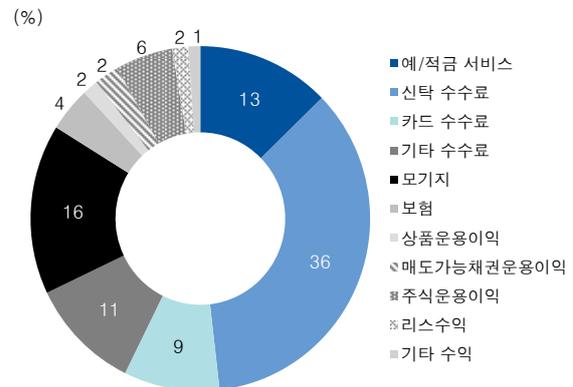
자료: Wells Fargo, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 미국과 한국 은행업 및 웰스파고의 비이자이익 비중 추이



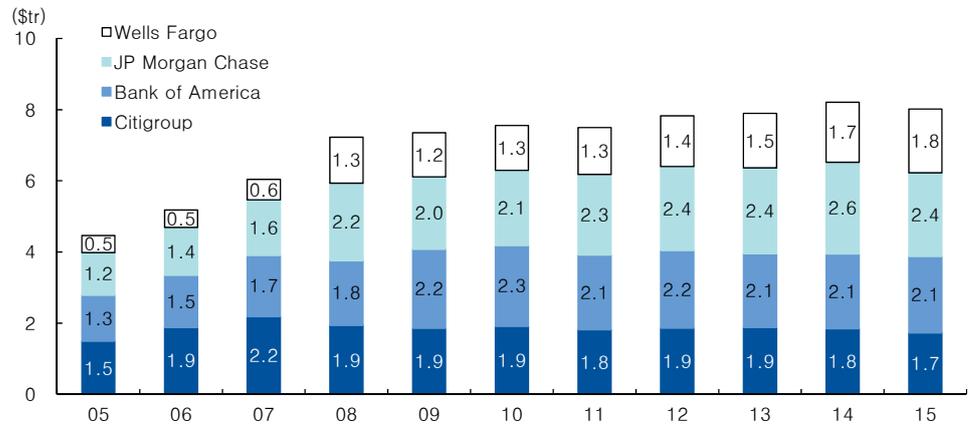
자료: FDIC, Wells Fargo, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 웰스파고의 다변화된 비이자수익



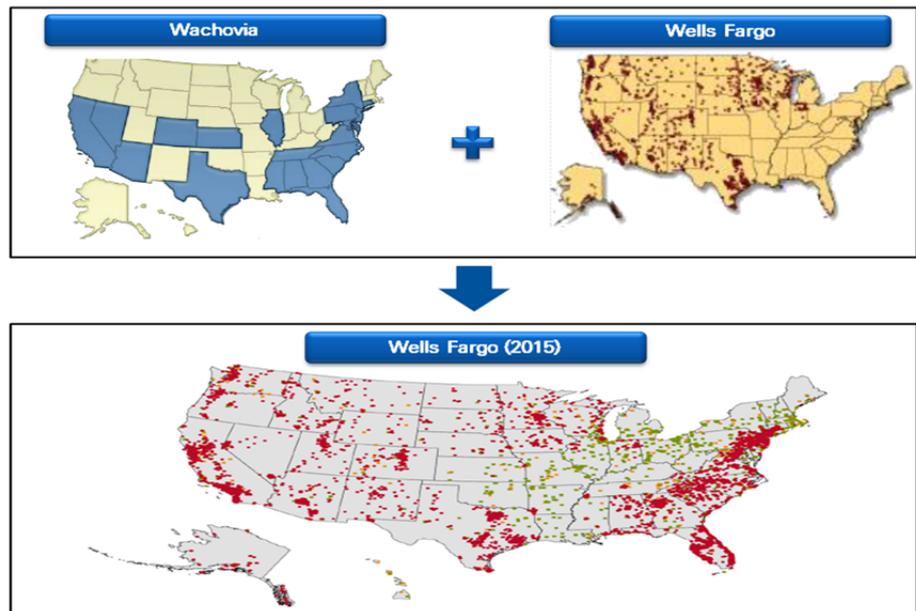
자료: Wells Fargo, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 미국 주요은행 총자산 추이



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. Wachovia 인수 전후 영업점 분포 현황



자료: Wells Fargo, 미래에셋대우 리서치센터

## 산업별 전망

### 증권 (비중확대)

- 실적은 바닥에서 탈출, 점진적으로 개선
- Valuation 부담은 없지만, M&A를 매개로 교착 상태
- 투자의견 비중확대 유지, Top Pick은 키움증권 제시

---

### 보험 (비중확대)

- 생보: 업황은 여전히 금리와 규제환경에 종속
- 손보: 자동차보험 손해를 개선 추세는 유지 + 위험손해율 및 투자이익률의 변화가 관전 포인트
- 투자의견 비중확대 유지, Top Pick은 동부화재 제시

---

### 은행 (비중확대)

- 경기 상황, 정책금리 인하, 기업구조조정 감안 해도 안정적인 실적 예상
- Valuation 매력은 여전히지만 적정 수준 달성 시 추가 상승은 쉽지 않아 보임
- 투자의견 비중확대 유지, Top Picks는 KB금융, 하나금융지주 제시

## 하반기 증권업종 전망

### 실적은 수렁에서 탈출, 점진적 개선

증권업종은 실적 측면에서 최악의 상황은 지났다. 연초 H지수 급락과 함께 찾아온 대규모 헷지비용의 부담과 ELS 시장의 위기는 안정화되었다. 리스크 관리 능력이 열등한 일부 중소형사에 손실이 국한되었다. 오히려 채권 금리 하락과 함께 상품운용이익이 만회하였고, 다른 수수료 수익은 비교적 안정적인 상황이기 때문이다. 1분기 실적에서 확인할 수 있듯이 5% 수준의 RoE가 지지선이다.

하반기 실적은 상반기보다는 개선될 것으로 전망하지만 그 폭이 크지는 않을 것이다.

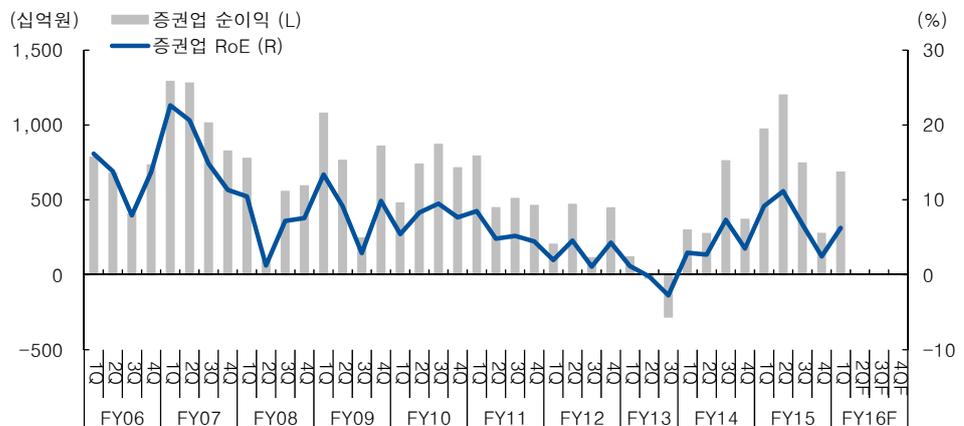
먼저 채권 금리의 하락 여지가 축소되고 있다. 지난 해 말 대비 시중 금리가 30bp 가량 하락하면서 공격적인 포지션을 취하고 있는 일부 증권사들은 지속적으로 채권 운용 수익을 향유하고 있다. 우리의 House view는 한차례 이상 기준금리 인상을 예상하고 있다. 현재 국고 3년 물은 1.4%로 금리 인하의 기대를 상당히 반영하고 있다. 상반기 보다는 운용환경이 우호적이지 못할 것이다.

이를 메꾸는 것은 ELS 시장의 회복이다. H지수를 기초로 발행된 ELS는 실제로 낙인구간에 진입한 것으로 추정된다. 이 비중은 5% 미만에 불과한 것으로 추정되어 전체적인 고객 기반 위축으로 확대 해석할 필요는 없다. 오히려 ELS, DLS의 장점은 구조화에 있어 유연성이 높다는 것이다. 다양한 기초자산과 Knock-in 조건, 옵션을 조합하여 시장의 상황과 고객의 수요에 맞출 수 있다는 의미이다. 최근 발행시장은 서서히 회복 중이고, 주요 기초자산(원유, H지수)의 회복과 함께 조기상환도 늘어나면서 이연된 수익이 일조할 것으로 보인다.

일평균 거래대금은 8조~9조 원 사이에서 안정화된 상태이다. 시장이 박스권에 갇히면서 회전율이 높지는 않지만, 이 수준은 유지될 것으로 전망한다. 장내파생상품 거래가 크게 증가하고 있는 점, 해외 주식 및 ETF 등으로 Brokerage 영역이 다변화되는 추세 역시 뚜렷하다.

판관비는 안정적인 흐름을 유지할 것이다. 지속적인 구조조정과 고정비 절감 노력이 만성화되어 있기 때문이다.

증권업종 분기 순이익 및 RoE 추이



자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

## Valuation 부담은 없지만, M&A를 매개로 교착 상태

종합적으로 RoE는 6~7% 수준에서 유지될 것으로 예상된다. 지난 해 3Q, 4Q RoE 6.7%, 2.5%로 하락 추세에 접어들면서 주가 역시 심각한 조정을 유발하였다. 증권업의 단기 주가는 분기 실적을 추종한다. 소폭이나마 개선되면서 주가도 수렴할 것으로 예상된다. 하지만 실적 개선의 폭이 크지 않고, M&A를 계기로 대형 증권사들의 투자에 있어 불확실성이 점증하고 있다.

전술한 바와 같이 제도권 시장에서의 M&A, 즉 상대방이 있는 게임은 결과에 따라 경쟁 환경이 크게 변화한다. 성공한 증권사는 커진 자본과 영업체력을 보유하게 되고, 나머지는 상대적인 왜소함이 부각된다. 기회는 점점 줄어들면서 추가적인 M&A가 진행될 때마다 물건의 가격은 올라간다. 현대증권의 매각가격은 1.7배를 넘어섰다. 어떤 증권사가 매물로 나올지 모르지만(?), Overpayment 이슈가 제기될 가능성이 높다.

두 번째는 M&A에 성공해도 합병을 둘러싼 주주 가치 상의 불확실성이 그것이다. 예를 들어 현대증권(003450)의 경우 1) 합병비율의 산정, 2) 합병 이전 자산건전성의 확보, 3) 자사주 매입 등이 선결되어야 한다. KB지주 입장에서는 합병증권사의 지분율을 높이고, 고평가 인수의 부담을 희석시켜야 하는 과제를 동시에 풀어야 한다. 현대증권의 시가가 높아질수록 이는 달성하기 어려워진다. 최소한 합병비율 확정까지는 보수적인 투자 행태가 시장에 고착화되어 있다.

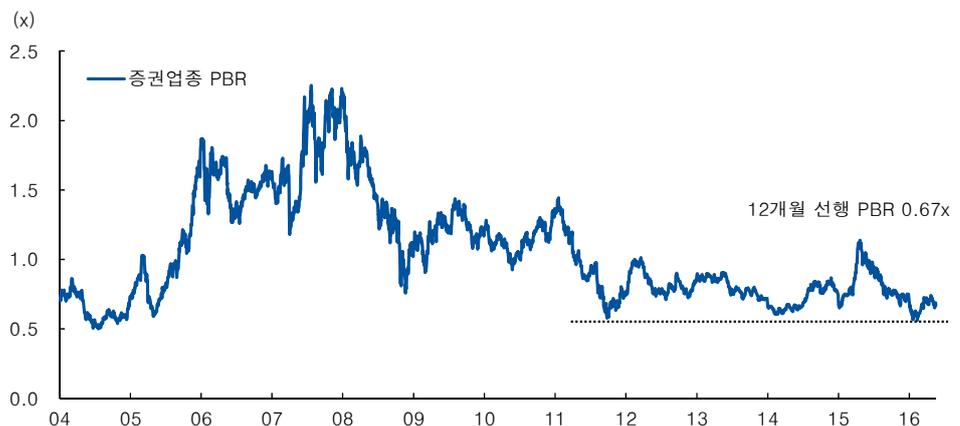
세 번째는 배당의 불확실성이다. 자본여력과 채널이 크게 확장된 경쟁자의 출현은 경쟁 지위를 유지하기 위한 노력을 배가시킨다. 특히 단순 중개형 영업에서 탈피하고, 수익성을 고도화하려면 자본을 통한 위험의 완충은 필요조건이다. 자본력과 직결되는 것이고, 배당을 많이 주는 것이 미덕이라는 통상적인 자본 정책과 배치된다. NH투자증권(005940)이 이에 해당한다.

이러한 불확실성과 무관한 투자 대안은 M&A가 마무리 단계에 있는 대형사와 키움증권(039490) 정도이다. 키움증권의 경우 실적과 성장이 조화를 이루는 시점에 진입했다. 최근 실적에서 보듯이 지속적인 M/S 상승과 이자수익원의 증대에 힘입어 높은 수익성을 유지하고 있다. 1Q RoE는 18%에 이른다. 이익의 절대 규모가 대형사와 다를 바 없다.

더불어 '비대면 계좌 개설'의 허용으로 새로운 성장 기반을 구축 중이다. M/S가 50%에 육박한다. 점진적으로 은행에 지급하는 계좌개설 및 유지 수수료가 줄어들 것이다. 계좌개설에 있어 Bargaining Power의 균형이 뒤바뀌면 은행에 대한 의존(수수료 부담뿐 아니라, 비즈니스의 출발점부터 위탁을 해야 하는 결점)은 사라질 수도 있을 것이다. 이는 정체성의 변화를 의미한다. Offline과 절연하고 순수한 Online Service Provider로 거듭날 수 있기 때문이다. 통상적인 금융주로서 자본효율성에 입각한 접근법(RoE-PBR)을 넘어서, Platform을 지닌 온라인 서비스 회사들이 받고 있는 프리미엄을 적용할 수 있다는 의미이다.

증권업종에 대한 투자의견은 비중확대를 유지하고, Top Pick은 키움증권을 제시한다.

### 증권업종 PBR 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

증권주 Valuation Table

		삼성증권	한국금융지주	키움증권	NH투자증권	현대증권
투자의견		Trading Buy	매수	매수	Trading Buy	중립
목표주가(원)		45,000	59,000	90,000	11,500	-
현재주가(원)		35,100	43,150	72,300	9,210	6,620
상승여력(%)		28.2	36.7	24.5	24.9	-
EPS	14.12	3,157	3,884	3,420	270	158
(원)	15.12	3,923	5,266	8,585	716	1,181
	16.12F	3,101	4,047	6,706	793	716
	17.12F	4,299	4,591	7,066	858	742
	18.12F	4,705	4,984	7,809	929	790
BPS	14.12	44,832	46,425	41,500	14,550	12,698
(원)	15.12	46,102	51,466	49,913	15,127	13,955
	16.12F	46,753	53,535	53,641	15,483	14,189
	17.12F	49,947	58,902	58,290	15,987	14,698
	18.12F	53,512	64,809	63,391	16,612	15,210
PER	14.12	14.1	10.5	13.5	38.0	43.8
(배)	15.12	10.6	9.4	7.2	14.1	5.5
	16.12F	11.3	10.7	10.8	11.6	9.2
	17.12F	8.2	9.4	10.2	10.7	8.9
	18.12F	7.5	8.7	9.3	9.9	8.4
PBR	14.12	1.0	0.9	1.1	0.7	0.5
(배)	15.12	0.9	1.0	1.2	0.7	0.5
	16.12F	0.8	0.8	1.3	0.6	0.5
	17.12F	0.7	0.7	1.2	0.6	0.5
	18.12F	0.7	0.7	1.1	0.6	0.4
ROE	14.12	6.7	8.7	8.6	2.1	1.3
(%)	15.12	7.9	10.8	18.7	4.8	8.9
	16.12F	6.1	7.6	12.9	5.2	5.1
	17.12F	8.1	8.0	12.6	5.4	5.1
	18.12F	8.3	7.9	12.8	5.7	5.3
순이익	14.12	230	239	76	81	37
(십억원)	15.12	275	324	190	215	280
	16.12F	216	249	148	238	170
	17.12F	300	283	156	258	176
	18.12F	328	307	173	279	187
자기자본	14.12	3,427	2,860	924	4,378	3,004
(십억원)	15.12	3,524	3,170	1,110	4,551	3,302
	16.12F	3,574	3,347	1,193	4,658	3,357
	17.12F	3,818	3,683	1,296	4,810	3,478
	18.12F	4,090	4,052	1,410	4,998	3,599
배당성향	14.12	20.6	17.2	13.1	60.1	29.4
(%)	15.12	25.5	18.1	8.1	56.3	39.3
	16.12F	25.8	18.9	10.4	44.5	32.4
	17.12F	18.6	18.8	11.3	35.3	37.6
	18.12F	17.0	19.2	10.2	27.2	35.3
배당수익률	14.12	1.5	1.7	1.0	1.6	0.7
(%)	15.12	2.4	2.0	1.1	4.0	7.7
	16.12F	2.3	1.9	1.0	3.8	3.8
	17.12F	2.3	2.1	1.1	3.3	4.5
	18.12F	2.3	2.3	1.1	2.7	4.5

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 하반기 보험업종 전망

### 손보 맑음, 생보 차차 흐림

손보사들의 실적 개선 추세는 유지될 것이다. 최근 실적 개선은 평이한 투자이익률에도 불구하고, 손해율의 급격한 하락이 견인하고 있다. 특히 자동차보험의 손해율 개선 폭이 큰데 새로운 것은 아니다. 이미 1) 지난해 상반기부터 특약보험료의 세분화 및 합리화, 2) 올해 들어 3% 가량 기본보험료의 인상 등이 꾸준히 이어져 왔기 때문이다. 계약의 갱신과 경과보험료에 반영되는 시차를 감안하면 당연히 1분기부터 실적에 투영된다. 이러한 과정이 1년에 걸쳐 선행되었고, 최근 고가차 및 외산차의 표준약관 개정 효과도 (약 0.7%p 개선 추정) 남아있기 때문에 연말까지는 지속될 것이다.

하반기 관찰할 점은 위험손해율의 개선 여부이다. 실손보험의 요율 갱신이 지난해와 올해 두 차례 강도 높게 진행된 바 있다. 자동차보험은 어차피 사이클 비즈니스이므로 위험손해율 개선이 나타나는 지가 사실 더 중요하다. 물론 갱신 주기가 자동차보험과는 다르기 때문에 느리게 반영될 수 밖에 없지만, 현재의 위험손해율은 전혀 개선의 기미가 보이지 않는다. 최근 1Q 위험손해율은 전년 동기 대비 오히려 2~3%p 상승하였다. 메르스 사태 이후 이연된 진단 및 보험금 지급의 여파가 녹아있지만, 실손보험 이외의 생존담보의 손해율은 여전히 높기 때문이라고 추정된다.

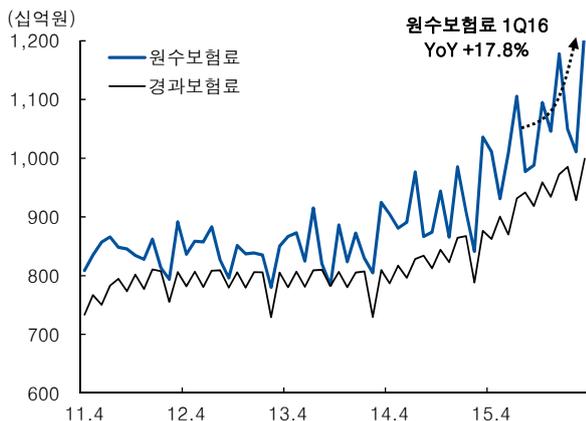
투자이익은 다소 평이할 것으로 보인다. 금융시장의 환경이 좋지 못하고, 연말에 적용되는 RBC상의 신용리스크 강화에 대응하기 위해 위험자산을 많이 줄여 놓아, 처분이익의 재원이 작아졌다. 보수적인 자산운용 태도를 견지하는 삼성화재, 나머지는 2위권들은 RBC 부담 때문에 여력이 없다. 동부화재의 경우 1분기에는 시장 여건상 처분 등이 많지 않았는데, RBC도 여유가 있고 주식·채권 모두 처분이익의 재원도 상당히 남아있는 것으로 추정된다. 손해율 추세는 대동소이하므로 하반기에는 투자이익률이 실적 차별화의 변수가 될 것이다.

요약하면 자동차보험의 손해율 개선이 실적에 대한 걱정을 해소하고 있는 가운데, 위험손해율이 사업 계획에서 밝힌 것처럼 하락할 지, 투자이익률에서 차별을 보일 수 있는 보험사가 있는지가 관전 포인트이다.

생보사의 업황은 여전히 금리와 규제 환경에 종속된다.

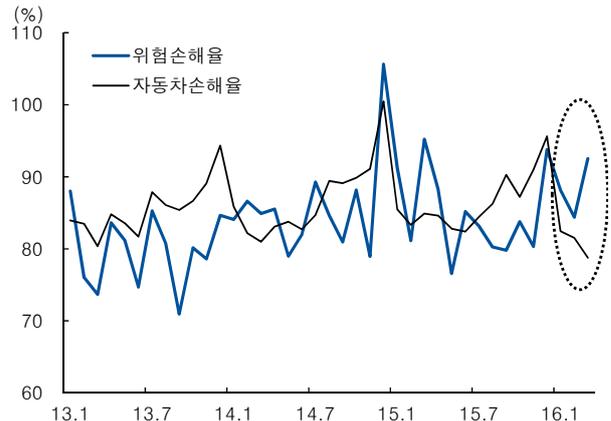
본문에서 살핀 바와 같이 생보사의 '이차역마진'은 매우 구조적이라서 자구적인 노력으로 해소하기에는 한계가 있다. 삼성생명의 1분기 이차역마진 Spread는 65bp로 전분기 대비 3bp나 확대되었다. 보유이율이 하락(-9bp)이 부채부담금리의 개선(-6bp)을 압도한다. 08년 7월 6.03%를 정점으로 현재 국고 10년은 1.7% 중반에 불과하다. 생보사들이 주로 매입하는 10년 물의 만기가 돌아올수록 역마진의 개선은 멀어진다.

자동차보험료 성장률 (상위 5개사 합)



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

부문별 손해율 추이 (상위 5개사 합)



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

국고 10년이 2%를 하회하게 되면서 기존의 금리 고정형 부채의 역마진이 심화되는 것과 동시에 최저보증이율에 따른 새로운 역마진 부담을 외면할 수 없게 된다. 생보 big3의 경우 2~3% 구간에 금리연동형 부채의 절반 가량이 포진되어 있다.

개념을 단순화하면 해운 업종의 사례와 다르지 않다. 호황기에 높은 용선료를 부담하기로 장기간 배를 빌린 것이 생보사의 고금리 부채이고, 물동량 감소로 운임이 떨어진 것을 현재의 자산운용 환경에 빚낼 수 있다. 보험사의 역마진이 다소 천천히, 매우 오래 전부터, 금융감독당국의 관찰 하에 전개되어 대응할 시간이 남아있다는 점이 차이이다.

이러한 위험을 충분히 인식하고 있기 때문에 금융감독당국에서는 규제의 강화를 통해 대응하려고 한다. IFRS 2단계와 Solvency2의 도입 모두 ‘부채의 시가평가’라는 고리로 연결되어 있다. 부채 평가에 적용하는 할인율이 시가에 근접해야 하므로 현재의 낮은 금리 수준을 반영하여야 한다. 전반적인 부채 규모는 늘어나고, 자본은 줄어든다. RBC 역시 1차적으로는 올해 끝나지만, 부채 듀레이션의 확대, 장수리스크의 반영 등 2차 규제가 언급되고 있다. 연금보험의 판매가 적고, 보험 부채가 짧은 손보사와는 큰 상관없이 없지만, 생보사에게는 또 다른 부담이다.

손보 중심으로 비중확대를 유지한다. Top Picks는 동부화재, 관심종목은 삼성화재이다. 실적, 배당, 자본규제에 대한 대응능력이 선별 기준이다.

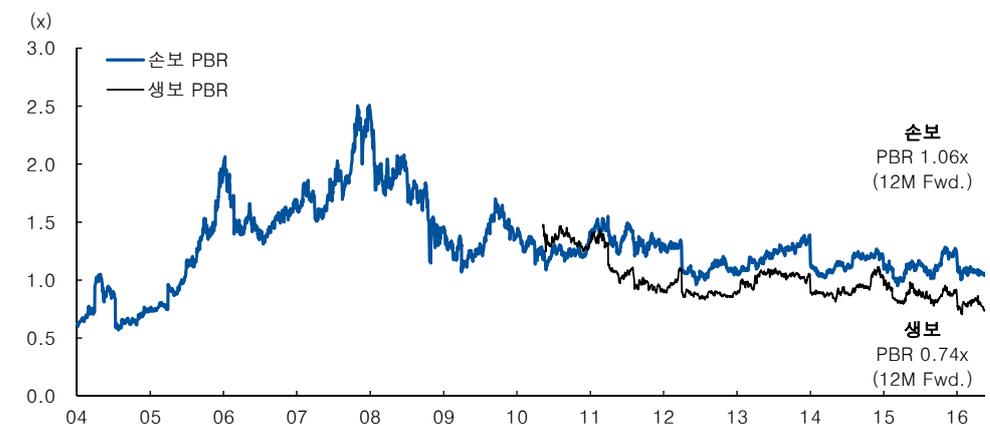
기본보험료 인상이 가세하여 자동차보험 손해율 개선 추세가 유지될 것이다. 분모가 커야 유리한데 여기에 해당하는 보험사들이다. 삼성화재의 경우 경쟁이 심화되는 가운데에서도 온라인 M/S는 더 올라가고 있고(YoY + 4.5%p), 전체 M/S도 30%를 넘어섰다.

요율 인상에 힘입어 현재의 이익은 개선되지만, 미래의 이익을 담보하는 신계약 성장은 생·손보 모두 부진하다. 주주 입장에서는 이미 쌓아 놓은 이익잉여를 배당으로 많이 돌려주던가, 신규 사업 또는 M&A에 투자하여 자본효율성을 방어할 것을 요구하게 된다. 보험사의 경우 후자의 기회는 해외에서 찾아야 하는데 성공해도 회수에는 오랜 시간이 소요된다.

결국 배당을 많이 주느냐가 주주 가치의 가장 큰 변수이다. 두 회사들은 RBC에 여유가 있고, 대주주도 많은 배당을 필요로 한다. 2위권 손보사들은 오히려 증자가 필요한 상황이다. 보험사에게는 배당에 대한 기준(자본보전 완충자본)이 제시될 가능성이 높다. 역마진 부채가 많은 대형 생보사들은 이를 피해가기 어려울 것이다.

여러모로 자본규제에서 벗어난 있는 손보사, 그 중에서도 자본여력이 높은 삼성화재, 동부화재가 대안이 될 수 밖에 없다.

생보, 손보 PBR 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

보험주 Valuation table

		삼성화재	동부화재	현대해상	KB손보	메리츠화재	삼성생명	한화생명
투자의견		매수	매수	매수	Trading Buy	중립	Trading Buy	Trading Buy
목표주가(원)		365,000	90,000	41,000	36,000	-	128,000	7,900
현재주가(원)		284,000	70,500	31,400	31,600	16,000	105,000	6,320
상승여력(%)		28.5	27.7	30.6	13.9	-	21.9	25.0
EPS	14.12	18,035	6,324	2,902	2,683	1,121	6,687	476
(원)	15.12	18,221	6,519	2,550	2,896	1,700	6,056	576
	16.12F	22,269	7,110	4,077	4,316	2,167	11,131	538
	17.12F	23,486	7,960	4,532	4,903	2,372	6,936	562
	18.12F	23,989	8,511	4,778	5,194	2,874	7,325	590
BPS	14.12	213,937	53,130	28,759	33,542	13,925	111,424	9,958
(원)	15.12	232,111	58,179	30,534	34,617	14,592	118,609	9,870
	16.12F	260,989	65,708	36,065	40,657	16,360	136,194	11,425
	17.12F	277,475	71,868	39,847	44,709	18,232	143,214	11,903
	18.12F	293,963	78,379	43,826	49,053	20,607	150,652	12,431
P/E	14.12	15.7	8.7	9.0	10.2	11.1	17.4	17.4
(배)	15.12	16.9	10.8	14.1	10.1	9.5	18.2	12.8
	16.12F	12.8	9.9	7.7	7.3	7.4	9.4	11.8
	17.12F	12.1	8.9	6.9	6.4	6.7	15.1	11.2
	18.12F	11.8	8.3	6.6	6.1	5.6	14.3	10.7
P/B	14.12	1.3	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8
(배)	15.12	1.3	1.2	1.2	0.8	1.1	0.9	0.7
	16.12F	1.1	1.1	0.9	0.8	1.0	0.8	0.6
	17.12F	1.0	1.0	0.8	0.7	0.9	0.7	0.5
	18.12F	1.0	0.9	0.7	0.6	0.8	0.7	0.5
ROE	14.12	9.2	13.2	10.9	8.7	9.3	6.4	5.3
(%)	15.12	8.1	11.7	8.6	9.1	11.9	5.3	5.8
	16.12F	9.0	11.5	12.2	11.5	14.0	8.7	5.1
	17.12F	8.7	11.6	11.9	11.5	13.7	5.0	4.8
	18.12F	8.4	11.3	11.4	11.1	14.8	5.0	4.8
순이익	14.12	797	400	233	139	113	1,337	414
(십억원)	15.12	783	413	203	174	171	1,211	500
	16.12F	947	450	325	259	218	2,226	467
	17.12F	998	504	361	294	239	1,387	488
	18.12F	1,020	539	381	312	290	1,465	512
자기자본	14.12	9,450	3,363	2,313	1,734	1,400	22,285	8,648
(십억원)	15.12	9,971	3,683	2,435	2,077	1,471	23,722	8,572
	16.12F	11,095	4,159	2,876	2,439	1,649	27,239	9,923
	17.12F	11,795	4,549	3,177	2,683	1,838	28,643	10,338
	18.12F	12,496	4,961	3,494	2,943	2,077	30,130	10,797
배당성향	14.12	25.0	22.9	25.8	18.6	33.9	25.4	36.0
(%)	15.12	28.3	23.8	29.4	13.8	33.5	27.4	27.0
	16.12F	31.4	25.3	18.4	19.7	23.1	14.7	24.1
	17.12F	31.9	25.1	17.7	17.3	21.1	22.3	20.0
	18.12F	33.4	24.7	17.8	16.4	17.4	19.8	19.1
배당수익률	14.12	1.6	2.6	2.9	1.8	3.1	1.5	2.2
(%)	15.12	1.7	2.2	2.1	1.4	3.5	1.6	2.4
	16.12F	2.5	2.6	2.4	2.7	3.1	1.7	2.4
	17.12F	2.6	2.8	2.5	2.7	3.1	1.6	2.1
	18.12F	2.8	3.0	2.7	2.7	3.1	1.5	2.1
DPS	14.12	4,500	1,450	750	500	380	1,800	180
(원)	15.12	5,150	1,550	750	400	570	1,800	180
	16.12F	7,000	1,800	750	850	500	1,800	150
	17.12F	7,500	2,000	800	850	500	1,700	130
	18.12F	8,000	2,100	850	850	500	1,600	130

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 하반기 은행업종 전망

### 2016년 상반기 동향: 바닥에서 탈출한 은행업 주가

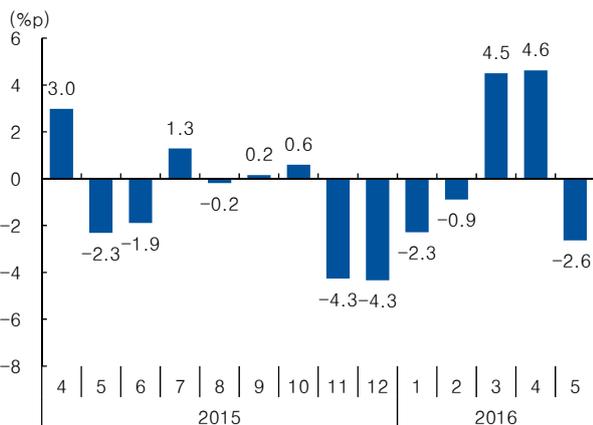
2016년 상반기 은행업 주가는 1분기 실적 발표를 앞두고 큰 폭 상승한 후 차익 실현 물량이 출회되면서 반락하였다. 하지만 2015년말보다는 상승한 수준이다. 이에 따라 은행업 주가는 2016년 들어 시장대비 2.8%포인트 초과 성과를 기록하고 있다. 월간으로는 1~2월까지의 시장대비 저조한 성과를 기록하였지만 3~4월에는 시장대비 4.5%포인트와 4.6%포인트 초과 성과를 기록하였다. 5월 들어서는 시장보다 2.6%포인트 낮은 성과를 기록하고 있다.

3, 4월에 초과 성과를 기록할 수 있었던 것은 불확실성 해소 기대감 때문이라고 할 수 있다. 그동안 은행업에 부정적인 요인은 순이자마진 하락과 충당금 부담 증가 우려였다. 그러나 금융통화위원회의 금리 동결, 2015년말 기업 구조조정예 따른 충당금 부담이 크지 않았던 점 등은 그동안의 우려가 해소될 수 있는 단초를 제공했다고 할 수 있다. 하지만 금리 인하 가능성이 다시 제기되고 기업 구조조정 추진 강도가 강화될 것이라는 예측이 나오면서 주가는 조정을 받고 있다.

종목별로는 하나금융지주와 BNK금융지주가 2016년 들어 시장대비 양호한 성과를 기록하고 있고 여타 은행들은 시장과 유사한 성과를 기록하거나 시장수익률을 하회하는 성과를 기록하고 있다. 은행별로 상이한 성과를 보이는 것은 2015년 양호한 성과를 기록했던 은행보다는 저조한 성과를 기록했던 은행의 성과가 양호하고 연초 하락 폭이 컸던 은행의 경우 최근 성과가 좋더라도 연간 전체로 보면 성과가 좋지 않기 때문이다. 결국 기간에 따라 상이한 성과를 기록하고 있다고 할 수 있다.

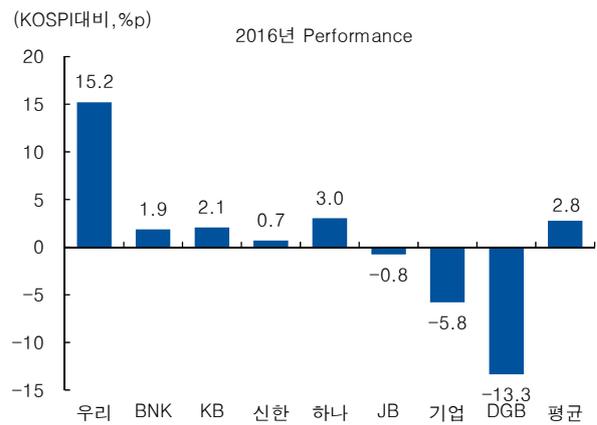
은행업 주가가 상승했지만 은행업종 Valuation은 큰 폭으로 개선되지 못하고 있다. 순자산가치도 늘어났기 때문이다. 현재 은행업 주가는 12개월 Forward 기준으로 PBR 0.4배를 기록하고 있다. 여전히 글로벌 복합위기 직후 수준에서 벗어나지 못하고 있다. Valuation이 낮은 수준에서 벗어나지 못하고 있는 것은 앞서 언급했듯이 실적 관련 불확실성이 완전하게 해소되지 못하고 있고 경기 둔화 및 기업 구조조정과 관련된 정책 관련 불확실성 등이 남아 있기 때문이다.

은행업 주가의 월별 시장대비 성과 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

2016년 종목별 시장대비 성과 비교



자료: 미래에셋대우 리서치센터

**성장: 가계와 중소기업 위주의 성장 지속되지만 증가세는 둔화될 전망**

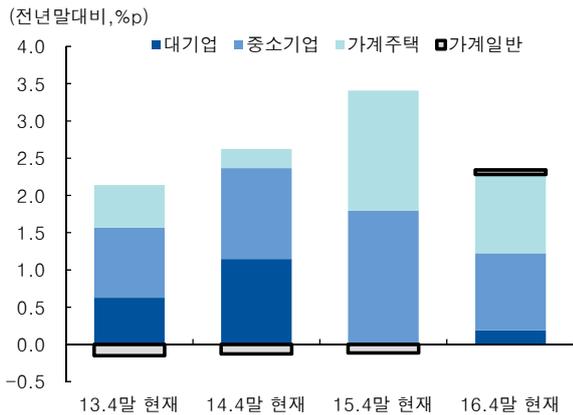
2015년 은행 대출 성장은 가계주택과 중소기업이 견인하였다. 2016년 들어서도 이와 같은 흐름은 지속되고 있다. 다만 전체적인 증가세는 둔화되고 있다. 기존 주택대출에 대한 대출 규제가 시행되고 있고 경기 둔화가 지속되고 있기 때문이다.

2016년 하반기에도 상반기와 유사한 성장 기조가 지속될 것이다. 5월부터는 대출 규제가 지방으로 확대 시행될 것이고 경기가 회복세로 전환되기에는 시일이 소요될 것으로 예상되기 때문이다. 또한 기업 구조조정이 한단계 높은 수위로 전개될 것으로 보이는 점도 대출 증가세 둔화가 예상되는 배경이라고 할 수 있을 것이다.

부문별로도 큰 변화를 기대하기는 어려워 보인다. 은행 대출 성장은 주로 가계주택과 중소기업 대출이 견인할 것으로 예상된다. 주택대출은 2015년 진행된 주택 분양과 관련된 대출이 추가로 취급될 것이기 때문에 다소 둔화된 정도에서 증가가 가능할 것이다. 중소기업 대출은 우량 기업을 중심으로 운전자금 관련 대출은 지속적으로 늘어날 것으로 보인다.

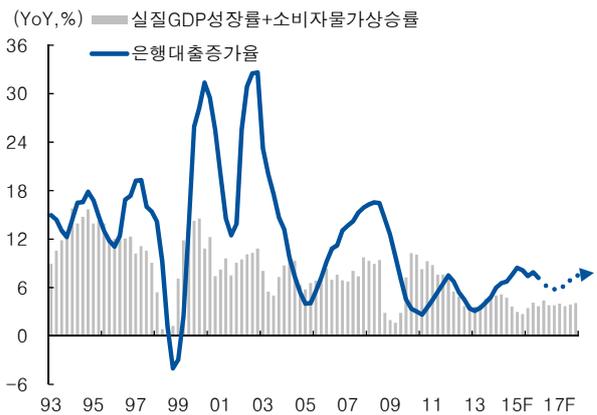
결국 은행 대출 증가세는 전년대비 둔화 기조가 지속될 것이다. 가계주택대출과 중소기업대출이 성장을 견인하겠지만 경기 둔화, 기업 구조조정 등을 고려할 때 성장세가 회복되기는 어려워 보인다.

부문별 대출 증가 기여도 비교



자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

경제성장률과 은행 대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

**순이자마진: 추가 정책금리 인하시 순이자마진 하락은 불가피, 단 영향은 제한적**

2015년 3월과 6월 두차례 정책금리가 인하되었고 그 영향으로 순이자마진은 하락세가 지속되었다. 하지만 2016년 1분기 실적에서는 대부분의 은행 순이자마진은 회복하거나 개선되었다. 정책금리 인하 영향이 마무리되었다고 할 수 있다.

향후 순이자마진의 향방을 결정하는 주된 요인은 정책금리 인하 여부라고 할 수 있다. 당사는 한차례 금리 인하 가능성이 있다고 보고 있다. 이를 반영할 경우 상반기 하락세가 멈추거나 개선되었던 순이자마진은 한차례 하락이 불가피해 보인다. 하지만 정책금리 하락이 순이자마진에 미치는 영향력이 줄어든 것으로 판단되어 은행 실적에 미치는 부정적인 영향을 크지 않을 것으로 보인다.

그 이유는 1) 은행 대출 중 고정금리대출 비중이 상승하였다. 과거 15% 정도였던 고정금리대출 비중이 30%를 넘어선 것으로 추산된다. 금리가 인하되더라도 수익이 줄어들지 않는 대출이기 때문에 정책금리 인하의 영향이 줄어들 수 있는 것이다. 2) 은행 수신 중 단기성 예금 비중이 늘어났다. 단기성 예금은 조달 비용이 높지 않기 때문에 순이자마진 하락 방어에 도움이 될 것이다.

결국 한차례 정책금리 인하가 예상되고 그 경우 순이자마진 하락은 불가피하겠지만 그 영향력이 줄

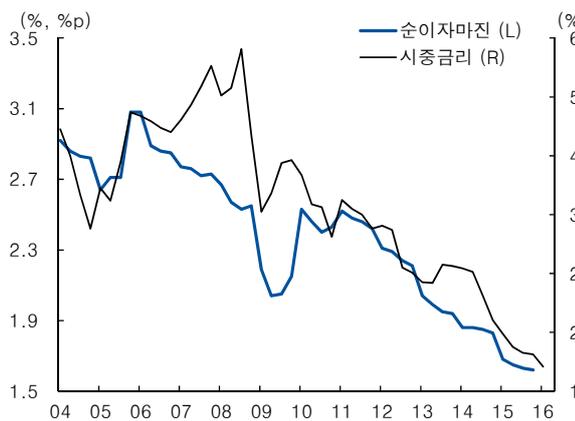
어들었기 때문에 은행 실적에 미치는 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 순이자마진 하락이 제한적이겠지만 대출 성장이 둔화될 것이기 때문에 순이자이익이 크게 늘어나기는 어려워 보인다.

**대손율: 기업 구조조정 우려에도 불구하고 안정적인 자산건전성 유지될 전망**

대손율의 향방은 자산건전성에 달려 있다. 은행 자산건전성 지표는 나쁘지 않은 상황이다. 경기 여건이나 기업 구조조정 필요성이 제기되고 있는 점을 고려하면 자산건전성이 좋지 않다고 볼 수 있지만 국책은행과 시중은행을 구분해서 볼 필요가 있다. 글로벌 복합위기 발생 이후 시중은행이 보유하고 있던 문제 기업의 여신은 시간이 지나면서 국책은행으로 이전되었다. 문제 기업에 대한 추가 자금 지원이 국책은행을 중심으로 이루어졌기 때문이다. 또한 매년 상반기 말에는 상시 신용평가가 이루어졌고 이에 따른 구조조정이 추진되었기 때문이다. 물론 이 과정에서 충당금 적립이 이루어져 왔다.

2016년 1분기 실적을 보면 대손율의 하향 안정기조는 지속되었다. 2분기 기업 구조조정이 예정되어 있지만 대손율이 예상을 크게 상회할 것으로 보이지 않는다. 하반기에도 동 기조는 지속될 수 있을 것이다. 다만 대손율 하락세가 지속되기는 어려울 것으로 보인다. 경기가 그렇게 좋아 보이지 않고 기업 구조조정이 꾸준히 실시될 것이기 때문이다. 다만 상시 구조조정 추진으로 인해 대규모 부실이 일시에 발생하면서 대손율이 급등하는 현상은 나타나지 않을 것으로 보인다.

시중금리와 순이자마진 추이



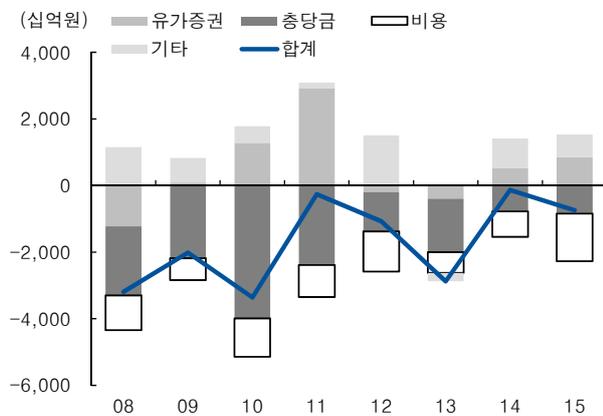
자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

은행 단기성 수신과 그 비중 추이



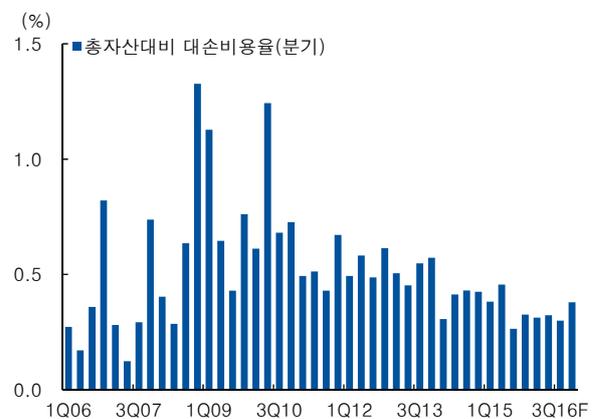
자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

은행 항목별 일회성 요인 추이



자료: 각 은행, 미래에셋대우 리서치센터

은행 대손율 추이

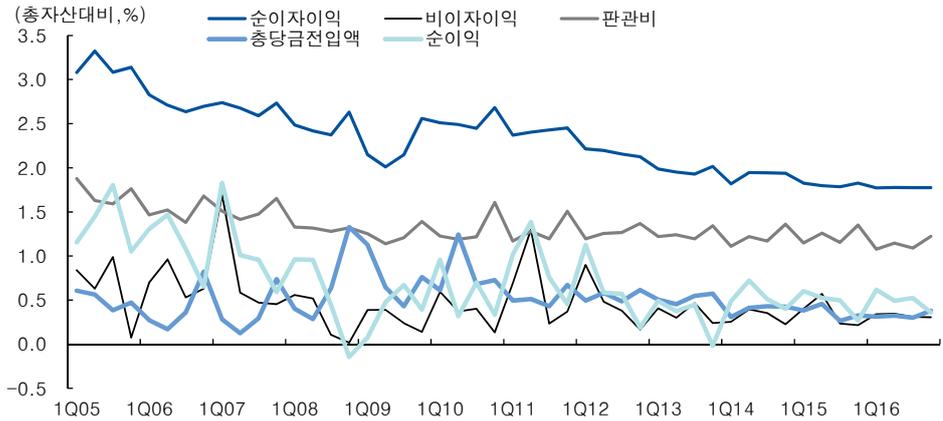


자료: 각 은행, 미래에셋대우 리서치센터

**종합 결론: 실적 안정성 강화 예상**

2016년 하반기 은행 실적을 보면 안정성은 강화될 것으로 보인다. 성장은 둔화되겠지만 플러스 성장을 기록하는 가운데 금리 인하 영향으로 순이자마진이 제한적으로 하락할 것으로 예상된다. 이에 따라 은행 Top line 증가세가 빨라지기는 어려울 것이다. 다만 판관비 절감 노력이 지속되고 대손율이 일정 수준에서 안정될 것으로 보여 실적 안정성은 강화될 수 있을 것이다.

**총자산대비 수익률/비용률 추이**



자료: 각 은행, 미래에셋대우 리서치센터

**은행 투자전략: 비중확대 제시**

은행업에 대한 투자 의견은 비중확대를 유지한다. 경기 상황, 정책금리 인하 가능성, 기업 구조조정 가능성 등을 고려하더라도 실적 안정성이 강화될 것으로 보이고 Valuation도 여전히 낮은 수준으로 판단되기 때문이다. 현재 12개월 Forward PBR은 0.4배 수준이다. 은행업종 예상 평균 ROE 수준이 6~7%임을 고려할 때 PBR 0.6배 정도는 적절한 Valuation 수준이라고 할 수 있을 것이다. 과거 할인요인이었던 은행업에 불리한 정책 방향, 실적 불안정성 등이 점차 해소되고 있는 점을 고려하면 적절한 Valuation 수준으로의 접근이 가능할 것이라는 판단이다.

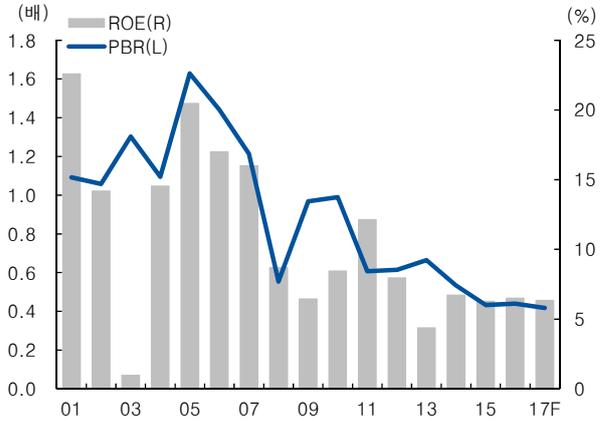
하지만 적절한 수준 이상으로 Valuation이 상승할 가능성은 낮아 보인다. 경제 구조가 저성장-저금리 구조로 이행하고 있기 때문이다. 적정 수준 이상으로 Valuation이 상승하려면 경제 구조를 뛰어넘어 은행의 고성장과 고수익이 가능해야 할 것이지만 현재 은행의 이자이익에 의존도가 높은 사업 구조로는 그럴 가능성은 낮아 보인다.

**12개월 Forward PBR 추이**



자료: 미래에셋대우 리서치센터

**ROE와 PBR 추이**



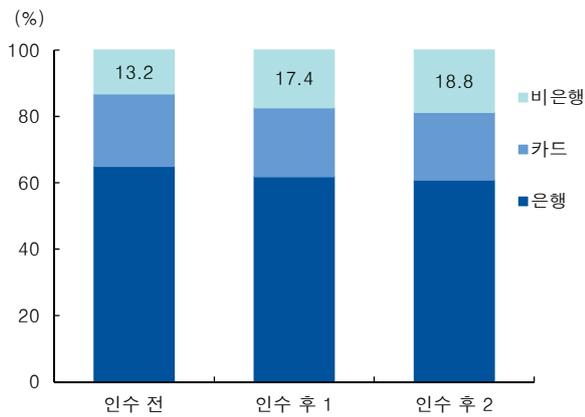
자료: 미래에셋대우 리서치센터

**Top picks: 구조적 변화 가능성에 관심을 가질 필요**

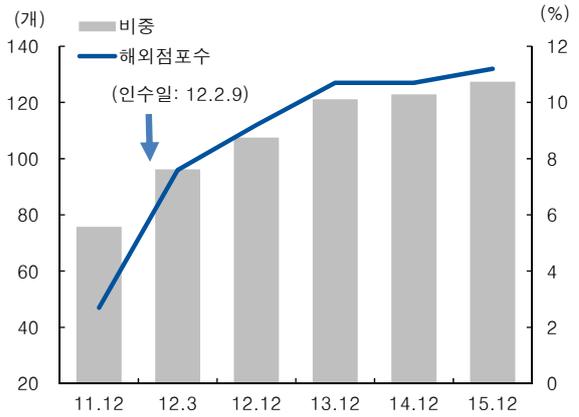
중장기적인 관점에서 사업 구조의 변화가 가능한 종목에 관심을 가질 필요가 있다. 이러한 관점에서 Top picks는 KB금융과 하나금융지주를 제시한다. KB금융은 대손율이 하향 안정되면서 실적 안정성이 높아지고 있다. 또한 비은행 금융회사(손해보험사, 증권회사)를 인수함에 따라 향후 비은행 비중이 늘어날 것이다. 특히 증권과 손보 자회사의 지분을 늘릴 경우 비은행 이익 비중이 40% 정도까지 늘어날 것으로 추산된다. 저성장-저금리 경제 구조가 고착화되는 과정에서 나타날 수 있는 순이자이익 정체 가능성을 극복하기 위해서는 비은행 이익 기여도가 높아질 필요가 있는데 이러한 측면에서 긍정적인 구조적 변화라고 할 수 있을 것이다.

하나금융지주는 외환은행 인수 이후 은행 통합 과정이 진행되었고 2015년 통합이 마무리되었다. 외환은행 인수 이후 대기업 부실 발생에 따른 대손비용 부담 증가, 통합의 장기화, 그 과정에서 비용 증가 등으로 실적 부진이 이어졌으나 통합이 완료됨에 따라 비용 부담 감소에 의한 실적 개선 모멘텀을 기대해 볼 수 있을 것이다. 외환은행 인수의 긍정적인 점은 글로벌 네트워크가 확대되었다는 것이다. 외환은행 인수 직전인 2011년말 현재 하나금융지주의 해외 점포수는 47개였는데 2012년 3월말에는 96개로 증가하였고 2012년말에는 112개로 전년말대비 2.4배 증가하였다. 저성장의 한계를 성장 가능성이 지역으로의 진출로 극복할 수 있다는 점에서 긍정적인 변화라고 할 수 있다.

**KB금융 비은행 비중 변화**



**하나금융지주 해외네트워크 변화**



주: 인수 후 1은 KB손보 추가 지분 확보 이전, 인수 후 2는 KB손보 지분을 50%까지 올린 후 비중임. 현대증권 추가 지분 확보시 동 비율은 추가 상승 가능할 것임  
자료: KB금융, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

은행주 Valuation table

		KB금융	신한지주	하나금융지주	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
투자의견		매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(원)		49,600	54,500	35,300	17,300	13,600	15,100	8,400
현재주가(원)		33,400	39,700	23,650	11,450	8,620	8,670	5,430
상승여력(%)		48.5	37.3	49.3	51.1	57.8	74.2	54.7
EPS	14.12	3,626	4,288	3,235	1,576	3,455	1,714	4,340
(원)	15.12	4,396	4,888	3,073	1,747	1,897	1,740	738
	16.12F	4,617	5,328	4,458	1,818	1,745	1,993	948
	17.12F	4,595	5,213	4,787	2,064	1,860	2,067	1,270
	18.12F	5,398	5,275	4,583	2,321	2,044	2,215	1,289
BPS	14.12	70,700	61,544	72,879	23,898	20,333	21,797	14,769
(원)	15.12	74,234	65,046	74,921	26,289	22,999	20,624	13,767
	16.12F	77,905	69,311	77,897	27,770	20,110	22,263	14,544
	17.12F	81,443	73,116	81,727	29,317	21,598	24,329	15,585
	18.12F	86,841	76,967	86,310	31,639	23,233	26,545	16,642
P/E	14.12	10.0	10.4	9.9	8.9	4.1	6.6	1.4
(배)	15.12	7.5	8.1	7.7	7.1	4.4	5.8	7.5
	16.12F	7.3	7.4	5.4	6.4	4.9	4.3	5.7
	17.12F	7.3	7.6	5.0	5.6	4.6	4.2	4.3
	18.12F	6.2	7.5	5.3	5.0	4.2	3.9	4.2
P/B	14.12	0.51	0.72	0.44	0.59	0.70	0.52	0.41
(배)	15.12	0.45	0.61	0.31	0.47	0.37	0.49	0.40
	16.12F	0.43	0.57	0.31	0.42	0.42	0.39	0.37
	17.12F	0.41	0.54	0.30	0.39	0.39	0.36	0.35
	18.12F	0.39	0.51	0.28	0.37	0.37	0.33	0.33
ROE	14.12	5.3	7.3	4.6	6.9	19.6	8.2	41.3
(%)	15.12	6.1	7.9	4.2	7.0	9.1	9.2	5.7
	16.12F	6.1	7.9	5.8	6.7	9.1	9.3	6.7
	17.12F	5.8	7.3	6.0	7.2	8.9	8.9	8.4
	18.12F	6.4	7.0	5.5	7.6	9.1	8.7	8.0
순이익	14.12	1,401	2,081	938	1,027	810	230	549
(십억원)	15.12	1,698	2,372	910	1,143	486	294	115
	16.12F	1,784	2,527	1,320	1,189	569	337	147
	17.12F	1,775	2,472	1,417	1,350	606	349	197
	18.12F	2,085	2,501	1,357	1,519	666	374	200
자기자본	14.12	27,513	30,515	21,894	15,646	5,464	3,212	2,279
(십억원)	15.12	28,903	31,815	22,999	17,294	6,191	3,777	2,679
	16.12F	30,325	33,833	23,917	18,263	6,859	4,054	2,800
	17.12F	31,676	35,637	25,050	19,276	7,344	4,404	2,961
	18.12F	33,431	37,463	26,487	20,795	7,877	4,778	3,126
배당성향	14.12	21.5	24.6	18.5	27.3	5.8	18.7	2.3
(%)	15.12	22.3	26.6	16.3	25.8	7.9	16.1	6.8
	16.12F	23.0	27.0	20.0	25.0	20.0	20.0	18.0
	17.12F	23.0	27.0	20.0	25.0	20.0	20.0	18.0
	18.12F	25.0	27.0	20.0	25.0	20.0	20.0	18.0
배당수익률	14.12	2.2	2.1	1.9	3.0	1.4	2.8	1.6
(%)	15.12	3.0	3.0	2.2	3.6	1.8	2.8	0.9
	16.12F	3.2	3.3	3.7	3.7	4.0	4.5	3.2
	17.12F	3.5	3.3	4.0	4.3	4.2	4.7	4.2
	18.12F	3.4	3.3	4.1	4.8	4.7	5.0	4.3
DPS	14.12	780	950	600	430	200	320	100
(원)	15.12	980	1,200	510	450	150	280	50
	16.12F	1,060	1,400	900	450	350	399	171
	17.12F	1,170	1,410	970	520	370	413	229
	18.12F	1,140	1,430	990	580	410	443	232

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## Top Picks 및 관심종목

### 삼성증권 (016360/Trading Buy) '프레임'에 갇혀 있는 상황

- 상대적인 수익성 악화 감지: 상품운용이익이 작다는 점을 수수료 수익 등으로 만회하지 못한 결과
- 주가는 'M&A 프레임'에 갇힌 상태: 금융지주 전환 및 편입 여부가 가시화 되어야 프레임이 깨어질 것
- 할증 요인 소멸 : 이익 변동성은 타사와 다르지 않고, 자본이 작다는 점이 경쟁구도에서 소외를 유발
- 투자의견 Trading Buy, 목표주가 45,000원 유지

### 한국금융지주 (071050/매수) 대형화의 딜레마

- 수익의 균형과 효율성은 견고: 비용 통제하에 개발·판매·운용이 지주 내에서 일관체제를 가지고 있음
- 대형화의 조류가 확산되는 가운데, 추가적인 M&A 시도 여부
- 투자의견 매수 유지, 목표주가 59,000원(기존 67,000원)으로 하향

### 키움증권 (039490/매수) 금융주의 굴레를 벗어나는 전환기

- 대형사를 뛰어넘는 이익 체력: 본업에서 파생되어 저위험 수익을 다각화하는 전략을 충실히 진행 중
- 비대면 계좌개설의 성과가 누적되면 결국 은행에 대한 의존은 사라질 수도 있을 것
- 순수한 Online Service Provider로 인식될 수 있다면 Valuation의 변화도 수반될 것
- 투자의견 매수, 목표주가 90,000원, Top Picks 유지

### 동부화재 (005830/매수) 할증 받는 근본적인 이유?

- 실적과 RBC 관리 능력까지 감안하면 하반기에도 Top Pick
- 할증 받는 근본적인 이유는, 이익의 안정성에 대해 낮은 CoE를 적용할 수 있기 때문
- 투자의견 매수, 목표주가 90,000원, Top Picks 유지

### KB금융 (105560/매수) 금융지주회사 사업 모델 완성 중

- 투자의견 매수, 목표주가 49,600원 제시
- 양호한 실적 예상됨. 대기업 익스포져 크지 않아 기업 구조조정에 따른 손실 우려 제한적
- 투자포인트: M&A를 통한 비은행 사업 다각화, 대손율 하향 안정, 가격매력(2016 PBR 0.4배)

### 하나금융지주 (086790/매수) 실적이 먼저지만 해외 네트워크도 보자

- 투자의견 매수, 목표주가 35,300원 제시
- 하반기 이후에도 실적 정상화 과정 지속될 것으로 예상
- 투자 포인트: 외환은행 인수합병으로 네트워크 확대, 실적 정상화 예상, 가격 매력(2016 PBR 0.3배)

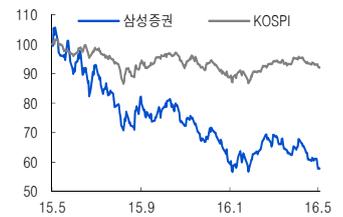
## 삼성증권 (016360)

### '프레임'에 갇혀 있는 상황

#### 증권

(Maintain)	<b>Trading Buy</b>
목표주가(월,12M)	<b>45,000</b>
현재주가(16/05/20,원)	<b>35,100</b>
상승여력	<b>28%</b>

영업이익(16F,십억원)	279
Consensus 영업이익(16F,십억원)	315
EPS 성장률(16F,%)	-23.1
MKT EPS 성장률(16F,%)	16.7
P/E(16F,x)	11.6
MKT P/E(16F,x)	10.5
KOSPI	1,947.67
시가총액(십억원)	2,683
발행주식수(백만주)	76
유동주식비율(%)	69.1
외국인 보유비중(%)	21.0
베타(12M) 일간수익률	2.06
52주 최저가(원)	34,400
52주 최고가(원)	64,100
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b> <b>6개월</b> <b>12개월</b>
절대주가	-11.5 -22.9 -45.2
상대주가	-8.8 -21.3 -39.8



#### 수익성 부진 가시화

상대적인 수익성 악화가 감지된다. 1분기 순이익은 대형사 중 가장 작다. 한국금융지주의 60%에 머물렀다. 후강통 거래가 위축된 이후 수익M/S가 회복되지 못하고 있는 것으로 추정된다. 보수적인 자본정책을 견지하면서 상품운용이익이 작다는 점을 수수료 수익 등으로 만회하지 못하니 피할 수 없는 결과이다. 적극적인 구조조정으로 판관비가 작다는 점이 다소 방어한다.

#### 불확실성 해소 선결되어야...

금융지주 전환이 모호한 가운데 매각설이 간헐적으로 시장에 회자되었다. 주가는 수익성 보다는 'M&A 프레임'에 갇혀있다. 금융지주의 전환여부와 그 일원으로 확실히 편입되어야 프레임이 깨어질 것이고, 영업력도 복원될 것이다.

현재의 지배구조가 유지된다고 해도 자본정책의 변화(전향적인 Risk Taking 또는 자본력 확충)가 수반되어야 할 것이다. 이미 경쟁자들이 자본력을 키우고, 은행계 금융지주에 편입되어 채널과 고객기반 확장 가능성이 열려 있다. 반면 동사는 지속적인 구조조정과 자사주 매입으로 반대의 길을 걸었다. 인력과 자본이라는 경쟁력의 두 축에서 상대적으로 왜소해 보이게 되었다.

#### Valuation 할증의 논리가 소멸 중

작은 자본과 안정적인 수익성을 갖추었다는 동사의 기존 장점이 퇴색하고 있다. 해외주식 거래, ELS 발행 시장의 환경에 따라 높은 이익 변동성을 보이고 있는 점은 이제 타사와 다르지 않고, 자본이 작다는 점이 경쟁구도에서의 소외를 유발하고 있기 때문이다.

원론적으로 주식의 가치는 이익의 크기와 할인율에 의해 결정된다. 동사의 경우 이전에는 이익은 다른 대형사들과 비슷하고, 안정성은 상대적으로 높아 할증(낮은 할인율을 적용할 수 있으므로) 받을 수 있었다. 이제는 Valuation 상의 우위가 희석되는 단계에 접어들었다. Risk Taking에 보수적인 자본운용 정책을 견지한다면 배당을 많이 주는 것이 바람직한데, 자본력의 차이가 벌어지고 있는 상황에서 가능할 지 의문이다.

Trading Buy, 목표주가 45,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
순영업수익 (십억원)	454	769	996	872	1,016	1,058
영업이익 (십억원)	0	167	377	286	396	433
순이익 (십억원)	11	230	275	216	300	328
EPS (원)	148	3,157	3,923	3,101	4,299	4,705
BPS (원)	43,119	44,832	46,102	46,753	49,947	53,512
P/E (배)	297.1	14.1	10.6	11.3	8.2	7.5
P/B (배)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	0.3	6.7	7.9	6.1	8.1	8.3
배당수익률	0.2	1.5	2.4	2.3	2.3	2.3
자기자본 (십억원)	3,437	3,427	3,524	3,574	3,818	4,090

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성증권, 미래에셋대우 리서치센터

삼성증권 (016360)

예상 재무상태표(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
현금 및 예치금	6,183	6,462	6,590	6,590
유가증권	20,325	25,078	29,869	33,021
단기매매증권	17,012	21,413	26,204	29,353
매도가능증권	3,302	3,651	3,651	3,651
지분법적용투자주식	12	13	15	16
신종증권	0	0	0	0
파생상품	461	628	693	765
대출채권	2,156	2,765	2,901	2,966
유형자산	58	61	61	61
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	1,812	2,372	2,493	2,620
<b>자산총계</b>	<b>30,994</b>	<b>37,366</b>	<b>42,607</b>	<b>46,023</b>
예수부채	4,522	4,820	5,046	5,046
차입부채	21,286	26,909	31,681	34,823
기타부채	1,662	2,063	2,063	2,063
<b>부채총계</b>	<b>27,471</b>	<b>33,792</b>	<b>38,790</b>	<b>41,932</b>
자본금	394	394	394	394
자본잉여금	1,508	1,508	1,508	1,508
자본조정	-330	-408	-408	-408
기타포괄손익누계액	166	148	148	148
이익잉여금	1,785	1,932	2,176	2,448
<b>자본총계</b>	<b>3,524</b>	<b>3,574</b>	<b>3,818</b>	<b>4,090</b>

성장성 및 효율성 지표(요약)

	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>성장성(%)</b>				
총자산 증가율	20.3	20.6	14.0	8.0
예수금 증가율	27.4	6.6	4.7	0.0
자기자본증가율	2.8	1.4	6.8	7.1
수수료순이익증가율	29.7	-13.8	8.3	3.5
순영업이익증가율	29.6	-12.5	16.6	4.1
영업이익증가율	125.6	-23.9	38.1	9.5
순이익증가율	19.5	-21.3	38.6	9.5
<b>수익성(%)</b>				
ROE	7.9	6.1	8.1	8.3
ROA	1.0	0.6	0.8	0.7
<b>경영효율성(%)</b>				
영업수지율	160.8	149.0	163.8	169.3
판관비효율성	87.2	79.6	81.2	83.5

자료: 삼성증권, 미래에셋대우 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>순영업수익</b>	<b>996</b>	<b>872</b>	<b>1,016</b>	<b>1,058</b>
수수료순이익	540	466	504	522
순수탁수수료	347	260	299	307
자산관리수수료	101	118	123	128
IB관련수수료	32	28	30	30
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	60	59	53	56
순이자이익	471	484	564	606
상품운용순이익	-15	-74	-48	-66
기타이익	-1	-4	-4	-4
<b>판매비와관리비</b>	<b>619</b>	<b>585</b>	<b>621</b>	<b>625</b>
인건비	335	310	344	345
전산운영비	71	72	72	72
고정성비용	73	73	73	73
변동성비용	141	130	131	135
대손상각비	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>377</b>	<b>286</b>	<b>396</b>	<b>433</b>
영업외이익	-12	-1	0	0
<b>법인세차감전 순이익</b>	<b>365</b>	<b>285</b>	<b>396</b>	<b>433</b>
법인세 비용	90	69	96	105
<b>당기순이익</b>	<b>275</b>	<b>216</b>	<b>300</b>	<b>328</b>
당기순이익(지배주주)	275	216	300	328

예상 주당가치 및 valuation

	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>안정성(%)</b>				
유보율	794.0	806.6	868.6	937.7
실질부채비율	101.2	138.8	130.7	123.1
<b>Valuation 지표(원, 배, %)</b>				
EPS	3,923	3,101	4,299	4,705
BPS	46,102	46,753	49,947	53,512
PER	10.6	11.3	8.2	7.5
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
<b>DPS(원)</b>				
보통주	1,000	800	800	800
우선주	0	0	0	0
<b>배당수익률(%)</b>				
보통주	2.4	2.3	2.3	2.3
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>배당성향(%)</b>	<b>25.5</b>	<b>25.8</b>	<b>18.6</b>	<b>17.0</b>

## 한국금융지주 (071050)

### 대형화의 딜레마

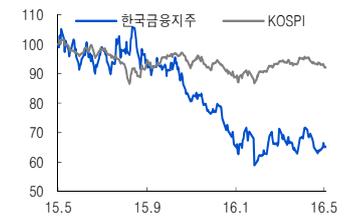
#### 증권

(Maintain)	매수
목표주가(월,12M)	59,000
현재주가(16/05/20,원)	43,150
상승여력	37%

영업이익(16F,십억원)	310
Consensus 영업이익(16F,십억원)	348
EPS 성장률(16F,%)	-23.2
MKT EPS 성장률(16F,%)	16.7
P/E(16F,x)	10.7
MKT P/E(16F,x)	10.5
KOSPI	1,947.67

시가총액(십억원)	2,405
발행주식수(백만주)	62
유통주식비율(%)	72.0
외국인 보유비중(%)	37.8
베타(12M) 일간수익률	1.43
52주 최저가(원)	39,000
52주 최고가(원)	70,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.0	-21.1	-36.6
상대주가	-4.2	-19.4	-30.4



#### 수익의 균형과 효율성은 견고

한국금융지주는 매우 좋은 수익성과 수익구조를 보유하고 있다. 1분기 실적(순이익 802억 원, 상위 3사 대비 50% 많은 수준)에서 보듯이 업황 부진에도 불구하고 가장 많은 이익을 거두었다. 배경에는 한투증권 뿐 아니라 자산운용사와 저축은행, 벤처캐피탈 등이 고르게 이익 기여도를 높이고 있기 때문이다. 한투증권 역시 내부의 수익구조가 균형 잡혀 있고, 판관비효율성도 상대적으로 높다.

비용 통제하에 상품의 개발·판매·운용이 지주 내에서 일관체제를 가지고 있다고 요약할 수 있다. 여기에 자본이 작다는 점이 더해져야 자본효율성이 두드러진다.

#### 대형화의 의지 vs Overpayment의 우려

효율성과 수익성에는 이견이 없지만, 경쟁 구도가 바뀌면서 외형과 자본여력의 열세가 부각된다. 본문의 내용처럼 제로섬 시장에서는 ‘딜레마’가 상존한다. 균형이 이미 깨어져 버렸기 때문에 내가 적극적인 선택을 하지 않고 상대방이 그러한 선택을 한다면, 나의 이해와 처지는 더욱 곤란해지기 때문이다.

유사한 수준에 다다르지 못하면 자산과 채널과 같은 외형에서 점점 더 왜소하게 비춰질 것이고, 자본비율과 Reputation에서도 상대적으로 뒤쳐져 보인다. 이를 만회하기 위해 여러 비용(마케팅 비용, 가격 경쟁 등)이 수반될 수 있다. 자본효율성을 떨어지게 하는 요인들이 다.

대형화의 조류가 확산되는 가운데, 동사 역시 이러한 흐름에서 벗어나 있지 않다. 두 차례의 M&A딜에 참여하면서 대형화에 대한 의지는 이미 확인한 바 있다. 다른 경쟁사들의 대형화가 진전을 이루면서 이러한 의지는 더 커질 것이다. 문제는 M&A가 지속되면서 매물의 Valuation이 상승하고 있다는 점이다. M&A 역시 상대가 있는 시장 거래이므로 수급 논리에 따를 수 밖에 없다. 쓸만한 물건, 즉 자산이 많거나 영업력이 좋은 물건이 나온다면 결국 Overpayment 우려가 부상할 수 있다.

투자의견은 매수를 유지한다. 15년, 16년 수익추정을 9.4%, 12.5% 하향 조정하여 목표주가는 59,000원(기준 67,000원)으로 하향한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
순영업수익 (십억원)	461	863	1,002	936	1,001	1,047
영업이익 (십억원)	78	327	385	310	370	401
순이익 (십억원)	59	239	324	249	283	307
EPS (원)	954	3,884	5,266	4,047	4,591	4,984
BPS (원)	43,170	46,425	51,466	53,535	58,902	64,809
P/E (배)	48.1	10.5	9.4	10.7	9.4	8.7
P/B (배)	1.1	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	2.2	8.7	10.8	7.6	8.0	7.9
배당수익률	0.4	1.7	2.0	1.9	2.1	2.3
자기자본 (십억원)	2,662	2,860	3,170	3,347	3,683	4,052

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 한국금융지주, 미래에셋대우 리서치센터

한국금융지주 (071050)

한국투자증권 예상 대차대조표(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
현금 및 예치금	7,002	8,191	8,277	8,277
유가증권	18,285	21,900	24,539	26,480
단기매매증권	15,144	17,473	19,884	21,669
매도가능증권	1,879	2,761	2,761	2,761
지분법적용투자주식	691	773	812	854
신종증권	571	893	1,082	1,196
파생상품	281	452	499	551
대출채권	1,755	2,213	2,321	2,355
유형자산	259	257	257	257
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	897	1,111	1,111	1,111
<b>자산총계</b>	<b>28,480</b>	<b>34,124</b>	<b>37,004</b>	<b>39,031</b>
예수부채	3,479	4,343	4,550	4,550
차입부채	21,048	25,522	27,952	29,712
기타부채	657	949	949	949
<b>부채총계</b>	<b>25,185</b>	<b>30,815</b>	<b>33,452</b>	<b>35,212</b>
자본금	176	176	176	176
자본잉여금	1,361	1,361	1,361	1,361
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	126	118	118	118
이익잉여금	1,632	1,655	1,898	2,166
<b>자본총계</b>	<b>3,295</b>	<b>3,309</b>	<b>3,552</b>	<b>3,820</b>

한국금융지주 예상 대차대조표(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
현금과 예치금	5,856	7,764	8,440	8,916
유가증권	18,457	23,557	25,609	27,052
대출채권	4,066	5,458	5,934	6,268
유형자산 등	445	501	545	575
기타자산	885	1,233	1,340	1,415
<b>자산총계</b>	<b>31,521</b>	<b>38,513</b>	<b>41,867</b>	<b>44,226</b>
예수부채	4,742	5,728	6,001	6,001
차입부채	22,631	28,014	30,754	32,739
사채	0	2	2	2
기타부채	977	1,372	1,372	1,372
<b>부채총계</b>	<b>28,350</b>	<b>35,116</b>	<b>38,129</b>	<b>40,113</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,170</b>	<b>3,347</b>	<b>3,683</b>	<b>4,052</b>

성장성 및 효율성 지표

	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>성장성 (%)</b>				
예수금 증가율	45.0	20.8	4.8	0.0
자기자본증가율	10.9	5.6	10.0	10.0
순영업수익 증가율	16.1	-6.6	6.9	4.6
순이익증가율	35.6	-23.1	13.5	8.6
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	10.8	7.6	8.0	7.9
ROA	1.1	0.7	0.7	0.7

자료: 한국금융지주, 미래에셋대우 리서치센터

한국투자증권 예상 손익계산서(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
순영업수익	796	759	807	846
수수료순수익	448	389	424	434
순수탁수수료	213	144	185	190
자산관리수수료	101	96	100	104
IB관련수수료	87	106	103	103
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	46	43	36	36
순이자수익	398	406	469	511
상품운용순수익	-64	-24	-86	-98
기타이익	14	-11	0	0
<b>판매비와관리비</b>	<b>481</b>	<b>488</b>	<b>486</b>	<b>493</b>
인건비	305	305	306	308
전산운용비	31	33	33	33
고정성비용	41	39	39	39
변동성비용	103	110	108	112
대손상각비	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>315</b>	<b>271</b>	<b>321</b>	<b>353</b>
영업외이익	3	11	0	0
법인세차감전 순이익	318	282	321	353
법인세 비용	62	60	78	85
<b>당기순이익</b>	<b>257</b>	<b>223</b>	<b>243</b>	<b>268</b>

한국금융지주 예상 손익계산서(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
순영업수익	1,002	936	1,001	1,047
수수료순수익	597	544	586	602
순이자수익	446	469	532	573
순상품운용수익	-35	-43	-86	-98
기타이익	-5	-34	-31	-31
<b>판매비와 관리비</b>	<b>618</b>	<b>626</b>	<b>631</b>	<b>645</b>
<b>영업이익</b>	<b>385</b>	<b>310</b>	<b>370</b>	<b>401</b>
영업외이익	33	15	0	0
경상이익	417	325	370	401
법인세 비용	93	78	89	97
순이익	324	247	280	304
<b>연결당기순이익</b>	<b>324</b>	<b>249</b>	<b>283</b>	<b>307</b>

예상 주당가치 및 Valuation

	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>Valuation 지표 (원, 배, %)</b>				
EPS	5,266	4,047	4,591	4,984
BPS	51,466	53,535	58,902	64,809
P/E	9.4	10.7	9.4	8.7
P/B	1.0	0.8	0.7	0.7
배당수익률	2.0	1.9	2.1	2.3
배당성향	18.1	18.9	18.8	19.2

## 키움증권 (039490)

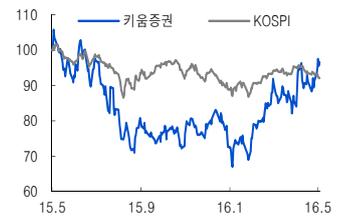
### 금융주의 굴레를 벗어나는 전환기

#### 증권

(Maintain)	매수
목표주가(월,12M)	90,000
현재주가(16/05/20,원)	72,300
상승여력	24%

영업이익(16F,십억원)	198
Consensus 영업이익(16F,십억원)	206
EPS 성장률(16F,%)	-21.9
MKT EPS 성장률(16F,%)	16.7
P/E(16F,x)	10.8
MKT P/E(16F,x)	10.5
KOSPI	1,947.67
시가총액(십억원)	1,598
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	51.4
외국인 보유비중(%)	32.1
베타(12M) 일간수익률	1.99
52주 최저가(원)	50,200
52주 최고가(원)	79,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.3	21.5	-8.7
상대주가	6.4	24.1	0.3



#### 대형사를 뛰어넘는 이익 체력

1분기 순이익만 보면 대형사들을 넘어선다. ROE는 18%에 이른다.

기존의 본업에서 과생되어 큰 비용이나 위험 없이 수익을 다각화하는 전략이 충실히 진행되고 있다. 1) Brokerage MS는 격차를 벌리면서 상승하고 있고, 2) 자기자본 증가에 조용하여 신용잔고가 늘고 있다. 3) 저축은행은 인수 초기의 자산건전성 확보 과정이 마무리된 후 이익 기여도가 15% 수준으로 올라왔다. 4) 이외에도 해외 유가증권 중개와 대차중개 수익 등이 추세적으로 늘어나고 있다.

#### 성장을 담보하는 비대면 계좌 개설 추이: M/S 50% 육박

비대면 계좌 개설 시장에서의 점유율 상승이 더 빨라지고 있다. 전체 비대면 계좌 개설의 50%를 점하고 있는데, 시행 초반 40%에서 점점 상승하고 있다. 최근 일평균 신규계좌 수는 1,500좌 수준으로 지난 분기 대비 20%가량 증가한 상태이다. 은행을 통한 계좌개설 규모는 유사하다. 은행의 역할을 대체하기 보다는 신규 채널의 역할을 하는 셈이다.

은행에 지급하는 계좌개설 및 유지 수수료가 연간 250억 원 가량이다. 개설 보다는 유지수 수수료가 월등히 크다. 장시간이 필요하겠지만, 비대면 계좌개설의 성과가 누적되면 결국 Bargaining Power를 확보할 수 있고, 어느 임계점에서는 은행에 대한 의존(수수료 부담뿐 아니라, 비즈니스의 출발점부터 위탁을 해야 하는 결점)은 사라질 수도 있을 것이다.

#### 금융주의 굴레를 벗어나고 있는 전환기, 매수/ Top Pick/ TP 90,000원

이러한 정체성의 변화, 즉 Off-line과 절연하고 순수한 Online Service Provider로 투자자들에게 새롭게 인식될 수 있다면 Valuation의 변화도 수반될 것이다. 통상적인 금융주로서 자본효율성에 입각한 접근법(ROE-PBR)을 넘어서, Platform을 지닌 온라인 서비스 회사들이 받고 있는 프리미엄을 적용할 수 있다는 의미이다.

투자 의견 매수, 목표주가 90,000원을 유지한다. 증권업종의 유일한 Top Pick이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
순영업수익 (십억원)	189	300	471	423	432	454
영업이익 (십억원)	54	100	246	198	206	228
순이익 (십억원)	36	76	190	148	156	173
EPS (원)	1,640	3,420	8,585	6,706	7,066	7,809
BPS (원)	38,413	41,500	49,913	53,641	58,290	63,391
P/E (배)	30.8	13.5	7.2	10.8	10.2	9.3
P/B (배)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1
ROE (%)	4.2	8.6	18.7	12.9	12.6	12.8
배당수익률	0.7	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1
자기자본 (십억원)	855	924	1,110	1,193	1,296	1,410

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 키움증권, 미래에셋대우 리서치센터

키움증권 (039490)

예상 재무상태표(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
현금 및 예치금	2,555	2,580	2,580	2,580
유가증권	1,445	1,755	2,068	2,366
단기매매증권	1,177	1,463	1,747	2,011
매도가능증권	147	168	193	224
지분법적용투자주식	44	48	51	55
신종증권	76	76	76	76
파생상품	5	5	5	5
대출채권	1,485	1,523	1,562	1,602
유형자산	126	126	126	126
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	536	536	536	536
<b>자산총계</b>	<b>6,152</b>	<b>6,525</b>	<b>6,877</b>	<b>7,216</b>
예수부채	3,307	3,307	3,307	3,307
차입부채	1,222	1,512	1,761	1,986
기타부채	514	514	514	514
<b>부채총계</b>	<b>5,042</b>	<b>5,333</b>	<b>5,581</b>	<b>5,806</b>
자본금	110	110	110	110
자본잉여금	188	188	188	188
자본조정	-21	-21	-21	-21
기타포괄손익누계액	10	10	10	10
이익잉여금	815	898	1,000	1,113
<b>자본총계</b>	<b>1,110</b>	<b>1,193</b>	<b>1,296</b>	<b>1,410</b>

성장성 및 효율성 지표(요약)

	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>성장성(%)</b>				
총자산 증가율	30.5	6.1	5.4	4.9
예수금 증가율	35.0	0.0	0.0	0.0
자기자본증가율	20.3	7.5	8.7	8.8
수수료순이익증가율	53.9	-2.1	8.5	5.6
순영업이익증가율	56.9	-10.2	2.2	5.2
영업이익증가율	145.0	-19.2	3.9	10.5
순이익증가율	149.7	-21.9	5.4	10.5
<b>수익성(%)</b>				
ROE	18.7	12.9	12.6	12.8
ROA	3.5	2.3	2.3	2.5
<b>경영효율성(%)</b>				
영업수지율	209.2	188.5	191.4	200.7
판관비효율성	92.7	91.1	98.2	103.4

자료: 삼성증권, 미래에셋대우 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>순영업수익</b>	<b>471</b>	<b>423</b>	<b>432</b>	<b>454</b>
수수료순이익	209	204	222	234
수수료수수료	126	113	134	142
자산관리수수료	33	38	41	43
IB관련수수료	21	21	22	22
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	28	32	25	26
순이자수익	160	167	178	182
상품운용순이익	100	57	40	46
기타이익	2	-6	-7	-8
<b>판매비와관리비</b>	<b>225</b>	<b>224</b>	<b>226</b>	<b>226</b>
인건비	73	67	67	67
전산운영비	44	43	43	43
고정성비용	31	32	32	32
변동성비용	78	82	83	83
대손상각비	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>246</b>	<b>198</b>	<b>206</b>	<b>228</b>
영업외이익	4	0	0	0
<b>법인세차감전 순이익</b>	<b>250</b>	<b>198</b>	<b>206</b>	<b>228</b>
법인세 비용	60	50	50	55
<b>당기순이익</b>	<b>190</b>	<b>148</b>	<b>156</b>	<b>173</b>
당기순이익(지배주주)	190	148	156	173

예상 주당가치 및 valuation

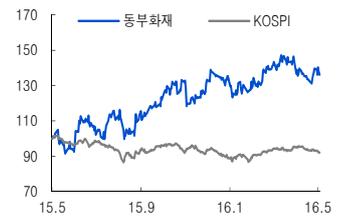
	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>안정성(%)</b>				
유보율	904.4	979.4	1,073.0	1,175.6
실질부채비율	107.6	109.3	108.1	108.6
<b>Valuation 지표(원, 배, %)</b>				
EPS	8,585	6,706	7,066	7,809
BPS	49,913	53,641	58,290	63,391
PER	7.2	10.8	10.2	9.3
PBR	1.2	1.3	1.2	1.1
<b>DPS(원)</b>				
보통주	700	700	800	800
우선주	0	0	0	0
<b>배당수익률(%)</b>				
보통주	1.1	1.0	1.1	1.1
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>배당성향(%)</b>	8.1	10.4	11.3	10.2

## 동부화재 (005830)

### 할증 받는 근본적인 이유?

#### 보험

(Maintain)	매수		
목표주가(월,12M)	90,000		
현재주가(16/05/20,원)	70,500		
상승여력	28%		
영업이익(16F,십억원)	666		
Consensus 영업이익(16F,십억원)	640		
EPS 성장률(16F,%)	9.1		
MKT EPS 성장률(16F,%)	16.7		
P/E(16F,x)	9.9		
MKT P/E(16F,x)	10.5		
KOSPI	1,947.67		
시가총액(십억원)	4,991		
발행주식수(백만주)	71		
유동주식비율(%)	66.2		
외국인 보유비중(%)	50.6		
베타(12M) 일간수익률	0.39		
52주 최저가(원)	47,450		
52주 최고가(원)	76,200		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	0.4	13.7	35.6
상대주가	3.4	16.2	48.9



#### 실적과 RBC 관리 능력까지 감안하면 하반기에도 Top Pick

기본보험료 인상이 가세하여 하반기에도 자동차보험 손해율 개선 추세가 유지될 것이다. 분모가 커야 유리한데 여기에 해당하는 보험사는 삼성화재, 동부화재이다.

요율 인상에 힘입어 현재의 이익은 개선되지만, 미래의 이익을 담보하는 신계약 성장은 생존보 모두 부진하다. 주주 입장에서는 이미 쌓아 놓은 이익잉여를 배당으로 많이 돌려주길 원한다. 두 가지가 전제되어야 한다. 동사의 경우 자본의 효율성은 국내 금융사 중에서 가장 높다. RoE는 12% 수준을 수년간 유지하고, RBC비율은 200%에서 관리되고 있다. RoE가 높다는 것은 배당을 줄 수 있는 재원이 안정적으로 늘고 있다는 의미이고, RBC가 잘 관리된다는 것은 배당의 제한될 가능성이 낮다는 의미이다.

연말로 갈수록 다른 2위권 사들의 자본 확충 부담이 커지게 될 것이다. 실적 개선 추세가 동일하다면 RBC 관리에서 잡음이 없는 동사가 대안이다.

#### 할증 받는 근본적인 이유는?

주식의 가격 평가는 두 가지 요소로 구성된다. 먼저 기업이 만들어내는 이익의 크기, 두 번째는 할인율이다. 이를 금융회사에 적용하면 앞의 것은 자본대비 이익의 크기를 의미하는 ROE를 의미하고, 뒤의 것은 주주가 요구하는 자본비용 CoE이다.

동부화재와 다른 2위권 손보사의 최근 10년 동안의 ROE 표준편차(4분기)는 뚜렷히 낮다. 동부화재의 ROE 변동성이 상대적으로 낮을 뿐 아니라, FY11 이후에는 매우 안정적인 흐름을 보이고 있다. 자본의 효율성을 의미하는 ROE가 높은 상태로 장기간 유지되고 있다는 의미이다. 2위권 손보사 중에서는 동부화재보다 높은 ROE를 내는 곳도 간헐적으로 나오는데, 그들에 비해 Valuation은 동부화재가 항상 높다. 이익의 안정성에 대해서 낮은 CoE를 적용할 수 있기 때문에 PBR이 높을 수 있는 것이다.

목표주가 90,000원, 투자의견 매수, Top Picks를 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
경과보험료 (십억원)	7,095	9,949	10,565	11,118	11,526	11,865
영업이익 (십억원)	424	508	597	666	754	800
순이익 (십억원)	306	400	413	450	504	539
EPS (원)	4,837	6,324	6,519	7,110	7,960	8,511
BPS (원)	42,708	53,130	58,179	65,708	71,868	78,379
P/E (배)	11.6	8.7	10.8	9.9	8.9	8.3
P/B (배)	1.3	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE (%)	11.2	13.2	11.7	11.5	11.6	11.3
배당수익률	1.8	2.6	2.2	2.6	2.8	3.0
자기자본 (십억원)	2,703	3,363	3,683	4,159	4,549	4,961

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 동부화재, 미래에셋대우 리서치센터

동부화재 (005830)

예상 대차대조표(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>자산총계</b>	<b>30,563</b>	<b>33,959</b>	<b>37,246</b>	<b>40,600</b>
<b>운용자산</b>	<b>25,982</b>	<b>28,687</b>	<b>31,575</b>	<b>34,589</b>
현금과예금	1,333	874	962	1,054
유가증권	16,258	18,265	20,104	22,023
주식	1,082	1,322	1,455	1,594
채권	6,789	7,448	8,197	8,980
수익증권	4,569	4,893	5,386	5,900
기타	3,818	4,602	5,066	5,549
대출채권	7,240	8,306	9,142	10,014
부동산	1,150	1,243	1,368	1,498
<b>비운용자산</b>	<b>3,461</b>	<b>3,840</b>	<b>4,096</b>	<b>4,278</b>
<b>특별계정자산</b>	<b>1,120</b>	<b>1,432</b>	<b>1,575</b>	<b>1,733</b>
<b>부채총계</b>	<b>26,880</b>	<b>29,800</b>	<b>32,697</b>	<b>35,638</b>
<b>보험계약준비금</b>	<b>24,460</b>	<b>27,136</b>	<b>29,824</b>	<b>32,560</b>
책임준비금	24,460	27,136	29,824	32,560
지급준비금	2,195	2,322	2,442	2,526
장기저축성보험료적립금	20,349	22,761	25,260	27,863
미경과보험료적립금	1,834	1,972	2,041	2,092
계약자배당준비금	73	72	71	70
계약자이익배당준비금	2	2	2	2
배당보험손실보전준비금	7	7	7	7
보충준비금	0	0	0	0
비상위험준비금	0	0	0	0
<b>기타부채</b>	<b>1,075</b>	<b>1,185</b>	<b>1,246</b>	<b>1,289</b>
<b>특별계정부채</b>	<b>1,345</b>	<b>1,479</b>	<b>1,627</b>	<b>1,790</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,683</b>	<b>4,159</b>	<b>4,549</b>	<b>4,961</b>
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
이익잉여금	3,031	3,383	3,773	4,185
자본조정	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	608	733	733	733
<b>수정자본총계</b>	<b>3,683</b>	<b>4,159</b>	<b>4,549</b>	<b>4,961</b>
<b>부채와자본의총계</b>	<b>30,563</b>	<b>33,959</b>	<b>37,246</b>	<b>40,600</b>

Valuation 지표 및 배당성향

	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
Valuation 지표(원,배,%)				
<b>수정지표</b>				
수정EPS	6,519	7,110	7,960	8,511
수정BPS	58,179	65,708	71,868	78,379
수정PER	10.8	9.9	8.9	8.3
수정PBR	1.2	1.1	1.0	0.9
수정ROE	11.7	11.5	11.6	11.3
수정ROA	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>DPS</b>				
보통주	1,550	1,800	2,000	2,100
우선주	0	0	0	0
<b>배당수익률</b>				
보통주	2.2	2.6	2.8	3.0
우선주	-	-	-	-
<b>배당성향</b>	<b>23.8</b>	<b>25.3</b>	<b>25.1</b>	<b>24.7</b>

자료: 동부화재, 미래에셋대우 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>원수보험료</b>	<b>11,488</b>	<b>12,165</b>	<b>12,612</b>	<b>12,979</b>
<b>경과보험료</b>	<b>10,565</b>	<b>11,118</b>	<b>11,526</b>	<b>11,865</b>
장기보험	7,782	8,029	8,270	8,518
자동차보험	2,306	2,547	2,703	2,784
일반보험	477	541	552	563
<b>발생손해액</b>	<b>9,081</b>	<b>9,450</b>	<b>9,797</b>	<b>10,116</b>
장기보험	6,718	6,959	7,178	7,422
자동차보험	2,017	2,104	2,223	2,291
일반보험	346	387	395	403
<b>순사업비</b>	<b>1,866</b>	<b>2,007</b>	<b>2,060</b>	<b>2,120</b>
비상위험준비금증가액	0	0	0	0
<b>보험영업이익</b>	<b>-381</b>	<b>-339</b>	<b>-331</b>	<b>-371</b>
<b>투자영업이익</b>	<b>978</b>	<b>1,005</b>	<b>1,084</b>	<b>1,170</b>
영업이익	597	666	754	800
영업외이익	-59	-72	-89	-89
세전이익	539	593	665	711
법인세비용	126	143	161	172
<b>순이익</b>	<b>413</b>	<b>450</b>	<b>504</b>	<b>539</b>
수정순이익	413	450	504	539

성장성, 수익성 및 안정성 지표(요약)

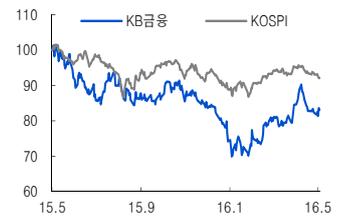
	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
<b>성장률(%)</b>				
원수보험료	7.2	5.9	3.7	2.9
자동차보험	12.3	15.0	6.1	3.0
장기보험	5.6	3.0	3.0	3.0
일반보험	7.6	5.0	2.0	2.0
영업이익	17.6	11.5	13.2	6.1
순이익	3.1	9.1	12.0	6.9
수정순이익	3.1	9.1	12.0	6.9
총자산	14.0	11.1	9.7	9.0
운용자산	14.7	10.4	10.1	9.5
보험계약준비금	13.4	10.9	9.9	9.2
<b>수익성(%)</b>				
손해율	86.0	85.0	85.0	85.3
자동차보험	87.5	82.6	82.2	82.3
장기보험	86.3	86.7	86.8	87.1
일반보험	72.5	71.5	71.5	71.5
사업비용(경과대비)	17.7	18.0	17.9	17.9
합산비용(경과대비)	103.6	103.0	102.9	103.1
투자영업이익률	4.1	3.7	3.7	3.6
<b>안정성(%)</b>				
RBC 비율	210.9	205.0	207.5	210.3
보유보험료/수정자기자본	288.5	274.5	260.2	245.5
보험계약준비금/보유보험료	230.2	237.7	252.0	267.3

## KB금융 (105560)

### 금융지주회사 사업 모델 완성 중

#### 은행

(Maintain)	매수		
목표주가(원, 12M)	49,600		
현재주가(16/05/20, 원)	33,600		
상승여력	48%		
영업이익(16F, 십억원)	2,093		
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	2,220		
EPS 성장률(16F, %)	5.0		
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7		
P/E(16F, x)	7.3		
MKT P/E(16F, x)	10.5		
KOSPI	1,947.67		
시가총액(십억원)	12,981		
발행주식수(백만주)	386		
유동주식비율(%)	88.5		
외국인 보유비중(%)	68.0		
베타(12M) 일간수익률	0.78		
52주 최저가(원)	28,300		
52주 최고가(원)	41,000		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-3.4	-4.7	-18.0
상대주가	-0.6	-2.6	-10.0



#### 투자 의견 매수, 목표주가 49,600원 제시

목표주가는 2016년 예상 BPS에 PBR 0.6배를 적용하여 산출하였다. 2016년 ROE가 6.1%로 예상되는 점을 고려할 때 PBR 0.6배는 적절한 수준이라고 할 수 있을 것이다.

#### 2016년 하반기 이후 실적

2016년 상반기 실적은 2015년 같은 기간에 비해 개선될 것이다. 2분기까지는 순이자마진이 안정적일 것으로 보이고 대손율도 안정될 것으로 예상되기 때문이다. **하반기 이후에도 실적은 양호할 것으로** 보이지만 정책금리 인하로 인해 순이자마진이 하락할 것으로 예상되어 상반기대비 순이익 감소는 불가피해 보인다. 다만 **대기업 익스포저가 많지 않기 때문에 기업 구조조정에 따른 손실 발생 정도가 크지 않을 것이다.**

#### 투자포인트: 사업구조 변화에 주목해야

첫째, **비은행 금융기관에 대한 M&A를 통해 사업 다각화가 진행되고 있다.** KB손해보험에 이어 현대증권을 인수함에 따라 비은행의 이익 비중이 40%에 달하게 될 것이다. 특히 은행과 카드를 제외한 자회사의 이익기여도는 13%대에서 17%대까지 상승할 것으로 추산된다. 은행은 이자이익 의존도가 높은 데 저성장-저금리 경제 구조로 이행하는 단계에서는 이익 창출 능력이 저하될 수 밖에 없을 것이다. 이러한 관점에서 비은행 이익 기여도 제고는 긍정적인 변화라고 할 수 있을 것이다. 특히 Valuation 관점에서 은행업에 대한 할인 요인을 어느 정도 상쇄할 수 있다는 점에서도 긍정적이라고 할 수 있다.

둘째, **대손율이 하향 안정되고 있어 실적 안정성이 제고될 것으로 보인다.** 거시 경제 환경을 고려할 때 이자이익이 늘어나기 어려워 지고 있어 대손율 관리가 은행 실적과 관련해서 중요한 역할을 하고 있다. KB금융 대손율(총자산대비, 미래에셋대우 추정)은 지속적으로 하락하여 2012년 57bp에서 2015년에는 33bp로 2016년에는 26bp까지 하락할 것으로 예상된다. 대손율 하락으로 2016년 순이익도 전년대비 개선될 수 있을 것이다.

셋째, **KB금융의 2016년말 기준 PBR은 0.4배 수준으로 저평가 되어 있다고 판단된다.** 앞서 언급했듯이 2016년 ROE가 6.1%로 예상되는데 이를 고려할 경우 Valuation할 때 할인을 역할을 하는 자기자본비용률(COE)이 15.3%로 추산된다. 실적 안정성이 높아지고 비은행 이익 기여도가 개선될 것으로 예상되는 점을 고려할 때 과도한 할인이라고 판단된다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
총영업이익 (십억원)	7,454	7,197	7,382	7,397	7,618	7,830
총전영업이익 (십억원)	3,471	3,187	2,858	2,980	3,068	3,143
영업이익 (십억원)	2,027	1,959	1,821	2,093	2,130	2,070
세전순이익 (십억원)	1,815	1,901	2,165	2,390	2,425	2,364
순이익 (십억원)	1,261	1,401	1,698	1,784	1,801	1,755
EPS (원)	3,263	3,626	4,396	4,617	4,663	4,543
BVPS (원)	66,398	70,700	74,234	77,905	81,402	85,945
P/E (배)	12.9	10.0	7.5	7.3	7.2	7.4
P/B (배)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	5.0	5.3	6.1	6.1	5.9	5.4
ROA (%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: KB금융, 미래에셋대우 리서치센터

KB 금융 (105560)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
<b>자산총계</b>	329,065	347,262	366,208	386,660
현금 및 예치금	16,316	17,132	17,988	18,888
유가증권	52,589	52,973	53,657	54,618
대출채권	245,005	260,441	276,067	292,631
유형자산	3,287	3,337	3,387	3,438
무형자산	467	474	481	488
기타자산	11,401	12,906	14,627	16,598
<b>부채총계</b>	300,163	317,065	334,699	353,390
예수금	224,268	233,239	242,568	252,271
차입금	16,241	16,566	16,897	17,235
사채	32,601	32,927	33,256	33,588
총당부채	608	638	670	704
기타부채	26,445	33,696	41,308	49,592
<b>자본총계</b>	28,903	30,325	31,676	33,431
자본금	1,932	1,932	1,932	1,932
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	15,855	15,855	15,855	15,855
자본조정	0	-128	-128	-128
기타포괄손익누계액	430	602	602	602
이익잉여금	10,464	11,837	13,189	14,944
소수주주지분	222	226	226	226
<b>증가율 (%)</b>				
대출채권	5.9	6.3	6.0	6.0
자산총계	6.7	5.5	5.5	5.6
부채총계	6.9	5.6	5.6	5.6
자본총계	5.1	4.9	4.5	5.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
<b>순이자이익</b>	6,203	6,125	6,283	6,428
이자수익	10,376	9,882	14,901	15,325
이자비용	4,173	3,756	8,618	8,897
<b>비이자이익</b>	1,179	1,272	1,335	1,402
수수료순이익	1,535	1,491	1,521	1,552
기타비이자이익	-356	-220	-186	-150
총영업이익	7,382	7,397	7,618	7,830
판관비	4,524	4,417	4,550	4,686
총전영업이익	2,858	2,980	3,068	3,143
영업외이익	344	297	296	294
총전이익	3,202	3,277	3,364	3,438
총당금전입액	1,037	886	939	1,074
<b>영업이익</b>	1,821	2,093	2,130	2,070
세전이익	2,165	2,390	2,425	2,364
법인세	437	570	587	572
소수지분순이익	29	37	37	37
<b>당기순이익</b>	1,698	1,784	1,801	1,755
<b>증가율 (% YoY)</b>				
순이자이익	-3.3	-1.3	2.6	2.3
비이자이익	50.9	7.9	5.0	5.0
총영업이익	2.6	0.2	3.0	2.8
총전영업이익	-10.3	4.2	3.0	2.4
총당금전입액	-15.5	-14.5	5.9	14.4
영업이익	-7.0	14.9	1.7	-2.8
당기순이익	21.2	5.0	1.0	-2.6

예상 주당가치 및 valuation

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	4,396	4,617	4,663	4,543
BVPS	74,234	77,905	81,402	85,945
DPS	980	1,060	1,170	1,140
주가	33,150	33,600	33,600	33,600
<b>증가율 (%)</b>				
EPS	21.2	5.0	1.0	-2.6
BVPS	5.0	4.9	4.5	5.6
DPS	25.6	8.2	10.4	-2.6
주가	-8.3	1.4	N/A	N/A
<b>수익성 (%)</b>				
ROA	0.5	0.5	0.5	0.5
총전 ROA	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE	6.1	6.1	5.9	5.4
총전 ROE	10.2	10.1	10.0	9.7
NIM	2.3	2.1	2.1	2.1

예상 주당가치 및 valuation

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
<b>Valuation (x)</b>				
PER	7.5	7.3	7.2	7.4
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
배당수익률	3.0	3.2	3.5	3.4
배당성향	22.3	23.0	23.0	25.0
<b>자산건전성 (%)</b>				
고정이하여신비율	1.2	1.2	1.2	N/A
요주여신비율	1.2	1.3	1.1	N/A
대손율	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>자본적정성 (%)</b>				
BIS비율	15.5	15.5	15.3	15.3
Tier 1 비율	13.6	13.7	13.5	13.5
Tier 2 비율	1.9	1.8	1.8	1.8
이중레버리지비율	106.7	100.5	96.1	91.0
<b>효율성 (%)</b>				
예대출	109.3	110.5	111.6	112.8
Cost income ratio	61.3	59.7	59.7	59.9

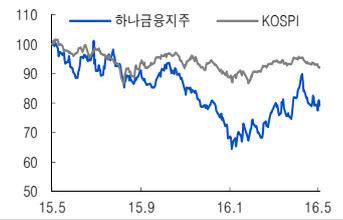
자료: KB금융, 미래에셋대우 리서치센터

## 하나금융지주 (086790)

### 실적이 먼저지만 해외 네트워크도 보자

#### 은행

(Maintain)	매수		
목표주가(원, 12M)	35,300		
현재주가(16/05/20, 원)	24,150		
상승여력	46%		
영업이익(16F, 십억원)	1,888		
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	1,533		
EPS 성장률(16F, %)	45.0		
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7		
P/E(16F, x)	5.4		
MKT P/E(16F, x)	10.5		
KOSPI	1,947.67		
시가총액(십억원)	7,148		
발행주식수(백만주)	296		
유동주식비율(%)	90.3		
외국인 보유비중(%)	65.4		
베타(12M) 일간수익률	1.12		
52주 최저가(원)	19,650		
52주 최고가(원)	30,850		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.0	-7.1	-21.7
상대주가	-3.2	-5.1	-14.0



#### 투자 의견 매수, 목표주가 35,300원 제시

목표주가는 2016년 예상 BPS에 0.5배를 적용하여 산출하였다. 2016년 ROE가 5.8%로 전망되는 점을 감안하면 그렇게 과도한 Valuation 적용은 아니라고 판단된다.

#### 2016년 하반기 이후 실적: 기업 구조조정이 관건

상반기 실적은 작년 같은 기간보다 개선될 것으로 보인다. 순이자마진이 안정된 가운데 판매비와 충당금전입액이 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 상반기에는 실적 정상화 과정이 가시화될 것으로 보인다. 하반기 이후에도 실적 정상화 과정이 지속될 것으로 전망된다. 다만 정책금리 인하, 기업구조조정 추진 등으로 상반기보다는 순이익 규모가 줄어들 것이다. 기업 구조조정이 추진됨에 따라 추가 충당금 적립 가능성이 있다는 점이 실적에 부담이 될 것으로 보인다. 하지만 잠재적인 부실 발생 가능성이 줄어든다는 점에서 구조조정의 방향이 결정되는 과정에서 불확실성은 해소될 것으로 판단된다.

#### 투자포인트: 해외 네트워크의 확대와 실적 정상화

첫째, 외환은행 인수합병을 통해 해외 네트워크가 확대되었다. 외환은행과의 통합이 완료됨에 따라 해외 네트워크도 통합되었다고 할 수 있다. 이는 국내 시장에서의 성장과 마진의 정체를 해소할 수 있는 기반이 마련되었다고도 할 수 있을 것이다. 향후 국내 경제가 저성장-저금리 구조로 이행되고 있는 상황에서는 새로운 성장을 찾을 수 있는 지역으로의 영업네트워크를 확대할 필요가 있는데 하나금융지주는 확대된 해외 네트워크를 활용할 수 있게 되었다는 점은 매우 긍정적인 점이라고 할 수 있다.

둘째, 실적이 정상화될 것으로 예상된다. 그동안 실적이 부진했던 이유는 대기업 관련 부실 발생이 증가하면서 충당금 적립 부담이 지속되었고 은행 통합 관련 비용이 증가했기 때문이다. 대기업 관련 부실은 최근 늘어날 가능성이 제기되고 있는데 이번에 실적에 반영하고 나면 불확실성은 해소될 수 있을 것으로 보인다. 은행 통합 관련 비용은 2015년 충분히 반영했기 때문에 2016년에는 크게 줄어들 것이다. 오히려 통합 시너지가 창출될 수 있다는 점에서 향후에는 긍정적인 면이 더욱 부각될 수 있을 것이다.

셋째, 2016년말 기준 PBR은 0.3배 수준으로 타행대비 저평가 받고 있다고 판단된다. 예상ROE 5.8%를 고려할 때 할인율이 19.3%로 추산되는데 상당한 할인이라고 할 수 있다. PBR 0.5배까지는 상승 여력이 있어 보인다. 기업 구조조정의 진행 상황이 중요할 것이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
총영업이익 (십억원)	6,130	6,332	6,690	6,889	7,095	7,309
총전영업이익 (십억원)	2,284	2,395	2,159	2,842	2,927	3,016
영업이익 (십억원)	1,165	1,243	1,011	1,888	1,936	1,962
세전순이익 (십억원)	1,270	1,253	1,196	1,882	1,931	1,957
순이익 (십억원)	934	938	910	1,320	1,417	1,437
EPS (원)	3,221	3,235	3,073	4,458	4,787	4,853
BVPS (원)	68,756	72,879	74,921	77,897	81,727	86,580
P/E (배)	13.6	9.9	7.7	5.4	5.0	5.0
P/B (배)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	5.2	4.6	4.2	5.8	6.0	5.8
ROA (%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 하나금융지주, 미래에셋대우 리서치센터

하나금융지주 (086790)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
<b>자산총계</b>	326,938	340,093	356,298	375,877
현금 및 예치금	19,746	20,733	21,770	22,858
유가증권	63,379	66,345	69,457	72,719
대출채권	221,370	228,011	237,132	248,988
유형자산	2,874	2,902	2,931	2,961
무형자산	1,092	1,070	1,049	1,028
기타자산	18,478	21,031	23,961	27,324
<b>부채총계</b>	303,939	316,176	331,248	349,470
예수금	206,810	217,151	228,008	239,409
차입금	22,202	22,535	22,873	23,216
사채	30,008	30,309	30,612	30,918
총당부채	336	353	371	389
기타부채	44,582	45,828	49,384	55,538
<b>자본총계</b>	22,999	23,917	25,050	26,487
자본금	1,480	1,480	1,480	1,480
신종자본증권	743	444	444	444
자본잉여금	10,465	10,463	10,463	10,463
자본조정	-13	-13	-13	-13
기타포괄손익누계액	-6	119	119	119
이익잉여금	9,509	10,565	11,698	13,135
소수주주지분	822	859	859	859
<b>증가율 (%)</b>				
대출채권	3.5	3.0	4.0	5.0
자산총계	3.6	4.0	4.8	5.5
부채총계	3.5	4.0	4.8	5.5
자본총계	5.0	4.0	4.7	5.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
<b>순이자이익</b>	4,539	4,690	4,809	4,932
이자수익	9,038	9,256	9,681	9,929
이자비용	4,499	4,565	4,872	4,997
<b>비이자이익</b>	2,151	2,198	2,286	2,378
수수료순이익	1,696	1,548	1,579	1,611
기타비이자이익	454	650	707	767
총영업이익	6,690	6,889	7,095	7,309
판관비	4,531	4,047	4,168	4,293
총전영업이익	2,159	2,842	2,927	3,016
영업외이익	186	-5	-5	-5
총전이익	2,345	2,837	2,921	3,011
총당금전입액	1,148	954	991	1,054
<b>영업이익</b>	1,011	1,888	1,936	1,962
세전이익	1,196	1,882	1,931	1,957
법인세	242	516	467	474
소수지분순이익	45	47	47	47
<b>당기순이익</b>	910	1,320	1,417	1,437
<b>증가율 (% YoY)</b>				
순이자이익	-2.5	3.3	2.5	2.6
비이자이익	28.2	2.2	4.0	4.0
총영업이익	5.7	3.0	3.0	3.0
총전영업이익	-9.9	31.6	3.0	3.1
총당금전입액	-0.3	-16.9	3.8	6.4
영업이익	-18.7	86.8	2.6	1.3
당기순이익	-3.0	45.0	7.4	1.4

예상 주당가치 및 valuation

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	3,073	4,458	4,787	4,853
BVPS	74,921	77,897	81,727	86,580
DPS	510	900	970	990
주가	23,600	24,150	24,150	24,150
<b>증가율 (%)</b>				
EPS	-5.0	45.0	7.4	1.4
BVPS	2.8	4.0	4.9	5.9
DPS	-15.0	76.5	7.8	2.1
주가	-26.3	2.3	N/A	N/A
<b>수익성 (%)</b>				
ROA	0.3	0.4	0.4	0.4
총전 ROA	0.7	0.9	0.9	0.9
ROE	4.2	5.8	6.0	5.8
총전 ROE	10.8	12.5	12.4	12.1
NIM	1.8	1.8	1.8	1.8

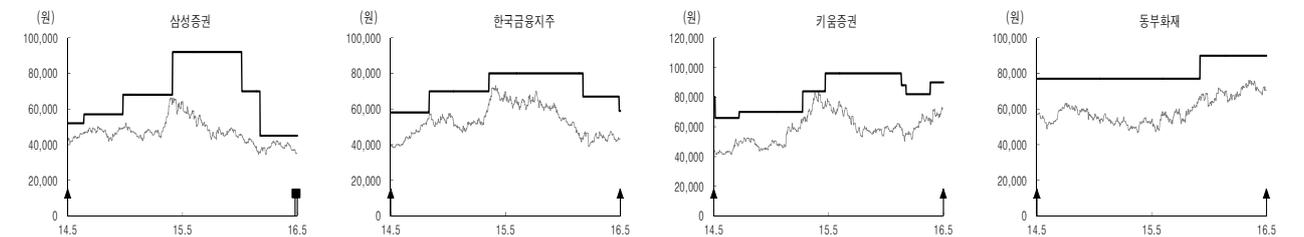
예상 주당가치 및 valuation

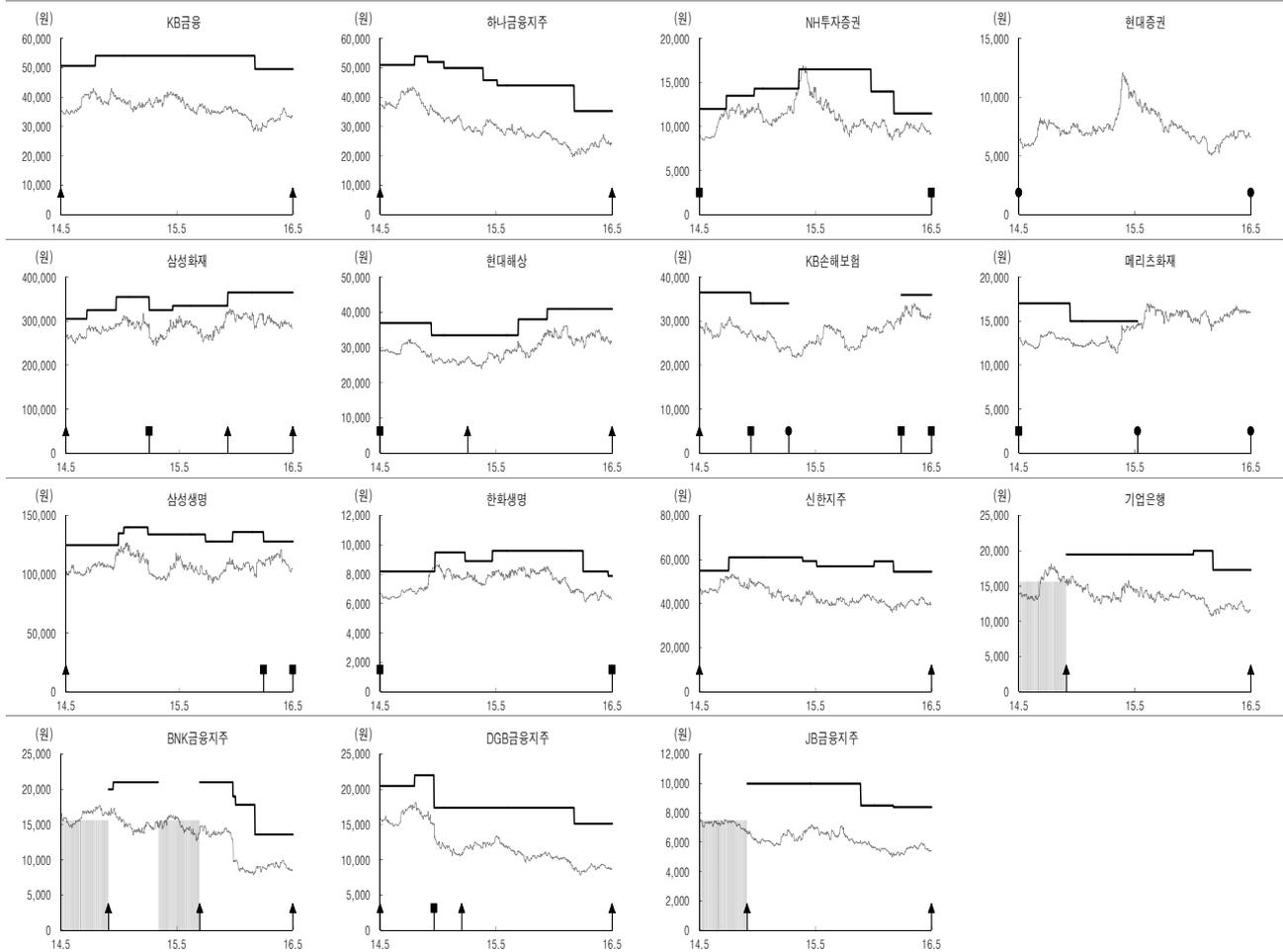
	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
<b>Valuation (x)</b>				
PER	7.7	5.4	5.0	5.0
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률	2.2	3.7	4.0	4.1
배당성장	16.3	20.0	20.0	20.0
<b>자산건전성 (%)</b>				
고정이하여신비율	1.4	1.3	1.3	N/A
요주익여신비율	1.1	1.1	1.1	N/A
대손율	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>자본적정성 (%)</b>				
BIS비율	13.3	13.4	13.4	13.4
Tier 1 비율	10.4	10.7	10.7	10.7
Tier 2 비율	2.9	2.7	2.7	2.7
이종레버리지비율	123.8	119.0	113.6	107.5
<b>효율성 (%)</b>				
에대율	106.5	106.0	105.4	105.4
Cost income ratio	67.7	58.7	58.7	58.7

자료: 하나금융지주, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	
삼성증권(016360)	2016.05.16	Trading Buy	45,000원	KB손해보험(002550)	2014.05.15	Trading Buy	37,000원	
	2016.01.26	매수	45,000원		2016.02.18	Trading Buy	36,000원	
	2015.11.29	매수	70,000원		2015.03.01	중립	-	
	2015.04.23	매수	92,000원		2014.11.02	Trading Buy	34,000원	
	2014.11.16	매수	68,000원		2014.05.15	매수	36,500원	
	2014.07.15	매수	57,000원		메리츠화재(000060)	2015.06.02	중립	-
	2014.05.15	매수	52,000원			2014.11.02	Trading Buy	15,000원
한국금융지주(071050)	2016.05.20	매수	59,000원	2014.04.30	Trading Buy	17,000원		
	2016.01.26	매수	67,000원	삼성생명(032830)	2016.02.19	Trading Buy	128,000원	
	2015.04.02	매수	80,000원		2015.11.12	매수	136,000원	
	2014.09.24	매수	70,000원		2015.08.16	매수	128,000원	
2014.04.02	매수	58,000원	2015.02.12		매수	134,000원		
키움증권(039490)	2016.04.12	매수	90,000원	2014.11.27	매수	140,000원		
	2016.01.26	매수	82,000원	2014.11.09	매수	135,000원		
	2016.01.11	매수	88,000원	2014.05.15	매수	125,000원		
	2015.05.14	매수	96,000원	한화생명(088350)	2016.05.11	Trading Buy	7,900원	
	2015.03.03	매수	84,000원		2016.02.22	Trading Buy	8,200원	
	2014.08.13	매수	70,000원		2015.05.13	Trading Buy	9,600원	
	2014.05.29	매수	66,000원		2015.02.16	Trading Buy	8,900원	
	동부화재(005830)	2015.10.25	매수	90,000원	2014.11.13	Trading Buy	9,500원	
2014.05.15		매수	77,000원	2014.05.15	Trading Buy	8,200원		
KB금융(105560)	2016.01.25	매수	49,600원	신한지주(055550)	2016.01.25	매수	54,500원	
	2014.09.10	매수	54,200원		2015.11.25	매수	59,300원	
	2014.05.22	매수	50,700원		2015.05.28	매수	57,000원	
하나금융지주(086790)	2016.01.25	매수	35,300원		2015.04.14	매수	59,400원	
	2015.05.28	매수	44,000원	2014.08.25	매수	61,000원		
	2015.04.14	매수	45,800원	2014.05.15	매수	55,000원		
	2014.12.11	매수	50,000원	기업은행(024110)	2016.01.25	매수	17,300원	
	2014.10.21	매수	52,000원		2015.11.25	매수	20,000원	
	2014.09.10	매수	54,000원		2014.10.21	매수	19,500원	
	NH투자증권(005940)	2016.01.26	Trading Buy	11,500원	분석 대상 제외			
2015.11.15		Trading Buy	14,000원	BNK금융지주(138930)	2016.01.25	매수	13,600원	
2015.04.02		Trading Buy	16,500원		2015.11.25	매수	17,800원	
2014.11.13		Trading Buy	14,300원		2015.11.17	매수	19,000원	
2014.08.17		Trading Buy	13,500원	2015.08.04	매수	21,000원		
2014.04.09		Trading Buy	12,000원	분석 대상 제외				
현대증권(003450)	2014.04.02	중립	-	DGB금융지주(139130)	2016.01.25	매수	15,100원	
	삼성화재(000810)	2015.10.27	매수		365,000원	2015.02.05	매수	17,400원
		2015.05.03	Trading Buy		335,000원	2014.11.10	Trading Buy	17,400원
		2015.02.16	Trading Buy	325,000원	2014.09.10	매수	22,000원	
		2014.11.02	매수	355,000원	2014.05.15	매수	20,500원	
		2014.07.31	매수	325,000원	JB금융지주(175330)	2016.01.25	매수	8,400원
2014.05.15		매수	305,000원	2015.10.14		매수	8,500원	
현대해상(001450)	2015.11.01	매수	41,000원	2014.10.21		매수	10,000원	
	2015.08.02	매수	38,000원	분석 대상 제외				
	2015.02.24	매수	33,500원					
	2014.11.02	Trading Buy	33,500원					





투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
<p>매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상</p> <p>Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상</p> <p>중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상</p> <p>비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상</p>	<p>비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승</p> <p>중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준</p> <p>비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화</p>

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
68.29%	17.56%	14.15%	0.00%

\* 2016년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.