

정상화의 기로(岐路)

2021년 금융주 투자 포인트 점검



- Part I 경기 정상화 기대와 금융주
- Part II 2021년 금융업종별 전망과 주요 이슈
- Part III 투자의견 및 밸류에이션
- Part IV '20.4Q 실적 Preview

이베스트투자증권 **전배승** 입니다.

2021년 금융업종 주가는 2020년 부진에서 벗어나 밸류에이션 정상화가 가능할 것으로 예상합니다.
특히 매크로 환경과 실적 모멘텀 측면에서 2021년 상반기는
금융주 투자에 우호적인 시기라고 판단합니다

은행업의 경우 경기회복과 금리상승 등 외부환경 변화의 긍정적 영향이
가장 크게 나타날 것으로 보이며, 저평가 매력 또한 높아 보입니다.

증권업종 역시 우호적인 자본시장 환경과 다양한 투자활동 확대에 힘입어
2021년 또 한번 사상최대 실적을 경신할 것으로 예상합니다.

보험업종(손해보험)은 실적둔화가 예상되지만
높은 이익안정성과 배당매력이 주가 하단을 지지할 전망입니다.

2021년 금융업종별 주요 이슈로는
가계부채 논의 재부상, 대규모 개인자금의 증시유입 지속여부,
실손보험 개편논의의 방향성, 코로나 19 우려 완화에 따른 대체투자 재개 가능성 등이
예상됩니다.

금융업종에 대한 비중확대 의견을 유지하며,
업종별 최선호주로는 **KB 금융, JB 금융지주, 한국금융지주, 삼성화재**를
제시합니다.

금융

Analyst **전배승**

02 3779 8978

bsjun@ebestsec.co.kr



자료는 크게 4 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 경기정상화 기대와 금융주]

2021 년 금융주는 경기회복과 금리상승, 우호적 금융시장 여건을 바탕으로 2020 년의 부진에서 벗어나 밸류에이션 정상화 흐름이 나타날 것으로 예상합니다.

매크로 환경과 실적 모멘텀 측면에서 2021 년 상반기가 하반기에 비해 금융주 투자에 우호적인 시기라고 판단합니다.

[Part II. 금융업종별 투자포인트 점검]

21 년 은행업종에 가장 긍정적인 투자포인트는 순이자마진(NIM) 안정입니다. 대손부담 확대가 예상되지만 이자유예 및 소상공인 대출 부실화 가능성 등을 감안해도 주가는 여전히 저평가 영역으로 판단합니다.

증권주의 경우 대규모 개인자금의 증시유입이 이어지고 있으며 다양한 투자기회 확대로 IB, 대체투자 부문의 수익개선이 예상됩니다.

보험업종은 코로나 19 의 반사적 수혜 축소되는 가운데, 실손보험 개편방안 논의의 방향성에 주목할 필요가 있어 보입니다.

[Part III. 투자의견 및 밸류에이션]

금융업종에 대한 비중확대 의견을 유지하며, 투자매력도는 은행, 증권, 보험(손해보험)업종 순으로 높다고 판단합니다.

은행업은 높은 이익가시성을 바탕으로 저평가 매력 부각이 예상되고, 증권업은 우호적 자본시장 환경에 힘입어 또 한번 사상최대 실적을 경신할 가능성이 높아 보입니다.

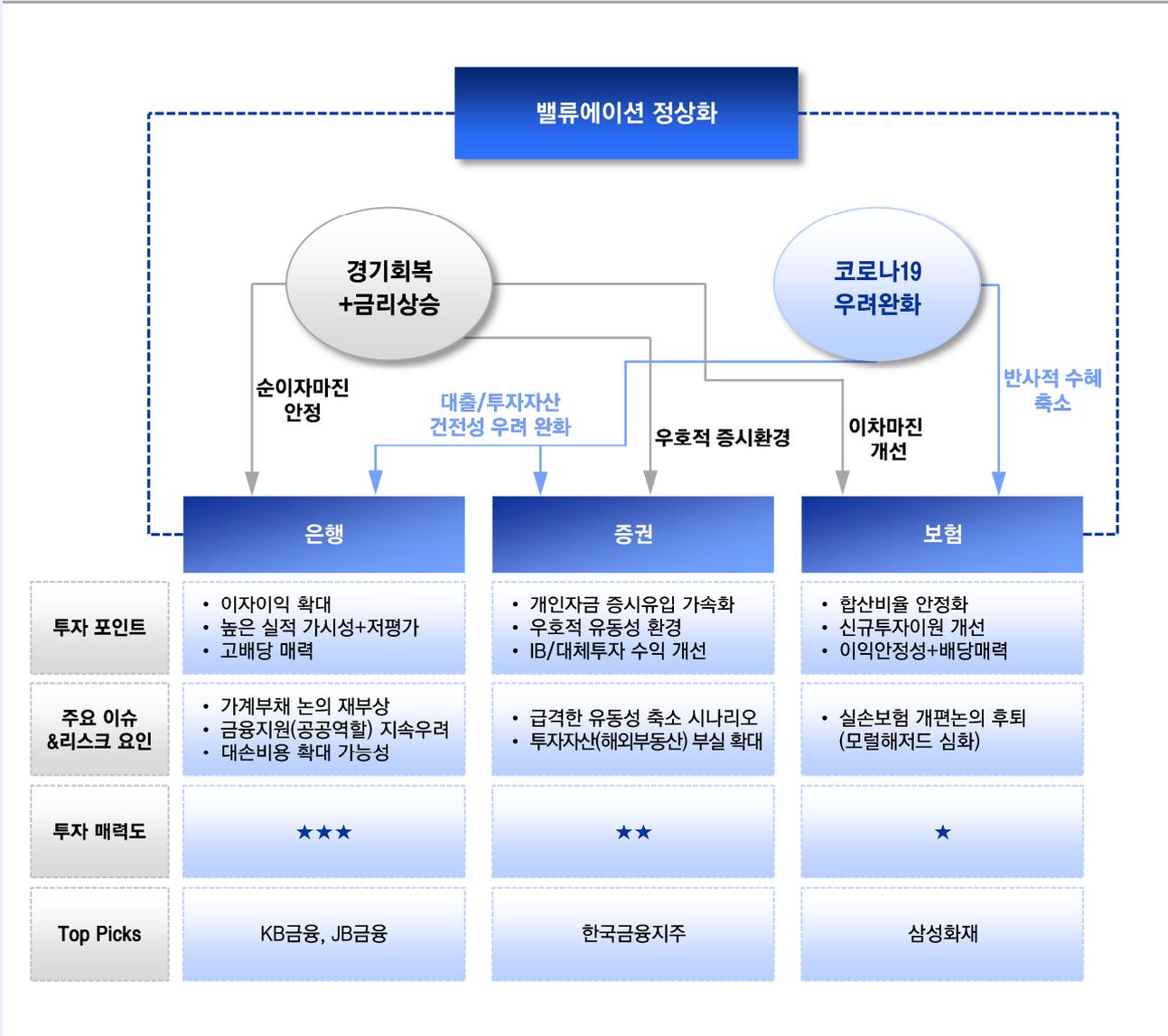
손해보험업의 경우 실적 모멘텀 약화가 예상되지만 이익안정성이 높고 금리상승의 간접적 수혜가 가능할 전망입니다.

[Part IV. '20.4Q Preview]

은행, 증권, 보험업종 모두 2020년 4분기 실적은 시장예상 수준에 부합하는 양호한 실적이 예상되고, 2021년 수익성 관리를 위한 보수적 비용인식 조치가 예상되어 긍정적 평가가 가능할 전망입니다.

Key Charts

2021년 금융업종 전망과 주요 이슈 및 투자포인트

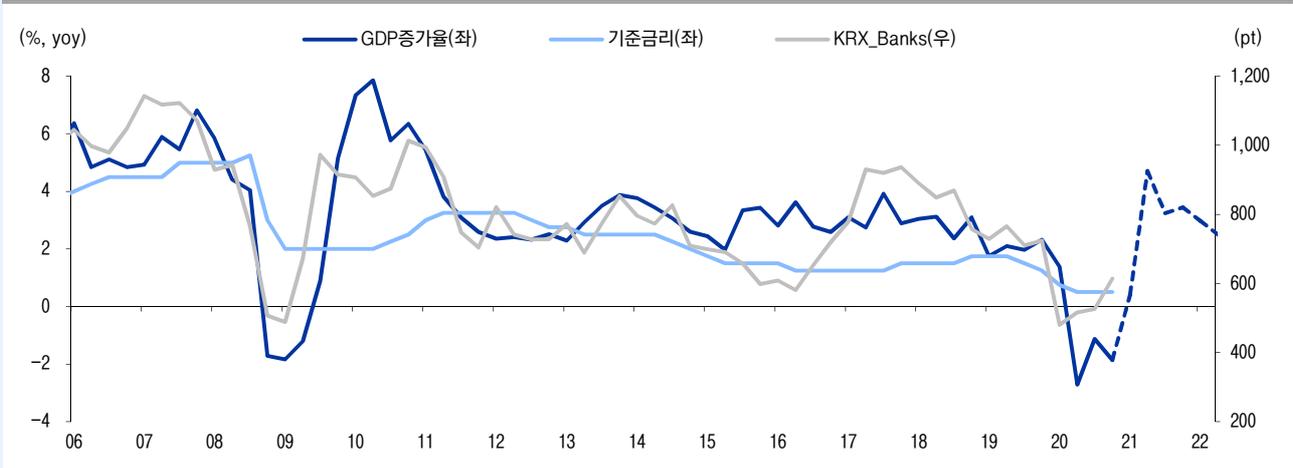


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 2021년 금융업종은 2020년 부진에서 벗어나 밸류에이션 정상화가 가능할 전망
- 외부환경과 실적모멘텀 측면에서 2021년 상반기가 하반기에 비해 우호적인 투자시기로 판단
- 금융업종 내 선호도는 은행, 증권, 보험 순

Key Charts

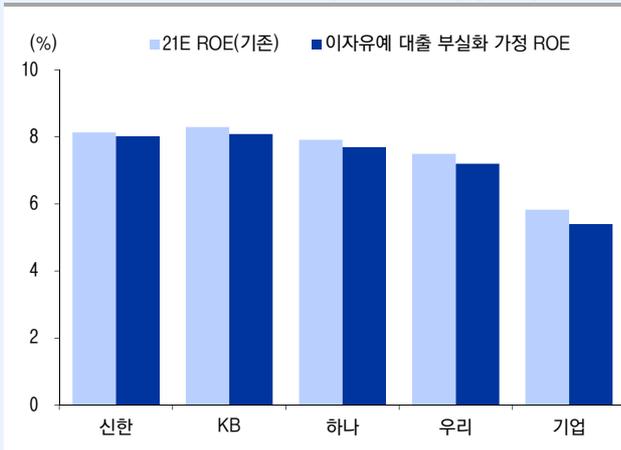
경제성장률과 기준금리, 은행업지수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

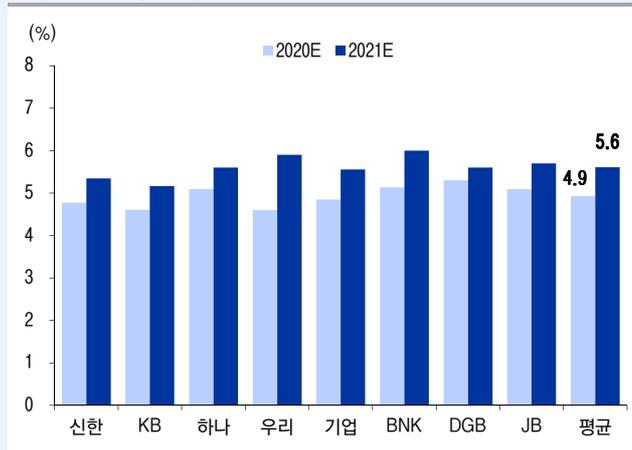
- 경기회복과 금리반등은 2021년 은행주 투자에 우호적 환경을 제공
- 순이자마진 안정에 따른 이자이익 확대가 이익성장을 견인할 전망

이자유예대출 대규모 부실화 가정 시 ROE 영향 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

은행지주 예상 배당수익률

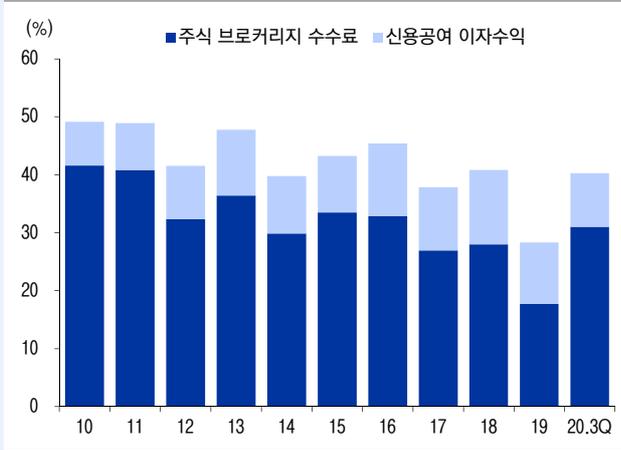


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 2021년 은행권 대손부담 확대 예상되나 수익성에 부정적 영향은 제한적
- 높은 이익가시성을 바탕으로 고배당매력 지속 부각 예상

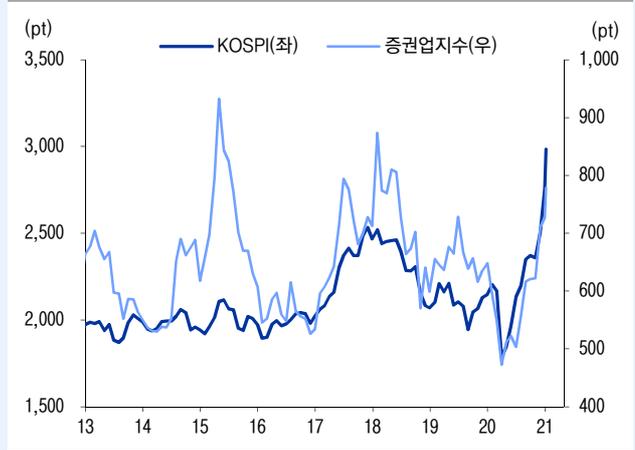
Key Charts

증권사 브로커리지 관련 수익비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

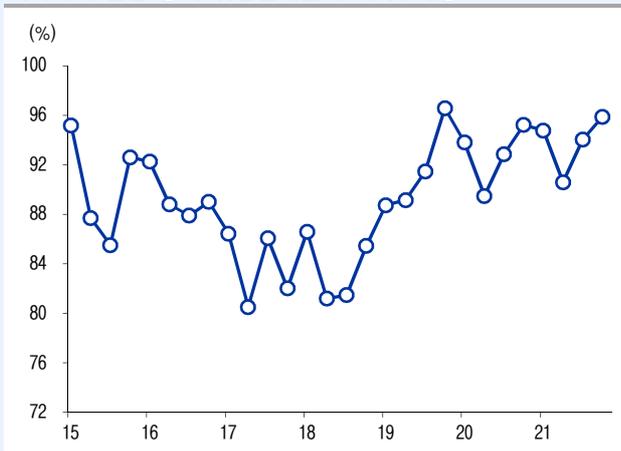
KOSPI와 증권업지수



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

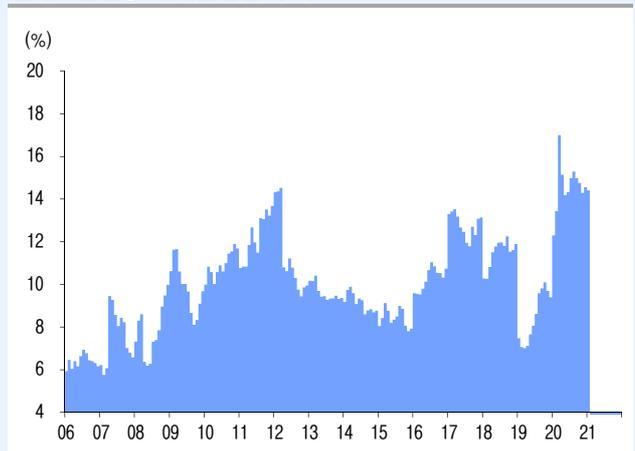
- 대규모 개인자금 증시유입으로 증권사 브로커리지 수익비중 증가. 21년에도 주식시장 영향력 확대
- 2020년 상대적으로 부진했던 IB, 대체투자 등 수익 부분 개선 예상. 실적호조세 지속 전망

커버리지 합산 장기 위험손해를 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손해보험업종 내재할인을 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 손해보험업종의 경우 2021년 코로나 19 반사적 수혜 축소로 손해율 상승압력 높아질 것으로 예상
- 이익둔화 예상되나 수익성 대비 주가할인 폭 또한 사상최대 수준으로 확대된 상태

정상화의 기로(岐路)

Contents

Part I	경기 정상화 기대와 금융주	8
Part II	2021 년 금융업종별 전망과 주요 이슈	17
Part III	투자의견 및 밸류에이션	59
Part IV	'20.4Q 실적 Preview	71
기업분석		
	KB 금융 (105560)	80
	JB 금융지주 (175330)	83
	한국금융지주 (071050)	86
	삼성화재 (000810)	89

Part I

경기 정상화 기대와 금융주

2021년 금융주 밸류에이션 정상화 예상

2020년 금융주는 코로나19 충격에서 벗어나지 못하며 시장 대비 성과가 저조했다.

2021년에는 경기회복과 금리상승이 금융주 밸류에이션 정상화 흐름을 지지할 것으로 예상된다.

매크로 환경과 실적 모멘텀 측면에서 2021년 상반기가 하반기에 비해 금융주 투자에 있어 우호적인 시기라고 판단한다.

경기 정상화 기대와 금융주

코로나19 충격에서 아직 벗어나지 못한 금융주

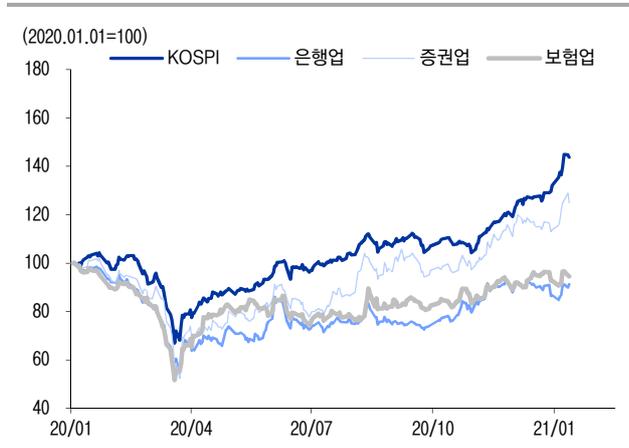
2020년 금융주 성과는 부진했다. 코로나19 충격을 극복하며 KOSPI가 사상 최대치를 지속 경신한데 반해 금융업종 지수는 시장 수익률을 크게 하회했다. 은행 및 보험주는 2021년 1월 중순 현재에도 여전히 2020년 초 수준에 그치고 있으며, 증권주의 경우 상대적으로 양호한 성과를 기록했으나 최근 들어서는 시장 대비 상대수익률이 저조하다. 3개월 및 6개월간 금융주의 평균수익률은 20~30%로 KOSPI를 10%가량 하회하고 있으며, 1년전 대비로는 여전히 30%이상 언더퍼폼 하고 있다. 이는 아직 코로나19의 충격에서 금융업종이 완전히 벗어나지 못하고 있음을 의미한다.

우리는 코로나 사태의 여파와 실물경기 회복강도의 불확실성이 금융주 전반의 상대부진 배경으로 작용하고 있다고 판단한다. 특히 금융업종의 2020년 실적이 예상을 크게 상회하고 있음에도 주가가 위기 이전 수준을 회복하지 못한 것은 경기충격이 완전히 해소되고 경제활동이 정상화되기까지 금융기관의 건전성과 수익성 악화우려가 상존하고 있음을 시사한다.

즉, 은행권은 신용위험 증가에 따른 후행적 대손부담 확대 가능성이 2021년 실적에 부담으로 작용하며, 증권사는 확대된 자기자본이 투입된 투자자산의 건전성 우려가 여전히 가운데 경기개선 기대를 선반영한 2020년 금융시장의 긍정적 흐름이 2021년에도 이어질 것인지 여부가 불투명하다는 점이 주가회복을 제약하고 있다.

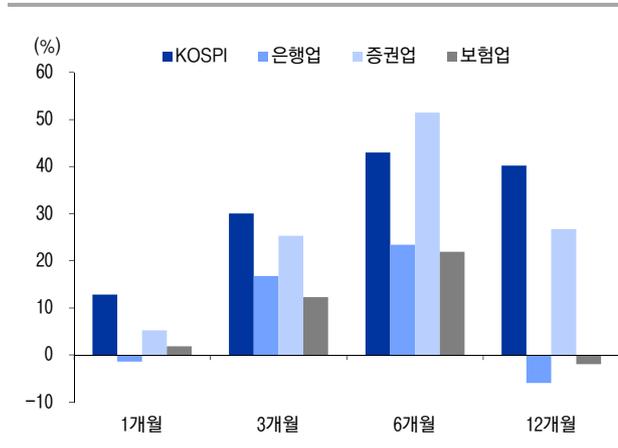
보험업종의 경우 코로나19의 반사효과에 힘입어 일시적으로 개선된 보험손익이 재차 악화될 가능성이 있고, 2019~20년 투자영업이익 증가를 주도한 채권처분관련 이익 규모가 축소될 여지가 크다는 점이 향후 실적의 불확실성 요인이다.

그림1 KOSPI와 금융업종 지수 추이



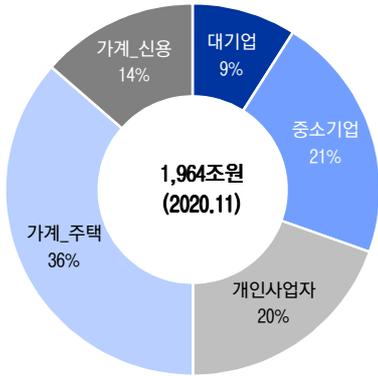
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 금융업종 기간별 추가 수익률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 예금은행 대출자산 구성



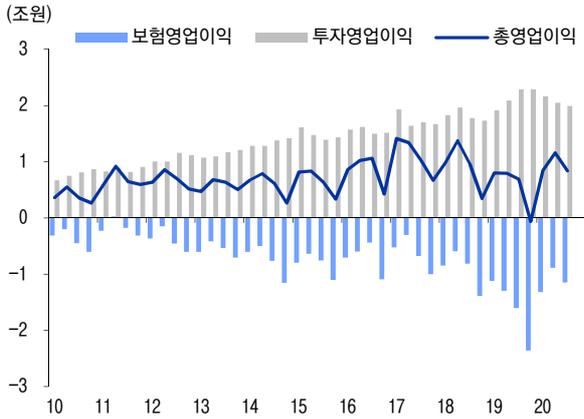
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 회사채 스프레드 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 보험영업이익과 투자영업이익(손해보험)



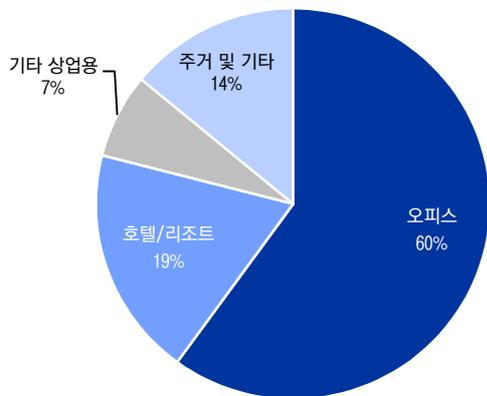
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 보험사 운용수익률 추이



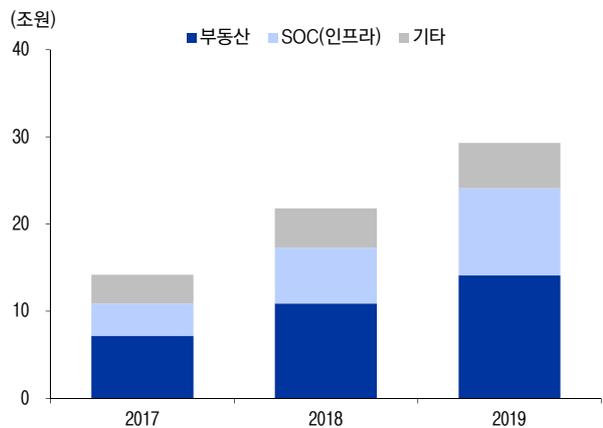
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 대형 증권사 및 보험사 해외 부동산자산 구성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 국내 대형 증권사 및 보험사 대체투자 현황



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 경기회복의 파도를 타자

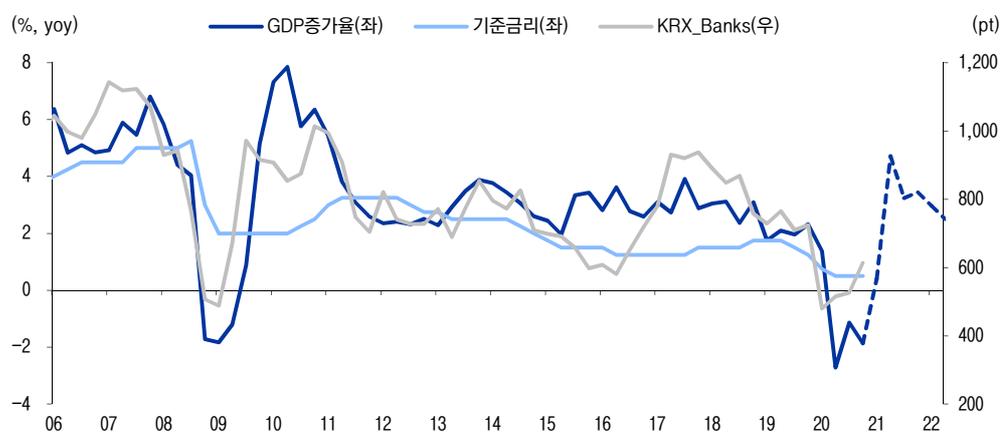
2020년 금융업종은 결국 팬데믹이라는 외부충격으로 인해 수익성 저하우려가 확대되면서 주가부진이 이어진 한 해로 정리할 수 있다. 따라서 2021년에는 코로나19의 부정적 영향 축소와 함께 나타날 경기회복의 강도와 지속성이 금융주 성과를 결정할 주요 외부요인이 될 것이다.

한국을 포함한 글로벌 주요국의 2021년 경제성장률은 2020년 부진에서 벗어나 회복 흐름이 전망된다. 국내 GDP증가율 역시 2020년 -1.1%에서 2021년 3% 내외로 상승할 것으로 국내외 주요기관은 예상하고 있다. 대외여건 개선에 따른 수출증가가 경기회복을 주도하는 가운데 코로나19 여파로 크게 위축된 내수소비 또한 시차를 두고 점진적 회복이 예상된다.

실제로 2020년 하반기 이후로는 기업의 생산활동 지표가 회복세를 보이고 있다. 제조업 체감경기 역시 코로나19 이전 수준을 회복했으며, 특히 9월 이후로는 재고부담이 낮아지고 가동률이 회복되는 가운데 설비투자 증가세가 나타나고 있어 향후 기업경기 전망에 긍정적 신호가 감지되고 있다. 소비지표 또한 2020년 상반기 극심한 부진에서 벗어난 모습이다. 소매판매 증가율은 전년동기대비 2~3% 수준까지 회복된 모습이며 소비심리 역시 기준치 부근까지 개선되었다. 다만 고용여건이 여전히 매우 취약한 상태여서 생산지표에 비해 소비지표의 회복 강도는 상대적으로 약한 상태이다.

2021년 예상되는 경기회복은 금융주 전반, 특히 은행주에 긍정적이다. 전통적으로 경제성장률과 은행업 지수는 강한 동행성을 보여 왔다. 2021년 1분기 이후로는 전년동기 대비 GDP증가율이 마이너스 국면에서 벗어날 것으로 보여 은행업종에 우호적인 외부 환경으로 작용할 전망이다. 2020년 하반기 이후 은행주의 반등 또한 이러한 기대감을 일부 선반영하고 있다.

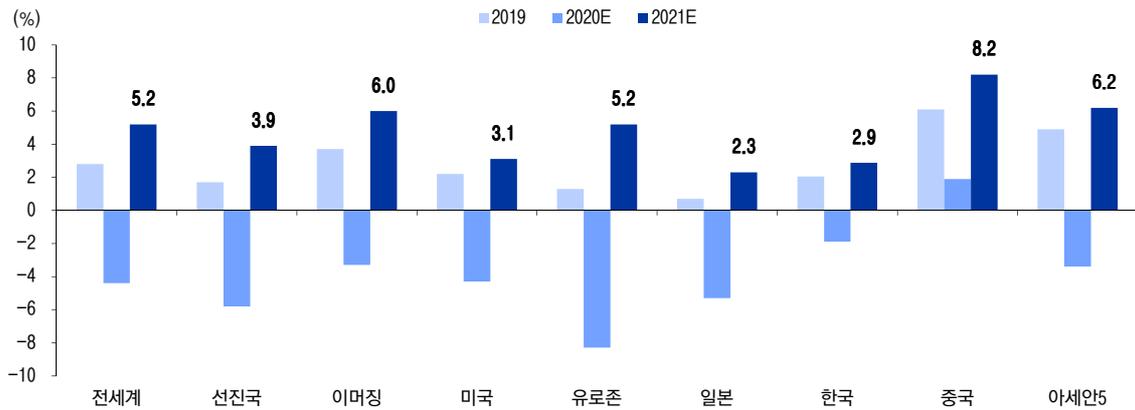
그림7 경제성장률과 기준금리, 은행업지수 추이



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

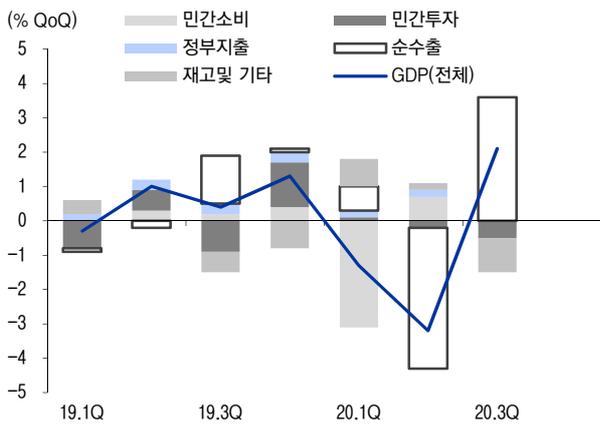
주: 2020년 4분기 이후 GDP증가율은 한국은행 전망치 기준으로 추산

그림8 글로벌 주요국 경제성장률 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 GDP 증가율 부문별 기여도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 경기선행지수와 동행지수 순환변동치



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 수출과 설비투자 증가율



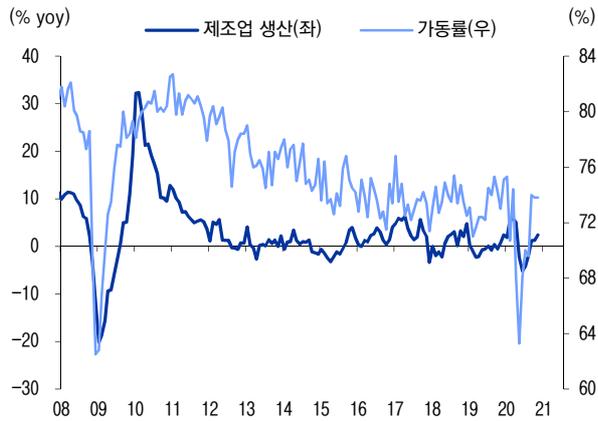
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 기업 체감경기 추이



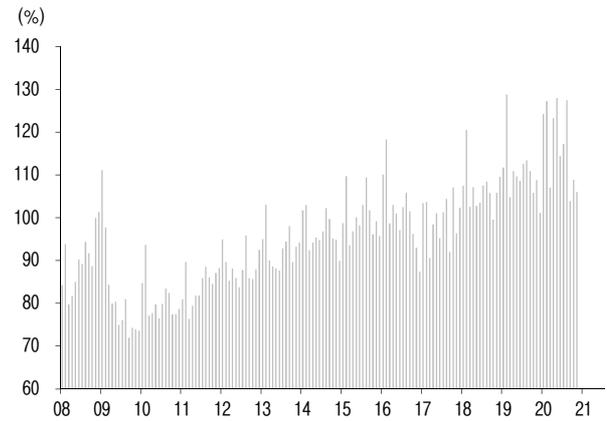
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 제조업 생산 증가율과 가동률



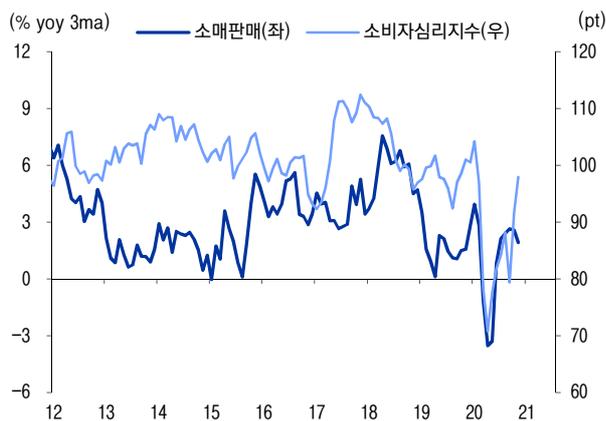
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 제조업 재고출하비율



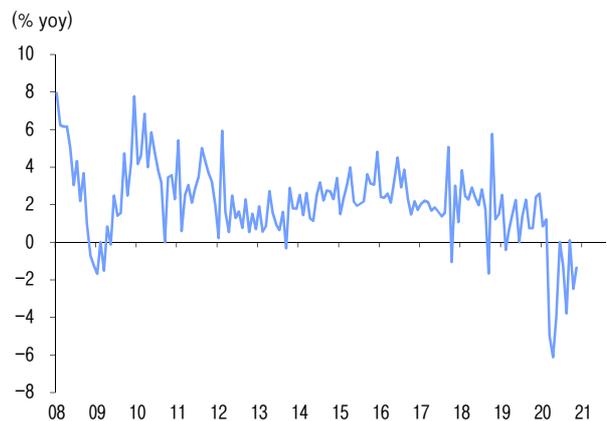
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 소매판매 증가율과 소비자심리지수



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 서비스업 생산지수 증가율



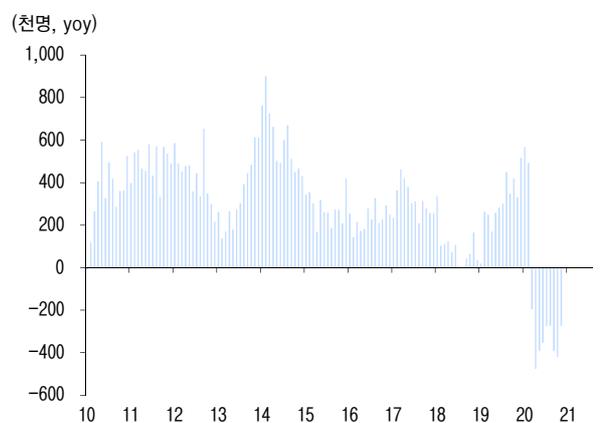
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 도소매업과 음식숙박업 지수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 취업자순증 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

경기회복은 금리상승 흐름을 지지할 것

2021년 경기회복 기조는 시장금리의 상승흐름을 지지할 가능성이 높다. 1월 중순 현재 국고채 3년 금리는 0.98%로 기준금리 대비 50bp 내외 높게 형성되어 있다. 2020년 상반기 75bp 큰 폭의 금리인하 이후 하반기 들어서는 경기지표 개선과 백신 개발에 따른 경제활동 재개 기대감 확대로 시장금리가 상승세를 보이고 있다. 특히 경기회복 기대감이 장기금리에 투영되면서 장단기 금리차가 꾸준히 확대되는 모습이다.

미국이 2023년까지 제로금리를 유지할 계획을 갖고 있고 한국 역시 완화적 통화정책 기조를 이어갈 것으로 보여 2021년 중 금리인상 사이클로의 전환을 기대하긴 힘들다. 하지만 확대된 유동성과 경기회복은 인플레이션 기대감을 자극할 수 있고, 선진국의 양적완화 규모 축소 등 정책기조 변화가 나타날 경우 시장금리 상승 폭은 예상 대비 확대될 수 있다. 2021년 금리의 방향성이 아래 보다는 위쪽을 향할 여지가 크다고 볼 때 금융주 전반의 투자환경은 유리하게 전개될 가능성이 높다.

특히 보험사의 경우 이차마진 축소우려가 완화됨에 따라 코로나19의 반사적 영향으로 낮아진 손해율이 일부 상승하더라도 수익성 방어가 가능하다. 고금리 확정형 부채 부담이 크고 부담금리가 높은 생보사의 경우 손해가 더욱 크게 나타날 것이다.

은행업종 역시 순이자마진 안정에 따른 이자이익 확대를 기대할 수 있다. 주목할 부분은 은행주의 경우 금리인하 사이클이 종료된 직후 탄력적 주가반등이 나타났다는 점이다. 시장금리와 마찬가지로 향후의 경기방향성 전환을 주가가 선반영하기 때문이다.

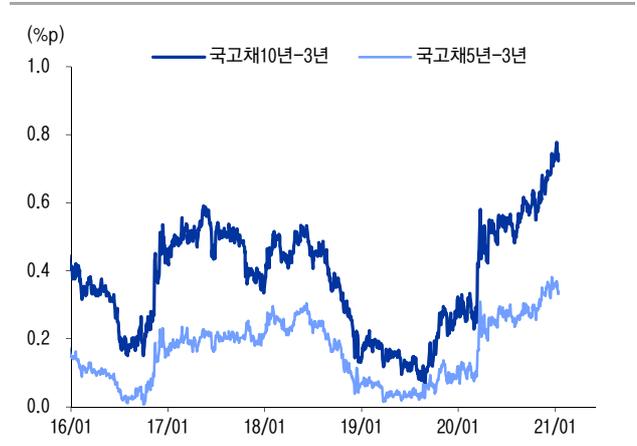
증권업종의 경우 금리상승과 수익성 개선의 이론적 연관성을 찾기는 힘들다. 하지만 경험적으로 금리상승이 경기회복과 금융시장 내 위험선호심리 확산과 병행되어 나타나는 점에서 2021년 예상되는 금리상승 흐름은 증권주 투자에도 긍정적 여건으로 작용할 것으로 예상된다.

그림19 시장금리와 기준금리 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 장단기금리차 추이



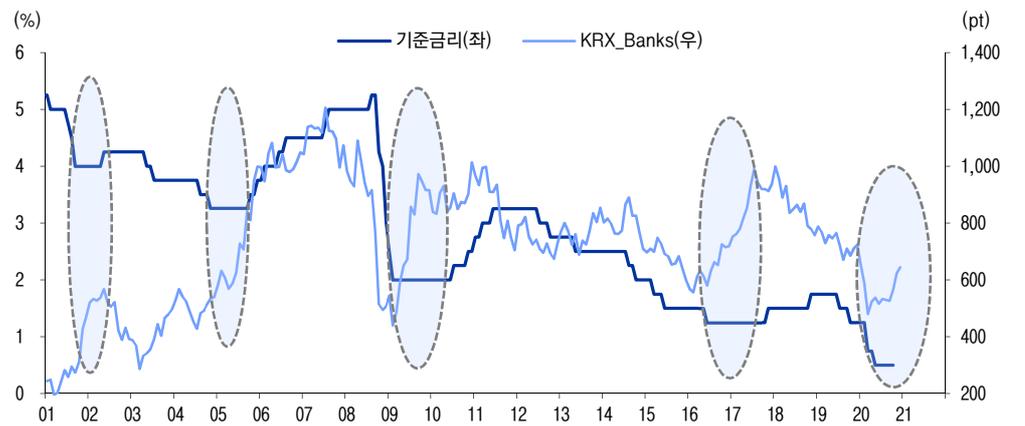
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 보험업종 지수와 장기금리 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 기준금리와 은행업지수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 장단기 금리차와 증권업지수



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 금융주 상고하저 흐름 예상

2021년 금융주 주가는 상고하저 흐름을 보일 것으로 예상된다. 2021년 상반기가 하반기에 비해 경기지표의 개선 폭이 크고 금리상승 탄력 또한 강할 것으로 보여 금융업종 투자에 유리한 외부환경을 조성할 것으로 판단하기 때문이다. 하반기 이후로는 경기반등의 기저효과가 소멸되고 한국을 포함한 주요국의 경제 및 금융정책 모멘텀 또한 약화될 것으로 보여 Top-down 관점에서의 금융주의 주가상승 흐름 또한 둔화될 가능성이 높다고 본다.

업종별 실적 및 수익성 측면에서도 2021년 상반기가 하반기에 비해 우호적일 전망이다. 은행업의 경우 코로나19 관련 금융지원의 일환으로 시행된 원리금 상환유예 조치가 종료되면서 충당금 확대가 예상되는 등 대손부담의 후행적 속성으로 인해 하반기로 갈수록 비용부담이 증가할 가능성이 높다. 반면 순이자마진(NIM)의 기술적 반등은 2021년 상반기 중 나타날 것으로 보여 상반기 이익규모가 하반기 대비 높게 나타날 것으로 예상된다.

보험업종(손해보험) 또한 2021년 상반기 실적전망이 보다 긍정적이다. 하반기로 갈수록 자동차 보험료 인상효과가 축소되는 가운데 경제활동 재개에 따른 차량운행 증가 및 병원이용 확대로 손해율이 상승할 가능성이 높기 때문이다. 양호한 보험손익 시현이 예상되고 금리상승 흐름과 함께 신규투자이원 개선 기대감이 확대되는 상반기가 보험주 투자환경에 보다 우호적일 전망이다.

증권주의 경우 2020년과 마찬가지로 2021년에도 기본적으로 증시와 연동된 흐름을 보일 것이나, 2021년초 폭발적으로 증가하고 있는 대규모 개인자금의 신규유입 규모는 시간이 갈수록 점차 둔화될 것으로 보여 상반기 수수료수익 규모가 하반기에 비해 높게 나타날 것으로 예상된다.

Part II

금융업종별 전망과 주요 이슈

금융업종별 투자포인트 점검

2021년 은행업종에 가장 긍정적인 투자포인트는 순이자마진(NIM)의 안정이다.

대손비용 증가 가능성은 은행 실적의 부담요인이나 이자유예 및 소상공인(자영업자) 대출 부실 가능성을 감안해도 은행주 주가는 저평가 영역으로 판단한다.

증권주의 경우 2020년에 이어 대규모 개인자금의 증시유입이 우호적 경영환경으로 작용하고 있다.

보험업종은 코로나19의 반사적 수혜가 축소되는 가운데, 실손보험 개편방안 논의의 방향성에 주목할 필요가 있다.

2021년 은행업종 전망과 주요 이슈

21년 은행업종 실적의 Key는 대손비용

8개 은행지주의 2020년 3분기 누적 순이익은 11.3조원으로 전년동기대비 4.7% 감소했다. 코로나19 여파를 감안하면 매우 양호한 실적을 시현했으며, 특히 3분기 중 순이익은 4.3조원으로 2019년 3분기 대비 7.2% 증가했다. 경제위기 상황에 직면했음에도 은행권이 호실적을 유지할 수 있었던 것은 대손비용의 증가 폭이 크지 않았기 때문이다. 3분기 누적 대손비용은 4.9조원으로 2019년 대비 1.4조원 증가했지만 대손율은 27bp로 절대 수준이 낮게 유지되었고 상승 폭 또한 전년대비 5bp에 그쳤다.

전반적인 자산건전성 지표는 오히려 개선되었다. 은행지주 내 10개 은행의 평균 고정비하여신비율은 2020년 3분기 0.60%로 전년동기대비 12bp 하락했고, 연체율 또한 평균 0.40%에 그쳐 2019년 3분기 대비 9bp 개선되었다. 은행의 자산건전성은 통상 경기흐름과 밀접한 관련성을 보여왔다. 하지만 2020년에는 경제위기 상황에 직면했음에도 은행권의 대손부담은 이례적으로 매우 낮게 유지되었다.

은행권의 여신 포트폴리오가 질적으로 향상되었다는 점에서 과거 경기하강 국면 대비 대손비용의 상승 폭이 제한될 수 있다. 하지만 우리는 현재의 양호한 건전성지표는 갑작스런 경기충격에 따른 정부의 적극적인 금융지원 조치와 공격적인 정책금리 인하를 포함한 유동성 공급효과가 크게 작용한 결과라고 판단한다.

금융당국에 따르면 11월 20일까지의 시중은행 신규대출 지원 및 만기연장 규모는 각각 46.9조원, 74.5조원에 달한다. 특히 현재 소상공인을 대상으로 하는 시중은행의 코로나 2차대출이 진행중인데 10조원 목표금액 중 2.8조원만 집행된 상태여서 은행권의 자금 지원 규모는 지속 확대될 전망이다.

통상 경기악화 시기에 은행권은 부실 가능성이 높은 대출을 회수하고 신규 신용공급을 축소하는 형태로 리스크를 관리한다. 하지만 이번 코로나19 위기국면 하에서는 은행권의 대규모 금융지원 조치로 인해 실질적인 자산건전성 악화에도 불구하고 표면적인 건전성지표가 개선되는 이례적인 현상이 나타나고 있다.

2021년 금융지원 조치가 축소되고 신규 유동성 공급규모가 둔화될 경우 은행권의 대손부담은 후행적으로 상승할 가능성이 높다. 따라서 우리는 향후 대손비용 추이가 은행권 실적과 수익성에 있어 중요한 결정변수로 작용할 것으로 판단한다.

표1 코로나 19 정책대응을 위한 민생·금융안정 패키지 프로그램 지원실적

구분	목표금액	지원실적
① 소상공인 대상 긴급 경영자금 신규 공급		
• 1차 금융지원 프로그램(2.7일~): 기은 초저금리, 시중은행 이차보전, 소진공 경영안정자금	16.4조	14.7조
• 2차 금융지원 프로그램(5.25일~): 시중은행 위탁보증 대출	10.1조	2.8조
② 중소기업 자금지원 확대	목표금액	지원실적
• 중소기업에 대한 대출지원(3.16일~): 수은·산은·기은 금리·한도 우대 대출	21.2조	22.6조
• 중소기업에 대한 보증지원(4.1일~): 수은·신보 수출기업 우대 보증	7.9조	6.7조
③ 회사채 단기자금시장 안정화 지원	목표금액	지원실적
• 증권사 유동성 지원(3.24일~): 한은 RP 매수, 증권금융 대출	5.0조	8.6조
• 회사채·CP·전단체 차환·인수 지원(3.30일~)	6.1조	2.2조
• 저신용 회사채·CP매입 지원(7.24일~)	20.0조	2.0조
• 코로나 피해 P-CBO(4.1일~)	11.7조	3.0조

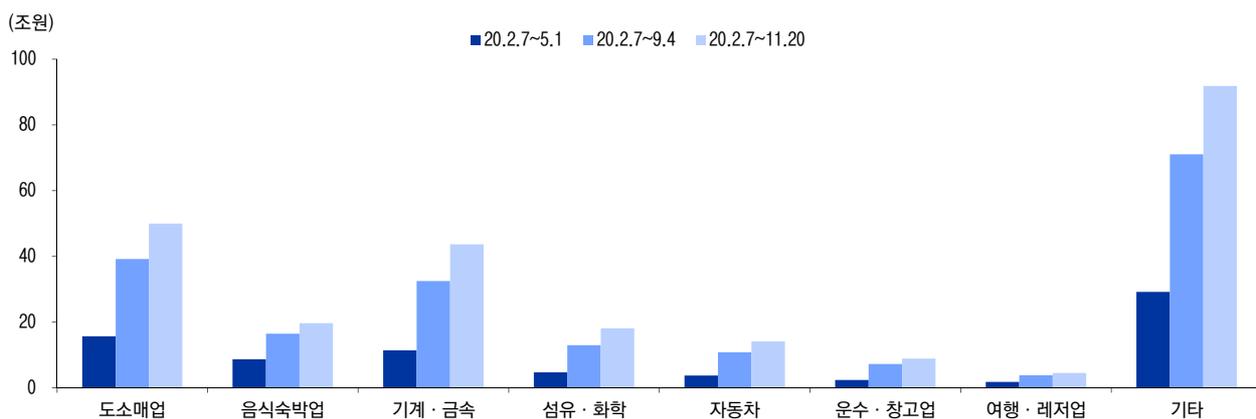
주: 지원실적은 2020.2.7~11.20 기준
 자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 지원유형별 금융권 지원실적 집계

구분		정책금융기관		시중은행		제2금융권		합계	
		건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
대출	신규	46.7만	41.2조	78.6만	46.9조	578건	577억	125.3만	88.1조
	만기연장	7.0만	34.6조	26.3만	74.5조	3.1만	1.1조	36.3만	110.2조
보증	신규	38.4만	19.7조	-	-	-	-	38.4만	19.7조
	만기연장	35.9만	33.0조	-	-	-	-	35.9만	33조
합계		127.9만	128.4조	104.9만	121.3조	3.2만	1.1조	235.9만	250.9조

주: 2020.2.7~11.20 기준
 자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 업종별 금융권 지원실적



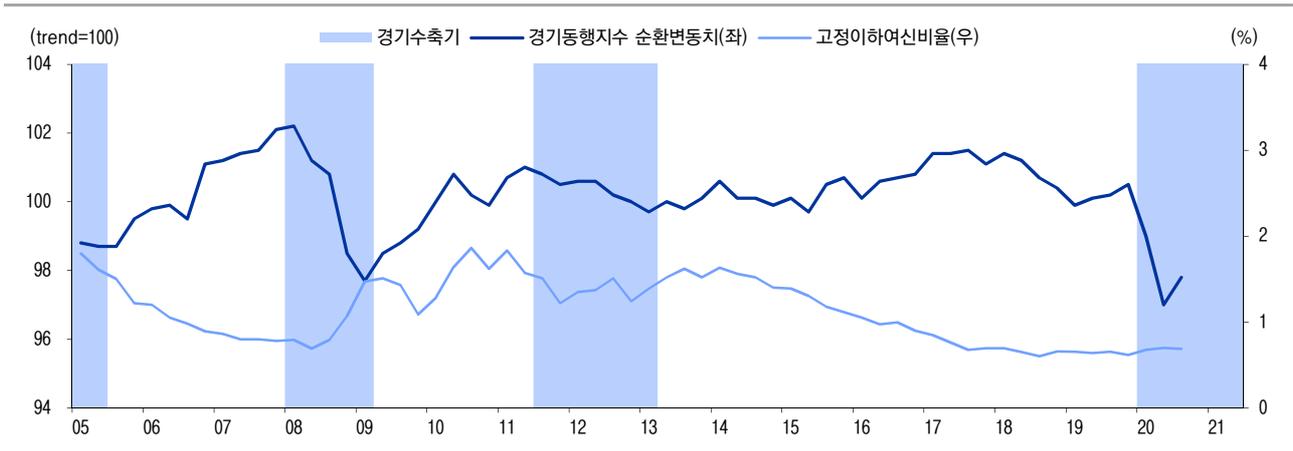
자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 신규 및 만기연장 대출 및 보증금액 합산

표3 은행지주 합산 분기 실적 추이

(단위: 십억원)	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q	19.3Q 누적	20.3Q 누적
총영업이익	12,301	12,635	12,197	12,036	12,019	13,164	13,104	37,133	38,287
이자이익	10,132	10,320	10,394	10,321	10,303	10,316	10,469	30,847	31,088
수수료이익	2,059	2,206	2,243	2,273	2,269	2,446	2,597	6,508	7,313
기타비이자이익	110	108	-440	-558	-553	402	38	-222	-113
판매비	5,848	5,859	5,807	7,130	5,770	6,001	6,044	17,513	17,815
총전영업이익	6,453	6,776	6,390	4,906	6,250	7,163	7,060	19,619	20,473
대손비용	1,152	1,080	1,299	1,427	1,164	2,254	1,471	3,531	4,889
(대손비용률)	0.22%	0.20%	0.23%	0.25%	0.20%	0.38%	0.24%	0.22%	0.27%
영업이익	5,301	5,696	5,091	3,479	5,086	4,909	5,589	16,088	15,584
영업외손익	56	25	423	-522	15	-124	296	504	187
세전이익	5,357	5,721	5,514	2,957	5,101	4,785	5,885	16,592	15,771
지배주주순이익	3,806	4,067	3,964	1,997	3,659	3,365	4,250	11,836	11,274

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 경기동행지수와 은행권 고정이하여신비율 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2020년 1분기부터 경기수축기 진입 가정

이자납입 유예대출 대규모 부실 가정시: 대손율 +3bp, ROE -0.2%p

은행권 금융지원 방안 가운데 향후 부실화가 가장 우려되는 부분은 원리금 상환유예, 특히 이자유예 조치이다. 이자납입에 어려움을 겪는 차주의 경우 재무건전성이 취약하고 유예기간이 종료되는 2021년 3월말 이후 해당대출의 부실화 가능성이 높다.

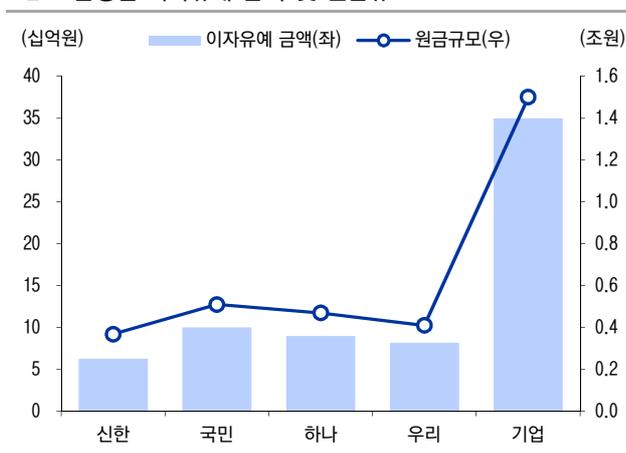
최근 언론보도에 따르면 2020년 4월부터 12월 중순까지 전체 은행권의 이자납입 유예 규모는 950억원(8,358건), 5대 은행 기준으로는 424억원(5,426건)이다. 대출원금 규모는 5대 은행의 경우 2.3조원, 전체 은행권은 4.5조원 수준으로 추산된다.

은행별로 파악해보면 상장 시중은행 4곳의 평균 이자유예 금액은 약 85억원이며, 해당 원금은 은행 당 4,000~5,000억원 규모이다. 기업은행의 경우 이자유예 및 해당원금이 각각 350억원, 1.5조원 수준으로 상장은행 가운데 월등히 규모가 크다.

기업은행을 포함한 일부 은행의 경우 2020년 2~3분기 중 이자상환 유예 대출에 대해 요주의여신 수준(10% 내외)의 충당금을 적립한 것으로 파악된다. 모든 이자상환 유예 대출이 부실화되어 20%의 추가 충당금을 적립한다고 가정하면 4대 시중은행 기준으로 대손비용률은 평균 4bp, 그룹(지주) 대손율은 평균 3bp 상승할 것으로 추정된다. 기업은행의 경우 이미 상당부분 손실을 인식한데다 높은 담보 및 보증서비율을 감안해 10%의 추가 충당금 적립을 상정하면 대손비용률이 6bp 상승할 전망이다. 이 경우 대형은행 지주의 2021년 예상 ROE는 평균 -0.2%p, 기업은행은 -0.4%p 하락할 것으로 예상된다.

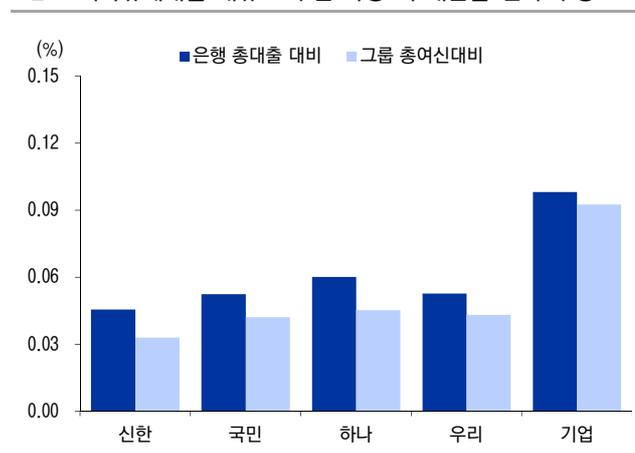
최근 정부는 코로나19 재확산으로 취약차주의 피해가 커짐에 따라 원리금 상환유예 조치를 2021년 3월 이후에도 추가 연장하는 방안을 논의하고 있다. 이 경우 은행권의 충당금 인식시점은 2021년 하반기 이후로 미뤄질 것으로 보인다. 하지만 한계차주의 재무여건이 지속적으로 취약해짐에 따라 궁극적으로는 은행의 대손부담이 더욱 가중될 가능성이 높다. 실제로 시중은행의 만기연장, 신규대출 등 금융지원 규모는 최근까지 꾸준히 확대되고 있는 상태다.

그림26 은행별 이자유예 금액 및 원금규모



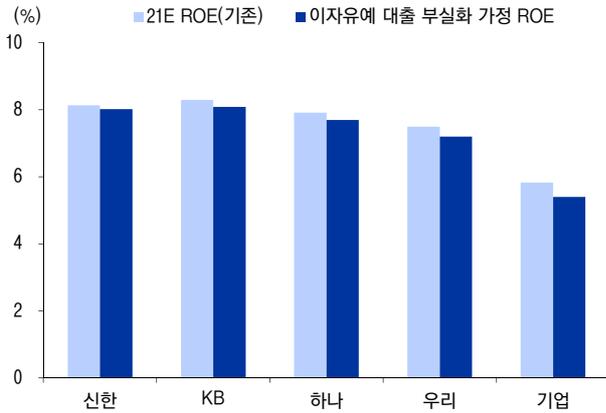
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 이자유예대출 대규모 부실 가정 시 대손율 변화 추정



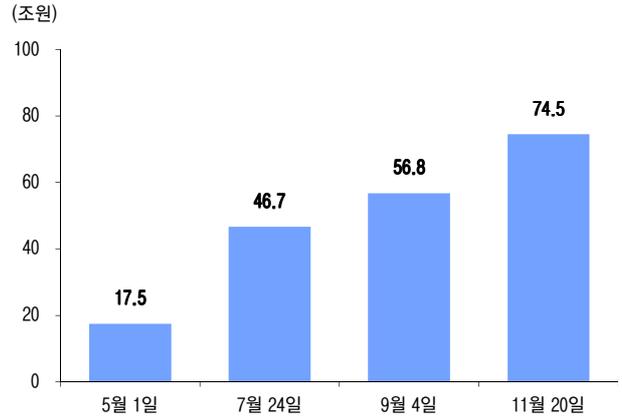
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 이자유예대출 대규모 부실 가정 시 ROE 영향 추정



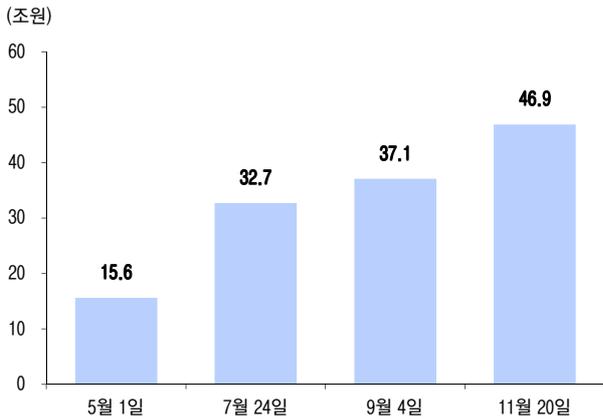
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 2020년 일자별 시중은행 대출 만기연장 규모



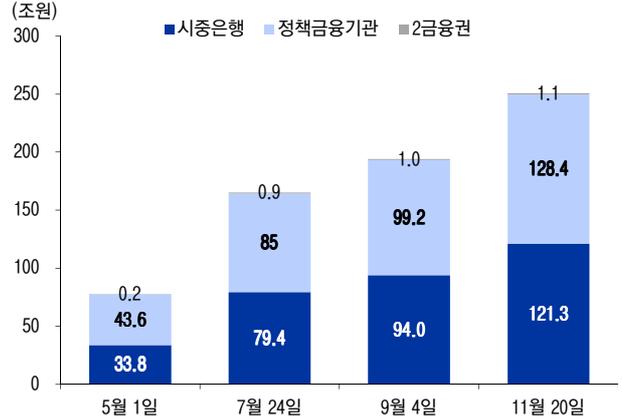
자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 2020년 일자별 시중은행 금융지원 신규대출 규모



자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 2020년 일자별 전금융권 금융지원 규모



자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 대출 및 보증(정책금융기관)에 대한 신규대출과 만기연장 합산

중소상공인(자영업) 대출 부실 규모가 관건

특히 코로나19 여파로 가장 큰 타격을 입고 있는 중소기업(자영업자) 대출의 부실화 규모가 중요할 전망이다. 도소매업, 음식숙박업의 경우 최근까지도 매출감소 폭이 커지고 있으며 장기간 사회적 거리두기 조치로 부도 및 파산사태가 확대되고 있다. 실제로 전체 도소매업의 경우 적자상태에 놓인 자영업자 비중이 50%를 상회하는 것으로 알려져 있다.

자영업자의 경우 부채의존도가 높고 원리금상환능력(DSR) 등 재무건전성 지표가 열위에 있어 상대적으로 부실에 취약하다. 금융자산 대비 금융부채 비율이 120%에 달하고 DSR 역시 급여소득자에 비해 10%p 가량 높다. 원리금 분할상환이 아닌 이자만 납입하다가 만기에 일시로 원금을 상환하는 비중 또한 40%에 달한다. 현재와 같은 내수소비 위축과 사업소득 부진국면이 지속될 경우 대출의 부실화 가능성이 높다고 볼 수 있다.

정부와 금융당국은 최근 코로나 3차확산의 대응조치로 소상공인에 대한 추가적인 금융지원책을 발표했다. 집합금지 및 제한업종을 대상으로 시중은행 기준 3조원 규모의 추가대출을 지원하고, 기존 소상공인 대출(10조원 규모)에 대해서는 금리 및 보증료를 인하하는 방식이다. 정책자금 지원의 경우 보증서 기반의 대출형태를 갖고 있어 부실우려는 제한적이다.

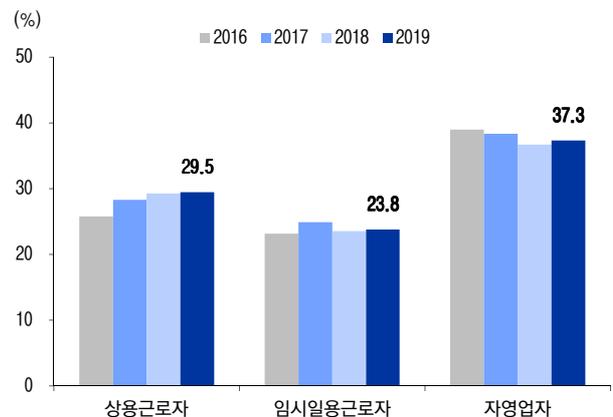
참고로 2020년 11월말 기준 예금은행의 개인사업자대출 규모는 384조원이며 2020년 연초 대비 46조원(+13%) 큰 폭으로 증가했다. 코로나19 여파에 따른 운영자금 확보의 필요성이 높은데다 정책금융 지원이 이어지고 있어 2021년에도 증가세는 높게 유지될 전망이다.

그림32 가구 종사상 지위별 금융부채/금융자산 비율



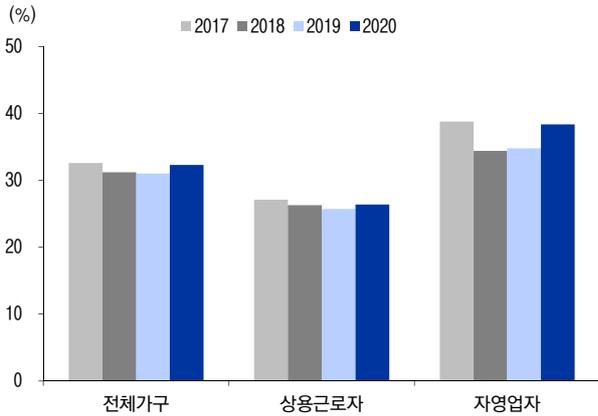
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 가구 종사상 지위별 DSR 추이



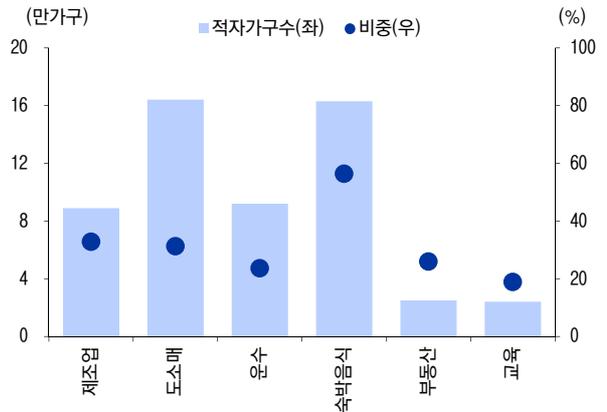
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 가구 중사상 지위별 대출 일시상환 비율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 업종별 적자 자영업 가구 현황



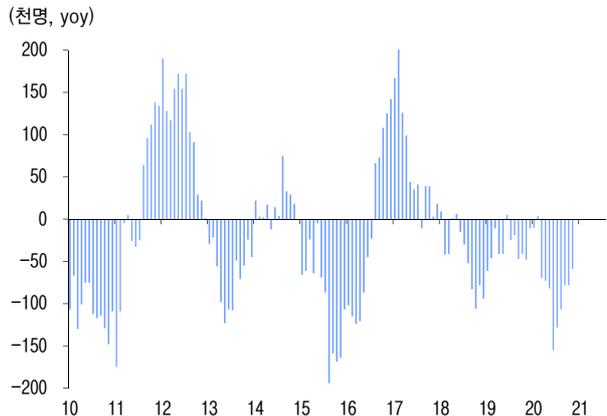
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 도소매, 음식숙박업 생산지수 증가율



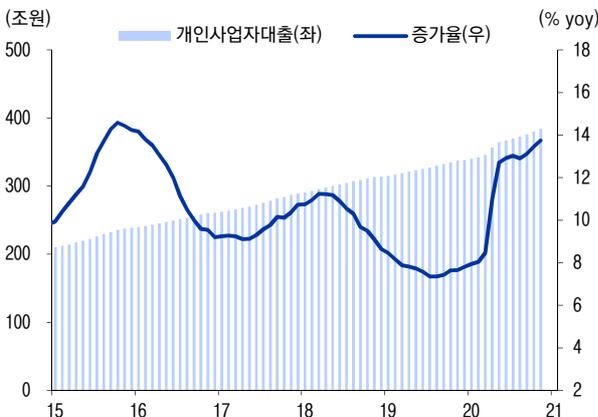
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 자영업자 순증 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 예금은행 개인사업자대출 규모와 증가율(yoy)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 소상공인 추가 금융지원 프로그램('20.12.29)

	범용 프로그램	전용 프로그램(별도 신청 가능)	
	시중은행, 잔여 3.6조원 「소상공인 2차 금융지원 프로그램」	시중은행, 3조원 「집합제한업종 임차 소상공인 특별지원 프로그램」	소신공, 1조원 「집합금지업종 용자 프로그램」
집합금지		X	O (1.9% 고정, 최대 1,000만원)
집합제한	O (최대 2,000만원)	O (보증료 감리인하, 최대 1,000만원)	X
그 외		X	X

자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

업종 주가는 자영업 대출의 상당부분 부실 가능성을 이미 반영

우리는 현재 은행업종 주가는 이미 자영업 대출의 부실화 가능성을 상당부분 반영한 수준으로 평가한다. 시중은행의 자영업 대출 규모는 평균 55조원에 달하고 총대출의 22%를 차지한다. 하지만 전체 자영업 대출 가운데 절반 가량이 부동산(임대업)으로 구성되어 있고, 기타 업종의 경우도 담보(부동산, 보증서) 비율이 높아 순수 신용대출의 비중은 12% 수준에 불과하다. 따라서 실제 자영업자 대출이 상당부분 부실화 된다 해도 은행권의 최종적인 손실인식 규모는 크게 줄어든다.

가령 코로나19가 지속 확산되어 전체 자영업 대출의 30% 가량을 차지하는 도소매업과 음식숙박업 전체가 부실화 된다는 극단적인 가정을 해도 시중은행의 손실 규모는 평균 1.9조원 수준이다. 업종 전체로 보면 약 11조원인데 2020년 상반기 중 이미 은행주 합산 시가총액이 20조원 이상 하락한 바 있고, 현재도 코로나19 이전 대비로는 시총이 5조원 가량 낮은 상태다. 따라서 현재 은행주의 가치하락은 다른 요인을 배제하면 전체 자영업 대출의 15% 내외 부실화 가능성, 혹은 전체 도소매업 및 음식숙박업의 절반 가량의 부실 가능성을 이미 반영하고 있는 수준으로 평가할 수 있다.

은행별로 보면 자영업 대출의 절대규모 뿐 아니라 담보(보증)가 차지하는 비율 또한 최종손실 규모를 판별하는데 중요한 요소이다. 가령 국민은행(KB금융)의 경우 개인사업자대출의 절대규모는 75조원으로 가장 높으나, 담보비율이 94%에 달해 신용부분의 규모는 4.5조원으로 대형은행 가운데 우리은행 다음으로 적다.

표4 코로나 사태 관련 은행권 신용위험 규모 추정(단위: 십억원)

시가총액	신한	KB	하나	우리	기업	BNK	DGB	JB	합계
2020-01-01	20,557	19,813	11,079	8,378	6,810	2,497	1,204	1,081	71,420
2020-06-30	13,725	14,117	8,107	6,363	5,366	1,630	864	934	51,105
2021-01-13	17,665	19,668	12,070	7,259	6,559	1,965	1,243	1,131	67,560
'20년 상반기(20.1.1~6.30) 시총 감소분	-6,831	-5,697	-2,972	-2,015	-1,445	-867	-340	-148	-20,315
'20년 하반기 이후(20.7.1~) 시총 증가분	3,940	5,551	3,963	896	-107	335	379	197	15,155
'20년초 ~ 현재(21.1.13)까지 시총 변화	-2,892	-145	991	-1,119	-1,551	-532	39	50	-5,160

개인사업자 대출 규모	신한	KB	하나	우리	기업	BNK	DGB	JB	합계
개인사업자 대출 합계	52,680	75,119	48,754	46,282	53,202	21,692	12,587	9,555	319,871
담보/보증 비율	84.0%	94.0%	82.5%	92.1%	88.2%	88.2%	88.2%	88.2%	88.2%
무담보(신용) 비율	16.0%	6.0%	17.5%	7.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
무담보(신용)규모	8,429	4,507	8,532	3,656	6,304	2,571	1,492	1,132	36,623
부실화를 가정(신용)									
10%	843	451	853	366	630	257	149	113	3,662
20%	1,686	901	1,706	731	1,261	514	298	226	7,325
30%	2,529	1,352	2,560	1,097	1,891	771	447	340	10,987

주: 1) 기업은행의 시가총액 변화는 2020년 중 1.3조원의 유상증자 감안한 수치

2) 기업은행과 지방은행의 자영업대출 규모는 도소매/음식숙박/부동산임대업 합산 수치. 무담보(신용) 비중은 4개 시중은행 평균치를 적용

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

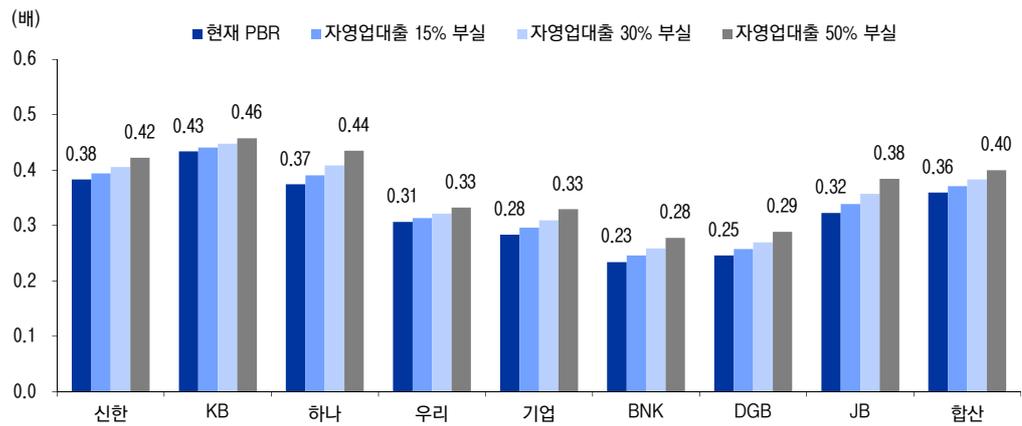
자영업자 대출 부실 가능성 감안해도 PBR은 여전히 낮아

은행별 자영업 대출의 대규모 부실 시나리오를 가정해도 여전히 업종 주가는 저평가 영역으로 판단한다. 회사별 2021년 예상 자본총계(신종증권 제외) 대비 현재 시가총액으로 단순 계산한 합산 PBR은 0.36배이다. 8개 은행지주 자영업 대출의 신용부문을 합산하면 36.6조원으로 합산 자본총계의 19%로 적지 않은 규모이다.

최악의 시나리오를 상정해 전체 자영업 대출의 50%가 부실화된다고 가정하고 이를 자기자본에서 차감해도 수정 PBR은 0.40배로 여전히 낮다. 대형 은행지주의 자본규모가 30~45조원에 달하고 자본적정성 또한 양호해 자영업 대출 평균 신용 익스포져 7조원 중 일부가 부실화 된다 해도 가치 하락에 미치는 영향은 제한적이기 때문이다.

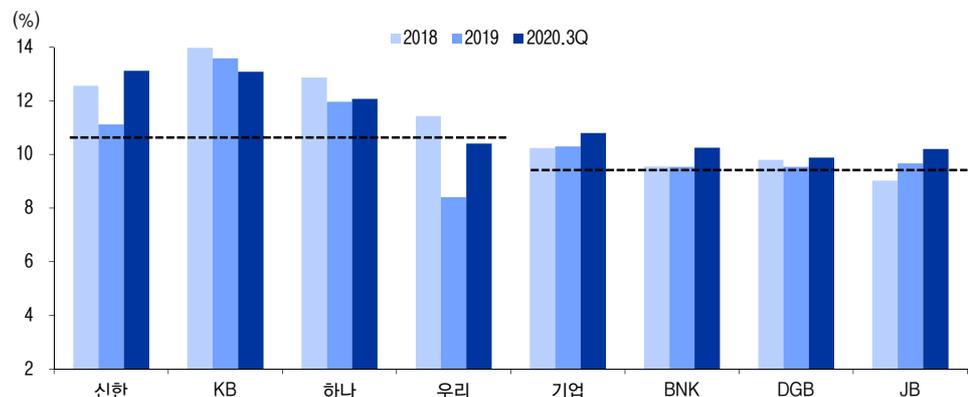
전체 은행권 자영업 대출의 15~30%가 부실화되는 매우 보수적인 가정을 해도 은행업 중 PBR은 0.37~0.38배로 여전히 낮게 나타난다. 결국 대규모 부실이 현실화될 경우 일시적인 실적 부진과 수익성 하락 요인으로 작용할 수는 있으나 은행주의 가치훼손에 따른 주가 급락 가능성은 낮다고 판단한다.

그림40 자영업 대출 부실 시나리오에 따른 은행지주별 PBR



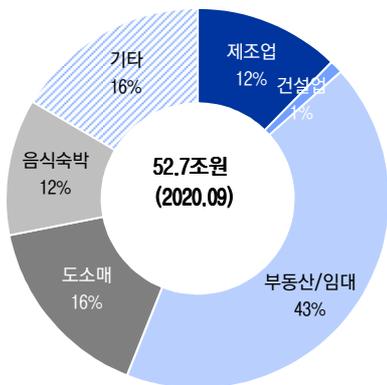
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 은행지주별 보통주자본비율 추이



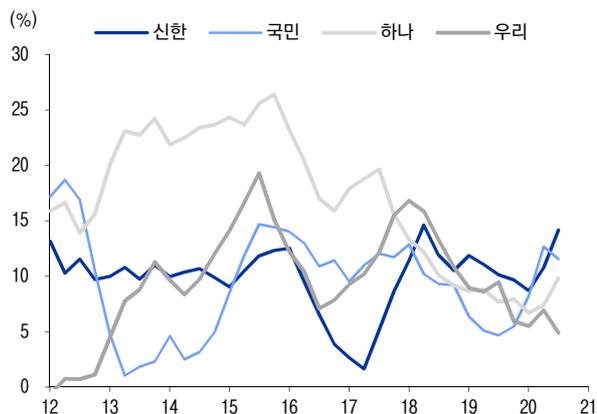
자료: 이베스트투자증권 리서치센터. 점선은 최대 규제비율

그림42 신한은행의 소호대출 구성



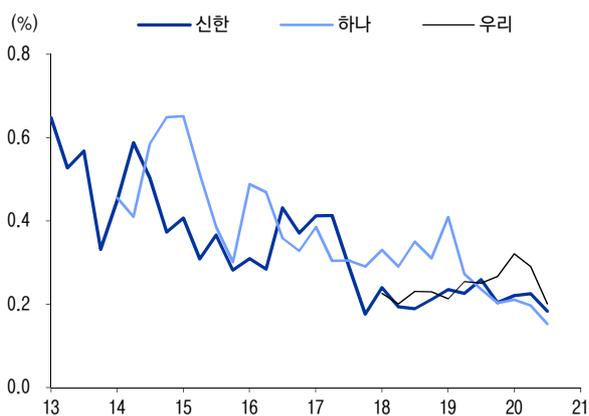
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 은행별 소호대출 증가율



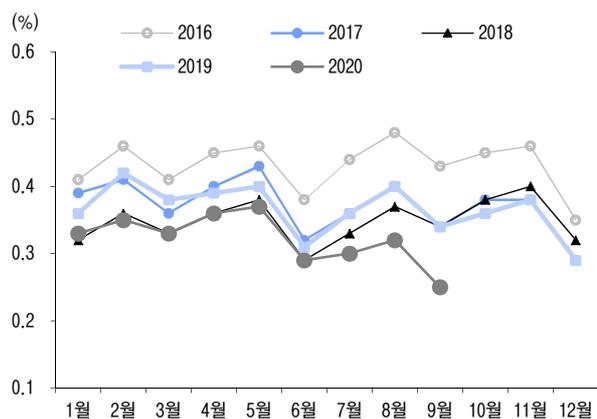
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 은행별 소호대출 연체율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 개인사업자대출 월별 연체율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대손비용 완만한 상승 예상

2021년 대손비용 +9%, 대손율 41bp (+2bp) 전망

2020년 3분기 누적 8개 은행지주의 합산 대손비용률은 38bp를 기록 중이다. 총당금 환입효과 소멸과 2분기 중 코로나19 관련 총당금 적립으로 전년동기대비로는 회사별로 대손율이 4~12bp 상승했으나 여전히 역대 최저 수준에 머물러 있다. 4분기 중 보수적 총당금 적립이 예상되나 규모는 크지 않을 것으로 보여 2020년 연간 대손율 또한 그룹 기준 39bp로 낮게 유지될 것으로 보인다.

2021년 대손율은 평균 41bp로 2020년 대비 2bp 상승할 것으로 예상된다. 2020년 경기악화에 따른 후행적 대손부담 확대와 코로나19 관련 원리금 상환유예조치 종료로 대손비용이 8.9% 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 부문별로는 소상공인(자영업자)과 한계 중소기업 위주로 대손율이 상승할 것으로 보인다.

2021년 대손율의 상승 폭은 우려 대비 크지 않을 전망이다. 2020년 코로나19 관련 일부 총당금을 선제적으로 인식한데다 2021년에도 한계차주에 대한 금융지원 조치가 이어질 것으로 보이고, 완화적 통화정책 기조가 이어지면서 대출금리의 상승 폭이 제한될 것으로 예상되기 때문이다. 대신 완만한 대손비용의 증가 사이클은 유동성 여건 변화와 맞물려 2022년까지 연장될 가능성이 높다고 판단한다.

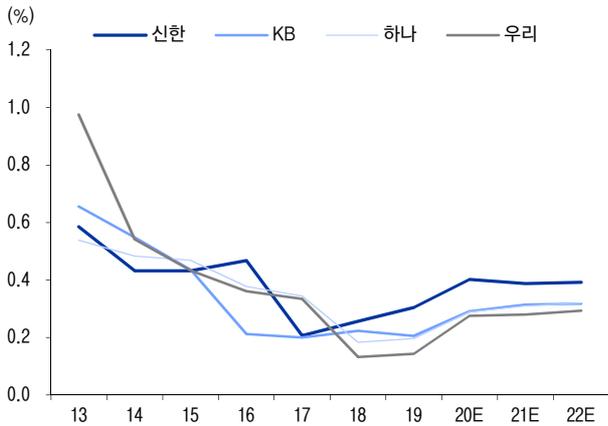
건전성 지표 중요도 높아질 것

2021~22년 예상되는 대손비용 상승 국면에서 은행별 대손관리 역량의 중요도가 크게 부각될 것으로 예상된다. 자산건전성 지표가 우수하고 보수적 총당금 적립 등을 통해 충분한 손실흡수 능력을 보유하고 있는 은행지주의 경우 실적과 수익성 관리에 보다 유리할 것으로 보인다.

2020년 3분기 현재 주요 은행의 연체율과 고정이하여신비율은 역대 최저수준을 기록 중이다. 경기악화에도 큰 폭의 금리하락과 유동성 공급, 금융지원 조치로 표면적인 건전성 지표는 개선추세를 이어가고 있다.

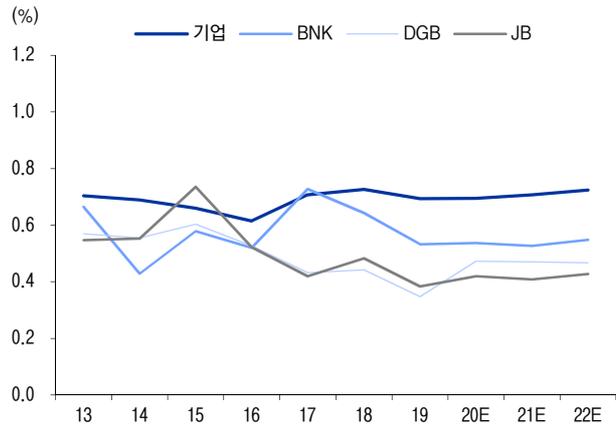
차주의 실질적인 재무여건과 은행권의 대손관련 지표와의 괴리가 확대된 현재와 같은 국면에서는 향후 대출자산의 부실 가능성을 판별함에 있어 보수적 접근방식이 보다 유리할 것이다. 즉, 고정이하여신비율 보다는 요주의이하여신비율, 고정이하여신비율 대비 총당금 적립비율(커버리지비율) 보다는 요주의이하여신 대비 커버리지비율 등 보수적 건전성 지표의 중요도가 높아질 전망이다.

그림46 시중은행(지주) 대손비용률 추이 및 예상



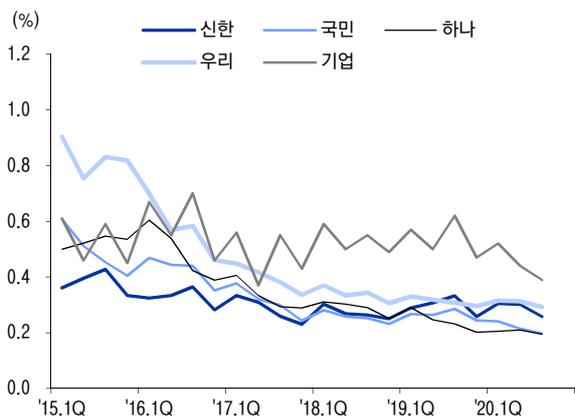
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 지방은행(지주) 대손비용률 추이 및 예상



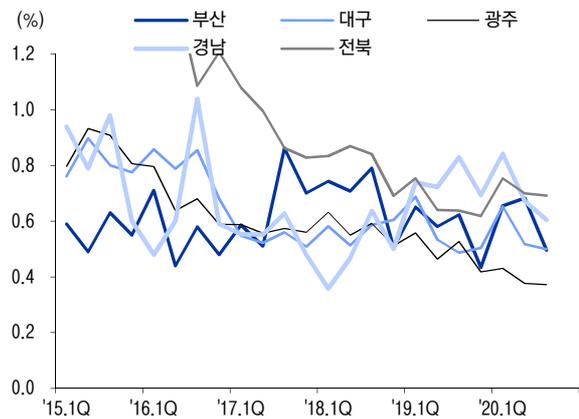
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 시중은행 연체율 추이



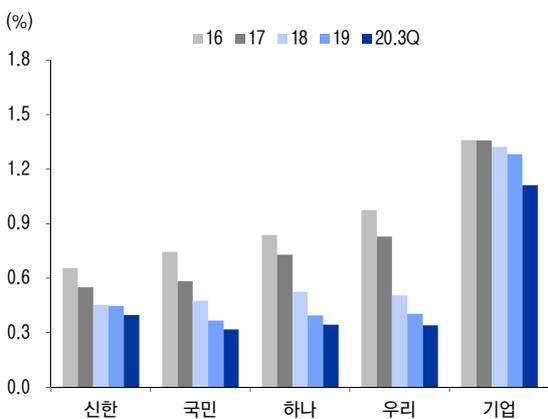
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 지방은행 연체율 추이



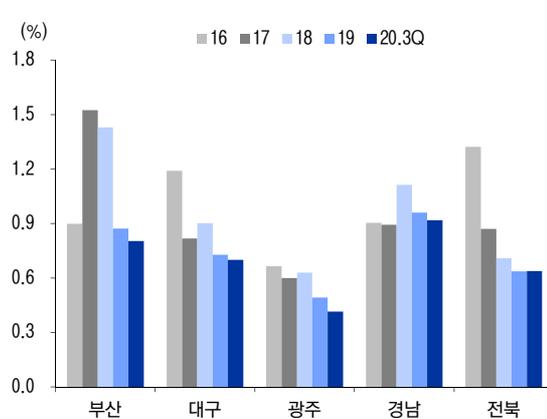
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 시중은행 고정이하여신비율



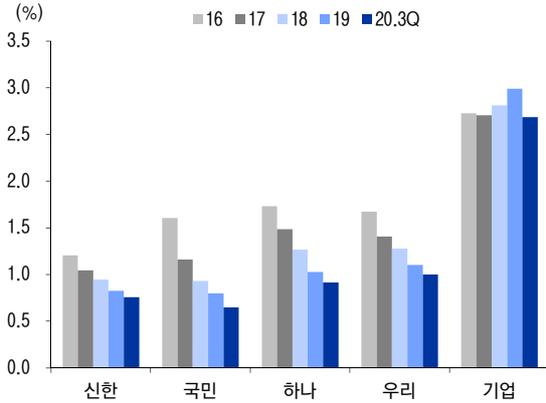
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 지방은행 고정이하여신비율



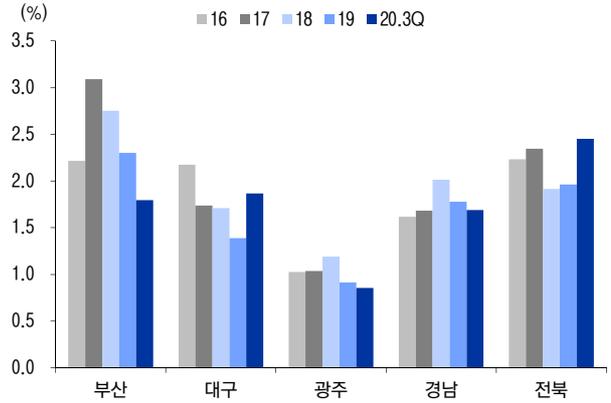
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 시중은행 요주의이하여신비율



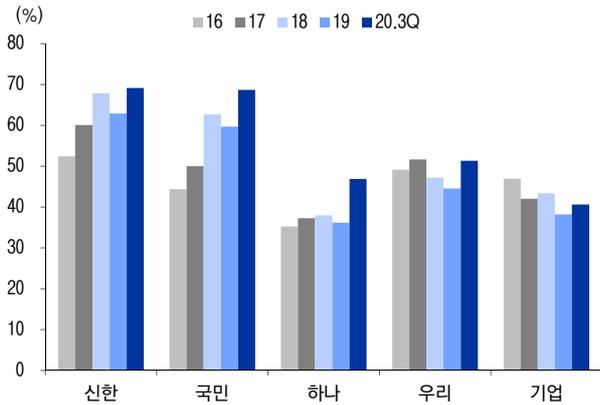
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 지방은행 요주의이하여신비율



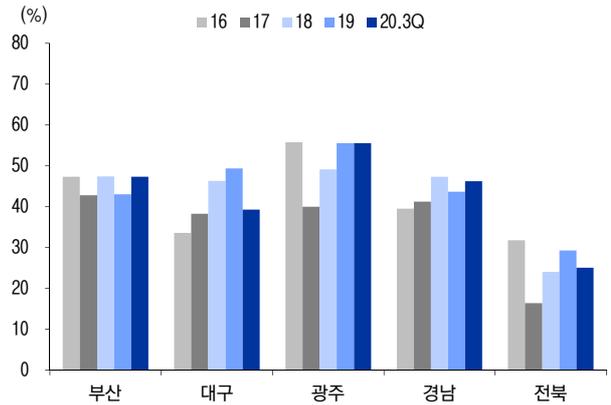
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 시중은행 총당금 커버리지비율(요주의이하여신대비)



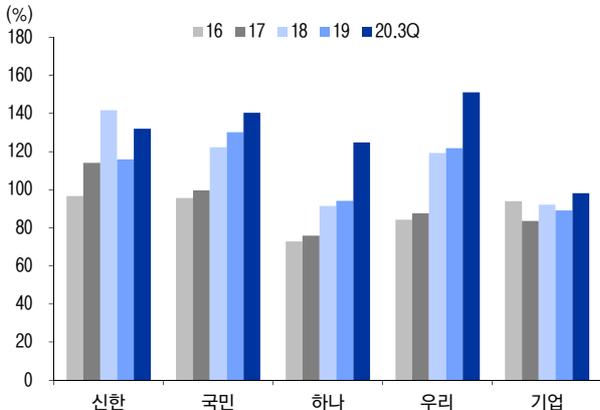
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 지방은행 총당금 커버리지비율(요주의이하여신대비)



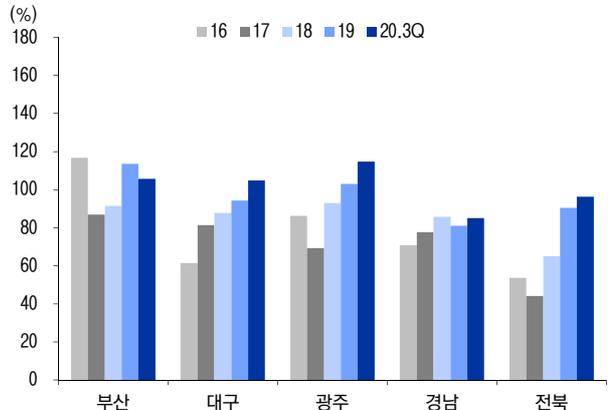
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 시중은행 총당금 커버리지비율(고정이하여신대비)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 지방은행 총당금 커버리지비율(고정이하여신대비)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

순이자마진 안정: 2021년 은행주의 가장 긍정적 투자포인트

2020년 NIM -15bp, 2021년 -2bp 예상

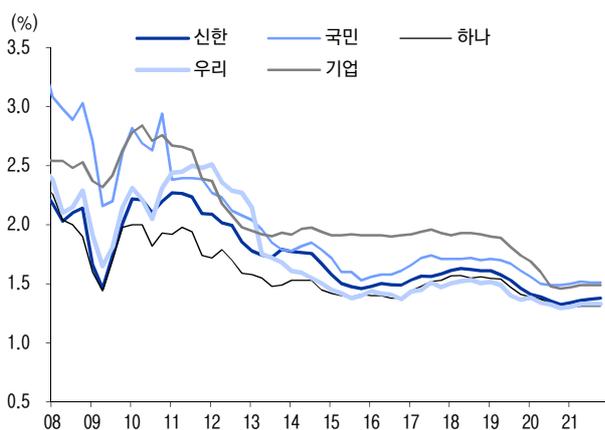
2020년 3분기 누적 시중은행의 평균 NIM은 1.40%로 2019년 1.54% 대비 14bp 하락했다. 코로나19 확산 직후인 3월과 5월 각각 50bp, 25bp 기준금리 인하가 단행되면서 은행권의 순이자마진이 크게 축소되었다. 4분기에도 NIM 하락세는 이어질 것으로 보여 2020년 연간 순이자마진은 2019년 대비 15bp 하락이 예상된다.

하지만 2021년 NIM은 2020년 대비 2bp 하락에 그칠 것으로 예상된다. 2020년 하반기 이후 추가적인 금리인하 가능성이 소멸되면서 시장금리가 상승흐름을 보이고 있으며 분기 중 순이자마진 하락 폭 또한 축소되고 있다. 2021년 상반기에는 소폭이나마 기술적 NIM 반등이 가능해 보인다. 대출금리 하락세는 일단락되는 반면 예금금리 하락이 본격화되고 저원가성 수신규모가 확대됨에 따라 조달금리가 하락효과가 크게 나타날 것으로 예상되기 때문이다.

특징적인 부분은 가계대출을 중심으로 가산금리가 확대되고 있다는 점이다. 주택담보대출의 경우 이미 가산금리 수준은 2018년 상반기 이후 가장 높게 형성되어 있으며, 최근 신용대출 역시 규제가 강화되면서 가산금리 확보에 유리한 여건이 조성되어 있다.

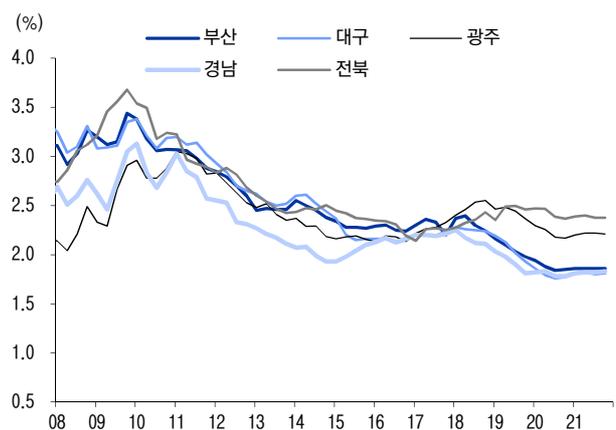
다만 기업대출의 경우 저금리 정책대출 지원이 지속되고 있고 기준금리 인상을 기대하기 힘든 여건을 감안하면 2021년에도 수익성 회복이 쉽지 않아 보인다. 따라서 은행별로 볼 때 2020년에 이어 2021년에도 가계대출의 취급비중이 높은 시중은행이 기업은행이나 지방은행에 비해 상대적으로 마진관리에 유리할 것으로 예상된다.

그림58 시중은행 순이자마진 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 지방은행 순이자마진 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 가계 주택담보대출 가산금리 추이



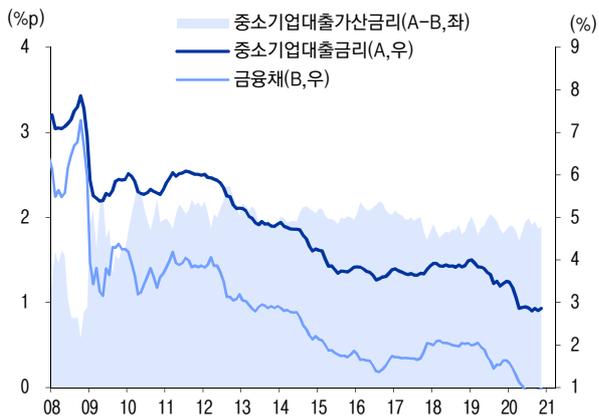
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 가계 신용대출 가산금리 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 중소기업대출 가산금리 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 부문별 신규 대출 금리



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 부문별 신규 조달금리



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 부문별 수신 증가율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대출성장률 둔화 예상되나 이자이익 확대 가능

2020년 12%, 2021년 5~6% 대출증가율 전망

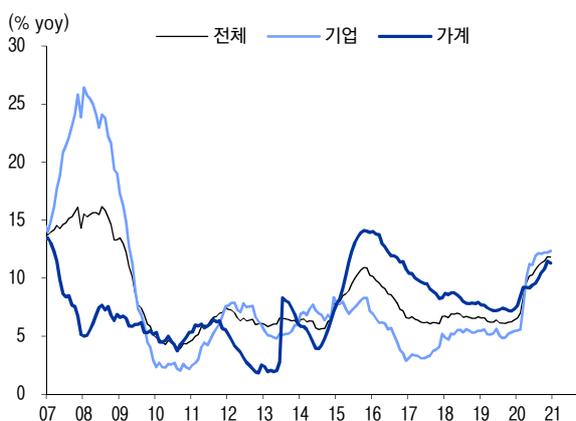
2020년 11월 누적 예금은행의 총대출 증가율은 11.6%를 기록했으며, 12월 중 기업대출 감소와 가계 신용대출 억제로 대출 증가 폭이 둔화되었음을 감안하면 2020년 연간 대출성장률은 12% 수준이 예상된다. 통상 경기악화 시기에는 가계소비 위축과 기업투자 부진으로 대출성장세가 둔화되는 것이 일반적이다. 하지만 2020년에는 급격한 경기 충격으로 인한 기업의 유동자금 수요 확대, 정부의 적극적 금융지원, 자산가격 상승에 따른 가계대출 증가로 대출증가율이 2008년 이후 가장 높은 수준을 기록했다.

2021년 은행권 대출증가율은 5~6%로 둔화될 것으로 예상된다. 금융지원 조치 축소와 가계대출 규제 강화로 대출성장률이 명목 경제성장률 수준을 크게 상회하기는 힘들 것으로 예상되기 때문이다. 저금리 기조와 우호적 유동성 환경, 자산가격 상승추세로 대출 수요는 여전히 높게 유지될 것으로 보이나 가계대출 규제기조 강화가 대출성장의 제약 요인으로 작용할 가능성이 높다.

실제로 2020년 11월말 시행된 고액 신용대출 규제조치가 2021년에도 이어지는 가운데, 1분기 중에는 DSR 강화를 중심으로 하는 가계부채 관리방안 발표가 예정되어 있다. 향후 코로나19 상황이 진정될 경우 가계대출 규제강도가 본격적으로 강화될 것으로 예상된다.

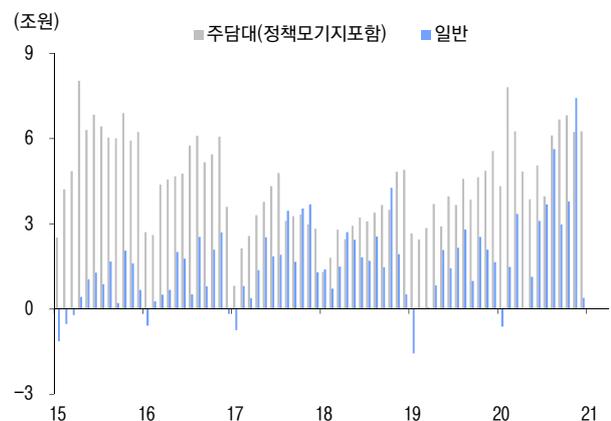
다만 2021년 대출성장률이 둔화된다고 해도 규제강화 효과로 가계대출을 중심으로 가산 금리가 상승할 가능성이 높기 때문에 은행권의 이자이익 확보에는 오히려 긍정적 영향이 예상된다. 순이자마진 안정과 2020년 큰 폭의 대출성장에 따른 평잔확대 효과로 2021년 이자이익은 2020년에 비해 4.5% 증가할 것으로 전망한다.

그림66 예금은행 대출증가율 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 가계대출 부문별 순증



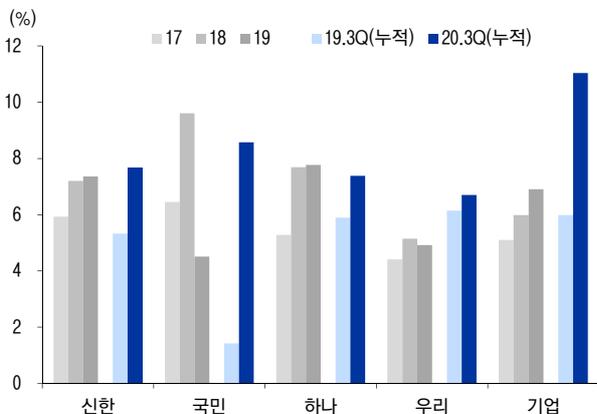
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 신용대출 등 가계대출 관리방안 주요내용(20.11.13)

[즉시 추진과제]
I. 은행권의 자율적 신용대출 관리 강화 (11.16 시행)
① 은행별 자체 신용대출 취급 관리목표 수립 준수
② 소득 대비 과도한 신용대출(예: 연소득 2배 초과 등)이 취급되지 않도록 관리 강화(상시 점검)
II. 고액 신용대출 중심의 차주 상환능력 심사강화 (11.30 시행)
① 은행권의 고위험 대출을 보다 엄격하게 관리하기 위하여 高DSR 대출비중* 관리기준 하향('21.1분기말 점검)
* 지난 1년간 분기별 高DSR 대출비중 평균을 감안하여 목표 수준 하향 (방안) 조정전(70%초과 / 90%초과) : 시중 15 / 10, 지방 30 / 25, 특수 25 / 20 → 조정후(70%초과 / 90%초과) : 시중 5 / 3, 지방 15 / 10, 특수 15 / 10
② 차주단위 DSR(은행 40% / 비은행 60%) 적용대상*을 고소득자의 고액 신용대출까지 확대 (현행) 투기지역·투기과열지구 內 시가 9억원 초과 주택을 담보로 주담대 실행시 (개선) 현행 + 연소득 8천만원 초과 고소득자가 총 신용대출 1억원 초과시
③ 과도한 레버리지를 활용한 자산시장 투자수요를 억제할 수 있도록 고액 신용대출(누적 1억원 초과)의 사후 용도관리 강화 - 규제 시행 이후 신용대출 총액이 1억원 초과시, 해당 차주가 1년 內 주택을 구입(전체 규제지역 內)하는 경우 해당 신용대출 회수
[장기 추진과제]
◇ 상환능력 위주 대출심사가 이루어질 수 있도록 DSR 강화를 중심으로 하는 가계부채 관리 선진화 방안 마련(내년 1분기)
○ 코로나19 위기가 안정되는 대로 점진적·단계적 시행 추진
검토방안(1) 차주 상환능력 심사제도 로의 전환 - 현행 금융기관별 DSR의 차주단위 DSR로의 단계적 전환 - 현행 주담대 취급시 적용중인 DTI의 DSR로 대체
검토방안(2) 현행 포트폴리오 DSR 규제를 선진국 수준으로 강화 - 업권별 특성을 감안하여 관리기준의 단계적 강화(40%대) 계획 수립
검토방안(3) 현재 획일적인 DSR 산정방식을 차주의 실제 상환능력이 반영될 수 있도록 합리화 - (생애소득주기 고려) 미래 소득창출 가능성이 높은 청년층에 대해 미래예상소득을 추가적으로 감안 - (소득파악체계 개선) 소득파악이 어려운 차주의 소득을 추정하기 위한 보조지표·대안 등을 적극 개발
검토방안(4) 예대출 등 규제 유연화 조치 정상화

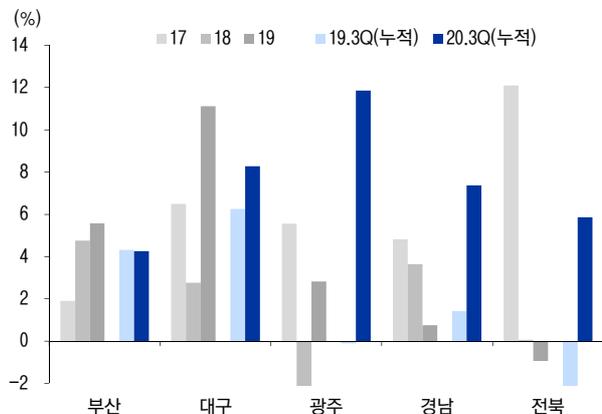
자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 시중은행 대출 증가율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 지방은행 대출 증가율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

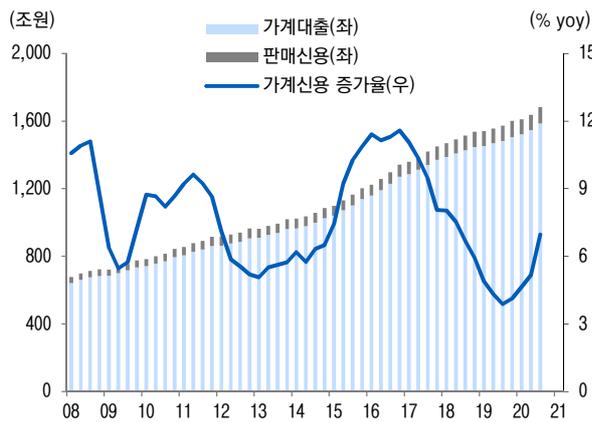
가계부채 논의 재부상이 예상되는 2021년

2020년 3분기말 금융권 가계신용(가계대출+판매신용) 잔액은 1,682조원을 기록했다. 4분기에도 큰 폭으로 가계대출이 증가했음을 감안하면 현재 가계부채 규모는 1,700조원을 상회하며 GDP대비 90%를 넘어선 것으로 추산된다.

3분기 중 가계신용 순증 규모는 44.9조원으로 2016년 4분기(+46.1조원)에 이어 역대 두번째로 크게 나타났다. 4분기 들어서는 은행권 가계대출 증가율이 더욱 확대되면서 가계부채 증가 폭이 역대 최대치를 기록할 가능성이 높아 보인다.

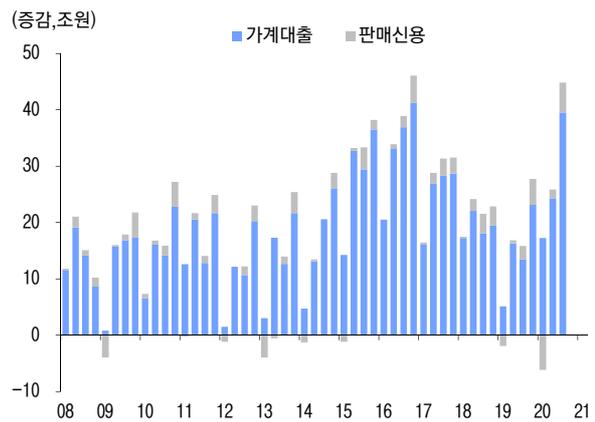
문제는 최근 들어 가계부채와 소득간의 괴리가 재차 벌어지고 있다는 점이다. 경제 전체로 봐도 명목경제성장률과 대출증가율의 격차가 지속 확대되고 있다. 2021년 1분기 중 발표될 것으로 보이는 가계부채 대책 역시 이러한 금융불균형 심화를 억제하기 위한 정책조치의 일환으로 볼 수 있다.

그림70 가계신용 규모와 증가율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 가계신용 분기별 순증 추이



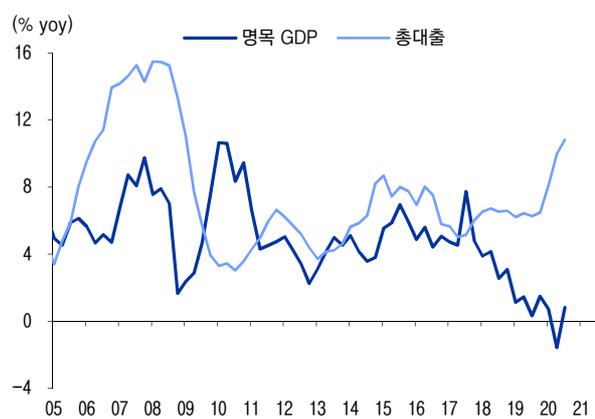
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 가계부채(가계신용) 증가율과 가계소득 증가율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 명목 GDP 증가율과 총대출 증가율



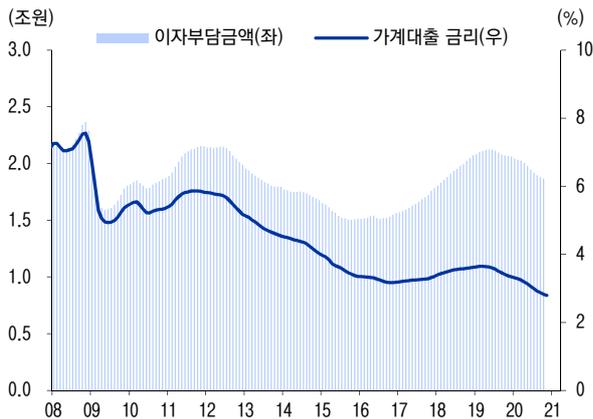
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

가계부채 억제 조치 시사점 1) 금리정책 운용 제약

우리는 2021년 가계부채 통제기조가 강화됨에 따라 통화당국의 금리정책 운용에 제약이 불가피할 것으로 예상하고 있다. 은행권 가계대출 증가율이 10%를 상회하고 DSR 강화 등 가계부채 관리방안이 시행되는 시점에서 추가적인 기준금리 인하 가능성은 소멸된 것으로 보는 것이 합리적이다.

하지만 반대로 높아진 가계부채 부담과 취약한 경기여건을 감안하면 정책금리 인상에 따른 부담 또한 크게 확대된 상태로 판단한다. 가계부채 총량이 급증한 현 상황에서 기준금리를 인상할 경우 발생할 리스크 수위 또한 매우 높아진 상태로 보이기 때문이다. 현재 예금은행의 가계대출의 평균잔액과 가중평균금리로 산출한 연간 이자비용은 약 22조원(월간 1.9조원)이다. 가계대출 금리가 25bp 상승할 경우 현재와 같은 10% 수준의 대출증가세가 지속된다고 가정하면 연간 이자비용은 20%(4.4조원)나 증가하게 된다. 결국 금리인상은 가계대출 증가세가 충분히 둔화된 이후에나 가능할 전망이다.

그림74 예금은행 월별 가계대출 이자부담 규모 추정



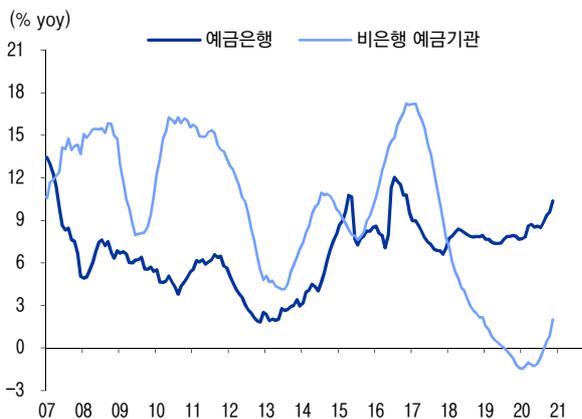
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 금리변화에 따른 가계 이자부담 변화율 추정

		가계대출 금리(%)				
		-25bp	+0bp	+25bp	+50bp	+100bp
가계대출 증가율(%)	0%	-8.9	0.0	8.9	17.7	35.5
	2%	-7.0	2.0	11.0	20.1	38.2
	4%	-5.2	4.0	13.2	22.4	40.9
	6%	-3.4	6.0	15.4	24.8	43.6
	8%	-1.6	8.0	17.6	27.1	46.3
	10%	0.2	10.0	19.8	29.5	49.0

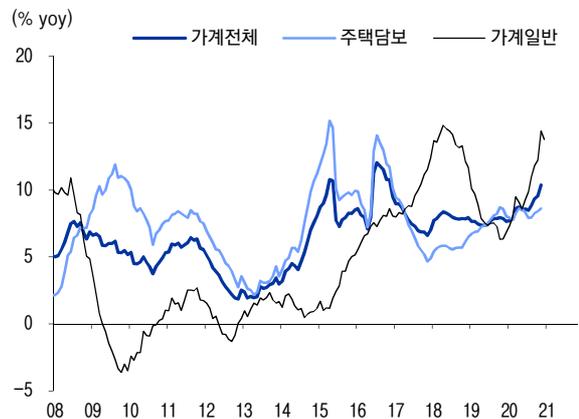
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 예금은행과 비은행예금기관 가계대출 증가율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 예금은행 가계대출 부문별 증가율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

가계부채 억제 조치 시사점 2) 취약차주 신용여건 악화

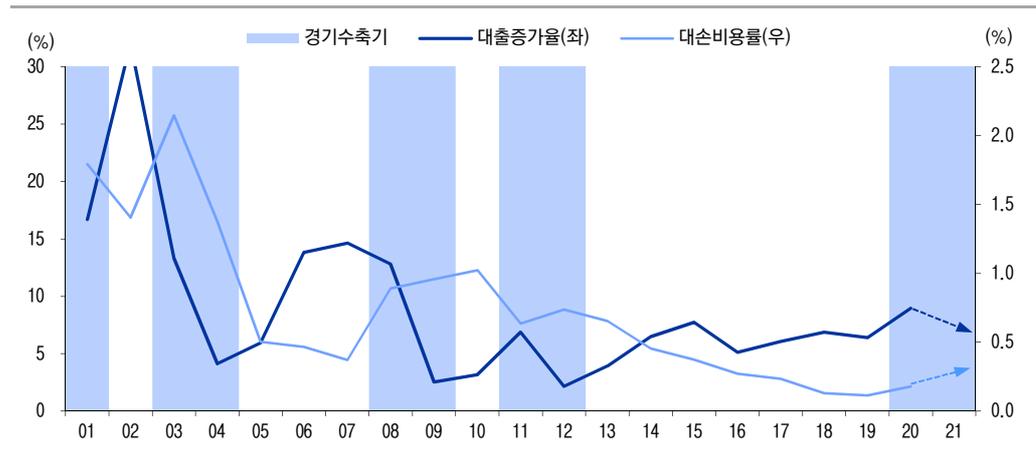
가계부채 억제 조치의 또 다른 영향으로는 대출공급이 축소되는 과정에서 재무건전성이 취약한 한계차주의 신용여건이 악화될 가능성이 높다는 점이다. 고신용 차주의 비중이 높은 은행의 경우 직접적인 손실발생 우려는 적을 것이다. 하지만 2금융권의 경우 주요 고객군인 중저소득층의 소득증가율이 상대적으로 저조한데다 리파이낸싱(차환)여건 악화 영향이 상대적으로 크게 나타남에 따라 부정적 신용환경에 직면할 수밖에 없다.

최근 가계대출의 특징 중 하나는 20~30대 청년층 대출이 크게 증가했다는 점이다. 또한 이러한 대출 중 상당부분은 부동산, 주식 등 자산시장으로 유입되었다. 자산가격이 지속 상승한데다 모바일 신용대출 등 디지털 채널이 발달하면서 청년층 대출공급 확대에 크게 기여한 것으로 보인다.

그런데 문제는 청년층의 경우 축적된 금융자산의 규모가 적고, 부채(대출)의 건전성이 자산가격 변동에 의존적이기 때문에 상대적으로 재무건전성이 취약하다는 점이다. 또한 20~30대는 소비성향이 가장 높은 계층임에도 높아진 부채부담으로 인해 소비여력이 제한되고 이는 또 다시 자영업자 혹은 내수소비에 의존하는 기업의 재무건전성에 악영향을 주는 파급효과를 갖는다.

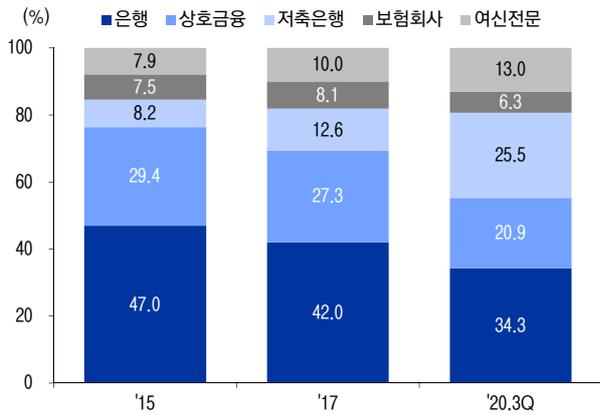
이렇듯 가계부채 억제조치에 따른 디레버리징 환경이 전개될 경우 은행권의 직접적 손실부담은 제한적일 수 있으나 일정부분 부정적 영향은 불가피할 전망이다. 궁극적으로는 대출성장 둔화압력이 대손부담 상승요인으로 작용할 가능성이 높다고 판단한다. 다만 이 시기는 2021년 상반기 보다는 하반기 혹은 2022년 이후가 될 것으로 예상된다.

그림78 일반은행 대출증가율과 대손비용률



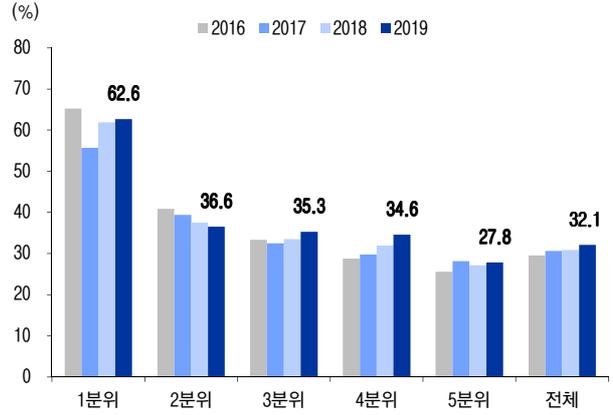
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 2020년 이후 경기수축기 진입 가정

그림79 업권별 중신용자 신용대출 비중



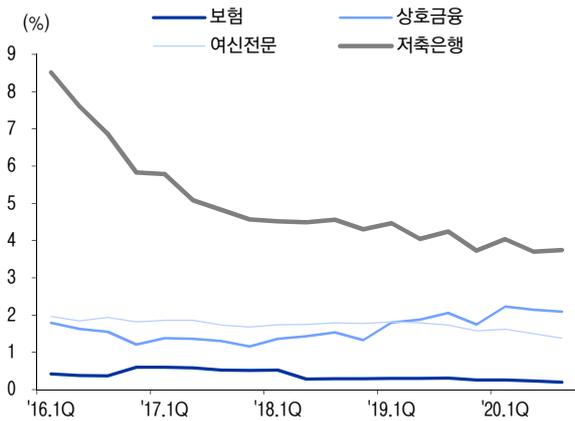
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 소득분위별 DSR



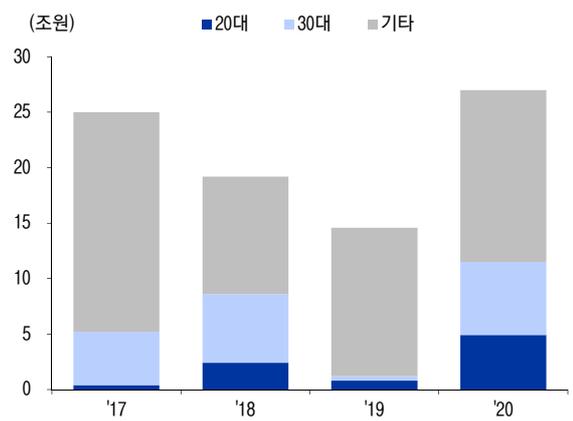
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 비은행 금융기관 연체율



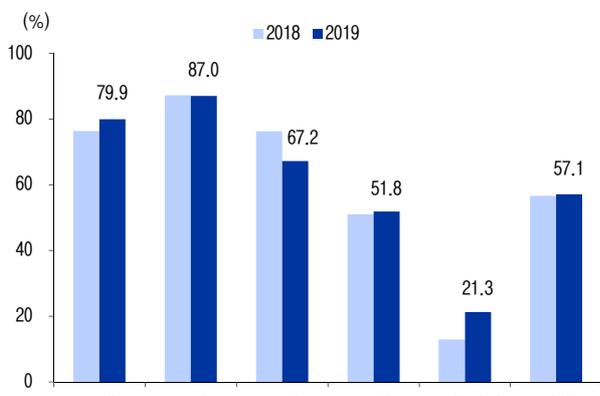
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 청년층 가계대출 분기평균 증감액



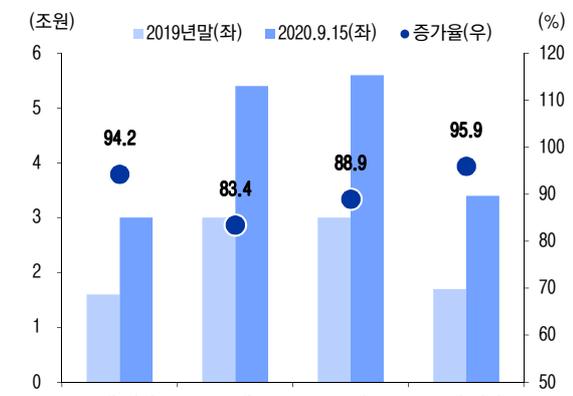
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 일반은행 연령대별 모바일뱅킹 이용비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 연령대별 신용용자 잔고 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 증권업종 전망과 주요 이슈

동학개미운동 열기, 2021년에도 식지 않을 전망

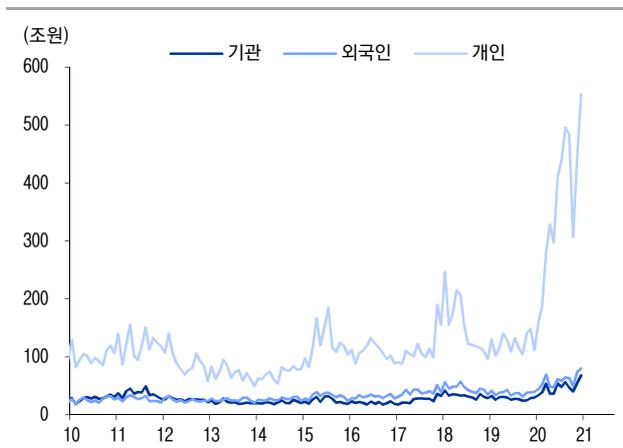
2020년 주식시장의 일평균 거래대금은 사상 최대치인 23조원을 기록해 2018~19년 평균 10조원에 비해 두 배 이상 증가했다. 2020년 하반기에는 지수상승과 함께 거래대금 규모가 28조원까지 확대되었다.

2020년은 동학개미운동으로 대표되는 대규모 개인자금의 증시유입이 나타난 한해였다. 개인의 거래비중은 77%를 기록해 최근 3~4년 평균 65%에 비해 크게 확대되었고, 활발한 거래를 동반한 개인자금의 특성을 반영해 코스피와 코스닥의 시가총액 회전율은 각각 200%, 950% 내외로 평년 대비 두 배 이상 상승했다.

동학개미운동의 열기는 2021년 들어 더욱 뜨거워지고 있다. 연초 KOSPI가 3,000pt를 돌파하면서 1월 중순 현재 일평균 거래대금은 40조원을 상회하며 규모가 더욱 급증한 상태다. 증시주변자금 흐름을 봐도 고객예탁금과 신용잔고 규모는 각각 70조원, 20조원을 상회하며 역대 최대치를 지속 경신 중이다.

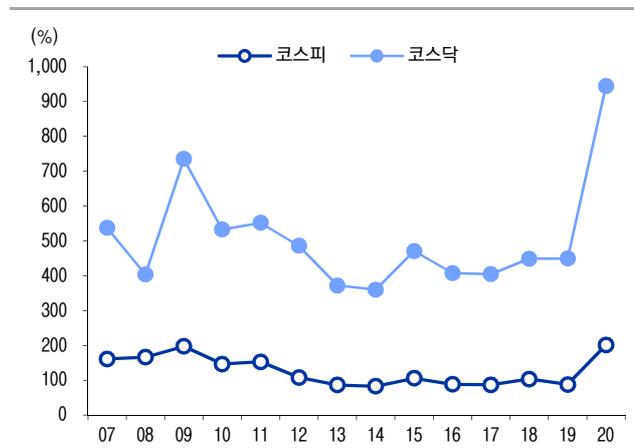
우리는 2021년에도 풍부한 유동성과 높은 위험추구성향을 바탕으로 주식시장으로의 활발한 자금유입이 나타날 것으로 예상하고 있다. 저금리 환경으로 자금이동의 민감도가 높아진 여건하에서 투자자산 가운데 주식의 상대매력도가 여전히 높다고 판단하기 때문이다. 규제심화로 인한 부동산의 기대수익률 하락, 금리 방향성 전환에 따른 채권 및 단기금융상품 매력 축소, 사모펀드 사태 여파에 따른 중위험중수익 금융상품 판매 위축 등을 감안하면 증시로의 자금유입 유인은 여전히 높다고 본다.

그림85 투자주체별 일평균 거래대금 추이



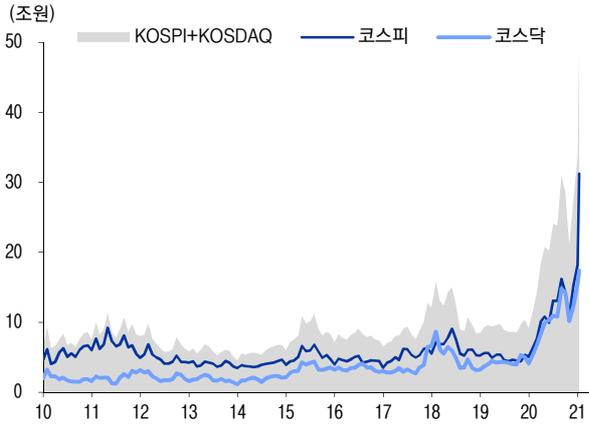
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 연간 시가총액 회전율 추이



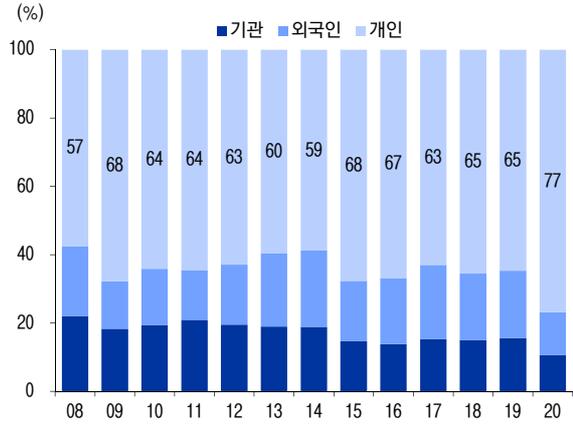
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 KOSPI와 KOSDAQ 일평균 거래대금



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 투자주체별 거래비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 고객예탁금 추이



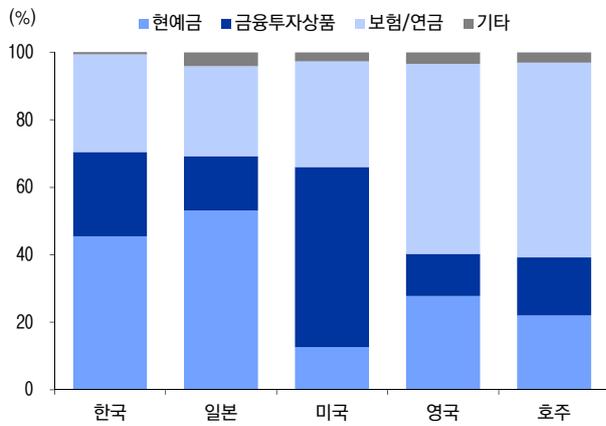
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 신용잔고 추이



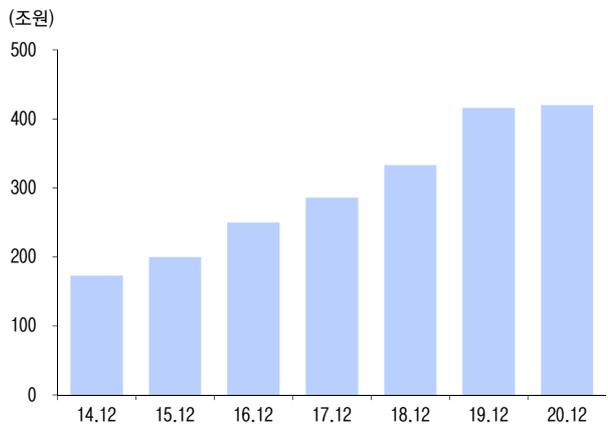
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 주요국 가계 자산구성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 사모펀드 설정잔고 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

브로커리지 수익비중 반등, 시장 영향력 확대 국면

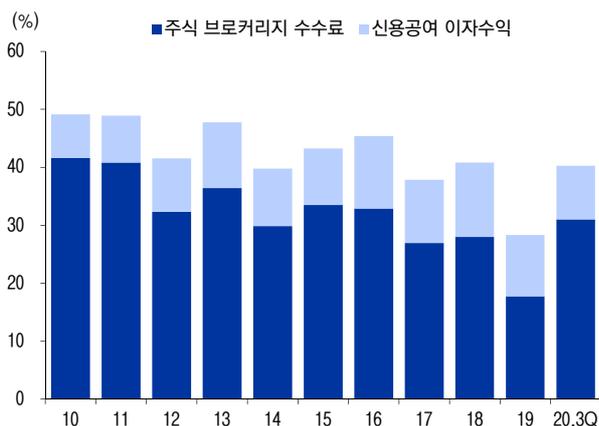
개인자금의 대규모 증시유입은 업종 내 브로커리지 수익비중 확대로 나타났다. 브로커리지 수수료가 전체 수수료수익에서 차지하는 비중은 과거 50% 이상에서 2019년 37%까지 하락했으나 2020년 들어서는 53%로 재차 확대되었다. 전체 순영업수익에서 주식 브로커리지 수수료가 차지하는 비중 역시 2019년 20%로 낮아졌으나 2020년에는 31%로 2016년 이후 가장 높은 수준을 기록했다.

수수료뿐 아니라 신용이자를 포함할 경우 브로커리지 관련손익의 비중은 더욱 높아진다. 신용이자는 전체 순영업수익의 약 10% 비중을 차지한다. 주식 브로커리지 수수료수익과 신용이자를 합산하면 2020년 기준 전체 브로커리지와 관련된 수익비중은 40%를 상회하게 된다.

이밖에도 ELS, PI 등 Trading 관련손익 역시 주가지수 혹은 특정 종목의 주가와 수익 규모가 연동된다. 따라서 주식시장과 직접적으로 연관된 전체 수익비중은 대형사 기준으로 최소 60~70%에 달하는 것으로 추산된다.

이러한 수익구조의 특성을 반영해 최근 증권업종 주가는 주식시장 환경변화에 더욱 연동된 모습을 보이고 있다. 특히 사모펀드 사태로 인한 금융상품 판매 위축과 코로나19 이후 IB부문 수익정체로 자산관리 및 기타 수수료수익 비중이 낮아짐에 따라 2021년에도 증권업종 수익성은 주식시장 및 브로커리지 부문의 영향력이 크게 작용할 것으로 예상된다.

그림93 증권사 브로커리지 관련 수익 비중 추이



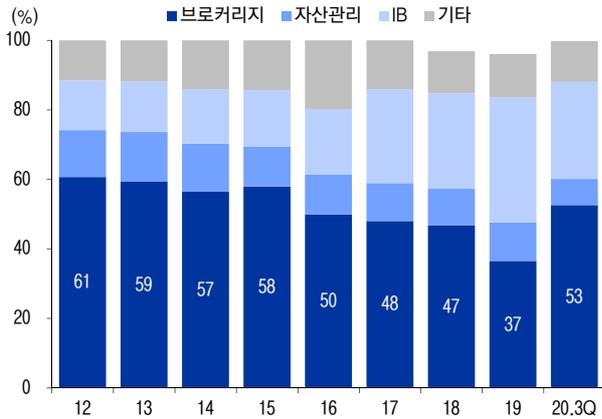
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 KOSPI와 증권업지수



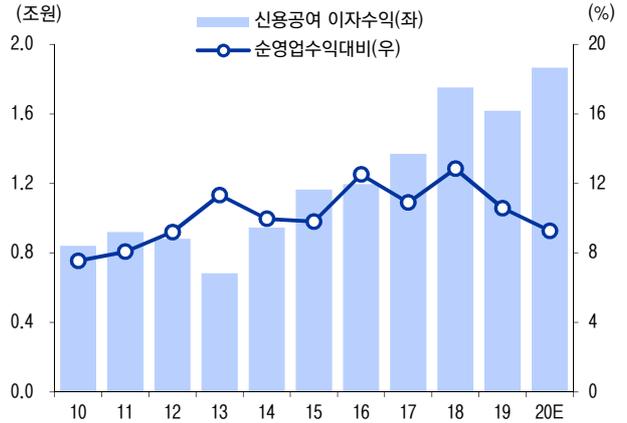
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 수수료수익 부문별 비중 추이



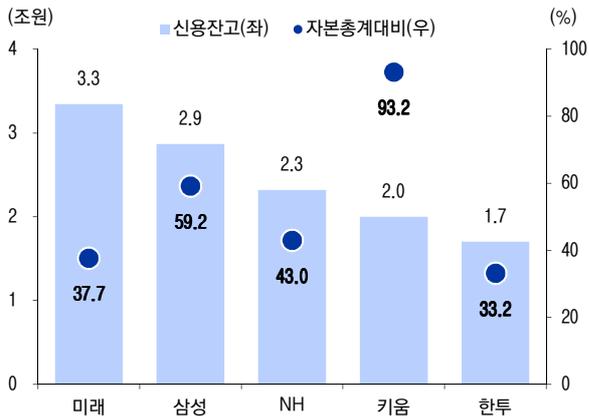
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 신용이자 수익규모와 비중



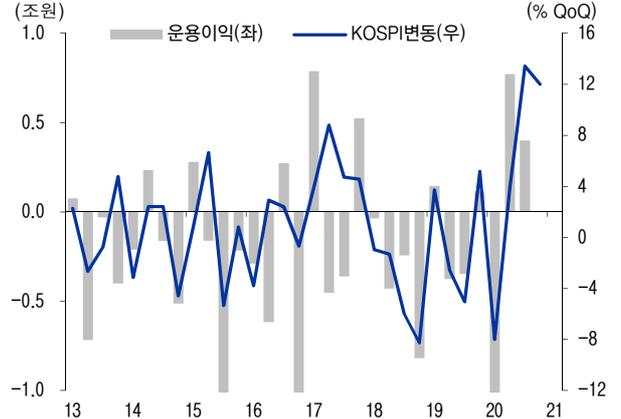
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 증권사별 신용잔고 규모



자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년 12월 17일 기준

그림98 운용이익과 KOSPI 변화



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

코로나19 진정 시 IB 수익 개선, 투자자산 건전성 우려 완화 예상

2020년 3분기 누적 커버리지 5개 증권사의 합산 IB 관련 수수료 수익은 1.1조원으로 전년동기와 동일한 수준을 기록했다. ECM 분야를 중심으로 우려 대비 양호한 성과를 보였으나, 주요 수익부문 가운데 증가율은 가장 낮았다. 전체 수수료 수익은 같은 기간 52% 증가했고, 이자이익 증가율 15%, 전체 순영업수익 증가율 16%에 크게 못 미쳤다. 순영업수익에서 IB 수익이 차지하는 비중 역시 2019년 22%에서 2020년 17%로 하락했다.

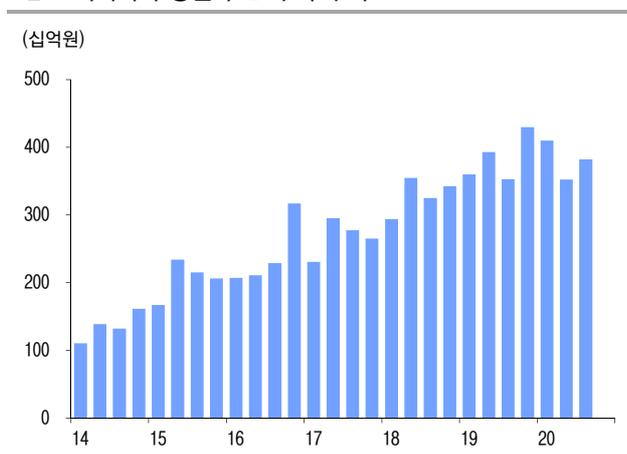
코로나19 여파가 투자자산 전반에 대한 우려를 확대시키며 IB 사업부문이 가장 큰 타격을 입었다. 대면영업 및 실사 등이 요구되는 IB업무 특성상 신규사업 확장이 쉽지 않았고, 증권사의 대형화로 증가한 자본이 투자된 상업용 오피스, 호텔 등 해외부동산의 경우 건전성 우려가 확대되었다.

하지만 백신 개발 등으로 경제활동이 점진적으로 정상화 된다고 가정할 때 2021년에는 IB 부문의 수익이 상대적으로 크게 개선될 가능성이 높다. 저금리 여건과 우호적인 자본시장 환경은 다양한 투자기회를 제공할 것으로 보이기 때문이다. 해외부동산을 포함한 투자자산의 건전성 이슈 또한 2020년 4분기 평가손실 인식이 예정되어 있고 점진적으로 경제활동이 재개됨에 따라 향후 우려요인은 지속 축소될 것으로 예상된다.

IB 수익 중 가장 큰 비중을 차지하는 부동산 금융의 경우 2020년 중에도 성과가 양호했다. 증권업종 3분기 누적 채무보증 수수료는 1.2조원으로 2019년 연간 1.5조원과 크게 차이가 없었다. 저금리와 풍부한 유동성은 2021년에도 지속적인 부동산 개발 및 투자기회를 제공할 것으로 보인다.

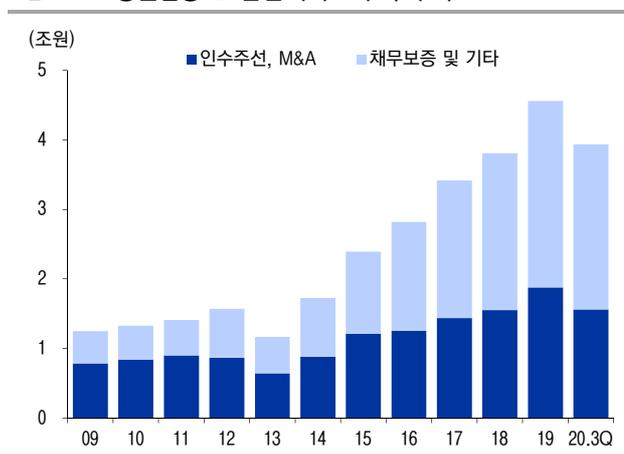
기업금융 부문의 수익기회 또한 확대될 전망이다. 주시시장 호조를 활용한 IPO를 포함한 기업의 자금조달 수요가 지속 확대될 것으로 보이고, 코로나19 이후 다양한 형태의 기업 구조조정이 나타날 가능성이 높아 M&A, 인수금융, 금융자문 등 IB 영역 전반의 수익개선이 예상된다.

그림99 커버리지 증권사 IB 수익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 증권업종 IB 관련 수수료수익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 해외부동산 투자 상위 증권사(단위: 조원)

증권사	총투자	재매각	미매각
미래에셋대우	4.0	1.4	2.6
하나금융투자	3.6	2.4	1.2
NH투자증권	2.8	1.9	0.9
메리츠증권	2.3	1.6	0.7
한국투자증권	1.8	1.0	0.8
삼성증권	1.8	1.3	0.4
신한금융투자	1.5	1.0	0.4
KB증권	1.4	0.5	0.9

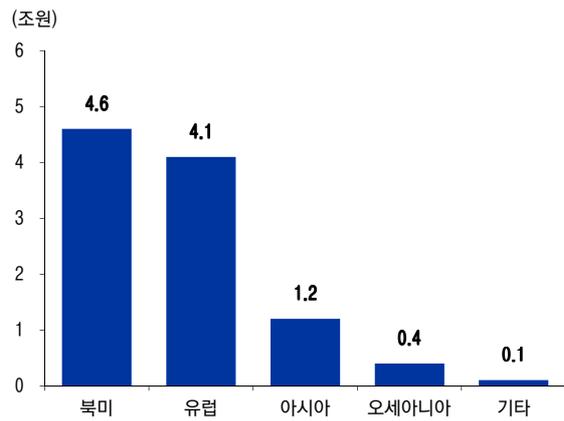
자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 2020년 2월 기준

표7 주요 미매각 해외부동산(단위: 조원)

부동산	인수증권사	빌딩가
마중가타워	미래에셋대우	1.08
투어에크호	NH투자증권	0.97
크리스털파크	삼성증권	0.92
브로드웨이195	한국투자증권	0.60
CBX타워	하나금융 · 대신	0.58

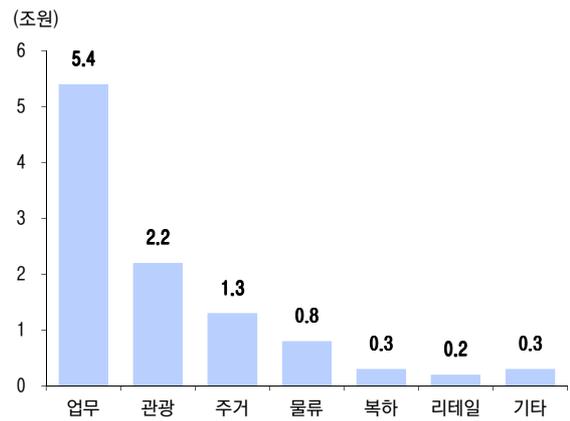
자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 지역별 해외부동산 익스포져



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 2020년 4월 기준

그림102 기초자산별 해외부동산 익스포져



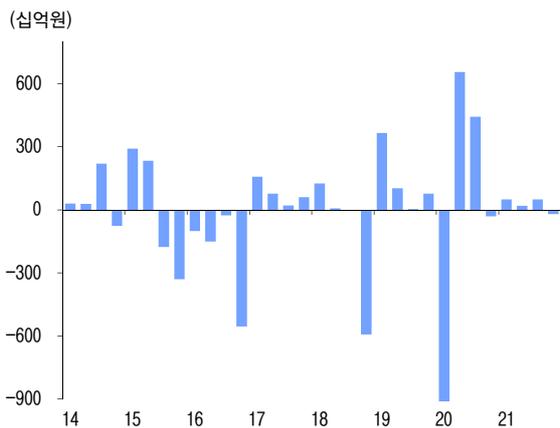
자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 2020년 4월 기준

운용이익 확보에 우호적 환경, 2020년 대비 변동성 축소 예상

2020년 3분기 누적 커버리지 증권사의 합산 운용이익은 -965억원으로 전년동기 4,732억원 대비 크게 감소했다. 코로나19에 따른 시장 충격으로 2020년 1분기 중 대규모 손실을 기록한 영향이다. 하지만 2~3분기만 놓고 보면 증시의 급반등으로 2019년 대비 운용이익 규모가 크게 증가하면서 주요 수익원 가운데 브로커리지 부문과 함께 사상최대 실적을 견인했다.

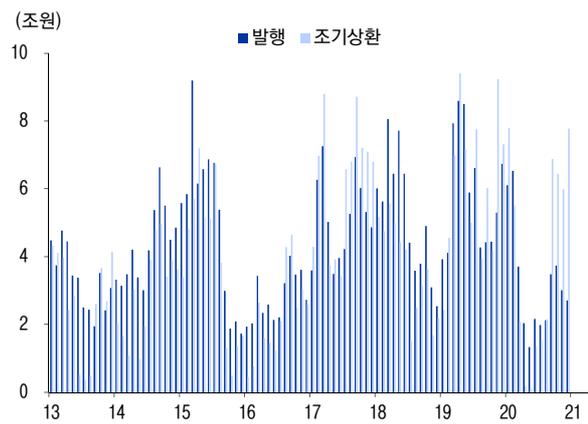
최근까지도 글로벌 증시 상승은 증권사의 운용이익 확보에 우호적인 환경을 제공하고 있다. 특히 대형 증권사 운용이익에 큰 영향을 미치는 ELS 관련손익의 경우 9월 이후 주요 기초자산 지수 모두 조기상환 요건에 진입했으며, 현 수준에서만 유지만 된다고 해도 2021년 상반기까지는 조기상환 조건을 계속 충족하게 된다. 2021년 운용이익은 2020년 대비 규모가 확대되고 변동성이 축소되면서 긍정적 흐름을 보일 것으로 예상된다.

그림103 커버리지 증권사 합산 운용이익 추이 및 예상



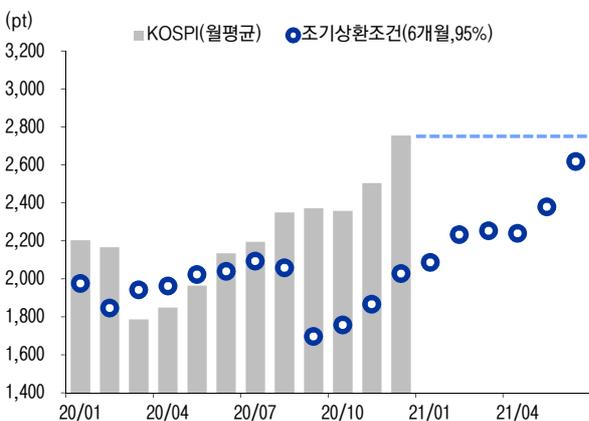
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 ELS 발행 및 조기상환 추이



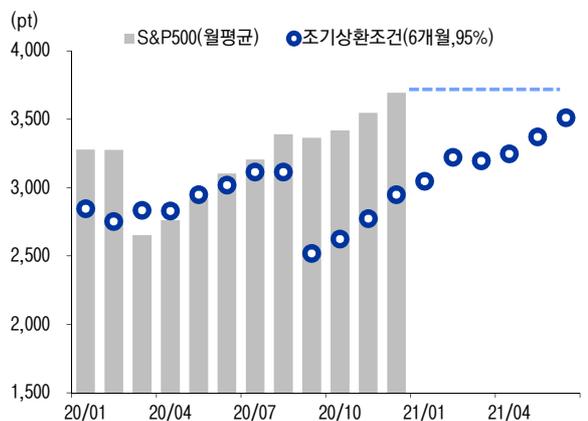
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 KOSPI와 ELS 조기상환 요건



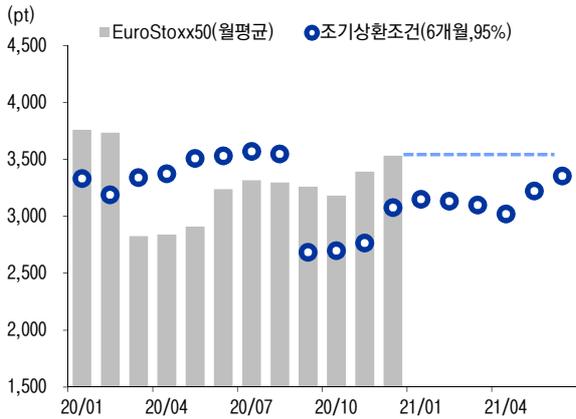
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 S&P500 과 ELS 조기상환 요건



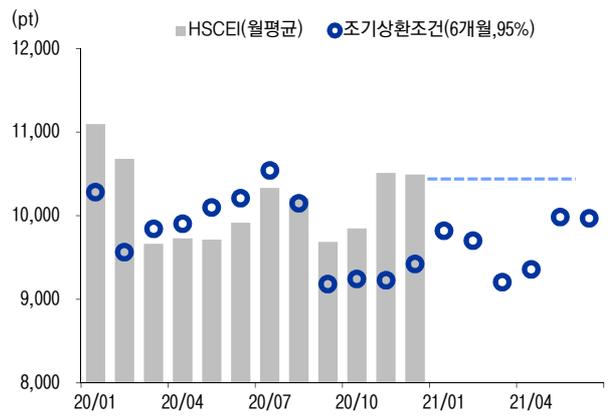
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 EuroStoxx50 과 ELS 조기상환요건



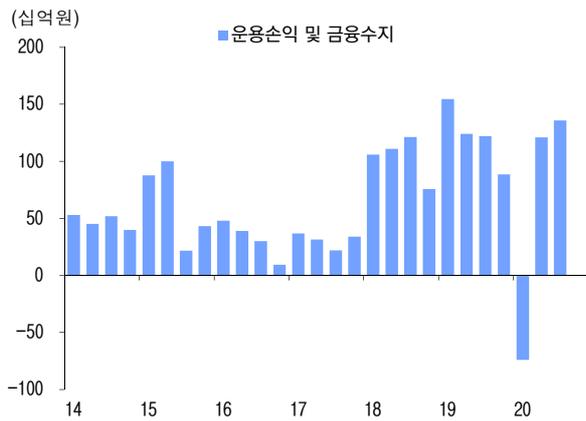
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 HSCEI와 ELS 조기상환 요건



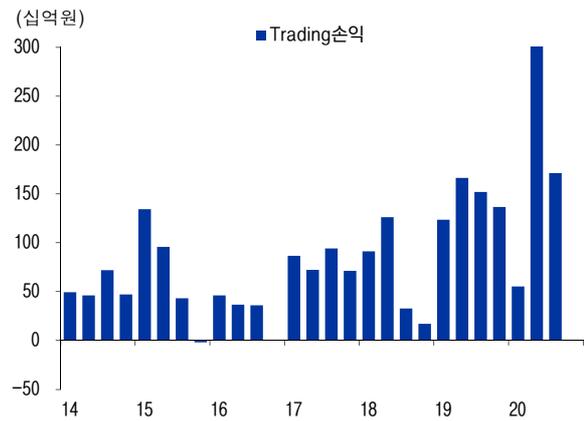
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 삼성증권 운용이익 추이



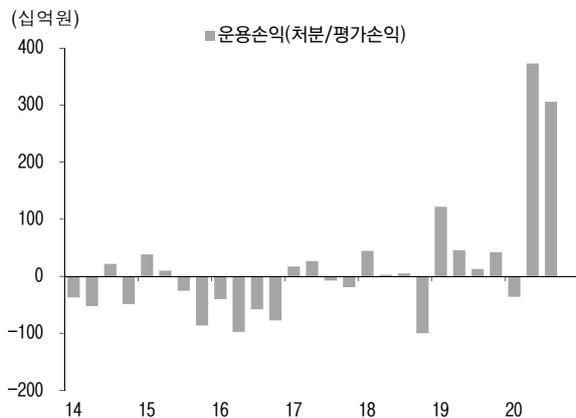
자료: 회사자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 미래에셋대우 운용이익 추이



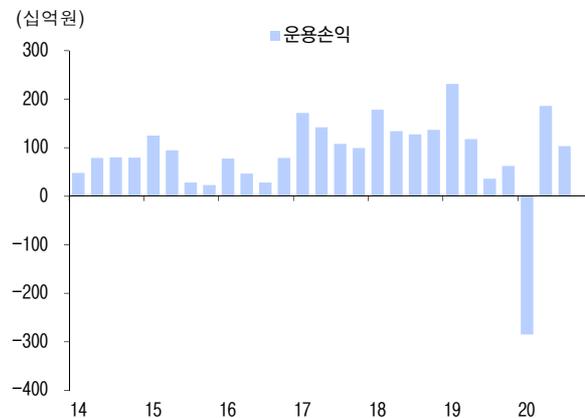
자료: 회사자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 NH 투자증권 운용이익 추이



자료: 회사자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 한국투자증권 운용이익 추이



자료: 회사자료, 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 보험업종(손해보험) 전망과 주요 이슈

코로나19의 반사적 손해가 크게 나타난 2020년

2020년 3분기 누적 4개 손해보험사의 합산순이익은 1.7조원으로 전년동기대비 25% 증가했다. 합산 ROE 역시 8.4%로 양호한 수익성을 기록하며 2019년 3분기 누적 7.1% 대비 상승했다. 분기별 실적흐름을 보면 채권처분이익 축소 영향으로 투자영업이익은 둔화되고 있으나, 보험영업이익이 전년동기대비 개선 추세를 유지하고 있어 실적의 규모 뿐 아니라 내용적인 측면에서도 긍정적 평가가 가능하다.

2020년 3분기 누적 손해율은 83.1%로 전년동기대비 1.1%p 하락했다. 일반보험의 손해율이 크게 상승했으나 자동차 및 장기보험 손해율이 각각 4.0%p, 0.7%p 하락하며 전체 손해율 개선을 견인했다.

은행, 증권 등 타 금융업종이 2020년 코로나19 여파로 수익성과 건전성 우려가 확대된 반면 손해보험업종은 코로나19의 반사적 손해가 크게 나타났다. 경제활동 위축에 따른 차량이동 축소와 병원이용 감소가 손해율 개선의 배경으로 작용했고, 대면영업 축소로 신계약 성장은 둔화되었으나 이미 부담스러운 수준까지 상승했던 사업비율의 안정화 효과가 빠르게 나타났다. 가파른 금리하락을 일부 손보사는 채권처분이익의 기회로 활용하기도 했다.

2021년 수익지표 개선추세 둔화, 회사별 수익성 경쟁 본격화 예상

2021년에는 코로나19의 반사적 효과가 축소됨에 따라 수익지표 개선추세가 둔화될 가능성이 높다. 현재와 같은 코로나19 재확산 국면이 이어질 경우 손해율은 낮은 수준에 머물 수 있으나 궁극적으로는 정상화 과정을 거칠 것으로 보인다. 따라서 위험손해율을 필두로 전반적인 손해율 상승압력이 높아지는 가운데, 낮아진 금리수준 하에서 운용수익률 확보 또한 쉽지 않을 전망이다.

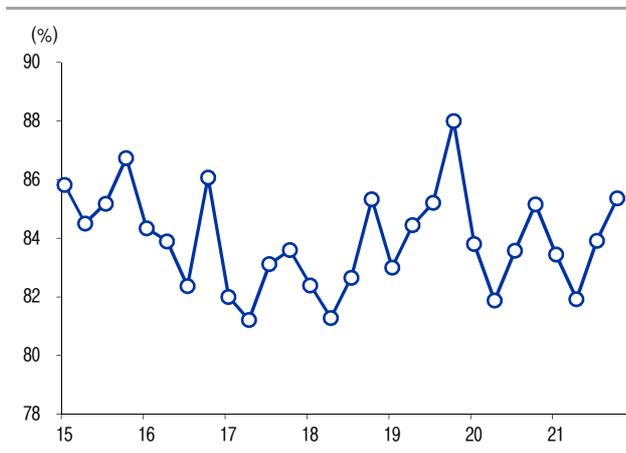
이익둔화가 예상되는 2021년은 수익성 관리의 중요도가 높아질 것으로 예상된다. 성장성이 제한됨에 따라 회사별 효율성 지표 관리역량의 차별화가 부각되고, 보유계약의 안정적 유지 및 자본관리의 중요성 또한 높아질 전망이다. 업종 내 수익성 차별화 요인이 적었던 2020년에 비해 2021년은 점유율 유지와 수익성 방어의 관점에서 회사별 경쟁 구도가 한층 심화될 가능성이 높다.

표8 커버리지 손해보험사 합산 분기 실적 및 주요지표

(단위: 십억원,%)	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q	19.3Q누적	20.3Q누적
원수보험료	12,873	13,296	13,415	13,731	13,921	14,346	14,366	39,585	42,633
경과보험료	12,064	12,288	12,570	12,688	12,790	13,019	13,264	36,922	39,072
발생손해액	10,013	10,378	10,711	11,166	10,719	10,660	11,086	31,102	32,465
순사업비	2,680	2,714	2,856	2,992	2,858	2,860	2,845	8,250	8,563
보험영업이익	-629	-803	-997	-1,469	-787	-501	-667	-2,430	-1,955
투자영업이익	1,306	1,458	1,634	1,689	1,503	1,466	1,433	4,397	4,402
영업이익	676	655	637	221	717	965	766	1,968	2,447
세전이익	649	624	596	177	678	936	736	1,869	2,350
당기순이익	473	459	431	140	499	681	529	1,364	1,709
손해율	83.0	84.4	85.2	88.0	83.8	81.9	83.6	84.2	83.1
일반	68.2	76.2	73.2	71.8	76.7	76.2	79.7	72.5	77.6
자동차	84.3	88.9	91.7	100.0	85.4	82.2	85.5	88.3	84.3
장기	83.8	83.7	84.1	85.4	83.9	82.3	83.3	83.9	83.1
장기위험	88.7	89.2	91.5	96.6	93.8	89.5	92.9	89.8	92.1
사업비율	22.2	22.1	22.7	23.6	22.3	22.0	21.4	22.3	21.9
합산비율	105.2	106.5	107.9	111.6	106.2	103.9	105.0	106.6	105.0
투자수익률	3.4	3.6	3.9	4.0	3.6	3.4	3.3	3.6	3.4
ROE	7.6	10.1	7.4	7.6	7.6	10.1	7.4	7.1	8.4
신계약	152	149	165	165	156	140	149	465	445
인보험	135	131	151	151	141	128	137	417	406

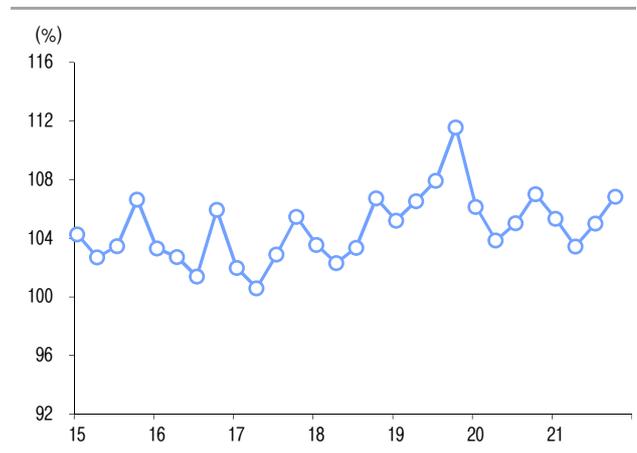
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 커버리지 손해율 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 커버리지 합산비율 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 자동차보험 손해율 하락추세 지속 예상. 개선 폭은 축소

2020년 보험손익 개선의 원동력은 자동차보험의 수익성 회복이다. 3분기 누적 4개사 합산 자동차보험 손해율은 84.3%로 전년동기대비 4%p 하락했으며, 특히 2~3분기 중에는 2019년에 비해 평균 6.5%p 크게 낮아졌다.

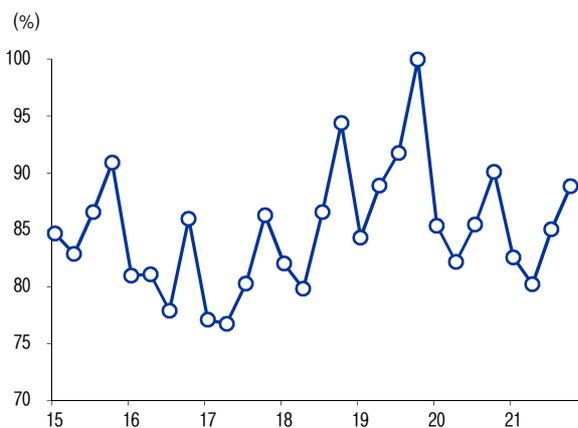
자동차보험 손해율 하락은 보험료 증가가 견인했다. 보험료 증가는 보험료율 인상효과(2020년 2월, +3.5%)와 함께 코로나19 대응조치의 일환으로 자동차 개별소비세가 인하되면서(70%, 2020년 3~7월) 자동차 책임보험 신계약이 대폭 증가한 결과다.

반면 손해액 증가세는 둔화되었다. 3분기 누적 발생손해액 증가율은 4.8%에 그쳐 2018~19년의 8~8.2%에 비해 증가 폭이 크게 축소되었다. 이는 코로나19로 인한 차량운행 감소 영향으로 특히 2020년 3분기 중에는 손해액 증가율(yoy)이 2.2%에 그쳐 2018년 4분기 이후 가장 낮은 수준을 기록했다.

2021년 자동차보험 손해율은 84.2%로 2020년 85.8%대비 1.6%p 하락할 것으로 예상된다. 손해율 하락추세는 이어질 것이나 개선 폭은 2020년의 -5.5%p에 비해 둔화될 전망이다. 자동차 보험료 증가세가 둔화되는 반면 손해액은 2020년 대비 확대될 가능성이 높기 때문이다.

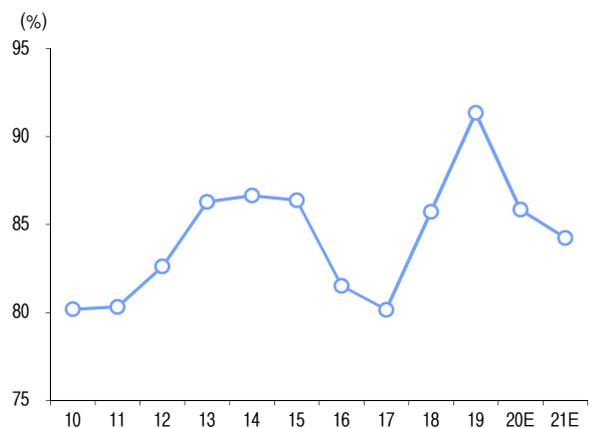
2020년 보험료율 인상효과가 일단락되고 개별소비세 감면조치가 종료 되면서 2021년 경과보험료 증가율은 7.0%로 2020년의 10.7%에 비해 둔화될 것으로 예상된다. 2020년 큰 폭의 손해율 개선을 감안하면 21년 추가적인 자동차 보험료 인상 가능성은 낮아 보인다. 반면 손해액의 경우 증가율이 높아질 전망이다. 2021년 차량운행 확대로 자동차 손해액은 6.8% 증가해 2020년의 4.0% 대비 증가 폭이 확대될 것으로 예상된다.

그림115 자동차보험 손해율 추이 및 예상(분기)



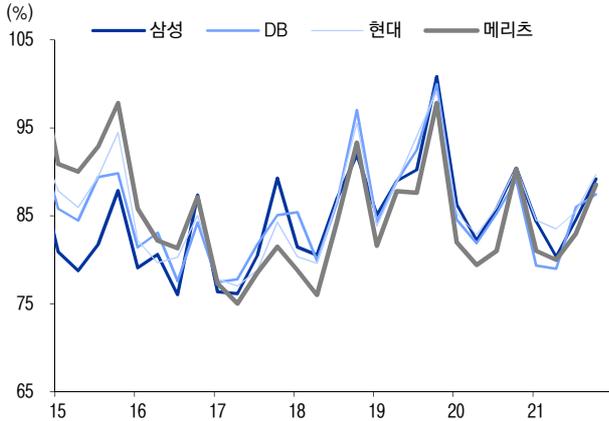
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 자동차보험 손해율 추이 및 예상(연간)



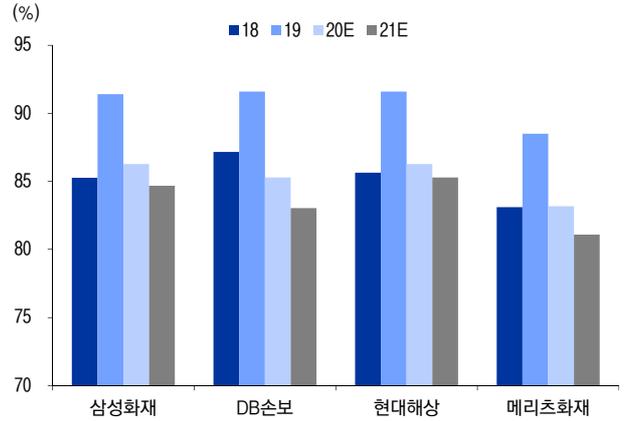
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 손보사 자동차 손해율 추이 및 예상(분기)



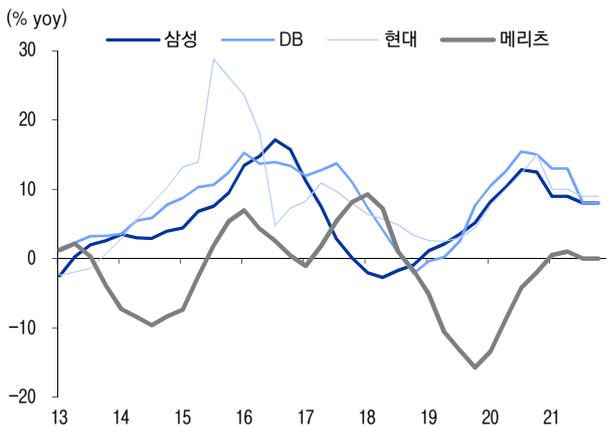
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 손보사 자동차 손해율 추이 및 예상(연간)



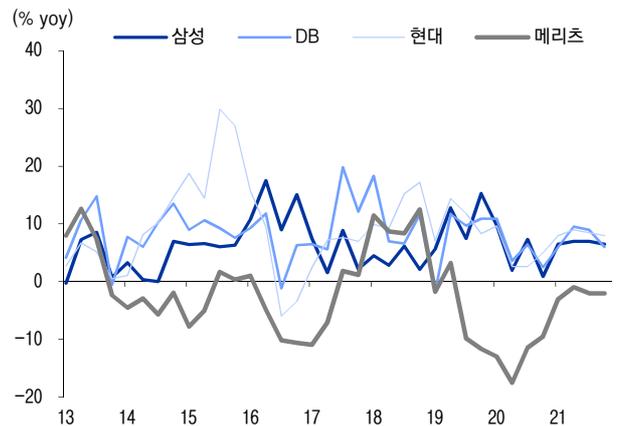
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 자동차보험 경과보험료 추이 및 예상



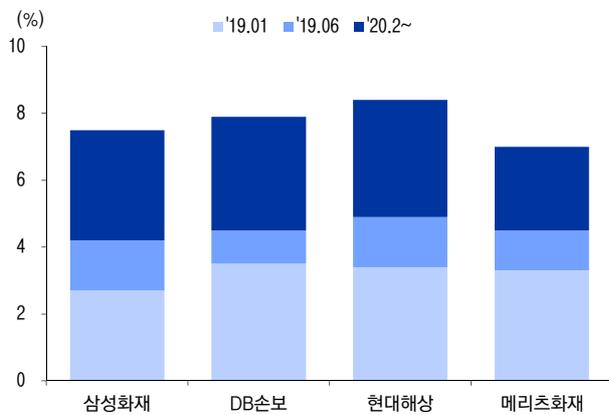
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 자동차보험 발생손해액 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 2019~20년 자동차 보험료 누적 인상률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 코로나 19 대응을 위한 내수부양 조치

1. 한시적 조세감면을 통한 소비유인 제고

- 모든 승용차 구매시 개별소비세 70% 한시 인하 (3월~6월, 100만원 한도)
- 3~6월 중 체크/신용카드 등 사용액에 대한 소득공제를 2배 확대
- 기업의 수입금액별 접대비 손금산입 한도 한시적 상향

2. 5대 소비쿠폰 및 구매환급을 통한 소비활력 제고

3. 소비심리 회복여건 조성

4. 내수경기 부양목적 공공부문 역할강화 등

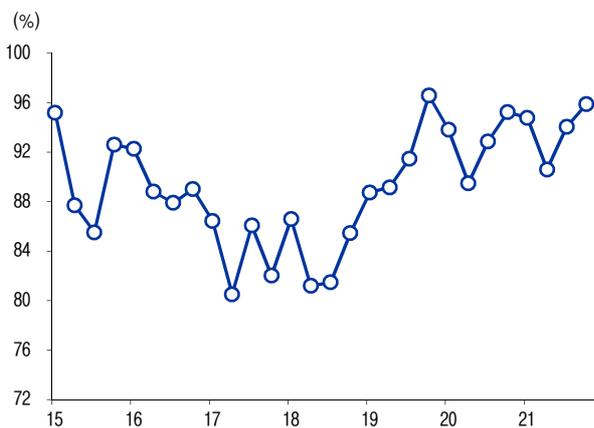
자료: 기획재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

장기 위험손해율 상승은 불가피할 전망

2020년 3분기 누적 4개 손보사 합산 장기보험 손해율은 83.1%로 전년동기대비 0.8%p 하락했다. 위험손해율의 경우 92.1%를 기록해 2019년 3분기 누적 89.8% 대비 2.3%p 상승했으나 상승 폭은 2019년의 6.7%p 대비 축소되었다. 위험손해액이 8.7조원으로 전년동기대비 13% 증가했지만 2019년의 20.4%에 비해서는 증가 폭이 축소되었기 때문이다.

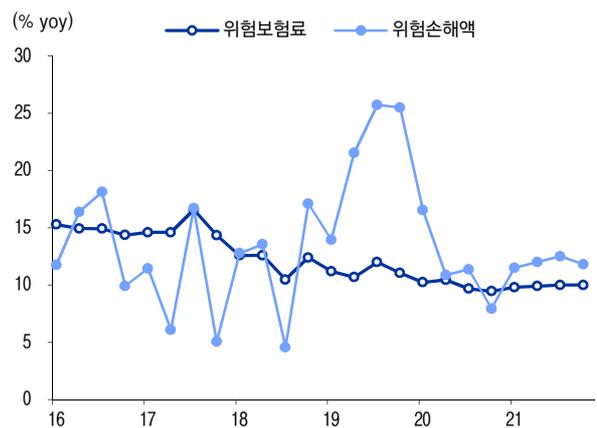
이는 2020년 중 코로나19로 인한 병원이용 자제로 실손 청구액이 감소한 결과이다. 최근까지도 코로나19 재확산 영향으로 의료기관의 매출감소세가 이어지고 있는 것으로 보인다. 하지만 향후 코로나19 사태가 진정될 경우 이연된 의료수요 확대와 보험금 청구 증가로 위험손해율은 재차 상승할 가능성이 높다. 2021년 장기 위험손해율은 93.8%로 2020년 대비 1.1%p 상승할 것으로 예상된다.

그림123 장기 위험손해율 추이 및 예상



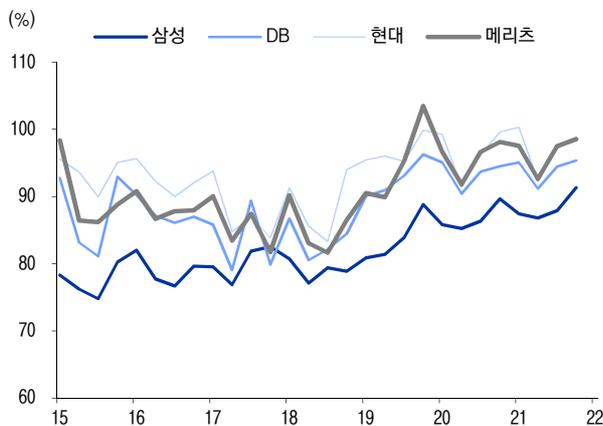
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 커버리지 위험보험료와 손해액 증가율 추이 및 예상



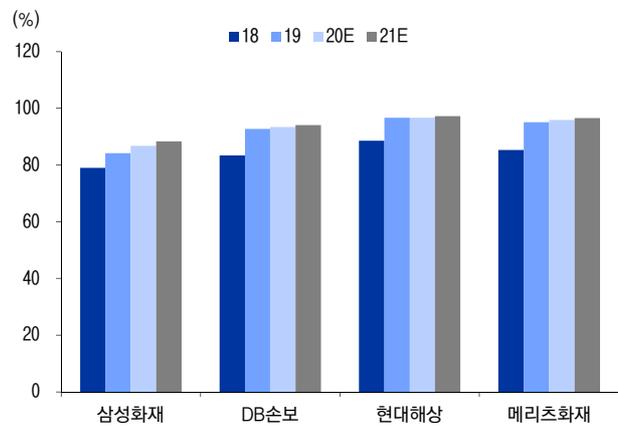
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 회사별 위험손해율 추이 및 예상(분기)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 회사별 위험손해율 추이 및 예상(연간)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

실손보험 개편논의 방향성은 긍정적

2020년 12월 금융당국은 보험료 차등제 도입을 골자로 하는 실손보험 개편방안을 발표했다. 2021년 7월 제4세대 실손보험 상품을 출시하고, 3년이 경과한 시점부터 보험료 할인 및 할증을 적용할 계획이다. 일부 실손보험 가입자의 과다 의료이용이 보험료 증가와 손해율 상승을 초래한다는 인식하에 비급여를 특약으로 분리하고 보험료 차등제를 도입했다. 또한 자기부담금 및 통원공제금액 상향 등 추가적인 모럴해저드 방지조치도 포함되었다. 금융당국은 신규상품의 보험료가 기존 신실손 대비 10%, 표준화 실손 대비 50% 낮아지며, 할증 대상 가입자 비율 또한 1.8%로 극소수에 불과할 것으로 예상하고 있다.

보험료 차등제는 실손보험 손해율 상승의 근본원인인 비급여 과잉진료 억제에 긍정적 조치로 판단된다. 다만 기존 상품에 적용되지 않으며 실제 시행까지는 상당기간이 소요되기 때문에 위험손해율 하락효과를 기대하기 어렵고 실손보험이 내포한 구조적 문제는 향후에도 지속적으로 제기될 가능성이 높다.

하지만 우리는 향후 실손보험을 둘러싼 논의의 방향성은 손보사에 긍정적일 것으로 예상한다. 공적 의료보험의 커버리지가 충분하지 못한 상황에서 지속적인 손해율 상승은 궁극적으로 실손보험의 존립과 실효성을 위협할 수 있다는 공감대가 형성되고 있기 때문이다. 비급여의 표준화 및 심사체계 개선, 추가적인 도덕적 해이 차단조치 등 실손보험이 직면한 위험요소를 해결하기 위한 공사협력 방안들과 관련한 도입논의는 지속 확대될 전망이다.

2020년말 공사보험협의체는 비급여 분류 체계화 등 관리체계 마련과 비급여 관련 정보 제공 확대를 골자로 하는 비급여 관리강화 종합대책 수립계획을 발표했다. 2021년 1월부터는 비급여 진료비용 공개 의료기관이 병원급에서 의원급으로 확대될 예정인데 의원의 비급여 실손청구액이 상급종합병원의 3배 이상에 달하고 최근 증가추세도 가파르다는 측면에서 일부 긍정적 효과가 예상된다.

한편 지난해말 공사보험 협의체는 건강보험 보장성 강화정책에 따른 실손보험 지급금 감소효과가 2.42%로 나타났다고 발표했다. 이러한 반사이익 규모를 감안해 2021년 실손보험료는 10%대 초반의 상승이 예상된다.(표준화 10~12%, 구실손 15~17%, 신실손 동결). 2020년 10% 미만에 비해서는 상승률이 높아졌으나 업계 요구수준인 20%에 미치지 못해 당장 실손보험 손해율 하락효과는 크지 않을 전망이다.

표9 실손보험 개편방안 주요내용

구분		현행(新실손)	개편안		
상품구조		급여·비급여 통합 +비급여 3개 특약	⇒ 급여(주계약)·비급여(특약) 분리		
보험료 차등제	급여	미적용	미적용		
	비급여		적용 (할인·할증 방식)		
자기 부담률	급여	10% / 20%	20%		
	비급여	20%(특약 30%)	30%		
공제금액 (통원)	급여	최소 1~2만원 (처방 0.8만원)	⇒ 최소 1만원(병·의원급) / 최소 2만원(상급·종합병원)		
	비급여		최소 3만원		
보장 한도	입원	상해/질병당 연간 5천만원	상해(입통원)	급여	비급여
			합산 연간 5천만 (통원 회당 20만)	합산 연간 5천만 (통원 회당 20만)*	합산 연간 5천만 (통원 회당 20만)*
	통원	상해/질병당 회당 30만원(연180회)	⇒ 상해(입통원)	합산 연간 5천만 (통원 회당 20만)	합산 연간 5천만 (통원 회당 20만)*
			* 비급여에 한해 별도 통원횟수 제한 예정		
재가입주기		15년	⇒ 5년		

자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

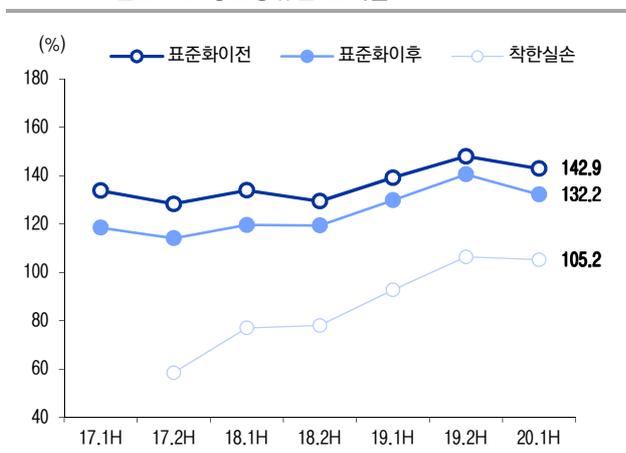
표10 보험료 차등제 적용안

구분	1등급 (할인)	2등급 (유지)	3등급 (할증)	4등급 (할증)	5등급 (할증)
할인/할증률	-5%		+100%	+200%	+300%
비급여 지급보험금 (평균 지급보험금 대비)	지급보험금 無	100만원 미만 (300%미만)	150만원 미만 (500%미만)	300만원 미만 (1,000%미만)	300만원 이상 (1,000%이상)
가입자비중	72.9%	25.3%	0.8%	0.7%	0.3%

- 1) 할인율은 상품 출시 후, 회사별 계약/사고 통계량에 따라 5% 내외로 변동 가능
- 2) 비급여 의료이용자의 평균 지급보험금은 약 30만원
- 3) 新실손 기준 시뮬레이션 결과, 할증구간(3~5등급) 대상자는 전체 가입자의 1.8%

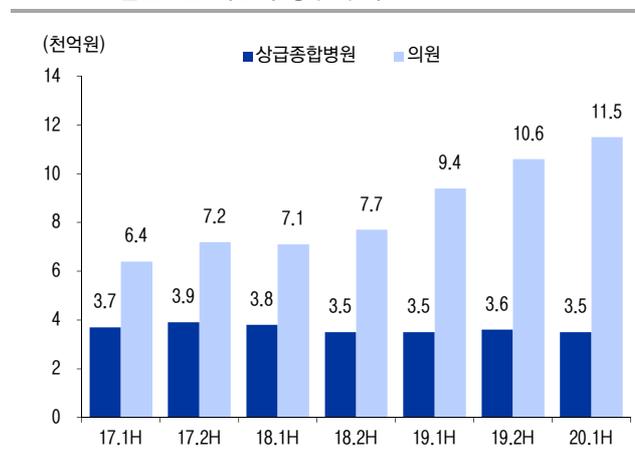
자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 실손보험 상품종류별 손해율



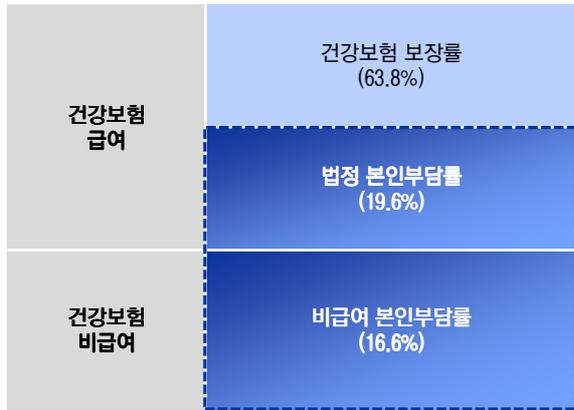
자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 실손보험 비급여 청구 추이



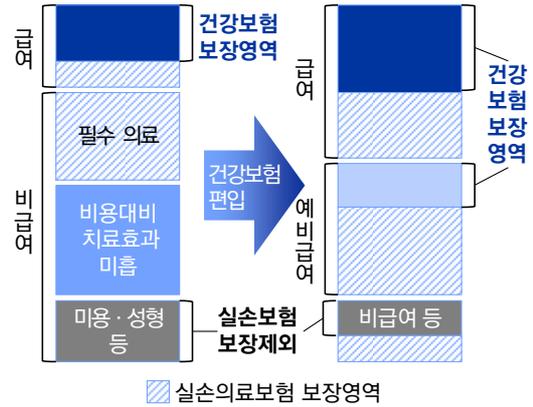
자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 실손의료보험 보장범위



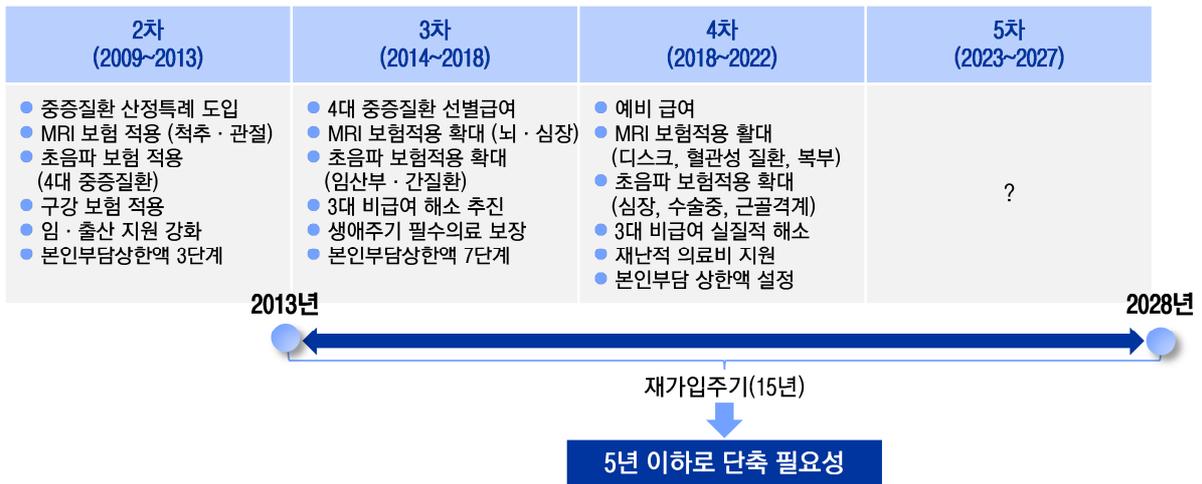
자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 건강보험 보장성 강화와 실손 보장구조 변화



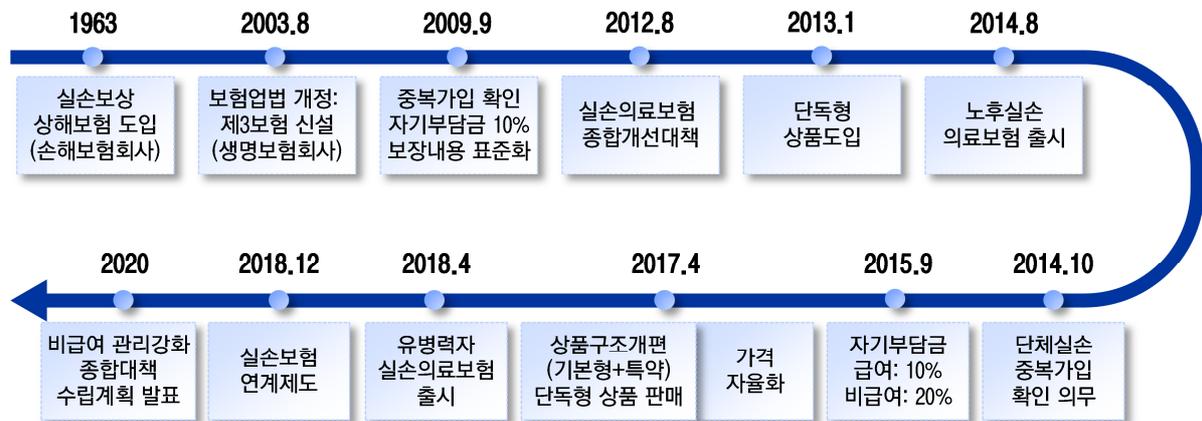
자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 건강보험 중기보장성 강화 계획



자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 실손의료보험 제도 개선 경과



자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

사업비율 안정화 지속 예상

2020년 3분기 누적 장기 위험 경과보험료 증가율은 10.1%(yoy)를 기록해 2018~19년 평균 11.2%에 비해 둔화되었으나 여전히 높은 수준을 이어가고 있다. 간편심사보험 확대와 실손보험 갱신보험료 증가, 운전자 배상책임 강화로 질병·상해 및 운전자보험을 중심으로 성장세가 지속되는 모습이다.

그러나 2020년 들어 판매경쟁이 완화되면서 신계약 증가세는 크게 둔화되었다. 3분기 누적 4개사 합산 보장성 인보험 신계약 규모는 4,059억원으로 2019년의 4,167억원 대비 감소했다. 2018~19년 중 신계약 증가율이 평균 30%에 달했으나 2020년 2분기 이후로는 전년동기대비 감소세로 전환한 상태다.

신계약 경쟁완화는 사업비 안정으로 이어지고 있다. 2020년 3분기 누적 사업비 증가율은 3.8%(yoy)로 2019년의 10.3%에 비해 크게 둔화되었다. 합산 사업비율 역시 2020년 3분기 누적 21.9%를 기록해 2019년의 22.3%에 비해 낮아졌다.

2021년에도 사업비율 안정화 흐름은 지속될 전망이다. 보장확대 경쟁 완화로 초회보험료 유입이 둔화되는 가운데 수당 및 수수료 제도개편(초년도 수당 한도 1,200% 등) 조치가 시행되기 때문이다. 2021년 전반적인 손해율 상승 가능성과 저금리기조 심화여건을 감안하면 손보사들은 무리한 외형성장 보다는 수익성 위주의 경영전략을 채택할 가능성이 높고, 손해액과 달리 직접적 통제가 가능한 사업비의 효율적 집행에 더욱 주력할 것으로 보인다.

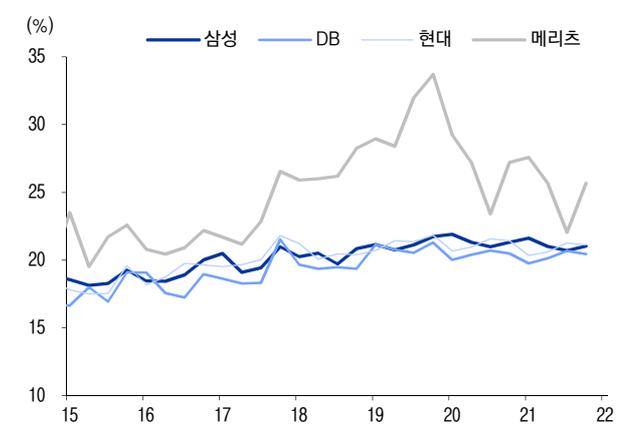
2021년 커버리지 손보사의 합산 순사업비 증가율은 3% 내외에 그칠 것으로 예상하며 사업비율은 2020년 21.9%에서 2021년 21.5%로 낮아질 것으로 전망한다.

그림133 커버리지 사업비율 추이 및 예상



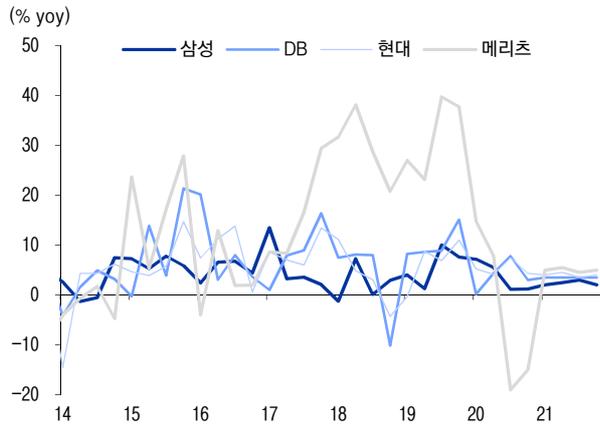
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림134 손보사별 사업비율 추이 및 예상



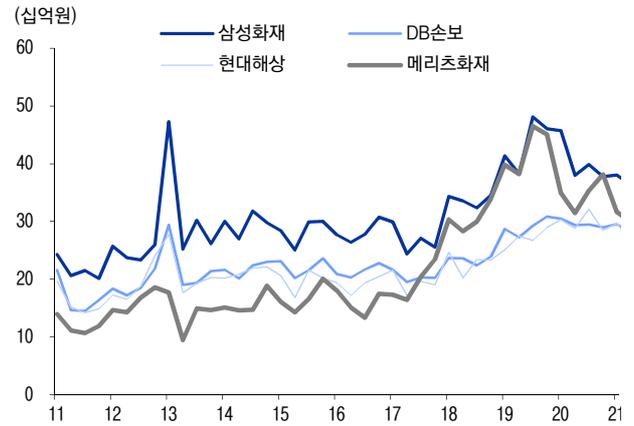
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 회사별 사업비 증가율 추이 및 예상



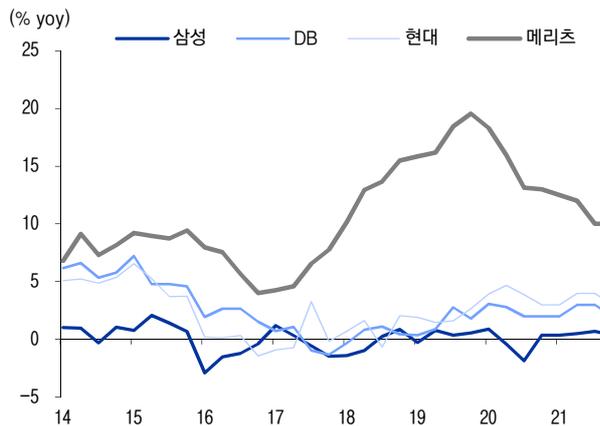
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림136 회사별 신계약(보장성 인보험) 추이 및 예상



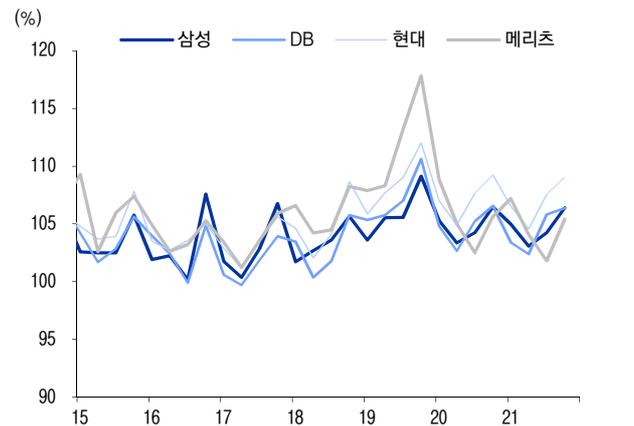
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 회사별 장기 경과보험료 증가율 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 회사별 합산비율 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

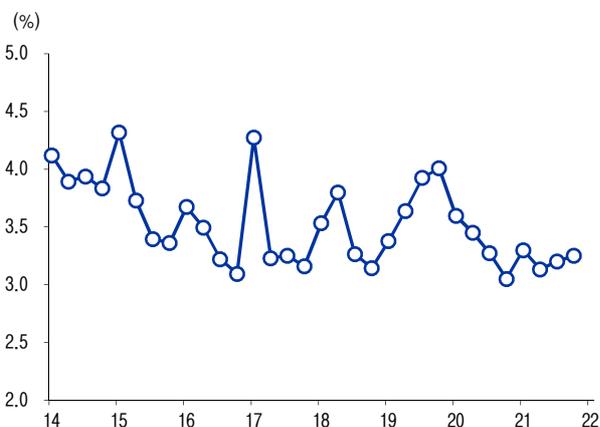
투자수익률 관리 필요성 지속

4개 손보사의 2020년 3분기 누적 투자수익률은 3.4%로 전년동기대비 0.2%p 하락했다. 2020년 두 차례 기준금리 인하로 시장금리가 하락한데다 2019년 대비 처분이익 규모가 축소되면서 투자영업이익이 정체되고 있다. 특히 2020년 3분기 중에는 투자수익률이 3.3%를 기록해 상반기 3.5%, 2019년 3분기 3.9% 대비 크게 하락했다.

금리방향성 전환에 따라 채권 처분이익 규모는 향후 더욱 축소될 가능성이 높다. 2020년 4개 손보사의 금융자산 및 부동산 처분손익 규모는 분기 평균 3,300억원 수준으로 2019년의 약 4,000억원에 비해 감소했으나 여전히 과거 대비 높은 수준을 기록하고 있다. 처분손익이 투자수익률에 미치는 영향은 회사별로 차이는 있으나 적게는 0.3%p, 많게는 1%p 이상으로 나타난다.

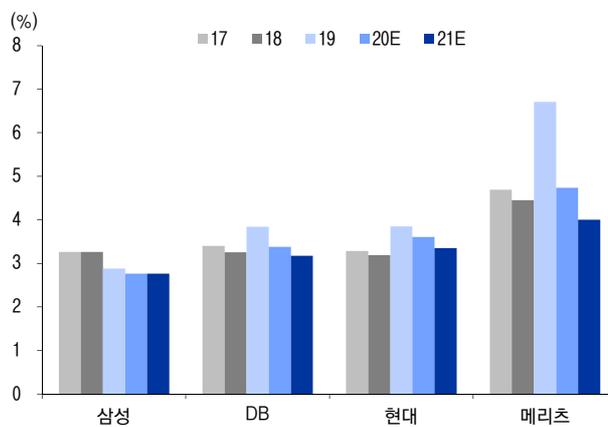
운용자산 증가율이 5~6%로 건조한 수준을 유지하고 있고 시장금리가 상승흐름을 보이고 있어 2021년에는 신규투자이익률 개선이 가능할 전망이다. 하지만 2019~20년 처분이익 확대에 따른 보유이원 하락 부담, 코로나19 여파로 해외부동산을 포함한 대체투자 관련자산의 투자위험도 상승 등을 감안하면 2021년에도 투자수익률 확보는 여전히 쉽지 않은 여건으로 판단된다. 낮아진 금리수준과 처분이익 축소 영향으로 2021년 4개 손보사 합산 투자수익률은 3.2%로 2020년의 3.3%대비 하락할 것으로 전망한다.

그림139 커버리지 합산 투자수익률 추이 및 예상



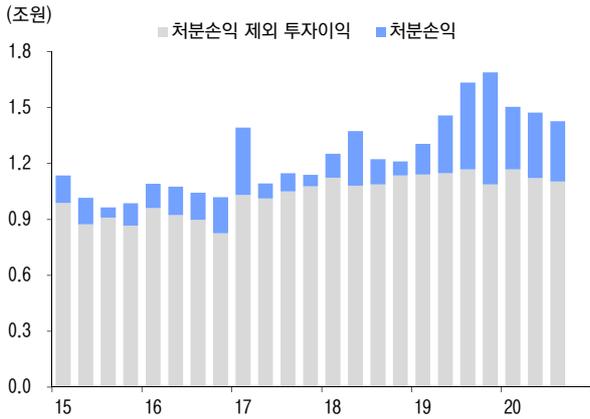
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림140 회사별 투자수익률 추이 및 예상



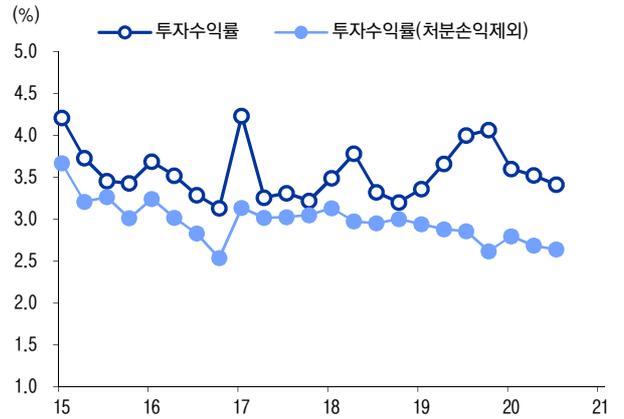
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 커버리지 합산 처분손익 추이



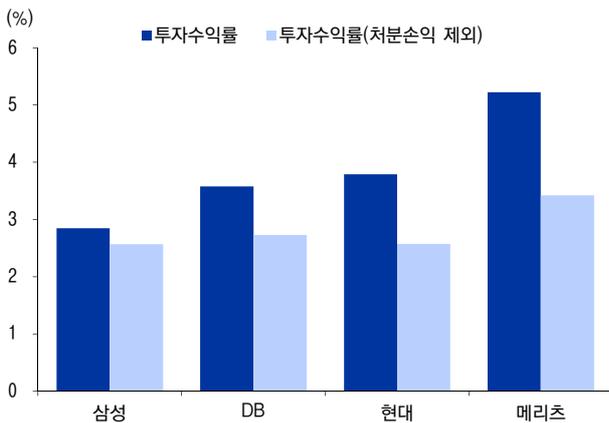
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림142 처분이익 제외 투자수익률 추이



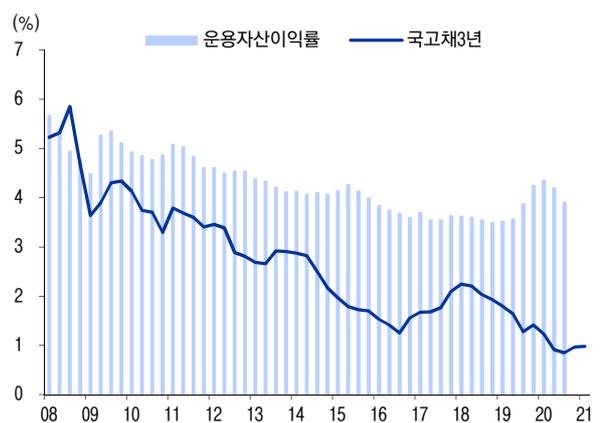
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 회사별 처분이익 영향(2020년 3분기 누적)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림144 운용자산이익률과 시장금리 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

투자의견 및 밸류에이션

금융주 비중확대 의견 유지

2021년 금융주 밸류에이션 정상화를 예상하며
금융업종 비중확대 의견을 유지한다.

투자매력도는 은행, 증권, 보험(손해보험) 순으로
높다고 판단하며 업종별 최선호주로는
KB금융, JB금융지주, 한국금융지주, 삼성화재를
제시한다.

실적전망, 투자의견 및 밸류에이션

은행: 2021년 유동성 장세의 마무리를 담당할 은행주

2020년 순이익 -3.1%, 2021년 +5.8% 전망

8개 커버리지 은행지주의 2020년 합산 순이익은 13.4조원으로 2019년 대비 3.1% 감소할 것으로 보인다. 이자이익 정체와 대손비용 증가로 2015년 이후 이어지던 이익 증가추세는 일단락될 전망이다.

하지만 2021년에는 순이자마진 안정에 따라 이자이익 증가 폭이 확대되고 대손비용 상승률은 둔화되면서 연간 5.8%의 순이익 증가가 가능할 것으로 예상된다. 과거 2016~18년에 비해 이익모멘텀 둔화는 불가피하나 안정적인 실적시현은 가능할 전망이다.

2021년 업종 합산 ROE는 7.6%로 2020년 7.7%와 유사할 것으로 예상된다. 2016~18년 가파른 수익성 개선사이클이 일단락되고 2019년 이후의 ROE 둔화 국면이 2022년까지 이어질 것으로 보인다.

하지만 경기여건 개선을 바탕으로 한 금리상승과 제한적 대손부담을 감안하면 2020년 대비 2021년의 수익성과 건전성의 하방리스크는 축소된 상태로 평가하며 높은 이익가시성을 바탕으로 안정적 실적시현이 가능할 전망이다.

표11 은행지주 연간 합산 실적 추이 및 예상

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	37,098	38,100	43,718	46,489	49,169	50,539	52,611	54,713
이자이익	30,999	32,514	35,878	39,387	41,167	41,627	43,483	45,316
수수료이익	6,536	6,357	7,369	8,117	8,781	9,635	9,799	10,104
기타비이자이익	-437	-771	472	-1,015	-780	-723	-671	-707
판관비	21,068	21,798	22,639	23,313	24,644	25,178	25,535	26,156
총전영업이익	16,030	16,302	21,079	23,175	24,525	25,361	27,075	28,558
대손비용	6,139	5,444	4,979	4,636	4,958	6,767	7,371	7,916
영업이익	9,892	10,858	16,100	18,539	19,567	18,594	19,704	20,641
영업외손익	774	1,169	-149	180	-18	214	111	115
세전이익	10,666	12,028	15,951	18,720	19,549	18,808	19,815	20,757
지배순이익	8,072	9,600	12,171	13,375	13,833	13,409	14,182	14,864
(순이익증가율)	3.5%	18.9%	26.8%	9.9%	3.4%	-3.1%	5.8%	4.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

안정적 이익과 낮은 밸류에이션, 은행업종 비중확대 의견 유지

2021년 1월 중순 현재 은행업종 주가는 12개월 선행 PBR 0.34배에 거래되고 있다. 2020년 하반기 이후 업종 주가 상승흐름이 나타나고 있으나 여전히 코로나 사태 이전의 0.35~0.40배 수준을 회복하지 못하고 있다. 안정적 이익전망과 저평가 매력이 부각되면서 2021년에는 시장 대비 은행주의 할인 폭이 크게 축소될 것으로 예상된다.

현재 은행지주 내재할인율은 저금리 심화와 코로나19 여파로 평균 25% 수준까지 상승한 상태다. 우리는 업종의 지속가능 ROE를 7.5% 수준으로 판단하며 2017~19년 내재할인율인 평균 18%를 적용해 0.42배의 목표 PBR을 설정하고 있다. 따라서 현 주가 수준은 20% 이상의 업종주가 상승여력을 보유하고 있다고 판단하며 은행업종에 대한 기존의 비중확대(Overweight) 의견을 유지한다.

현 주가수준 하에서 배당매력 또한 충분히 높다고 본다. 2020년 감익과 금융당국의 배당제한에 따른 주당배당금 감소를 가정해도 평균 배당수익률은 5%에 달할 것으로 보인다. 2021년에는 배당성향이 정상화되면서 평균 5.6%의 고배당 기대가 가능할 전망이다.

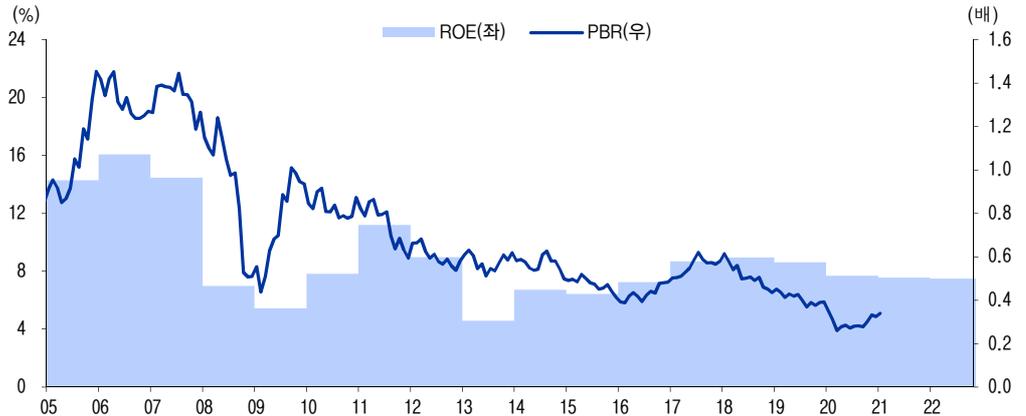
최선호주 KB금융, JB금융 제시

2021년 은행주 실적과 수익성에 가장 중요한 변수는 대손비용이 될 것으로 판단한다. 따라서 충분한 충당금 적립 등 우수한 대손관리 역량을 보유하고 있는 은행지주의 상대 메리트가 높아질 것으로 예상된다. 이러한 관점에서 KB금융과 JB금융지주를 Top Picks로 제시한다.

KB금융의 경우 업종 내 가장 우수한 건전성지표를 보유하고 있어 이익안정성이 높게 나타날 전망이다. 특히 2021년 자영업자 대출의 부실규모가 관건이 될 것인데 대형 은행지주 중 담보비율이 월등히 높아 최종손실 인식 규모가 가장 낮을 것으로 보인다. 가계부채 관리조치 강화로 성장제약이 나타날 수 있으나 충분한 가산금리 확보를 통해 이자이익 증가에는 오히려 긍정적으로 작용할 전망이다.

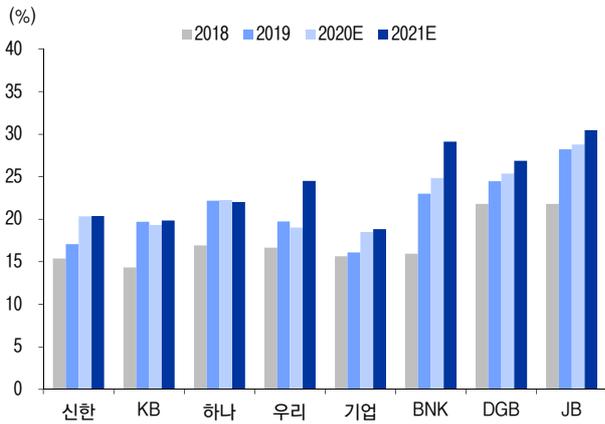
JB금융지주의 경우 광주은행의 자산건전성이 매우 우수하고 최근 2~3년간 자산증가율이 낮아 부실부담이 적다. 견고한 펀더멘털 지표를 바탕으로 2021년에도 고수익성 기조를 이어갈 것으로 예상된다. 업종 내에서 예상 수익성 대비 주가 저평가 정도가 가장 크다고 판단한다.

그림145 합산 ROE와 PBR 추이



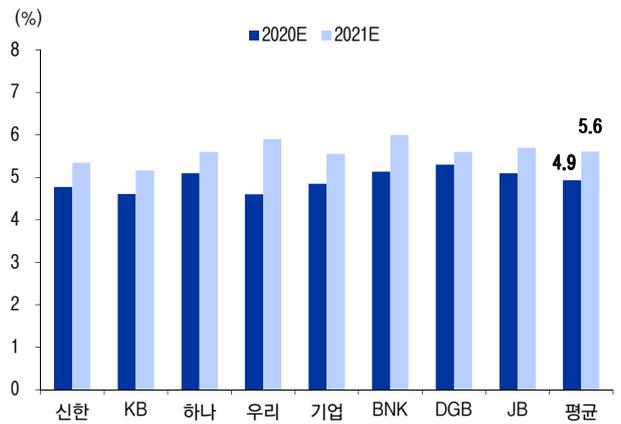
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림146 은행지주별 내재할인율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림147 은행지주별 2020~21년 예상 배당수익률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2020년 예상배당수익률은 20.12.27 종가 기준

종목별 투자의견과 주요지표는 아래 표와 같다. 실적 추정치 변경을 반영해 대부분 종목의 목표주가를 상향하였다.

표12 은행업종 종목별 투자의견과 주요지표

		신한지주	KB금융	하나금융	우리금융	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융
투자의견		Buy(유지)							
목표주가(수정)		43,000	58,000	48,000	13,000	10,500	7,500	9,000	7,800
목표주가(기준)		37,000	50,000	40,000	12,000	10,000	7,000	8,000	7,000
Target PBR(x)		0.51	0.52	0.46	0.40	0.37	0.30	0.30	0.43
현재가(1/15)		33,350	45,200	38,150	9,920	8,670	5,880	7,340	5,820
순이익 (십억원)	2018	3,157	3,069	2,233	2,033	1,754	502	384	243
	2019	3,403	3,312	2,408	1,872	1,606	562	327	342
	2020E	3,458	3,434	2,506	1,399	1,435	509	318	349
	2021E	3,528	3,564	2,509	1,816	1,473	590	337	365
	2022E	3,606	3,765	2,607	1,889	1,638	615	359	386
EPS(원)	2018	6,709	7,759	7,438	3,020	2,666	1,541	2,267	1,251
	2019	7,123	8,500	8,260	2,592	2,379	1,725	1,936	1,759
	2020E	6,476	8,813	8,596	1,937	1,812	1,570	1,883	1,795
	2021E	6,606	9,147	8,604	2,515	1,860	1,817	1,992	1,877
	2022E	6,752	9,662	8,943	2,615	2,069	1,897	2,122	1,986
BPS(원)	2018	72,668	90,283	84,784	27,594	28,272	21,841	24,801	14,323
	2019	78,373	97,873	92,192	28,401	29,536	23,244	26,413	15,781
	2020E	78,994	104,124	98,701	30,125	27,183	24,103	27,965	16,963
	2021E	84,244	111,171	104,942	32,390	28,532	25,230	29,857	18,271
	2022E	89,471	118,433	111,254	34,548	30,036	26,347	31,840	19,631
ROA(%)	2018	0.71	0.66	0.60	0.62	0.62	0.51	0.65	0.51
	2019	0.65	0.66	0.59	0.53	0.53	0.54	0.47	0.73
	2020E	0.59	0.61	0.57	0.37	0.42	0.47	0.41	0.68
	2021E	0.57	0.60	0.53	0.44	0.40	0.51	0.40	0.66
	2022E	0.56	0.61	0.53	0.44	0.42	0.51	0.40	0.67
ROE(%)	2018	9.6	8.9	8.9	9.7	8.6	6.7	9.3	9.2
	2019	9.5	8.9	8.8	9.3	7.3	7.0	7.3	10.1
	2020E	8.7	8.6	8.5	6.3	6.0	6.0	6.6	9.7
	2021E	8.1	8.3	7.9	7.5	5.8	6.7	6.5	9.5
	2022E	7.8	8.2	7.8	7.3	6.2	6.7	6.5	9.4
PER(x)	2018	6.7	7.2	6.0	5.3	5.9	6.0	4.6	4.8
	2019	6.1	5.2	4.4	5.1	5.6	4.1	4.1	3.2
	2020E	5.1	5.1	4.4	5.1	4.8	3.7	3.9	3.2
	2021E	5.0	4.9	4.4	3.9	4.7	3.2	3.7	3.1
	2022E	4.9	4.7	4.3	3.8	4.2	3.1	3.5	2.9
PBR(x)	2018	0.62	0.62	0.52	0.58	0.55	0.42	0.43	0.42
	2019	0.55	0.45	0.40	0.47	0.45	0.31	0.30	0.36
	2020E	0.42	0.43	0.39	0.33	0.32	0.24	0.26	0.34
	2021E	0.40	0.41	0.36	0.31	0.30	0.23	0.25	0.32
	2022E	0.37	0.38	0.34	0.29	0.29	0.22	0.23	0.30
DPS(원)	2018	1,600	1,921	1,900	650	622	300	360	180
	2019	1,850	2,210	2,101	700	690	360	410	300
	2020E	1,600	2,100	1,950	480	460	310	390	310
	2021E	1,800	2,400	2,200	680	490	380	430	350
	2022E	1,900	2,570	2,300	710	540	400	460	376

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

증권: 2021년에도 금융업종 내 주도적 역할

2021년 사상 최대 실적 지속 경신 예상

2020년 커버리지 5사 합산순이익은 3.5조원으로 2019년(2.7조원) 대비 27.5% 큰 폭의 증가가 예상된다. 코로나19 충격 이후 금융시장 여건 호조에 따른 가파른 실적개선으로 사상최대 실적 달성이 예상된다. 2021년에도 우호적 유동성 여건과 경기회복을 바탕으로 긍정적 이익흐름이 지속될 전망이다. 2021년 합산순이익은 3.7조원으로 2020년에 이어 역대 최대 실적을 또 한번 경신할 것으로 예상된다.

대규모 개인자금의 증시유입이 2021년 들어 더욱 확대된 모습이다. 브로커리지 수익규모가 추가적으로 확대되는 가운데 코로나19의 부정적 영향이 축소되며 IB 사업과 대체투자 부문의 이익기반이 강화될 것으로 예상된다. 운용이익의 경우 2020년 2~3분기 대비 규모는 축소될 것이나 우호적 금융시장 환경에 힘입어 분기별 변동성이 낮아지고 안정화될 가능성이 높다고 본다.

표13 커버리지 증권사 합산실적 추이 및 예상

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	(%)
순영업수익	5,550	3,997	5,885	6,034	7,321	8,861	9,686	9.3
수수료수익	2,882	2,369	2,703	3,165	3,052	4,904	5,445	11.0
위탁매매	2,044	1,459	1,665	1,945	1,683	3,632	4,008	10.4
자산관리	526	556	581	657	661	780	837	7.3
IB/기타	822	865	1,068	1,284	1,535	1,589	1,772	11.6
이자이익	2,402	2,139	2,337	2,704	2,825	3,327	3,478	4.5
상품운용이익	18	-793	317	-466	551	-127	-10	-
기타영업이익	248	282	528	631	893	756	773	2.2
판관비	2,826	2,887	3,468	3,593	4,067	4,331	4,645	7.2
영업이익	2,725	1,109	2,417	2,441	3,254	4,530	5,041	11.3
지배주주순이익	2,203	909	1,875	1,873	2,748	3,504	3,742	6.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

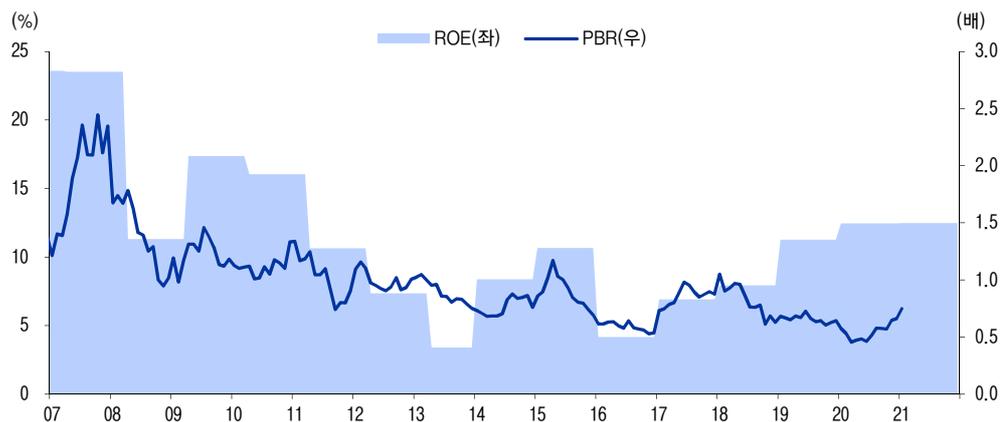
비중확대 의견, 한국금융지주 Top Picks 유지

증권업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다. 2020년초 PBR 0.5배를 하회한 업종주가 2021년 1월 중순 현재 0.72배로 상승하긴 했으나 2021년 예상 ROE 12.2% 대비로는 여전히 저평가 영역으로 판단한다. 현재 17% 수준의 내재할인율은 2017~19년 평균 12%에 비해 크게 높은 수준을 기록하고 있기 때문이다.

금융시장 내 위험선호도가 높게 유지되는 가운데 증권사에 긍정적인 자금흐름이 강화되고 있는 현재 여건은 증권주 투자에 매우 우호적인 환경이다. 다만 시가총액 회전율이 과도하게 높은 수준까지 상승한 현 상황에서 향후 브로커리지 부문의 추가 수익개선 폭은 축소될 것으로 보이고 IB, 해외투자 등 2020년 상대적으로 부진했던 사업부문의 이익기여도가 확대될 것으로 예상된다. 2020년말 증권사의 국내외 투자자산에 대한 평가작업이 진행됨에 따라 향후 건전성 우려는 완화될 전망이다.

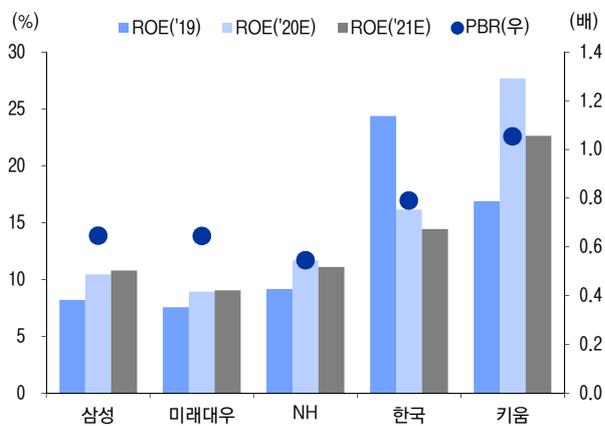
업종 최선호주로는 한국금융지주를 유지한다. 2020년에 이어 2021년에도 대형 증권사 가운데 가장 높은 수익성 시현이 가능해 보이며, 예상 ROE가 14%에 달하는데 반해 현재 주가는 PBR 0.8배로 업종 내 저평가 정도가 가장 크다고 판단한다. 2021년 카카오뱅크 상장과 함께 지분가치가 지속 부각될 여지가 있다는 점 또한 긍정적 투자포인트이다.

그림148 증권업종 합산 ROE와 PBR 추이



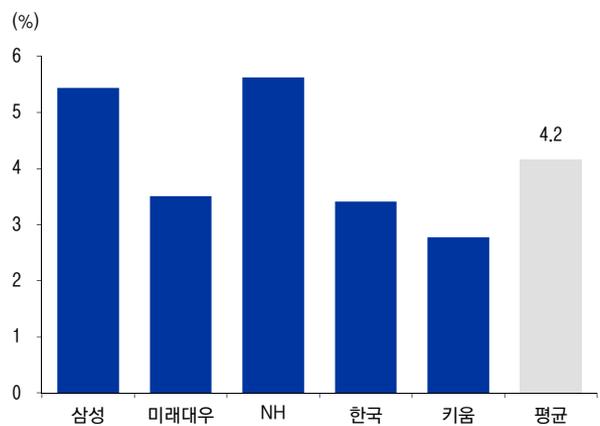
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림149 증권사별 ROE와 PBR 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림150 증권사별 배당수익률 (21E)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

종목별 투자의견과 목표주가는 아래 표와 같다. 실적 추정치 변경을 반영해 목표주가를 일괄 상향하며, 투자의견은 기존과 동일하다.

표14 증권업종 종목별 투자의견과 주요지표

		삼성증권	미래에셋대우	NH투자증권	한국금융지주	키움증권
투자의견		Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Hold(유지)
목표주가(수정)		54,000	12,500	16,500	110,000	170,000
목표주가(기존)		43,000	11,500	12,500	100,000	120,000
Target PBR(x)		0.84	0.80	0.77	1.01	1.22
현재가(1/15)		41,550	10,100	11,750	86,400	147,000
순이익 (십억원)	2018	334	456	361	530	193
	2019	392	658	476	860	363
	2020E	525	838	650	824	667
	2021E	593	892	682	863	712
	2022E	551	836	642	793	649
EPS(원)	2018	3,741	770	1,206	9,068	7,609
	2019	4,388	1,127	1,587	14,723	14,574
	2020E	5,880	1,566	2,171	14,119	26,760
	2021E	6,637	1,666	2,276	14,784	28,596
	2022E	6,172	1,562	2,144	13,575	26,040
BPS(원)	2018	52,207	11,899	16,863	73,919	80,397
	2019	55,423	13,049	17,974	85,684	89,743
	2020E	59,796	14,649	19,853	97,052	113,967
	2021E	64,245	15,670	21,551	109,214	139,514
	2022E	68,139	16,613	23,028	120,080	161,884
ROA(%)	2018	0.9	0.4	0.7	0.9	1.3
	2019	0.9	0.5	0.9	1.6	1.7
	2020E	0.9	0.6	1.1	1.2	2.1
	2021E	1.0	0.6	1.1	1.0	2.1
	2022E	0.9	0.6	1.0	0.9	1.9
ROE(%)	2018	7.3	5.6	7.3	12.8	10.0
	2019	8.2	7.5	9.1	24.4	16.9
	2020E	10.4	8.9	11.7	16.1	27.7
	2021E	10.8	9.0	11.1	14.4	22.6
	2022E	9.4	8.0	9.7	11.9	17.4
PER(x)	2018	9.3	11.1	11.8	8.4	12.9
	2019	8.1	6.7	8.3	4.8	5.3
	2020E	7.1	6.5	5.4	6.1	5.5
	2021E	6.3	6.1	5.2	5.8	5.1
	2022E	6.7	6.5	5.5	6.4	5.6
PBR(x)	2018	0.67	0.72	0.84	1.04	1.22
	2019	0.64	0.57	0.73	0.82	0.86
	2020E	0.69	0.69	0.59	0.89	1.29
	2021E	0.65	0.64	0.55	0.79	1.05
	2022E	0.61	0.61	0.51	0.72	0.91
DPS(원)	2018	1,400	220	500	1,807	1,500
	2019	1,700	260	500	2,911	2,000
	2020E	2,278	318	591	2,871	3,533
	2021E	2,372	353	681	2,946	4,244
	2022E	2,484	339	672	2,714	4,023

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손해보험: 2021년에는 수익성 방어가 중요

2021년 이익 정체흐름 예상

커버리지 4개 손해보험사의 2020년 3분기 누적 순이익은 1.7조원이며 2020년 연간 2.0조원의 순이익 달성이 예상된다. 자동차보험 손해율 하락과 사업비율 안정, 장기 위험손해율 상승 폭 둔화로 2019년 대비 32%의 이익성장이 가능할 전망이다. 하지만 2021년에는 코로나19의 반사적 수혜요인이 축소되면서 보험영업이익과 순이익의 정체 흐름이 예상된다.

차량운행 증가와 자동차 보험료 증가세 둔화로 자동차 손해율 개선 폭이 축소되고 병원 이용 증가에 따라 장기 위험손해율 상승이 불가피해 보인다. 2021년 손해율은 83.8%로 2020년 대비 0.2%p 상승할 것으로 예상된다. 다만 실손 보험료 인상이 위험 손해율 상승 폭을 제한할 것으로 보이고, 신계약 성장둔화와 판매 수당 및 수수료 제도개편 효과로 사업비율 안정화 추세가 강화되며 합산비율은 2020년과 큰 차이가 없는 105% 수준으로 예상된다.

투자영업이익 또한 정체흐름이 예상된다. 최근 금리상승으로 분기별 신규이원은 개선될 것이나 낮아진 금리수준과 처분이익 축소로 투자수익률은 3.2%로 2020년 대비 0.1%p 하락할 전망이다.

주가 역시 수익성 둔화 가능성을 충분히 반영. 최선호주 삼성화재 유지

이익 증가세 둔화로 2021년 업종 합산 ROE는 6.7%로 2020년 7.0% 대비 하락할 것으로 예상된다. 현재 업종 주가 역시 수익성 둔화 가능성을 반영해 PBR은 이미 0.47배로 낮아진 상태다. 2021년 실적 모멘텀 둔화가 예상되지만 내재할인율이 15%에 달해 예상 수익성 대비 주가 할인 폭이 사상최대 수준으로 확대되었다. 높은 이익안정성과 이차마진 개선 기대감을 감안하면 주가는 충분한 저평가 영역으로 판단하며, 향후 수익성에 가장 큰 부담요인인 실손보험의 경우도 체계 개편을 둘러싼 논의의 방향성이 긍정적이라고 판단한다. 손해보험업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다.

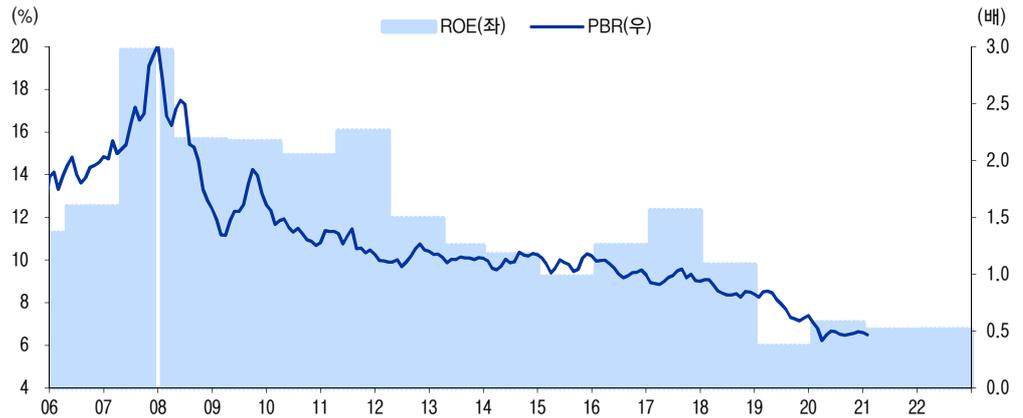
업종 최선호주로는 삼성화재를 유지한다. 2021년 본격적인 수익성 경쟁구도가 진행될 것으로 보여 효율성 지표 관리능력이 우수한 상위사에 보다 유리한 국면이 전개될 것으로 예상된다. 삼성화재는 언더라이팅 우위와 낮은 실손보험 비중을 바탕으로 높은 사차마진을 확보하고 있어 업종 내 위험손해율이 가장 낮다. 2019~20년 처분이익 인식규모가 상대적으로 적어 향후 투자수익률 관리에도 유리하다는 점 또한 강점이다. 예상배당수익률 또한 5%에 달할 것으로 보여 충분한 배당매력을 겸비하고 있다.

표15 커버리지 손해보험사 합산 실적 추이 및 예상

(단위: 십억원,%)	2017	2018	2019	2020E	2021E	(21E 변화율)
원수보험료	49,828	50,742	53,316	57,258	60,415	+5.5%
경과보험료	46,660	47,794	49,611	52,562	55,375	+5.4%
발생손해액	38,492	39,635	42,268	43,953	46,339	+5.4%
순사업비	9,450	10,072	11,242	11,511	11,902	+3.4%
보험영업이익	-1,281	-1,913	-3,899	-2,903	-2,866	-
투자영업이익	4,771	5,060	6,087	5,755	5,714	-0.7%
영업이익	3,490	3,146	2,188	2,852	2,847	-0.2%
당기순이익	2,493	2,191	1,504	1,985	2,018	+1.6%
손해율	82.5	82.9	85.2	83.6	83.8	+0.2%p
사업비율	20.3	21.1	22.7	21.9	21.5	-0.4%p
합산비율	102.7	104.0	107.9	105.5	105.2	-0.5%p
투자수익률	3.5	3.4	3.8	3.3	3.2	-0.1%p

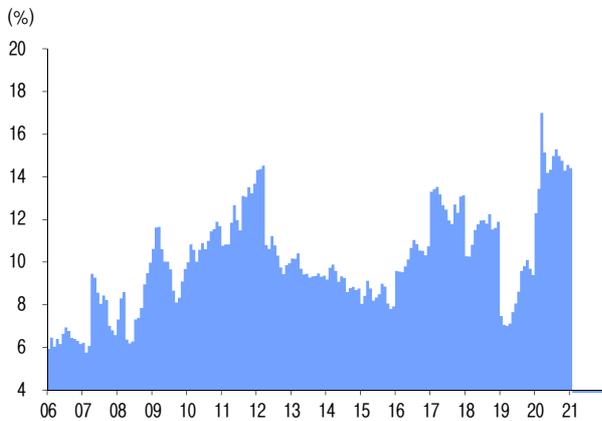
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림151 커버리지 합산 ROE와 PBR 추이



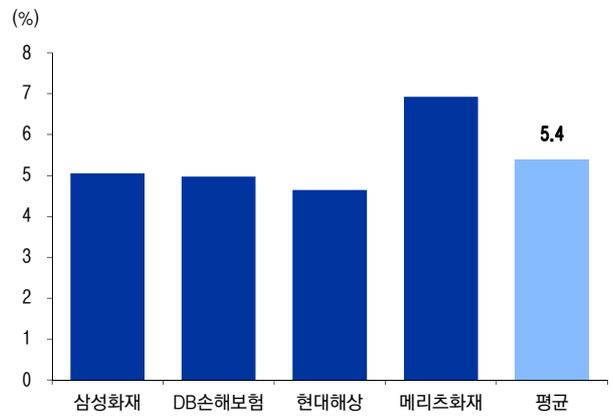
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림152 손해보험업종 내재할인율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림153 손해보험사별 예상 배당수익률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

종목별 투자의견과 목표주가는 아래 표와 같다. 실적 추정치 변경을 반영해 일부 목표주가를 수정하며 투자의견은 기존과 동일하다. 평균 30% 수준의 주가상승여력을 보유한 상태로 평가한다.

표16 손해보험업종 종목별 투자의견과 주요지표

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재
투자의견		Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)
목표주가(수정)		250,000	61,000	30,000	18,000
목표주가(기존)		250,000	61,000	30,000	18,000
Target PBR(x)		0.70	0.58	0.53	0.72
현재가(1/15)		186,000	43,150	22,350	14,900
순이익 (십억원)	2018	1,057	515	359	260
	2019	609	373	250	271
	2020E	749	506	338	393
	2021E	818	498	339	364
	2022E	830	525	378	379
EPS(원)	2018	24,866	8,133	4,502	2,324
	2019	14,332	5,891	3,141	2,432
	2020E	17,620	8,424	4,254	3,536
	2021E	19,251	8,286	4,264	3,274
	2022E	19,531	8,742	4,754	3,415
BPS(원)	2018	289,043	77,588	45,341	20,341
	2019	334,216	90,379	49,905	21,822
	2020E	358,055	105,071	56,379	25,153
	2021E	368,968	111,407	59,664	27,347
	2022E	379,335	118,049	63,367	29,652
ROA(%)	2018	1.37	1.33	0.86	1.35
	2019	0.75	0.89	0.56	1.24
	2020E	0.87	1.12	0.72	1.61
	2021E	0.91	1.05	0.68	1.35
	2022E	0.89	1.06	0.73	1.30
ROE(%)	2018	8.7	11.0	9.9	12.8
	2019	4.6	7.0	5.8	11.5
	2020E	5.1	8.4	7.1	15.0
	2021E	5.3	7.7	6.6	12.5
	2022E	5.2	7.6	7.0	12.0
PER(x)	2018	11.0	8.2	8.7	8.9
	2019	18.3	10.2	9.9	8.5
	2020E	10.6	5.1	5.3	4.2
	2021E	9.7	5.2	5.2	4.6
	2022E	9.5	4.9	4.7	4.4
PBR(x)	2018	0.94	0.85	0.87	1.01
	2019	0.78	0.66	0.63	0.95
	2020E	0.52	0.41	0.40	0.59
	2021E	0.50	0.39	0.37	0.54
	2022E	0.49	0.37	0.35	0.50
DPS(원)	2018	11,500	2,000	1,130	820
	2019	8,500	1,500	880	850
	2020E	8,900	1,950	980	1,080
	2021E	9,780	2,100	1,050	1,110
	2022E	10,020	2,230	1,175	1,170

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

금융업종 내 선호도는 은행, 증권, 보험 순

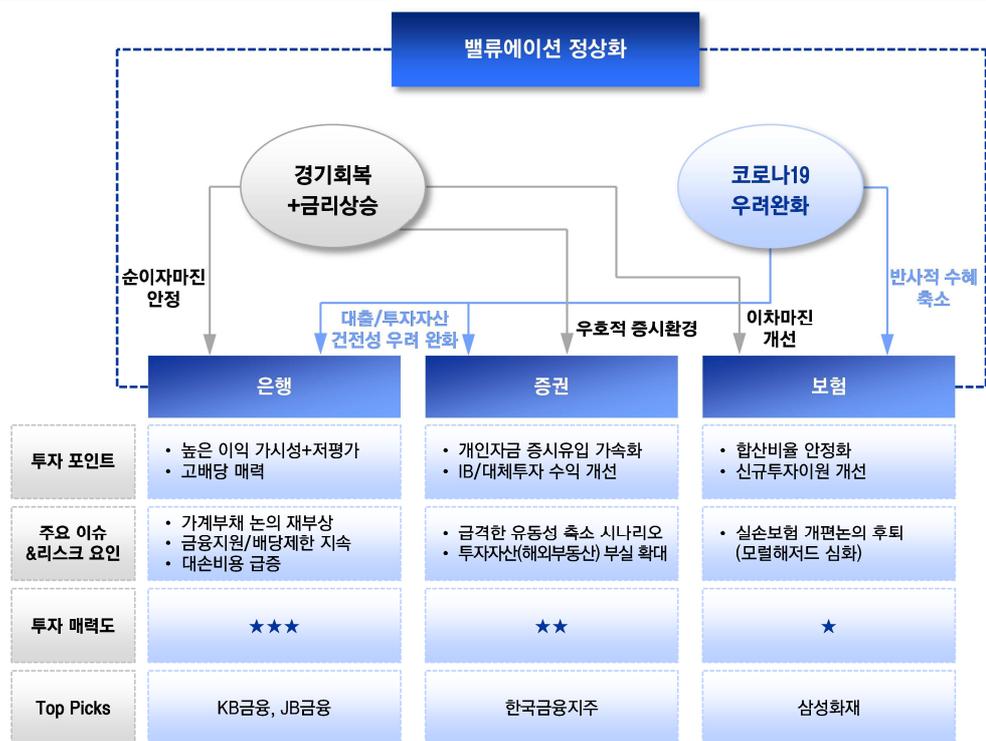
우리는 2021년 금융업종이 2020년 부진에서 벗어나 전반적인 밸류에이션 정상화가 가능할 것으로 예상하고 있다. 금융업 내에서는 은행업종의 투자 매력도가 가장 높다고 판단하며, 다음으로 증권업, 보험업종(손해보험) 순서로 제시한다.

은행업의 경우 2021년 예상되는 경기회복과 금리상승, 코로나19 우려 완화 등 외부 환경 변화의 긍정적 영향이 가장 크게 나타날 것으로 예상하며, 업종주가가 여전히 2020년 초 수준에 머물러 있어 저평가 매력도가 가장 높다고 판단한다. 높은 이익 가시성을 확보하고 있고, 금융업 내 예상 배당수익률 또한 가장 높다는 점 역시 긍정적 투자포인트이다.

은행업 다음으로는 증권업의 투자매력도가 높을 것으로 전망한다. 증시에 우호적인 자금흐름과 유동성 여건이 2021년에도 이어질 것으로 보이고, 코로나19 우려가 완화되면서 대체투자 등 중단된 투자활동의 재개가 가능할 것으로 예상하기 때문이다. 긍정적 자본시장 환경을 바탕으로 2020년에 이어 사상 최대 실적 경신이 가능해 보인다. 다만 밸류에이션 측면에서는 은행업종에 비해 매력도가 낮다고 판단한다.

보험업종의 경우 은행업종과 마찬가지로 금리상승에 따른 긍정적 영향이 예상되나, 2021년에는 코로나19의 반사적 수혜가 축소되면서 이익둔화가 불가피할 것으로 보인다. 위험손해율 추이, 실손보험 개편논의 방향성 등이 주요 관전포인트가 될 전망이다.

그림154 2021년 금융업종 전망과 주요 투자포인트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

2020.4Q Preview

4Q Preview: 양호한 실적전망과 2021년을 대비한 준비

은행, 증권, 보험업종의 4분기 실적은
시장 예상수준에 부합하는 양호한 이익시현이 예상된다.

은행은 순이자마진 하락 폭 축소와 높은 대출성장률이,
증권은 3분기에 이은 높은 거래대금 규모가,
손해보험은 손해율과 사업비율 하락으로
안정적 실적흐름이 이어질 전망이다.

공통적으로 2021년을 수익성 관리를 위한
보수적/효율적 비용인식 조치가 예상된다.

2020년 4분기 금융업 실적 프리뷰

은행 20.4Q Preview: 보수적 비용인식에도 양호한 실적 전망

2020년 4분기 8개 은행지주의 합산순이익은 2.1조원으로 전년동기대비 6.9% 증가할 전망이다. 명예퇴직에 따른 관관비 증가와 코로나19 충당금 적립에 따른 대손비용 상승에도 이자이익과 수수료이익 증가로 전년동기대비 이익규모는 확대될 것으로 예상된다.

연말임에도 가계대출을 중심으로 대출증가율이 2% 이상으로 높게 나타나고, 3분기 대비 NIM 하락 폭이 축소됨에 따라 3분기에 이어 이자이익 개선추세가 유지될 가능성이 높다. 일부 은행의 경우 4분기 중 NIM 하락세가 멈춘 것으로 보이며 대부분 은행에서 월 중 NIM 반등이 확인된다. 2021년 1분기 중에는 소폭이나마 전분기대비 NIM 상승이 가능할 전망이다.

4분기 중 특이요인으로는 명예퇴직금과 코로나19 관련 충당금을 꼽을 수 있다. 명예퇴직 규모는 시중은행 평균 2,000억원 수준으로 예상되고 코로나19 관련 추가충당 수준은 유동적이거나 2분기 대비로는 적을 것으로 보인다. 추가 비용 발생은 실적둔화 요인이나 2021년을 대비한 보수적 비용인식이라는 측면에서 긍정적 평가가 가능할 전망이다. 이 밖에 하나금융의 외화환산이익(원화강세 영향) 약 1,000억원, 우리금융의 아주캐피탈 인수관련 수익 1,200억원과 라임펀드 판매 손실 300억원 내외, JB금융의 이연법인세 관련 수익 300억원 등의 일회성 요인이 예상된다.

은행지주 대부분 순이익이 컨센서스에 부합하거나 소폭 상회할 것으로 보여 전반적으로 양호한 실적시현이 예상된다. 최종적인 추가 충당금과 명예퇴직 인식 규모가 4분기 실적의 변동요인으로 작용할 전망이다.

표17 커버리지 은행지주 분기순이익 추이 및 예상

(단위: 십억원)	19.4Q	20.3Q	20.4QE	(YoY %)	(QoQ %)	컨센서스	NIM(QoQ)	대출성장률
신한지주	508	1,145	508	0.1	-55.6	534	-3bp	2.5%
KB금융	535	1,167	556	4.0	-52.3	554	-0bp	1.2%
하나금융지주	367	760	400	9.0	-47.4	375	-4bp	2.4%
우리금융지주	207	480	259	25.3	-46.0	301	-3bp	3.2%
기업은행	245	361	257	4.9	-28.9	249	-2bp	2.1%
BNK금융지주	33	137	62	87.9	-54.6	54	-0bp	2.6%
DGB금융지주	55	91	42	-23.7	-53.7	41	-0bp	3.8%
JB금융지주	48	110	51	6.2	-53.9	52	-1bp	1.0%
합계	1,997	4,250	2,135	6.9	-49.8			

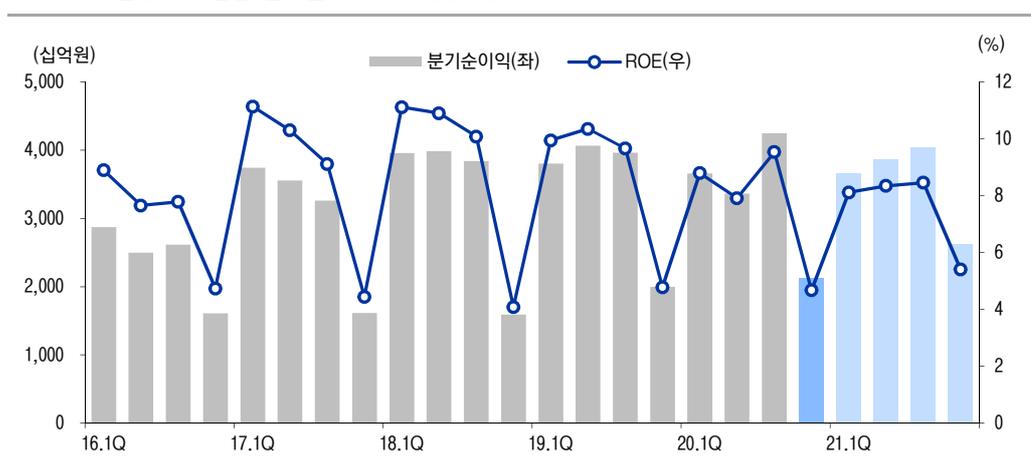
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 은행지주 합산 분기 실적 추이 및 예상

(단위: 십억원)	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4QE	(YoY %)	(QoQ %)
총영업이익	12,036	12,019	13,164	13,104	12,252	1.8	-6.5
이자이익	10,321	10,303	10,316	10,469	10,540	2.1	0.7
수수료이익	2,273	2,269	2,446	2,597	2,323	2.2	-10.6
기타비이자이익	-558	-553	402	38	-610	-	-
판관비	7,130	5,770	6,001	6,044	7,364	3.3	21.8
총전영업이익	4,906	6,250	7,163	7,060	4,888	-0.4	-30.8
대손비용	1,427	1,164	2,254	1,471	1,878	31.6	27.7
영업이익	3,479	5,086	4,909	5,589	3,010	-13.5	-46.1
영업외손익	-522	15	-124	296	27	-	-90.9
세전이익	2,957	5,101	4,785	5,885	3,037	2.7	-48.4
지배주주순이익	1,997	3,659	3,365	4,250	2,135	6.9	-49.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림155 은행지주 합산 분기순이익 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

증권 20.4Q Preview: 3Q 대비 실적 둔화 예상되나 우려 요인도 완화

2020년 4분기 커버리지 5개 증권사의 합산순이익은 9,718억원으로 3분기 1.2조원에 비해 19% 감소하나 전년동기대비로는 64% 크게 증가한 수준으로 예상된다. 분기 연환산 ROE는 13%로 2~3분기에 이어 고수익성 기조가 이어질 전망이다.

수수료수익은 3분기 수준에서 유지될 것으로 보이는데 브로커리지와 IB 수익 모두 전분기와 유사한 규모가 예상된다. 전년동기대비로는 큰 폭의 거래대금 증가에 따른 브로커리지 수익 급증으로 73% 증가할 전망이다.

운용이익의 경우 ELS 조기상환 규모는 증가했으나 10월 증시가 조정양상을 보이고 채권금리가 상승하면서 2~3분기 대비 축소가 불가피해 보인다. 또한 4분기 중에는 대형 증권사가 보유한 해외부동산을 포함한 국내외 투자자산에 대한 손익 인식이 예정되어 있어 충당금 적립 혹은 Trading 손실로 인식될 가능성이 있다. 4분기 실적에는 부정적 요인이나 가치하락분을 선제적으로 인식함에 따라 향후 투자자산의 건전성 우려는 완화될 전망이다.

주요 증권사 대부분 4분기 실적은 시장 컨센서스 수준에 부합할 것으로 보인다. 2020년 2~3분기 나타난 어닝 서프라이즈 구간이 종료되면서 실적 모멘텀 둔화가 예상되나 이미 업종주가는 연초 이후의 지표호조를 반영하고 있어 주가에 부정적 영향은 미미할 전망이다. 증권사별 투자자산 관련 손익인식 규모가 실적의 변동요인으로 작용할 것으로 보이며, 주요 일회성 요인으로 한국금융지주의 카카오뱅크 처분이익(1,150억원) 인식이 예상된다.

표19 커버리지 증권사별 4분기 순이익 예상치

(단위: 십억원)	19.4Q	20.3Q	20.4QE	(YoY %)	(QoQ %)	컨센서스
삼성증권	89	234	144	61.2	-38.3	151
미래에셋대우	136	228	201	47.5	-12.0	196
NH투자증권	117	240	149	27.7	-37.9	139
한국금융지주	167	249	304	82.0	22.2	227
키움증권	83	263	174	110.3	-34.0	164
합계	592	1,214	972	64.2	-19.9	

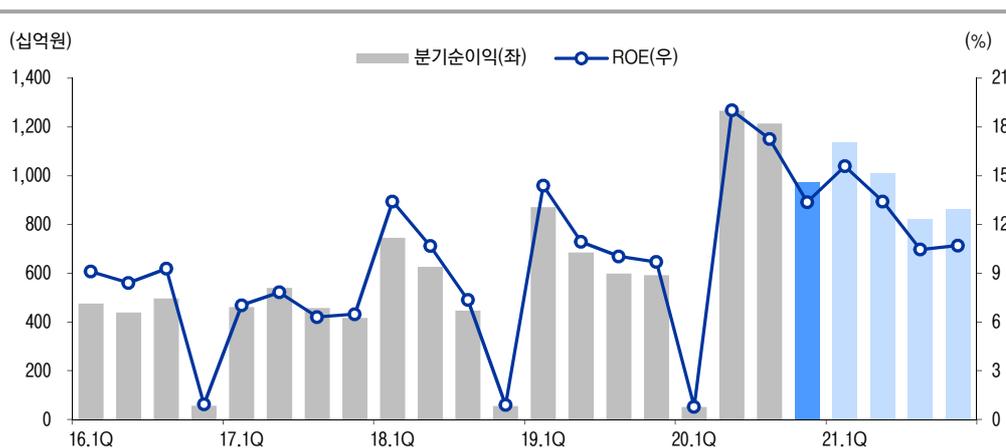
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 커버리지 증권사 합산 분기 실적 추이 및 예상

(단위: 십억원)	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4QE	(YoY %)	(QoQ %)
순영업수익	1,756	975	2,676	2,793	2,417	37.7	-13.4
순수수료수익	792	1,007	1,120	1,405	1,372	73.3	-2.3
수탁수수료	435	679	862	1,073	1,018	134.2	-5.2
자산관리수수료	165	183	178	213	206	24.9	-3.1
IB/기타수수료	430	410	352	382	445	3.5	16.5
순이자수익	696	762	792	895	879	26.3	-1.8
운용이익	78	-1,195	656	443	-31	-	-
기타영업손익	191	402	109	49	197	3.1	298.5
판관비	1,095	918	1,101	1,151	1,161	6.0	0.9
영업이익	661	57	1,576	1,641	1,256	90.1	-23.5
세전이익	798	75	1,734	1,667	1,330	66.6	-20.2
지배주주순이익	592	51	1,267	1,214	972	64.2	-19.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림156 증권사 합산 분기순이익과 ROE 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손해보험 20.4Q Preview: 코로나19 반사적 수혜 지속

2020년 4분기 4개 손해보험사의 합산순이익은 2,762억원으로 전년동기대비 97% 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 2~3분기에 이어 자동차보험 손해율 개선과 사업비율 하락, 장기위험손해율 안정이 실적개선의 배경으로 작용할 전망이다.

4분기 자동차보험 손해율은 90.1%로 전년동기대비 9.9%p 크게 개선될 것으로 예상된다. 코로나 19 재확산에 따른 차량 운행 감소와 보험료 인상효과로 손해율 하락 폭이 확대될 전망이다. 장기위험손해율의 경우 95.2%로 3분기 92.9% 대비로는 상승이 예상되나 실손 청구액이 크게 증가했던 2019년 4분기 대비로는 1.3%p 하락할 것으로 보인다.

사업비율은 21.9%로 전년동기대비 1.7%p 하락하며 안정흐름이 이어질 전망이다. 사업비 지출경쟁이 완화기조가 이어지면서 신계약규모 증가율은 -9% 내외로 2~3분기에 이어 전년동기대비 감소세가 이어질 전망이다.

투자영업이익의 경우 3분기에 이어 처분이익 규모가 축소될 것으로 보여 전년동기대비 20% 감소가 예상된다. 시장금리가 상승한데다 2021년 보험손익 악화 가능성에 대비하는 취지에서 4분기 중에는 채권매각이익을 최소화할 가능성이 높다. 4개 손보사 합산 투자수익률은 3.1%로 3분기 3.3% 대비 0.2%p 하락할 것으로 추정된다.

회사별 순이익은 대부분 컨센서스에 부합하거나 상회할 것으로 보여 주가는 우호적일 전망이다. 3분기와 달리 별다른 특이요인은 없을 것으로 보이며 메리츠화재의 경우 사업비율 하락과 투자수익률 호조를 바탕으로 호실적 기조를 이어갈 것으로 보인다.

표21 커버리지 손해보험사 4분기 예상순이익

(단위: 십억원)	19.4Q	20.3Q	20.4QE	(YoY %)	(QoQ %)	컨센서스
삼성화재	23	196	120	413.8	-38.6	125
DB손해보험	44	93	64	44.6	-31.1	58
현대해상	14	131	23	62.0	-82.4	19
메리츠화재	58	110	69	18.5	-37.1	52
합계	140	529	276	97.0	-47.8	

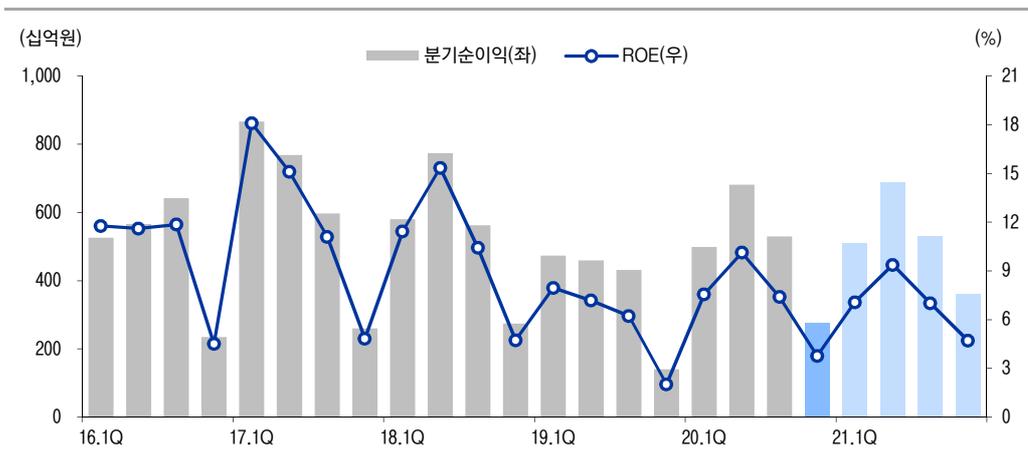
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 커버리지 손해보험사 합산 분기 실적 및 주요지표

(단위: 십억원,%)	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4QE	YoY(%,%p)
원수보험료	13,296	13,415	13,731	13,921	14,346	14,366	14,625	6.5
경과보험료	12,288	12,570	12,688	12,790	13,019	13,264	13,490	6.3
발생손해액	10,378	10,711	11,166	10,719	10,660	11,086	11,488	2.9
순사업비	2,714	2,856	2,992	2,858	2,860	2,845	2,949	-1.4
보험영업이익	-803	-997	-1,469	-787	-501	-667	-948	
투자영업이익	1,458	1,634	1,689	1,503	1,466	1,433	1,352	-20.0
영업이익	655	637	221	717	965	766	405	83.5
세전이익	624	596	177	678	936	736	376	112.1
당기순이익	459	431	140	499	681	529	276	97.0
손해율	84.4	85.2	88.0	83.8	81.9	83.6	85.2	-2.8
일반	76.2	73.2	71.8	76.7	76.2	79.7	73.2	1.4
자동차	88.9	91.7	100.0	85.4	82.2	85.5	90.1	-9.9
장기	83.7	84.1	85.4	83.9	82.3	83.3	84.5	-1.0
장기위험	89.2	91.5	96.6	93.8	89.5	92.9	95.2	-1.3
사업비율	22.1	22.7	23.6	22.3	22.0	21.4	21.9	-1.7
합산비율	106.5	107.9	111.6	106.2	103.9	105.0	107.0	-4.6
투자수익률	3.6	3.9	4.0	3.6	3.4	3.3	3.1	-1.0
ROE	7.2	6.2	2.0	7.6	10.1	7.4	3.8	1.7
신계약	149	165	165	156	140	149	151	-8.5
인보험	131	151	151	141	128	137	133	-11.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림157 손해보험사 합산 분기순이익과 ROE 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

KB 금융 (105560)	80
JB 금융지주 (175330)	83
한국금융지주 (071050)	86
삼성화재 (000810)	89

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
KB 금융	Buy (유지)	58,000 원(상향)
JB 금융지주	Buy (유지)	7,800 원(상향)
한국금융지주	Buy (유지)	110,000 원(상향)
삼성화재	Buy (유지)	250,000 원(유지)

KB금융 (105560)

2021. 1. 19

은행

수익성과 건전성 우위 확보

Analyst 전배승

02. 3779-8978

bsjun@ebestsec.co.kr

2020.4Q 예상 순이익 5,560억원

4 분기 순이익은 5,560 억원으로 시장 예상치에 부합하는 양호한 실적을 기록할 것으로 예상. 계절적 판관비 증가에 더해 명예퇴직금과 보수적인 총당금 인식으로 큰 폭의 비용증가가 예상되나 이자이익 증가와 비이자이익 확대로 안정적 실적흐름 이어질 전망. 특히 순이자마진이 3 분기 수준에서 유지되면서 이자이익 개선추세가 이어지고, 2021 년을 대비한 선제적 비용이 집행됨에 따라 실적에 대한 평가는 긍정적일 전망

Buy(maintain)

목표주가 58,000 원

현재주가(1/15) 45,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

수익성과 건전성 우위를 바탕으로 2021년 업종 주도주 역할 예상

2021 년 은행 NIM 안정에 힘입어 이자이익 증가 폭 확대 예상. 증권 자회사의 실적 호조세가 이어지는 가운데 푸르덴셜 생명의 연간 이익 인식으로 비이자이익 기반 강화. 대손부담 상승 압력 예상되나 업종 내 최고 수준의 건전성 지표 보유로 이익안정성 높게 유지될 전망. 특히 자영업자 대출 관련 규모는 크나 담보비중이 업종 내 월등히 높아 상대 부담은 크지 않음. 가계부채 억제조치 강화 등으로 2020 년 대비 대출성장률 둔화가 불가피하나 가산금리 확보에는 오히려 우호적 여건으로 작용할 전망

Stock Data

KOSPI(1/15)		3,085.9 pt
시가총액		187,945 억원
발행주식수		415,808 천주
52 주 최고가 / 최저가		48,450 / 26,050 원
90 일 일평균거래대금		1,000.18 억원
외국인 지분율		66.4%
배당수익률(21.12E)		5.3%
BPS(21.12E)		111.171 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-14.3%
	6 개월	-13.4%
	12 개월	-44.0%
주주구성	국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
	자사주 (외 1 인)	6.3%
	자사주신탁 (외 1 인)	0.6%

목표주가 58,000원으로 상향, 최선호주 의견 제시

2021 년 예상순이익은 3.56 조원으로 8.3%의 ROE 시현 가능할 것으로 보임. PBR 0.4 배의 현 주가수준은 예상 수익성 대비 저평가 영역으로 판단. 실적 추정치 변경을 반영해 목표주가를 58,000 원으로 상향하며 업종 내 최선호주 의견 제시. 2021 년 배당수익률 또한 5%를 상회할 것으로 보여 높은 배당매력 보유

Stock Price



Financial Data

(십억원)	총영업이익	총전영업이익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원,adj.)	ROE (%)	ROA (%)	PER (배)	PBR (%)
2018	10,860	4,893	4,219	3,069	7,759	-6.5	90,283	8.9	0.7	7.2	0.62
2019	11,432	5,161	4,491	3,312	8,500	9.6	97,873	8.9	0.7	5.2	0.45
2020E	12,205	5,646	4,627	3,434	8,813	3.7	104,124	8.6	0.6	5.1	0.43
2021E	12,714	6,051	4,868	3,564	9,147	3.8	111,171	8.3	0.6	4.9	0.41
2022E	13,212	6,379	5,127	3,765	9,662	5.6	118,433	8.2	0.6	4.7	0.38

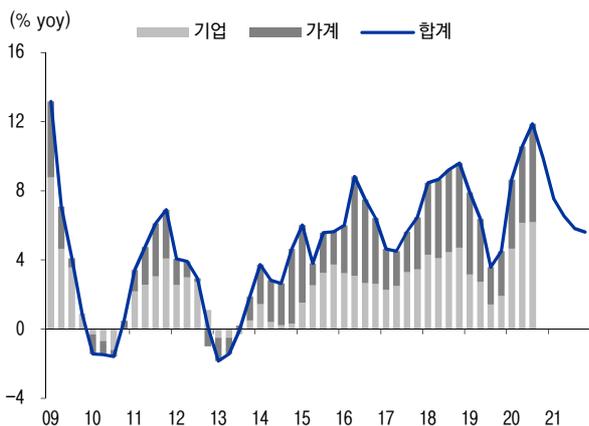
자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표23 KB 금융 분기실적

(단위: 십억원)	2019		2020				2021		2019 연간	2020 연간	2021 연간
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE			
총영업이익	2,870	2,798	2,742	3,273	3,232	2,958	3,071	3,157	11,432	12,205	12,714
순이자수익	2,319	2,328	2,349	2,334	2,460	2,477	2,428	2,497	9,197	9,621	10,058
순수수료수익	581	639	670	711	789	626	670	689	2,355	2,797	2,778
기타비이자이익	-30	-169	-277	228	-18	-145	-27	-30	-120	-212	-121
판관비	1,456	1,814	1,459	1,586	1,601	1,913	1,484	1,642	6,271	6,559	6,663
충전영업이익	1,414	983	1,283	1,686	1,631	1,046	1,587	1,515	5,161	5,646	6,051
대손비용	166	210	244	296	215	265	258	280	670	1,019	1,183
영업이익	1,248	773	1,039	1,390	1,417	781	1,329	1,235	4,491	4,627	4,868
영업외손익	12	-24	-20	-14	154	12	12	12	43	132	48
세전이익	1,260	749	1,019	1,376	1,571	792	1,341	1,247	4,534	4,759	4,916
법인세	319	214	280	384	377	236	352	331	1,221	1,277	1,304
지배순이익	940	535	729	982	1,167	556	979	906	3,312	3,434	3,564

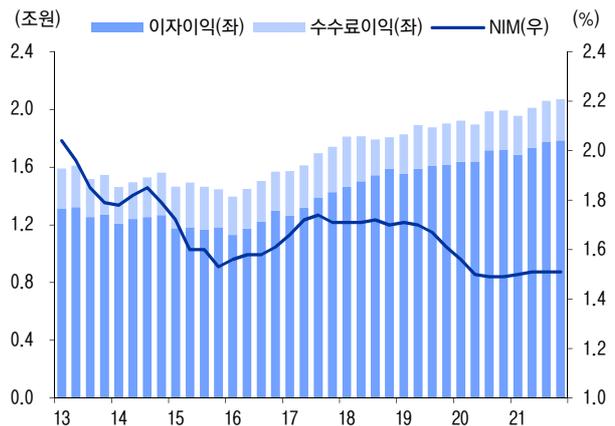
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림158 대출증가율 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림159 이자이익, NIM 추이 및 예상



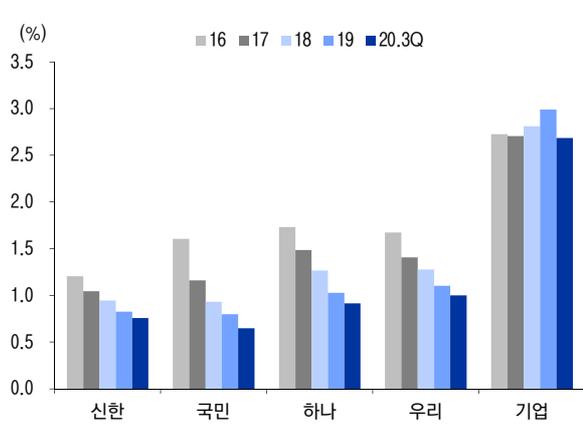
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림160 대손비용과 대손비용률 추이 및 예상(은행)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림161 시중은행별 주요의이하여신 비율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KB금융 (105560)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	10,860	11,432	12,205	12,714	13,212
순이자수익	8,905	9,197	9,621	10,058	10,423
순수수료수익	2,243	2,355	2,797	2,778	2,910
기타비이자이익	-289	-120	-212	-121	-121
판관비	5,967	6,271	6,559	6,663	6,833
총전영업이익	4,893	5,161	5,646	6,051	6,379
대손비용	674	670	1,019	1,183	1,252
영업이익	4,219	4,491	4,627	4,868	5,127
영업외손익	47	43	132	48	50
세전이익	4,266	4,534	4,759	4,916	5,177
법인세	1,197	1,221	1,277	1,304	1,364
당기순이익	3,070	3,313	3,482	3,612	3,813
지배주주순이익	3,069	3,312	3,434	3,564	3,765
포괄손익	3,059	3,465	3,776	3,688	3,889

주요자회사 순이익

국민은행	2,259	2,439	2,317	2,446	2,567
국민카드	329	317	317	315	322

주요 투자지표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)/Valuation					
PPOP/Shares	11,703	12,412	13,579	14,553	15,342
EPS	7,759	8,500	8,813	9,147	9,662
BPS	90,283	97,873	104,124	111,171	118,433
DPS	1,921	2,210	2,100	2,400	2,570
PER	7.2	5.2	5.1	4.9	4.7
PBR	0.62	0.45	0.43	0.41	0.38
수익성/효율성/건전성(%)					
ROE	8.9	8.9	8.6	8.3	8.2
ROA	0.66	0.66	0.61	0.60	0.61
NIM(그룹)	2.41	2.33	2.12	2.11	2.12
NIM(은행)	1.71	1.67	1.51	1.51	1.52
판관비/총영업이익	54.9	54.9	53.7	52.4	51.7
대손비용률(그룹)	0.22	0.21	0.29	0.31	0.32
대손비용률(은행)	0.04	0.04	0.14	0.16	0.16
고정비하여신비율(은행)	0.48	0.37	0.32	0.33	0.33
커버리지비율(은행)	122.3	130.2	181.9	175.1	167.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금및예치금	20,275	20,838	23,441	24,758	25,770
대출채권	319,202	339,684	372,141	393,148	409,642
유가증권	113,157	126,083	138,478	146,248	152,189
유형자산	4,272	5,067	5,418	5,393	5,368
무형자산	2,756	2,738	3,139	3,319	3,472
기타비이자부자산	19,940	24,163	32,960	34,825	36,304
자산총계	479,601	518,573	575,575	607,690	632,745
예수부채	276,770	305,593	332,653	351,318	365,583
차입금	32,930	37,819	34,704	36,657	38,173
사채	53,279	50,936	62,699	66,344	69,566
기타비이자부부채	80,901	85,107	102,855	107,913	111,087
부채총계	443,881	479,454	532,911	562,232	584,409
지배기업소유지분	35,712	38,534	41,767	44,513	47,343
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	0	399	1,197	1,197	1,197
이익잉여금	17,290	19,710	22,506	25,252	28,081
기타자본	16,331	16,335	15,974	15,974	15,974
비지배지분	9	585	897	945	993
자본총계	35,721	39,119	42,664	45,458	48,336

주요 재무지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성(%)					
총자산증가율	9.8	8.1	11.0	5.6	4.1
원화대출증가율	9.6	4.5	9.9	5.6	4.1
원화예수금증가율	7.9	9.6	8.9	5.6	4.1
자기자본증가율	4.9	9.5	9.1	6.5	6.3
총영업이익증가율	6.5	5.3	6.8	4.2	3.9
지배순이익증가율	-7.3	7.9	3.7	3.8	5.6
EPS 증가율	-6.5	9.6	3.7	3.8	5.6
BPS 증가율	5.8	8.4	6.4	6.8	6.5
안정성(%)					
원화예대율(은행)	100.2	95.5	96.4	96.4	96.4
레버리지	13.4	13.3	13.5	13.4	13.1
BIS 비율(그룹)	14.6	14.5	14.2	14.4	14.7
보통주자본비율(그룹)	14.0	13.6	13.4	13.5	13.8
BIS 비율(은행)	15.5	15.8	15.1	15.6	16.2
기본자본비율(은행)	14.33	14.68	14.03	14.41	14.99
배당성향	24.8	26.0	23.8	26.2	26.6

JB금융지주 (175330)

2021. 1. 19

은행

고수익성 창출역량 대비 여전히 낮은 주가

Analyst **전배승**

02. 3779-8978

bsjun@ebestsec.co.kr

2020년 4분기 예상 순이익 507억원. 보수적 비용인식 예상

2020년 4분기 순이익은 507억원으로 시장예상에 부합하는 수준을 예상. 순이자마진은 전분기대비 1~2bp 하락할 것으로 보이고 1% 수준의 대출증가율을 기록할 것으로 보여 이자이익 규모는 3분기와 유사할 전망. 명예퇴직금 인식(150~200억원)과 코로나 19 관련 총당금 적립으로 비용부담이 확대되어 이익규모는 감소할 것이나, 2021년을 대비한 선제적 비용인식이라는 측면에서 긍정적 평가가 가능할 것

Buy (maintain)

목표주가 **7,800 원**

현재주가 **5,820 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

2021년에도 고수익성 지속 가능할 전망

2021년 1분기 중 NIM은 저점확인이 예상되고 연간 5% 이상의 대출증가율 바탕으로 이자이익 증가 폭이 2020년 대비 확대될 전망. 업종 내 대손부담 증가가 예상되지만 광주은행의 경우 매우 우수한 건전성 지표를 보유하고 있으며, 2018~19년 중 양행 모두 대출성장률이 미미해 향후 대손부담 관리에 용이한 환경. 2021년 예상순이익은 3,655억원으로 이익증가세 유지하는 가운데 업종 내 최고수준의 수익성 창출역량 이어질 전망

Stock Data

KOSPI(1/15)	3,085.9 pt
시가총액	11,464 억원
발행주식수	196,983 천주
52 주 최고가 / 최저가	6,250 / 3,375 원
90 일 일평균거래대금	37.27 억원
외국인 지분율	39.3%
배당수익률(21.12E)	6.0%
BPS(21.12E)	18,271 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -16.1%
	6개월 -20.9%
	12개월 -26.8%
주주구성	삼양사 (외 4인) 13.2%
	Jubilee Asia B.V. 9.9%
	GIC Private Limited (외 2인) 9.2%

목표주가 7,800원으로 상향, 최선호주 의견 유지

실적추정치 변경을 반영해 목표주가를 7,800원으로 상향하며 최선호주 의견을 유지함. PBR 0.3배, PER 3배의 현 주가는 예상 수익성 대비 저평가 정도가 크다고 판단. 예상 배당수익률 또한 6%에 달해 고배당 매력 겸비

Stock Price



Financial Data

(십억원)	총영업이익	총전영업이익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원,adj.)	ROE (%)	ROA (%)	PER (배)	PBR (%)
2018	1,250	596	417	243	1,251	3.3	14,323	9.2	0.5	4.8	0.42
2019	1,295	630	485	342	1,759	40.7	15,781	10.1	0.7	3.2	0.36
2020E	1,350	670	494	349	1,795	2.0	16,963	9.7	0.7	3.2	0.34
2021E	1,396	703	520	365	1,877	4.6	18,271	9.5	0.7	3.1	0.32
2022E	1,459	751	551	386	1,986	5.8	19,631	9.4	0.7	2.9	0.30

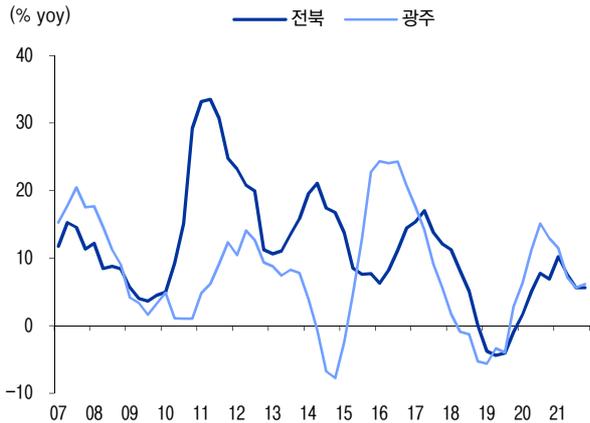
자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 JB 금융지주 분기실적

(단위: 십억원)	2019		2020				2021		2019 연간	2020 연간	2021 연간
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE			
총영업이익	331	321	328	336	352	334	338	346	1,295	1,350	1,396
순이자수익	312	309	307	311	317	318	314	322	1,233	1,253	1,301
순수수료수익	13	8	19	16	22	15	15	16	52	72	63
기타비이자이익	6	3	3	9	13	1	9	8	10	25	32
판관비	157	205	163	152	157	208	166	155	664	680	694
충전영업이익	174	116	166	184	195	126	172	191	630	670	703
대손비용	45	39	29	52	42	53	42	43	145	176	183
영업이익	129	77	136	131	153	73	130	149	485	494	520
영업외손익	-2	-3	-1	0	0	0	0	0	-2	-1	0
세전이익	127	74	135	131	153	73	130	149	483	493	520
법인세	32	21	33	33	36	19	34	39	121	121	138
지배순이익	90	48	97	92	110	51	91	105	342	349	365

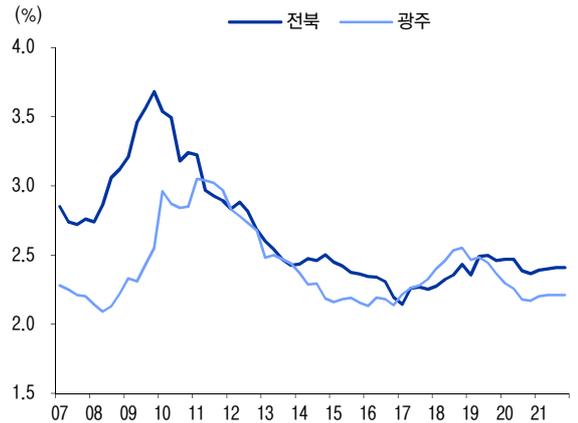
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림162 은행별 대출증가율 추이 및 예상



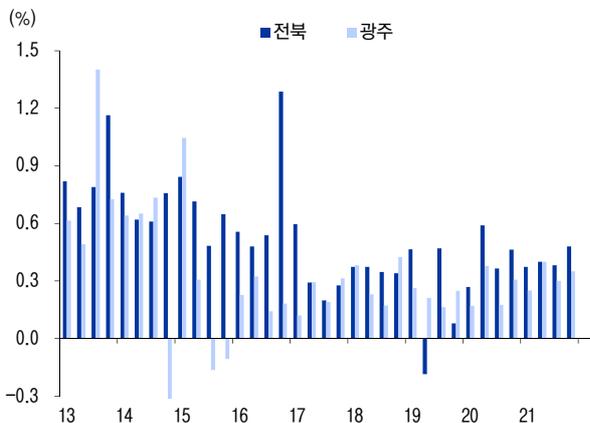
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림163 은행별 순이자마진 추이



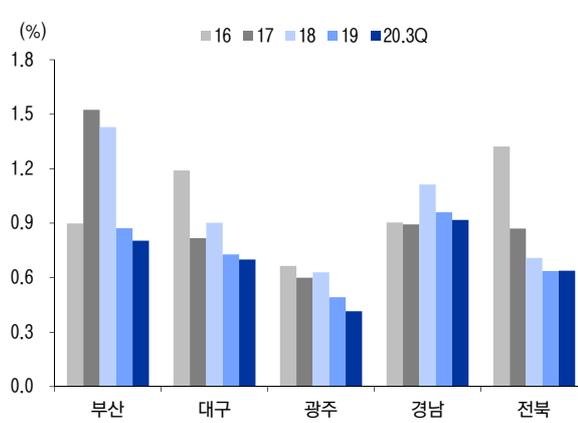
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림164 은행별 대손비용률 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림165 지방은행 고정이하여신비율 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

JB금융지주 (175330)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	1,250	1,295	1,350	1,396	1,459
순이자수익	1,255	1,233	1,253	1,301	1,363
수수료수익	10	52	72	63	67
기타비이자이익	-15	10	25	32	29
판관비	654	664	680	694	708
총전영업이익	596	630	670	703	751
신용손실충당금전입액	179	145	176	183	199
영업이익	417	485	494	520	551
영업외손익	0	-2	-1	0	0
세전이익	416	483	493	520	551
법인세	95	121	121	138	146
당기순이익	321	362	372	382	405
지배주주순이익	243	342	349	365	386
비지배지분순이익	78	20	23	18	19

주요자회사 순이익

전북은행	100	110	99	102	109
광주은행	153	173	169	178	194

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금및예치금	821	2,711	2,953	3,121	3,260
대출채권	10,007	37,109	40,998	43,427	45,735
유가증권	2,080	4,855	6,305	6,680	7,043
유형자산	160	405	397	397	397
무형자산	45	158	208	220	232
기타비이자부자산	549	2,292	2,418	2,556	2,666
자산총계	13,662	47,530	53,279	56,402	59,333
예수부채	8,783	34,175	38,679	40,971	43,147
차입금	1,457	1,585	2,035	2,158	2,282
사채	2,077	6,506	7,500	7,938	8,331
기타비이자부부채	462	1,444	1,106	1,104	1,058
부채총계	12,780	43,710	49,321	52,171	54,818
지배기업소유지분	822	3,470	3,700	3,954	4,218
자본금	334	985	985	985	985
신종자본증권	89	403	403	403	403
이익잉여금	397	1,445	1,665	1,919	2,183
기타자본	2	636	647	647	647
비지배지분	61	350	259	277	296
자본총계	883	3,820	3,958	4,231	4,514

주요 투자지표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)/Valuation					
PPOP/Shares	3,027	3,200	3,401	3,568	3,811
EPS	1,251	1,759	1,795	1,877	1,986
BPS	14,323	15,781	16,963	18,271	19,631
DPS	180	300	310	350	376
PER	4.8	3.2	3.2	3.1	2.9
PBR	0.42	0.36	0.34	0.32	0.30
수익성/효율성/건전성(%)					
ROE	9.2	10.1	9.7	9.5	9.4
ROA	0.51	0.73	0.68	0.66	0.67
NIM(그룹)	2.67	2.70	2.56	2.53	2.54
NIM(전북)	2.35	2.45	2.42	2.38	2.39
NIM(광주)	2.49	2.44	2.22	2.18	2.19
대손비용률(그룹)	0.48	0.38	0.42	0.41	0.43
대손비용률(전북)	0.36	0.20	0.42	0.38	0.39
대손비용률(광주)	0.31	0.22	0.26	0.25	0.25
고정하여신비율(그룹)	0.92	0.88	0.74	0.80	1.02

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 재무지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성(%)					
총자산증가율	9.4	247.9	12.1	5.9	5.2
대출증가율(전북)	0.1	-0.9	6.9	5.6	4.1
대출증가율(광주)	-5.3	2.8	13.0	6.1	6.1
자기자본증가율	11.5	332.6	3.6	6.9	6.7
총영업이익증가율	6.4	3.6	4.2	3.5	4.5
지배순이익증가율	19.4	40.7	2.0	4.6	5.8
EPS 증가율	15.3	40.7	2.0	4.6	5.8
BPS 증가율	7.7	10.2	7.5	7.7	7.4
안정성(%)					
레버리지(그룹)	15.5	12.4	13.5	13.3	13.1
BIS 비율(그룹)	12.9	12.9	12.2	12.3	12.5
보통주자본비율(그룹)	7.2	7.2	8.9	9.0	9.2
기본자본비율(그룹)	6.5	6.5	10.3	10.4	10.6
보통주자본비율(전북)	11.1	11.6	11.7	11.9	12.2
보통주자본비율(광주)	13.3	13.3	12.3	12.5	12.8
배당성향	14.4	17.1	17.3	18.6	19.0

한국금융지주 (071050)

2021. 1. 19

금융

2021년 이익성장 전망

Analyst **전배승**

02. 3779-8978

bsjun@ebestsec.co.kr

2020년 4분기 호실적 예상

2020년 4분기 순이익은 3,038억원으로 시장예상을 상회하는 호실적을 달성할 전망. 3분기에 이어 브로커리지 수익 호조세가 이어지는 가운데 ELS 조기상환 확대로 운용 이익 또한 양호할 것으로 보임. 증권제외 기타 자회사의 경우 이익규모 감소가 예상되나 타 대형사와 달리 4분기 중 투자자산 평가손실 인식 규모는 미미할 전망. 이미 3분기 중 한차례 해외자산 평가손익을 인식한데다 해외 부동산 익스포저가 거의 없기 때문. 또한 4분기 중 일회성요인으로 카카오뱅크 지분법 처분이익 1,150억원(영업외수익) 발생이 예정되어 있음

고수익성 지속 예상

연초 이후 대규모 개인자금의 증시유입으로 브로커리지 수익 추가 개선 가능할 전망. 2020년에도 IB부문 실적은 양호했으나 코로나19 우려 완화 시 추가적인 기업금융 및 대체투자 관련 딜 활성화가 예상됨. Trading부문의 경우 2020년 1분기 대규모 손실이 발생한 영향으로 2020년 성과가 저조했지만 2021년 우호적 증시환경을 바탕으로 회복 가능할 전망. 2021년 예상 순이익은 8,633억원으로 이익성장 예상하며 고수익성 기조 또한 지속될 전망

목표주가 110,000원으로 10% 상향, Top Picks 의견 유지

목표주가를 11만원으로 기존 대비 10% 상향하며 Top Picks 의견 유지. 2021년 예상 ROE 14% 대비 PBR 0.8의 현 주가는 업종 내 저평가 정도가 가장 크다고 판단. 2021년 카카오뱅크 상장추진과 함께 보유 지분가치 또한 지속 부각될 전망

Buy (maintain)

목표주가 **110,000 원**

현재주가(1/15) **86,400 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(1/15)		3,085.9 pt
시가총액		48,147 억원
발행주식수		55,726 천주
52 주 최고가 / 최저가	89,800 / 32,000 원	
90 일 일평균거래대금		396.83 억원
외국인 지분율		30.4%
배당수익률(21.12E)		3.4%
BPS(21.12E)		109,214 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	0.3%
	6 개월	47.7%
	12 개월	-19.6%
주주구성	김남구 (외 2 인)	20.7%
	국민연금공단 (외 1 인)	13.5%
	자사주 (외 1 인)	5.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	순영업수익	영업이익	지배주주 순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원, adj.)	ROE (%)	ROA (%)	PER (배)	PBR (%)
2018	1,423	643	530	9,068	3.8	73,919	12.8	0.9	8.4	1.04
2019	1,868	960	860	14,723	62.4	85,684	24.4	1.6	4.8	0.82
2020E	1,732	856	824	14,119	-4.1	97,052	16.1	1.2	6.1	0.89
2021E	2,202	1,170	863	14,784	4.7	109,214	14.4	1.0	5.8	0.79
2022E	2,158	1,074	793	13,575	-8.2	120,080	11.9	0.9	6.4	0.72

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표25 한국금융지주 분기실적

(단위:십억원)	2019		2020				2021		2020 연간E	2021 연간E
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE		
순영업수익	396	455	-11	617	569	556	568	556	1,732	2,202
순수수료수익	205	201	224	234	303	266	278	271	1,028	1,071
순이자수익	208	209	236	239	276	261	257	280	1,012	1,110
상품운용손익	-7	13	-510	116	39	7	-7	-7	-348	-58
기타영업손익	-10	31	38	28	-49	22	40	13	39	79
판관비	219	249	157	216	248	254	239	234	875	1,032
영업이익	177	206	-168	402	321	302	329	323	856	1,170
세전이익	195	231	-149	527	338	418	334	328	1,134	1,189
지배주주순이익	226	167	-113	385	249	304	243	238	824	863

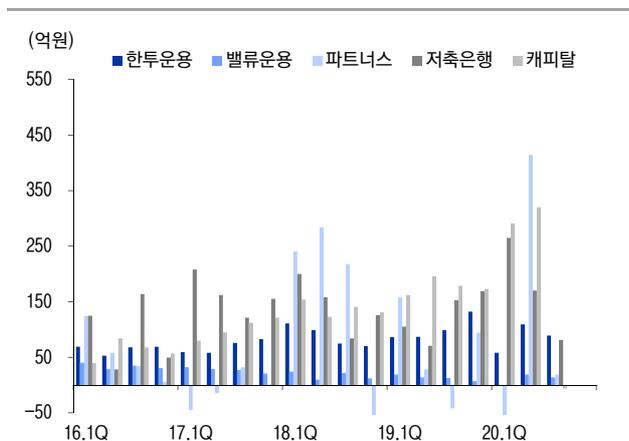
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 한국투자증권(별도) 분기실적

(단위:십억원)	2019		2020				2021		2020 연간E	2021 연간E
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE		
순영업수익	316	346	19	477	481	482	532	450	1,459	1,844
순수수료수익	166	158	196	206	263	243	254	247	909	975
수탁수수료	57	60	101	117	135	129	143	132	483	512
자산관리수수료	34	30	31	30	36	36	36	37	133	147
IB수수료	58	50	66	66	88	82	82	82	303	329
기타수수료	45	50	44	39	44	50	49	50	176	203
(수수료비용)	29	32	46	46	40	54	56	55	186	217
순이자수익	129	127	149	152	180	170	167	171	651	689
상품운용손익	3	19	-423	65	33	6	-6	-6	-319	-50
기타영업손익	18	41	97	53	5	62	116	39	218	229
판관비	160	166	100	161	194	185	174	171	640	752
영업이익	156	179	-81	315	287	297	357	279	819	1,092
세전이익	153	176	-79	323	292	298	358	279	835	1,094
지배주주순이익	114	129	-56	226	235	219	263	205	624	804

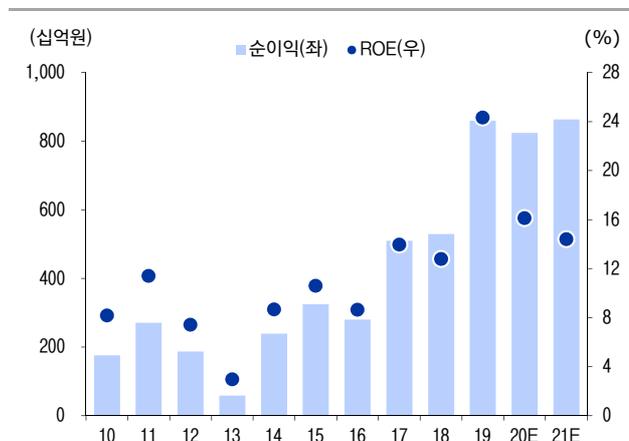
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림166 한투증권 제외 기타 자회사 분기순이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림167 한국금융지주 연간순이익과 ROE 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한국금융지주 (071050)

손익계산서(한국금융지주)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,423	1,868	1,732	2,202	2,158
순수수료수익	773	807	1,028	1,071	1,019
순이자수익	704	822	1,012	1,110	1,146
상품운용손익	-102	187	-348	-58	-90
기타영업손익	48	52	39	79	82
판관비	780	908	875	1,032	1,084
영업이익	643	960	856	1,170	1,074
영업외손익	92	120	278	19	18
세전이익	735	1,081	1,134	1,189	1,092
법인세	198	307	309	315	289
당기순이익	516	862	825	874	802
지배주주지분	530	860	824	863	793
비지배주주지분	-14	2	1	11	10

재무상태표(한국금융지주)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총자산	64,004	60,766	81,430	84,719	88,141
현금및예치금	8,619	5,569	16,186	16,843	17,527
유가증권	34,677	41,678	50,242	52,282	54,405
파생상품	414	846	1,196	1,244	1,295
대출채권	19,549	11,996	12,932	13,457	14,003
유형자산	334	387	383	381	378
기타자산	410	290	492	511	532
총부채	59,106	55,733	75,742	78,320	81,107
예수부채	17,063	6,590	14,107	14,680	15,276
차입부채	22,434	25,260	9,936	9,842	9,849
기타부채	19,609	23,883	51,699	53,798	55,983
자본총계	4,898	5,033	5,689	6,399	7,034
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	615	615	614	614	614
이익잉여금	3,280	4,019	4,678	5,383	6,013
기타자본	114	62	68	73	78
비지배주주지분	581	29	21	21	21

손익계산서(한국투자증권, 별도)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,268	1,547	1,459	1,844	1,792
순수수료수익	578	636	909	975	921
수탁수수료	291	237	483	512	433
자산관리수수료	129	132	133	147	152
IB수업무수수료	136	214	303	329	329
기타수수료	145	175	176	203	211
순이자수익	536	538	651	689	711
상품운용손익	14	161	-319	-50	-76
기타영업손익	139	212	218	229	236
판관비	597	663	640	752	789
영업이익	671	884	819	1,092	1,003
영업외손익	-11	-4	16	2	2
세전이익	659	880	835	1,094	1,005
당기순이익	504	654	624	804	738

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	9,068	14,723	14,119	14,784	13,575
BPS	73,919	85,684	97,052	109,214	120,080
DPS	1,807	2,911	2,871	2,946	2,714
Valuation(x)					
PER	8.4	4.8	6.1	5.8	6.4
PBR	1.04	0.82	0.89	0.79	0.72
수익성/효율성(%)					
ROE	12.8	24.4	16.1	14.4	11.9
ROA	0.9	1.6	1.2	1.0	0.9
총영업수익/총자산	2.5	3.5	2.4	2.7	2.5
영업이익/자기자본	14.0	24.6	16.7	19.5	16.1
수탁수수료/순영업수익	16.5	12.8	15.4	11.7	8.6
판관비/순영업수익	54.8	48.6	50.5	46.9	50.2

삼성화재 (000810)

2021. 1. 19

보험

수익성 관리역량 부각 예상

Analyst **전배승**

02. 3779-8978

bsjun@ebestsec.co.kr

2020.4Q 순이익 1,201억원 전망

2020년 4분기 순이익은 1,201억원으로 시장예상 수준에 부합할 전망. 전년동기대비 위험손해를 상승이 예상되나 큰 폭의 자동차보험 손해를 하락과 사업비를 안정으로 합산비율이 2.7%p 하락하며 보험손익 개선추세가 이어질 것으로 예상. 투자영업이익은 매각익 축소로 3분기와 유사한 수준이 예상되며 2.6%의 투자수익률 기록할 전망

Buy (maintain)

목표주가 **250,000 원**

현재주가(1/15) **186,000 원**

2021년 수익성 관리역량 부각 예상

코로나19의 반사적 수혜 축소가 예상되는 2021년 경영환경 하에서 업종 내 수익성 방어역량이 보다 중요해질 것으로 예상. 따라서 효율성 관리능력이 우수한 동사에게 보다 유리한 환경으로 전개될 가능성이 높다고 판단. 특히 낮은 실손보험 비중과 언더라이팅 우위를 바탕으로 위험손해를 방어에 우위를 보일 것으로 예상하며 2019~20년 타사 대비 처분이익 인식규모가 적어 투자수익률 관리에도 상대적으로 유리할 전망

컨센서스 대비

상회	부합	하회

목표주가 250,000원, Top Picks의견 유지

동사에 대한 기존 목표주가 250,000원과 Top Picks 의견을 유지함. PBR 0.5배의 현 주가는 예상 수익성 대비 저평가 영역으로 판단하며, 업종 내 수익성 경쟁구도 하에서 상대주가 성과에 우위를 보일 것으로 전망. 예상 배당수익률 또한 5% 수준으로 높은 배당매력 겸비

Stock Data

KOSPI(1/15)	3,085.9 pt
시가총액	88,117 억원
발행주식수	47,375 천주
52 주 최고가 / 최저가	231,500 / 126,000 원
90 일 일평균거래대금	378.18 억원
외국인 지분율	44.8%
배당수익률(21.12E)	5.3%
BPS(21.12E)	368,968 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -17.0%
	6개월 -37.1%
	12개월 -57.1%
주주구성	삼성생명보험 (외 7인) 18.5%
	자사주 (외 1인) 15.9%
	국민연금공단 (외 1인) 10.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	손해율	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원,adj.)	ROE (%)	PER (배)	PBR (%)
2018	17,702	1,521	1,057	83.1	24,866	1.4	289,043	8.7	11.0	0.94
2019	18,003	914	609	84.8	14,332	-42.4	334,216	4.6	18.3	0.78
2020E	18,542	1,110	749	83.5	17,620	22.9	358,055	5.1	10.6	0.52
2021E	19,117	1,196	818	83.6	19,251	9.3	368,968	5.3	9.7	0.50
2022E	19,652	1,216	830	83.8	19,531	1.5	379,335	5.2	9.5	0.49

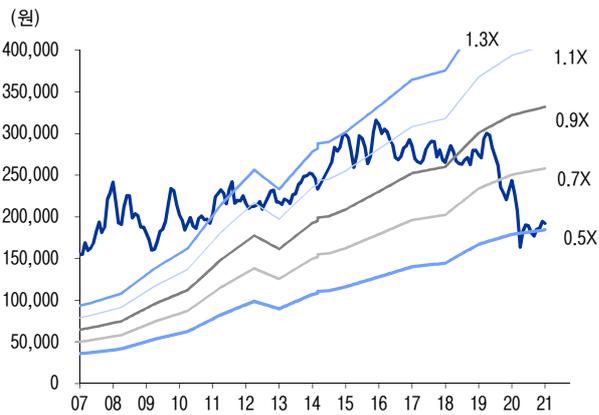
자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

표27 삼성화재 손익현황과 주요지표

(단위: 십억원,%)	2019		2020				2021		2019 연간	2020 연간	2021 연간
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE			
원수보험료	4,779	4,728	4,861	4,905	4,953	4,924	5,020	5,071	18,839	19,642	20,273
경과보험료	4,551	4,558	4,555	4,611	4,634	4,742	4,698	4,759	18,003	18,542	19,117
일반	402	401	384	398	389	425	407	422	1,538	1,596	1,692
자동차	1,179	1,196	1,216	1,262	1,330	1,345	1,326	1,376	4,642	5,153	5,590
장기	2,971	2,961	2,955	2,950	2,916	2,971	2,966	2,961	11,823	11,793	11,835
발생손해액	3,843	3,983	3,798	3,783	3,859	4,047	3,914	3,903	15,266	15,486	15,978
순사업비	961	990	998	983	972	1,002	1,018	1,002	3,814	3,955	4,034
보험영업이익	-254	-416	-241	-155	-196	-307	-234	-147	-1,077	π	-895
투자영업이익	498	471	493	543	482	491	573	510	1,991	2,009	2,091
총영업이익	244	55	252	388	286	184	339	363	914	1,110	1,196
세전이익	221	22	230	368	266	163	318	342	819	1,027	1,113
당기순이익	160	23	164	269	196	120	234	252	609	749	818
손해율(%)	84.5	87.4	83.4	82.0	83.3	85.3	83.3	82.0	84.8	83.5	83.6
일반	73.3	72.3	81.1	81.5	82.3	75.8	80.3	80.7	74.2	80.1	79.3
자동차	90.2	100.8	86.3	82.2	85.8	90.4	84.3	80.3	91.4	86.3	84.7
장기	83.7	84.0	82.5	82.1	82.2	84.4	83.3	83.0	83.6	82.8	83.7
장기위험	83.9	88.8	85.8	85.2	86.3	89.6	87.4	86.8	84.2	86.8	88.4
사업비율	21.1	21.7	21.9	21.3	21.0	21.1	21.7	21.1	21.2	21.3	21.1
합산비율	105.6	109.1	105.3	103.4	104.2	106.5	105.0	103.1	106.0	104.8	104.7
투자수익률	2.8	2.6	2.8	3.0	2.6	2.6	3.1	2.7	2.9	2.8	2.8
신계약(보장성)	55.4	52.7	52.5	44.4	46.2	47.7	49.3	44.2	206.5	190.9	186.4
인보험	48.1	46.0	45.7	38.0	39.9	37.7	38.1	36.3	173.8	161.3	150.6

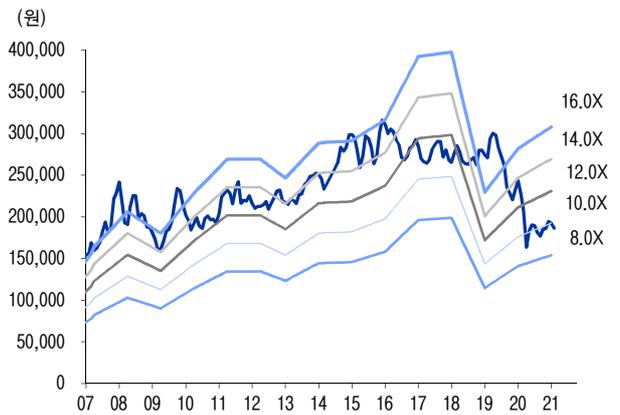
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림168 삼성화재 PBR 추이



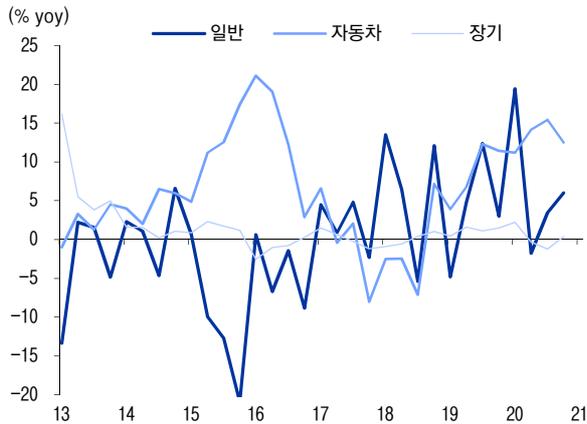
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림169 삼성화재 PER 추이



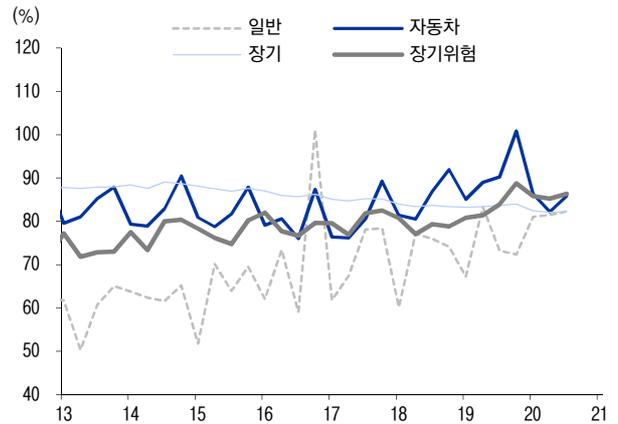
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림170 삼성화재 원수보험료 추이



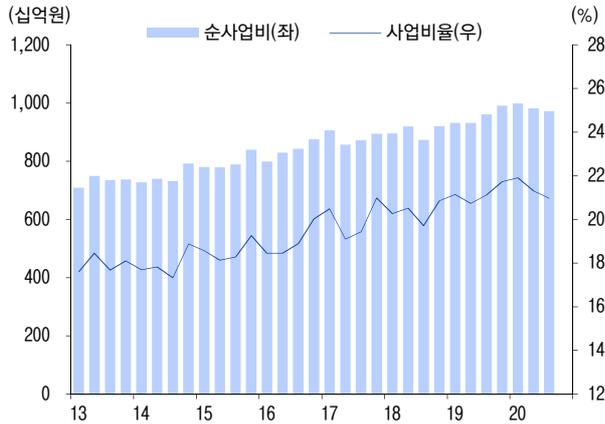
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림171 삼성화재 손해율 추이



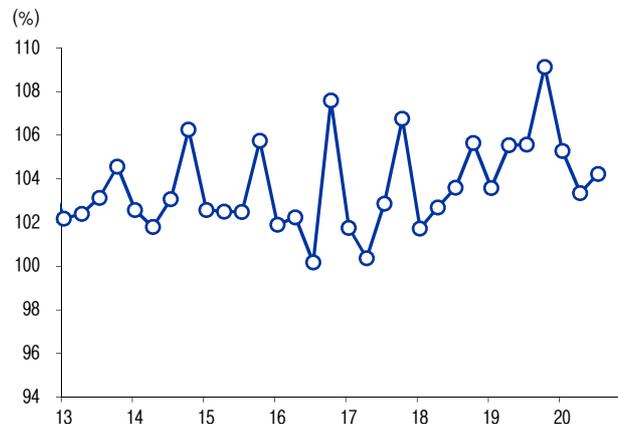
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림172 삼성화재 사업비율 추이



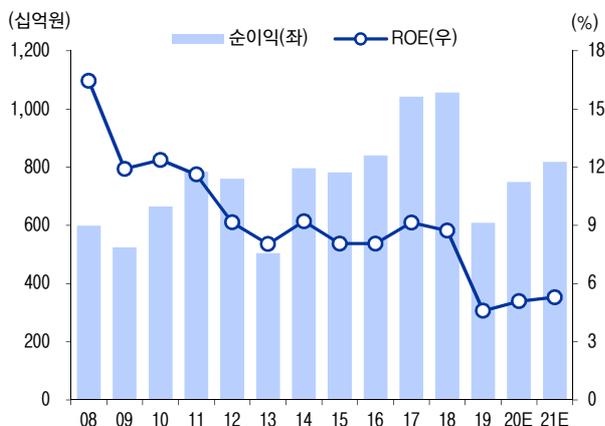
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림173 삼성화재 합산비율 추이



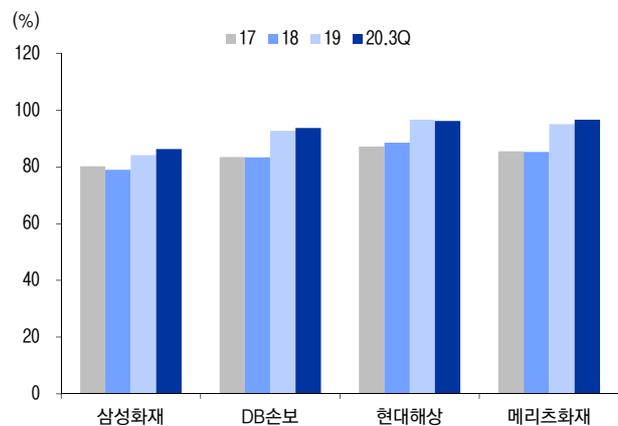
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림174 삼성화재 순이익과 ROE 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림175 회사별 장기 위험손해율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	18,234	18,839	19,642	20,273	20,858
보유보험료	17,748	18,384	19,019	19,630	20,196
경과보험료	17,702	18,003	18,542	19,117	19,652
일반	1,414	1,538	1,596	1,692	1,794
자동차	4,507	4,642	5,153	5,590	5,981
장기	11,781	11,823	11,793	11,835	11,877
발생손해액	14,709	15,266	15,486	15,978	16,464
일반	1,016	1,140	1,278	1,342	1,416
자동차	3,842	4,243	4,445	4,734	5,065
장기	9,850	9,882	9,764	9,902	9,984
순사업비	3,609	3,814	3,955	4,034	4,115
보험영업이익	-616	-1,077	-899	-895	-927
투자영업이익	2,137	1,991	2,009	2,091	2,143
총영업이익	1,521	914	1,110	1,196	1,216
영업외이익	-81	-95	-83	-83	-86
세전이익	1,440	819	1,027	1,113	1,130
법인세비용	383	210	278	295	299
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,057	609	749	818	830

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총자산	78,962	84,437	87,825	91,519	95,369
총운용자산	66,733	71,391	74,064	77,180	80,426
현예금	1,648	1,299	1,134	1,181	1,231
유가증권	41,755	45,874	47,813	49,824	51,920
대출채권	22,531	23,457	24,374	25,399	26,468
부동산	799	761	744	775	808
비운용자산	5,084	4,956	5,008	5,219	5,439
특별계정자산	7,145	8,089	8,752	9,121	9,504
총부채	66,675	70,229	72,604	75,835	79,244
책임준비금	55,461	57,866	59,982	62,505	65,134
기타부채	3,276	4,037	3,892	4,232	4,629
특별계정부채	7,939	8,326	8,731	9,098	9,481
자본총계	12,287	14,207	15,221	15,685	16,125
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,830	8,950	9,338	9,802	10,242
자본조성	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액	3,975	5,775	6,401	6,401	6,401

주요 재무지표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성(%)					
손해율	83.1	84.8	83.5	83.6	83.8
일반	71.9	74.2	80.1	79.3	78.9
자동차	85.3	91.4	86.3	84.7	84.7
장기	83.6	83.6	82.8	83.7	84.1
장기위험	79.0	84.2	86.8	88.4	88.8
사업비율	20.3	21.2	21.3	21.1	20.9
합산비율	103.4	106.0	104.8	104.7	104.7
운용자산이익률	3.3	2.9	2.8	2.8	2.7
성장성(%)					
원수보험료	0.0	3.3	4.3	3.2	2.9
순이익	1.4	-42.4	22.9	9.3	1.5
운용자산	3.6	7.0	3.7	4.2	4.2
자기자본	3.1	15.6	7.1	3.0	2.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)/Valuation					
EPS	24,866	14,332	17,620	19,251	19,531
BPS	289,043	334,216	358,055	368,968	379,335
DPS	11,500	8,500	8,900	9,780	10,020
ROA	1.4	0.7	0.9	0.9	0.9
ROE	8.7	4.6	5.1	5.3	5.2
PER	11.0	18.3	10.6	9.7	9.5
PBR	0.94	0.78	0.52	0.50	0.49
배당성향	46.2	59.3	47.3	47.6	48.1
배당수익률	4.2	3.2	4.8	5.3	5.4
안정성(%)					
보유보험료/자본총계	146.6	138.8	129.3	127.0	127.0
총자산/자본총계	6.4	5.9	5.8	5.8	5.9
지급여력비율	333.8	307.1	328.8	325.2	320.8

신한지주 목표주가 추이		투자이건 변동내역					투자이건			과리율(%)		
일시	투자이건	목표가	과리율(%)			일시	투자이건	목표가	과리율(%)			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
2019.01.16	Buy	55,000	-16.1		-21.9							
2019.05.14		커버리지제외										
2019.07.26	변경	전배승										
2019.07.26	Buy	55,000	-19.6		-12.0							
2019.08.27	Buy	54,000	-15.2		-21.1							
2020.02.06	Buy	52,000	-23.5		-40.3							
2020.04.13	Buy	38,000	-5.9		-20.1							
2020.09.07	Buy	37,000	-6.4		-15.1							
2021.01.19	Buy	43,000										

KB 금융 목표주가 추이		투자이건 변동내역					투자이건			과리율(%)		
일시	투자이건	목표가	과리율(%)			일시	투자이건	목표가	과리율(%)			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
2019.02.11	Buy	65,500	-28.5		-31.5							
2019.05.14		커버리지제외										
2019.07.19	변경	전배승										
2019.07.19	Hold	53,000	-13.0		-22.1							
2019.08.27	Hold	50,000	0.0		-15.8							
2020.04.13	Buy	42,000	-8.1		-19.0							
2020.07.20	Buy	43,000	-14.2		-14.4							
2020.07.22	Buy	46,000	-8.9		-17.7							
2020.10.23	Buy	50,000	-3.1		-9.8							
2021.01.19	Buy	58,000										

하나금융지주 목표주가 추이		투자이건 변동내역					투자이건			과리율(%)		
일시	투자이건	목표가	과리율(%)			일시	투자이건	목표가	과리율(%)			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
2019.02.01	Buy	45,000	-9.9		-16.6							
2019.05.14		커버리지제외										
2019.07.29	변경	전배승										
2019.07.29	Hold	42,000	-7.9		-21.6							
2020.04.13	Buy	32,000	0.8		-15.3							
2020.07.20	Buy	34,000	-12.1		-14.0							
2020.07.24	Buy	36,000	-8.5		-19.0							
2020.10.26	Buy	40,000	0.5		-12.1							
2021.01.19	Buy	48,000										

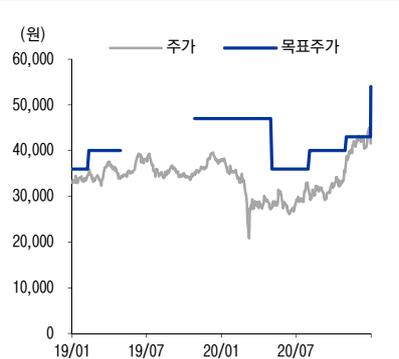
우리금융지주 목표주가 추이		투자이건 변동내역					투자이건			과리율(%)		
일시	투자이건	목표가	과리율(%)			일시	투자이건	목표가	과리율(%)			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
2019.04.11	Buy	20,000	-28.0		-30.2							
2019.05.14		커버리지제외										
2019.07.23	변경	전배승										
2019.07.23	Buy	19,000	-26.3		-34.8							
2019.08.27	Buy	18,000	-30.0		-32.9							
2019.10.30	Buy	17,000	-27.1		-32.7							
2020.02.10	Buy	15,000	-31.0		-42.8							
2020.04.13	Buy	10,000	3.5		-13.2							
2020.07.20	Buy	11,000	-16.0		-21.5							
2020.10.27	Buy	12,000	-14.2		-18.0							
2021.01.19	Buy	13,000										

기업은행 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																																				
	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019.07.26</td> <td>변경</td> <td>전배승</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2019.07.26</td> <td>Buy</td> <td>19,000</td> <td>-28.7</td> <td>-33.9</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2019.08.27</td> <td>Buy</td> <td>18,000</td> <td>-25.0</td> <td>-29.0</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2019.10.28</td> <td>Buy</td> <td>17,000</td> <td>-26.5</td> <td>-31.2</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.02.11</td> <td>Buy</td> <td>15,000</td> <td>-29.3</td> <td>-44.1</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.04.13</td> <td>Buy</td> <td>10,000</td> <td>-2.7</td> <td>-15.5</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2021.01.19</td> <td>Buy</td> <td>10,500</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비	2019.07.26	변경	전배승				2019.07.26	Buy	19,000	-28.7	-33.9		2019.08.27	Buy	18,000	-25.0	-29.0		2019.10.28	Buy	17,000	-26.5	-31.2		2020.02.11	Buy	15,000	-29.3	-44.1		2020.04.13	Buy	10,000	-2.7	-15.5		2021.01.19	Buy	10,500				<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비						
					일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																														
최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																																				
2019.07.26	변경	전배승																																																																				
2019.07.26	Buy	19,000	-28.7	-33.9																																																																		
2019.08.27	Buy	18,000	-25.0	-29.0																																																																		
2019.10.28	Buy	17,000	-26.5	-31.2																																																																		
2020.02.11	Buy	15,000	-29.3	-44.1																																																																		
2020.04.13	Buy	10,000	-2.7	-15.5																																																																		
2021.01.19	Buy	10,500																																																																				
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																																			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																																	

BNK 금융지주 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																		
	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019.08.01</td> <td>변경</td> <td>전배승</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2019.08.01</td> <td>Buy</td> <td>9,500</td> <td>-16.9</td> <td>-30.1</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.04.13</td> <td>Buy</td> <td>7,000</td> <td>-11.7</td> <td>-23.7</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2021.01.19</td> <td>Buy</td> <td>7,500</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비	2019.08.01	변경	전배승				2019.08.01	Buy	9,500	-16.9	-30.1		2020.04.13	Buy	7,000	-11.7	-23.7		2021.01.19	Buy	7,500				<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비						
					일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																												
최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																		
2019.08.01	변경	전배승																																																		
2019.08.01	Buy	9,500	-16.9	-30.1																																																
2020.04.13	Buy	7,000	-11.7	-23.7																																																
2021.01.19	Buy	7,500																																																		
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																	
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																															

DGB 금융지주 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																																										
	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019.08.02</td> <td>변경</td> <td>전배승</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2019.08.02</td> <td>Buy</td> <td>10,000</td> <td>-22.4</td> <td>-28.6</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2019.11.01</td> <td>Buy</td> <td>9,500</td> <td>-21.2</td> <td>-25.8</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.02.07</td> <td>Buy</td> <td>9,000</td> <td>-25.8</td> <td>-32.4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.03.09</td> <td>Buy</td> <td>8,000</td> <td>-36.6</td> <td>-45.8</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.04.13</td> <td>Buy</td> <td>7,000</td> <td>-1.4</td> <td>-23.1</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.10.30</td> <td>Buy</td> <td>8,000</td> <td>-2.0</td> <td>-9.6</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2021.01.19</td> <td>Buy</td> <td>9,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비	2019.08.02	변경	전배승				2019.08.02	Buy	10,000	-22.4	-28.6		2019.11.01	Buy	9,500	-21.2	-25.8		2020.02.07	Buy	9,000	-25.8	-32.4		2020.03.09	Buy	8,000	-36.6	-45.8		2020.04.13	Buy	7,000	-1.4	-23.1		2020.10.30	Buy	8,000	-2.0	-9.6		2021.01.19	Buy	9,000				<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비						
					일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																																				
최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																																										
2019.08.02	변경	전배승																																																																										
2019.08.02	Buy	10,000	-22.4	-28.6																																																																								
2019.11.01	Buy	9,500	-21.2	-25.8																																																																								
2020.02.07	Buy	9,000	-25.8	-32.4																																																																								
2020.03.09	Buy	8,000	-36.6	-45.8																																																																								
2020.04.13	Buy	7,000	-1.4	-23.1																																																																								
2020.10.30	Buy	8,000	-2.0	-9.6																																																																								
2021.01.19	Buy	9,000																																																																										
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																																									
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																																							

JB 금융지주 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																		
	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019.08.05</td> <td>변경</td> <td>전배승</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2019.08.05</td> <td>Buy</td> <td>7,500</td> <td>-21.7</td> <td>-30.4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.04.13</td> <td>Buy</td> <td>7,000</td> <td>-10.7</td> <td>-28.8</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2021.01.19</td> <td>Buy</td> <td>7,800</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비	2019.08.05	변경	전배승				2019.08.05	Buy	7,500	-21.7	-30.4		2020.04.13	Buy	7,000	-10.7	-28.8		2021.01.19	Buy	7,800				<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비						
					일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																												
최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																		
2019.08.05	변경	전배승																																																		
2019.08.05	Buy	7,500	-21.7	-30.4																																																
2020.04.13	Buy	7,000	-10.7	-28.8																																																
2021.01.19	Buy	7,800																																																		
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																	
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																															

삼성증권 목표주가 추이		투자이건 변동내역								과리율(%)		
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
 <p>(원) 주가, 목표주가</p>		2019.02.25 Buy 40,000 2019.05.14 변경 커버리지제외 2019.11.11 전배승 2019.11.11 Buy 47,000 2020.05.18 Buy 36,000 2020.08.18 Buy 40,000 2020.11.16 Buy 43,000 2021.01.19 Buy 54,000	-1.8	-11.1								

미래에셋대우 목표주가 추이		투자이건 변동내역								과리율(%)		
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
 <p>(원) 주가, 목표주가</p>		2019.01.18 Buy 9,000 2019.05.14 변경 커버리지제외 2019.11.11 전배승 2019.11.11 Buy 10,000 2020.04.29 Buy 7,500 2020.07.20 Buy 9,500 2020.08.07 Buy 11,000 2020.09.22 Buy 11,500 2021.01.19 Buy 12,500	-8.0	-16.0								

NH투자증권 목표주가 추이		투자이건 변동내역								과리율(%)		
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
 <p>(원) 주가, 목표주가</p>		2019.01.22 Buy 17,000 2019.05.14 변경 커버리지제외 2019.11.11 전배승 2019.11.11 Buy 17,000 2020.05.18 Buy 12,500 2021.01.19 Buy 16,500	-12.4	-22.7								

한국금융지주 목표주가 추이		투자이건 변동내역								과리율(%)		
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
 <p>(원) 주가, 목표주가</p>		2019.01.22 Buy 100,000 2019.05.14 변경 커버리지제외 2019.11.11 전배승 2019.11.11 Buy 100,000 2020.07.20 Buy 68,000 2020.08.18 Buy 82,000 2020.09.22 Buy 100,000 2021.01.19 Buy 110,000	-17.5	-29.2								

키움증권 목표주가 추이	투자의견 변동내역			과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)					
	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비				일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.01.23	Buy	100,000	-6.0	-22.5											
2019.05.14		커버리지제외													
2019.11.11	변경	전배승													
2019.11.11	Buy	92,000	12.0	-16.6											
2020.07.20	Hold	92,000		3.2	14.1										
2020.11.13	Hold	120,000	35.0		10.0										
2021.01.19	Hold	170,000													

삼성화재 목표주가 추이	투자의견 변동내역			과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)					
	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비				일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.01.30	Buy	333,000	-7.2	-16.4											
2019.05.14		커버리지제외													
2020.07.20	변경	전배승													
2020.07.20	Buy	250,000													

DB 손해보험 목표주가 추이	투자의견 변동내역			과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)					
	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비				일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.01.30	Buy	95,000	-23.1	-25.2											
2019.02.22	Buy	90,000	-18.3	-37.1											
2019.05.14		커버리지제외													
2020.07.20	변경	전배승													
2020.07.20	Buy	61,000	-18.9	-25.6											

현대해상 목표주가 추이	투자의견 변동내역			과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)					
	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비				일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.01.30	Buy	55,000	-28.1	-30.2											
2019.02.25	Buy	50,000	-21.3	-42.0											
2019.05.14		커버리지제외													
2020.07.20	변경	전배승													
2020.07.20	Buy	30,000													

메리츠화재 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
		투자 의견	목표 가격	과락율(%)			투자 의견	목표 가격	과락율(%)					
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비			
2020.07.20	변경	전배승												
2020.07.20	Buy	17,000	-8.8	-21.5										
2020.11.16	Buy	18,000	-8.6	-15.8										

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)