

은행

25년 은행산업 전망: Virtue of Stability

SK증권 리서치센터



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

2024년, 변화된 환경과 다수의 일회성 요인

금리 인상 사이클에 힘입어 가파른 상승세를 보여온 은행업종의 마진은 23년부터 1) 기준금리 상승이 멈추고 2) 조달비용 측면의 부담이 높아짐에 따라 24년부터 본격적인 하락 추세로 전환하는 모습이 나타났고 그동안 Top-line 개선을 주도했던 이자이익 개선세가 둔화되었다. 또한 H 지수 ELS, 파생거래, 부동산 PF 사업성 재평가, 해외부동산 등 여러 일회성 손실 요인이 다수 발생하며 실적 측면의 부담이 나타났다. 그럼에도 대손비용 하락, 유가증권 매매평가의 개선 등을 바탕으로 은행/보험 자회사가 23년에 이어 견조한 실적을 이어갔으며 금리 하락과 함께 증권/신용카드 등 비은행 자회사 실적이 개선되며 안정적인 실적 우상향 기초가 이어졌다.

25년 전망: 마진 하락 기조 지속. 비은행/비이자 중요성 확대

25년에도 기준금리가 추가적으로 인하될 수 있는 만큼 마진 하락 추세가 지속될 것으로 전망한다. 대출 성장의 경우 통상적으로는 금리 하락 사이클에서 자산가격에 민감한 가계대출 성장 확대가 나타날 것으로 예상되지만 1) 최근 가계부채 관리 강화 기조와 2) 기업가치 제고방안을 통해 제시된 RWA 관리 목표를 감안했을 때 큰 폭의 Upside 를 기대하기 어려운 만큼 이자이익 둔화는 불가피할 전망이다. 탑라인이 안정적으로 우상향하기 위해서는 비이자이익 부문의 방어가 핵심이 될 것으로 전망하며 다각화된 비은행 포트폴리오를 보유한 회사의 매력이 높다고 판단한다. 대손비용의 경우 기준금리 하락 등 영향으로 차주들의 상환 부담이 이전 대비 완화된 것은 사실이지만 통상적으로 경기를 후행하는 크레딧 사이클을 감안했을 때 본격적인 대손비용 감소가 나타나기까지는 아직 시간이 더 필요할 것으로 전망한다.

핵심 투자포인트는 주주환원. 안정성에 기반한 접근 추천

커버리지 8개사의 25E 지배순이익 합산은 22조 9,361억원(+8% YoY)을 예상하며 경상 실적 중심의 안정적인 실적 흐름을 전망한다. 25년 중 은행업종의 핵심 투자포인트로는 자본 활용의 효율성 제고에 따른 밸류에이션 정상화가 될 것으로 예상되며 기 발표된 밸류업 공시의 이행 여부가 핵심이 될 것으로 판단한다. 현재 밸류업 공시 발표 등이 마무리된 상황인 만큼 은행주에 대한 특별한 모멘텀을 찾아보기 쉽지 않을 것으로 예상되지만 자사주 매입/소각 등을 감안했을 때 수급 측면의 하방경직성을 기대하는데 어려움은 없을 전망이다. 매크로 환경/재무 등을 감안하여 유럽 은행들을 살펴본 결과 주주환원에 기반한 밸류에이션은 PBR 약 0.7~0.8 배 수준까지 기대할 수 있다고 판단하며 ROE/주주환원 측면의 안정성이 상대적으로 높은 시중은행 중 밸류에이션 매력이 높은 하나금융지주를 Top pick 으로 제시한다.

Contents

1. 2024 Review: 변화된 환경과 다수의 일회성 요인	3pg
2. 2025년 전망: 이자이익은 전반적으로 둔화될 전망	9pg
3. 비이자/비은행이 강한 은행이 실적을 방어할 것	18pg
4. 경상 대손비용 하락은 조금 더 기다려봐야 할 것	21pg
5. 핵심 투자포인트는 주주환원. 안정성에 기반한 접근 추천	23pg

<Company Analysis>

하나금융지주(A086790)

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 08일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 2024 Review: 변화된 환경과 다수의 일회성 요인

(1) 3Q24 Review: 본격화된 이자이익 둔화 추세

23년부터 나타난 은행업종 마진 하락 추세

지속된 기준금리 인상 사이클에 힘입어 22년까지 가파르게 상승하는 모습이 나타났던 은행업종의 마진은 23년부터는 1) 기준금리 상승이 멈추고 2) 조달비용 측면의 부담이 높아지는 등 영향으로 전반적으로 하락 추세를 보여왔다.

3Q24 중 시장금리 하락, 주담대 성장 확대 등 영향으로 하락 추세 심화

3Q24에는 시장금리 하락, 주담대 등 상대적으로 마진 낮은 상품 성장 확대 등 영향으로 마진 하락 추세가 더욱 심화되며 2Q24 대비 NIM 이 그룹 기준 평균 7bp, 은행 기준 8bp 하락하는 모습이 나타났다. 상대적으로 그룹의 마진 하락 폭이 은행보다 낮았던 것은 여신전문금융사 등 비은행 계열사의 경우 조달비용 개선에 따른 영향으로 추정된다.

3Q24 - 그룹 NIM 현황

(%)	3Q23	2Q24	3Q24	% QoQ	% YoY
그룹 NIM 평균	2.09%	2.05%	1.97%	-0.07%p	-0.12%p
신한	1.99%	1.95%	1.90%	-0.05%p	-0.09%p
KB	2.09%	2.08%	1.95%	-0.13%p	-0.14%p
하나	1.79%	1.69%	1.63%	-0.06%p	-0.16%p
우리	1.81%	1.74%	1.67%	-0.06%p	-0.14%p
IBK	1.76%	1.71%	1.67%	-0.04%p	-0.09%p
BNK	1.83%	1.90%	1.85%	-0.05%p	0.02%p
DGB	2.15%	2.07%	1.95%	-0.12%p	-0.20%p
JB	3.31%	3.24%	3.17%	-0.06%p	-0.14%p

자료: 각사, SK증권 주: 기업은행은 은행 NIM 사용

3Q24 - 은행 NIM 현황

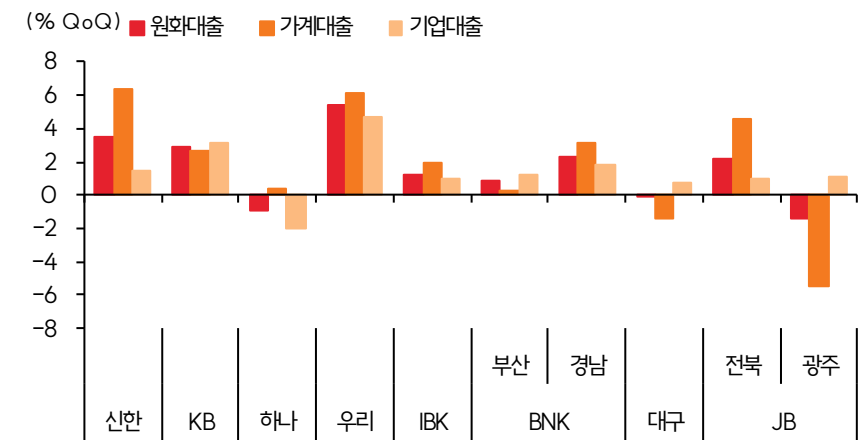
(%)	3Q23	2Q24	3Q24	% QoQ	% YoY
은행 NIM 평균	1.97%	1.93%	1.85%	-0.08%p	-0.11%p
신한	1.63%	1.60%	1.56%	-0.05%p	-0.07%p
KB	1.84%	1.84%	1.71%	-0.13%p	-0.13%p
하나	1.57%	1.46%	1.41%	-0.05%p	-0.16%p
우리	1.55%	1.47%	1.40%	-0.07%p	-0.14%p
IBK	1.76%	1.71%	1.67%	-0.04%p	-0.09%p
부산	1.86%	1.92%	1.87%	-0.05%p	0.01%p
경남	1.78%	1.87%	1.81%	-0.06%p	0.03%p
대구	2.03%	1.97%	1.84%	-0.13%p	-0.19%p
전북	2.79%	2.73%	2.63%	-0.10%p	-0.16%p
광주	2.88%	2.73%	2.65%	-0.09%p	-0.24%p

자료: 각사, SK증권

원화 대출 성장은 견조했으나
마진 하락 상쇄하지 못함

은행 원화대출 성장은 전분기 대비 평균 1.6% QoQ 증가하는 등 가계/기업 모두 견조했으나 마진 하락을 상쇄하지는 못했던 것으로 보인다. 9 월 스트레스 DSR 규제 강화를 앞두고 주담대 수요 등이 확대되었고 기업대출도 경쟁이 지속됨에 따라 마진이 이전보다 전반적으로 낮아졌기 때문이다. 일부 은행의 경우 1) RWA 관리, 2) 중도금 대출 만기 도래 등 영향으로 역성장이 나타났다.

3Q24 - 은행 원화대출 성장률



자료: 각사, SK증권

순영업수익 17.7 조원(+6.1% YoY) 기록했으나 순이자이익은 14 조(-0.0% YoY)로 소폭 감소

실제로 커버리지 8사 합산 순영업수익은 3Q23 16조 6,450 억원에서 3Q24 17조 6,573 억원으로 6.1% YoY 증가하는 모습이 나타났지만 순이자이익은 3Q24 14조 515 억원에서 3Q24 14조 487 억원(-0.0% YoY)으로 소폭 감소하는 모습이 나타났다. 향후 금리 하락 사이클이 예상되는 가운데 대출 성장 측면에서도 가계대출 규제 강화 기조가 이어지고 있으며 시장금리 하락에 따라 대기업 대출 수요 등이 채권 시장으로 이동하는 모습이 나타날 수 있는 만큼 이자이익 둔화 추세는 지속될 수밖에 없을 전망이다.

한편 비이자이익은 IB 딜 회복, 은행 방카슈랑스 등 수수료이익이 견조한 가운데 금리 하락 기조에 따라 유가증권 매매평가손익이 개선되는 등 영향으로 전반적으로 견조한 이익을 기록하며 순영업수익을 방어하는 모습이 나타났다.

3Q24 - 순영업수익 추이					
(십억원)	3Q23	2Q24	3Q24	% QoQ	% YoY
순영업수익 합산	16,645.0	17,931.4	17,657.3	-1.5%	6.1%
신한	3,676.6	3,933.9	3,682.8	-6.4%	0.2%
KB	3,959.8	4,448.9	4,506.4	1.3%	13.8%
하나	2,684.0	2,719.9	2,729.1	0.3%	1.7%
우리	2,476.6	2,731.6	2,712.2	-0.7%	9.5%
IBK	2,032.4	2,050.9	2,169.7	5.8%	6.8%
BNK	773.9	880.6	812.9	-7.7%	5.0%
DGB	511.5	578.8	480.3	-17.0%	-6.1%
JB	530.2	586.7	563.9	-3.9%	6.4%

자료: 각사, SK 증권

3Q24 - 순이자이익 추이					
(십억원)	3Q23	2Q24	3Q24	% QoQ	% YoY
순이자이익 합산	14,051.5	14,028.3	14,048.7	0.1%	0.0%
신한	2,763.3	2,821.8	2,855.0	1.2%	3.3%
KB	3,124.6	3,206.2	3,165.0	-1.3%	1.3%
하나	2,357.7	2,161.0	2,195.8	1.6%	-6.9%
우리	2,187.0	2,196.9	2,219.5	1.0%	1.5%
IBK	1,984.5	1,975.3	1,956.6	-0.9%	-1.4%
BNK	718.5	739.1	749.4	1.4%	4.3%
DGB	429.1	438.2	412.1	-6.0%	-4.0%
JB	486.8	489.8	495.3	1.1%	1.8%

자료: 각사, SK 증권

대손비용: 일회성 요인 줄었으나
경상 레벨은 상승 지속

대손비용의 경우 부동산 PF 사업성 재평가 등에 따른 영향이 나타난 2Q24 와 같은 대규모 일회성 비용은 발생하지 않았으나 경상 대손비용은 전반적으로 높은 수준이 계속되는 모습이 나타났다. 경기에 후행하는 연체율 등 건전성 지표 특성을 감안했을 때 향후 금리 하락이 본격화되어도 현재 수준의 높은 대손비용 적립 기초는 어느 정도 이어질 것으로 예상된다.

전분기 대비 탐라인 감소했으나
대손비용 하락 등 바탕으로
견조한 지배순이익 지속

전분기 대비 탐라인이 소폭 감소했지만 부동산 PF 사업성 재평가 등 기저효과에 따른 대손비용 하락 등을 바탕으로 커버리지 8 개사 합산 기준 3Q24 지배지분순이익은 2Q24 와 유사한 6 조 2,226 억원(+10% YoY)으로 안정적인 실적 기초를 이어가는 모습이 나타났다.

(십억원)	3Q23	2Q24	3Q24	% QoQ	% YoY
대손비용 합계	2,483.9	2,991.2	2,489.0	-16.8%	0.2%
신한	475.0	609.8	403.1	-33.9%	-15.1%
KB	448.6	552.7	498.1	-9.9%	11.0%
하나	441.0	268.8	278.4	3.6%	-36.9%
우리	260.8	409.0	479.1	17.1%	83.7%
IBK	451.7	487.9	405.0	-17.0%	-10.3%
BNK	162.8	201.9	203.6	0.8%	25.1%
DGB	123.5	316.1	114.9	-63.7%	-7.0%
JB	120.6	145.1	106.9	-26.3%	-11.4%

자료: 각사, SK 증권

(십억원)	3Q23	2Q24	3Q24	(YoY)	(QoQ)	컨센서스	vs 컨센서스	2024E	컨센서스	vs 컨센서스
합계	5,632	6,210	6,223	10%	0%	5,983	4%	21,240	21,225	0%
KB 금융	1,369	1,732	1,614	18%	-7%	1,515	7%	4,986	5,095	-2%
신한지주	1,192	1,425	1,239	4%	-13%	1,334	-7%	4,755	4,767	0%
하나금융지주	957	1,035	1,157	21%	12%	1,022	13%	3,868	3,842	1%
우리금융지주	899	931	904	0%	-3%	864	5%	3,104	3,051	2%
기업은행	729	608	801	10%	32%	735	9%	2,764	2,704	2%
BNK 금융지주	204	243	213	4%	-12%	219	-3%	797	799	0%
DGB 금융지주	115	38	103	-11%	168%	118	-13%	308	306	1%
JB 금융지주	167	197	193	15%	-2%	176	10%	657	662	-1%

자료: 각사, SK 증권 추정

(2) 은행/보험은 견조한 실적 이어지고 있으며 증권/카드 회복세 확인

은행/보험 견조한 실적 지속되는 가운데 증권, 신용카드 실적 개선

3Q24 까지 전반적인 실적 추이를 살펴보면 대체로 은행/보험 중심의 견조한 실적이 이어지는 가운데 23 년 중 다소 부진했던 비은행 자회사 중 증권, 신용카드 등을 중심으로 실적이 개선되는 모습이 나타났다.

은행: H 지수 급락 관련 ELS 손실 등 일회성 손실 발생. 전반적으로 견조한 실적 지속

은행의 경우 KB 금융은 다소 부진한 모습을 기록했는데 연초 H 지수 급락에 따라 ELS 관련 손실이 큰 폭 발생한데 기인한다. KB 금융을 제외하면 대체로 은행 실적은 견조한 모습이 나타났는데 전년도 PD, LGD 조정 등을 통해 선제적 충당금 적립을 단행한 기저효과 및 일부 충당금 환입 발생 등 영향으로 전반적인 충당금 부담이 이전보다 큰 폭으로 줄어든데 기인한다.

보험: 자본 부담 높아졌으나 견조한 손익 지속. 향후 제도 불확실성 불가피할 전망

보험의 경우에도 견조한 실적이 이어졌다. 금리 하락에 따라 K-ICS비율 등 자본 측면의 부담은 이전보다 높아졌으나 이익 측면에서는 CSM 상각이익 중심으로 견조한 실적이 이어지고 있으며 금리 하락에 따른 투자손익 개선 효과도 계속되고 있기 때문이다. 다만 향후 보험개혁회의 결과 등에 따른 가정 조정 영향으로 실적 측면의 변동성이 크게 나타날 수 있는 만큼 잠재적 우려는 지속될 것으로 전망한다.

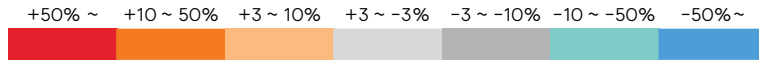
증권: 대형 증권사는 안정적 실적 개선. 중소형 증권사의 경우 PF 등 부담 지속

증권의 경우에는 회사 규모별로 다소 큰 폭의 차이가 발생했다. 시중은행지주 산하의 상대적으로 규모가 큰 증권사의 경우 1) PF 및 해외 부동산 관련 부담 축소, 2) 금리 하락에 따른 채권 트레이딩 손익 개선 등을 바탕으로 파생 거래 관련 대규모 손실을 인식한 신한투자증권을 대체로 큰 폭의 실적 개선세가 나타났다. 특히 하나증권의 경우 전년도 해외 부동산 관련 대규모 비용 반영에 따른 기저효과로 실적이 큰 폭 상승하는 모습이 나타났다. 반면 상대적으로 규모가 작은 iM 증권, BNK 금융지주 등의 경우 PF 사업성 재평가에 따른 영향이 대거 인식되며 22 년 이후로 지속적으로 부진한 실적을 이어가는 모습이 나타났다.

신용카드: 조달 부담 완화, 카드론 증가로 실적 개선
캐피탈/저축은행: 부진 지속

신용카드는 1) 금리 하락에 따른 조달비용 개선, 2) 건전성 부담 완화 및 3) 가계대출 규제 강화 등에 따른 풍선효과로 인한 카드론 증가 등이 나타나며 견조한 실적 개선세가 나타났다. 다만 캐피탈/저축은행의 경우 건전성 등 부담이 아직 해소되지 못하며 23년에 이어 상대적으로 부진한 실적이 계속되는 모습이 나타났다.

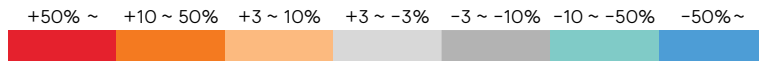
금융지주 주요 자회사별 증익 추이(3Q23 vs 3Q24 YTD)



(% YoY)	Net Income 기준							그룹 전체		
	은행	증권	손해보험	생명보험	신용카드	캐피탈	저축은행	순영업수익	지배순이익	대손비용
KB금융	-8.3%	51.4%	8.8%	48.8%	36.0%	23.2%	목전	5.8%	0.4%	-16.3%
신한지주	19.4%	-14.8%	적지	9.2%	17.8%	-47.9%	-19.4%	4.2%	4.4%	-6.3%
하나금융지주	0.5%	목전	적지	42.0%	44.8%	-36.6%	적전	-0.9%	8.3%	-32.7%
우리금융지주	10.2%	-48.6%			19.4%	6.0%		6.6%	9.1%	16.3%
기업은행	5.6%	-46.7%		목전		14.8%	적지	-1.2%	3.7%	-23.9%
BNK금융지주	6.8%	-77.7%				1.6%	113.3%	5.7%	6.1%	26.2%
DGB금융지주	-1.6%	적전		-19.3%		-48.2%		-3.2%	-40.5%	64.5%
JB금융지주	13.2%					22.7%		9.1%	14.1%	12.7%
합산 기준	5.1%	21.4%	10.8%	27.9%	26.5%	-11.3%	적지	3.4%	3.9%	-7.2%

자료: SK 증권

금융지주 주요 자회사별 증익 추이(2022 vs 2023)



(% YoY)	Net Income 기준							그룹 전체		
	은행	증권	손해보험	생명보험	신용카드	캐피탈	저축은행	순영업수익	지배순이익	대손비용
KB금융	8.9%	107.5%	35.1%	목전	-7.3%	-14.1%	적전	17.8%	11.5%	70.3%
신한지주	0.7%	-75.5%	적지	5.1%	-3.2%	0.2%	-22.0%	10.7%	-6.4%	70.8%
하나금융지주	12.3%	적전	적지	-68.5%	-10.9%	-29.8%	적전	6.9%	-3.3%	41.1%
우리금융지주	-13.4%	적전			-45.7%	-30.3%	적전	-0.1%	-20.2%	114.0%
기업은행	-1.8%	-33.5%		적전		1.1%	적전	9.5%	0.1%	56.7%
BNK금융지주	-10.4%	-78.4%				-34.6%	목전	0.0%	-17.4%	72.9%
DGB금융지주	-6.2%	-99.5%		202.4%		-22.5%		5.7%	-3.4%	73.8%
JB금융지주	-3.9%					5.1%		11.2%	-2.5%	65.9%
합산 기준	0.8%	-80.4%	38.7%	50.6%	-11.5%	-14.9%	적전	9.1%	-3.7%	68.3%

자료: SK 증권

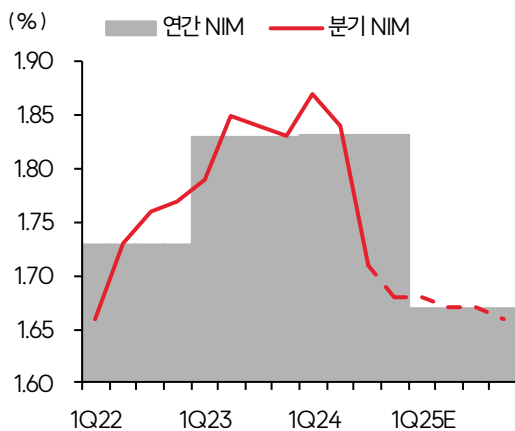
2. 2025년 전망: 이자이익은 전반적으로 둔화될 전망

(1) 금리 하락 사이클에서 피할 수 없는 마진 하락

24년 마진 하락 기저로 25년
연간 NIM 상대적으로 크게
하락세 보일 전망

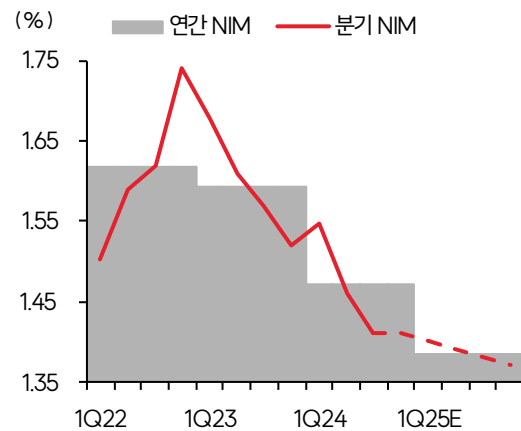
25년에도 현재 진행중인 마진 하락 추세가 지속될 것으로 전망한다. 기준금리가 추가적으로 인하될 수 있으며 마진 하락에 따라 이자이익 방어를 위한 성장 경쟁 등이 더욱 심화될 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 4Q24의 경우 1) 시장금리 상승, 2) 조달 비용 측면의 부담 완화로 소폭 반등하는 모습이 나타날 수 있을 것으로 예상되지만 전반적인 하락 사이클 영향에서 벗어나기는 어려울 전망이다. 분기 중 일부 마진 상승이 나타났던 22년, 23년과 달리 24년의 경우 분기 NIM이 지속적으로 하락하는 모습이 나타났던 만큼 낮은 기저로 NIM이 시작하는 25년 연간 NIM은 상대적으로 높은 하락을 보일 것으로 예상된다.

KB금융 - 은행 NIM 추이 및 전망



자료: KB금융, SK증권 추정

하나금융지주 - 은행 NIM 추이 및 전망

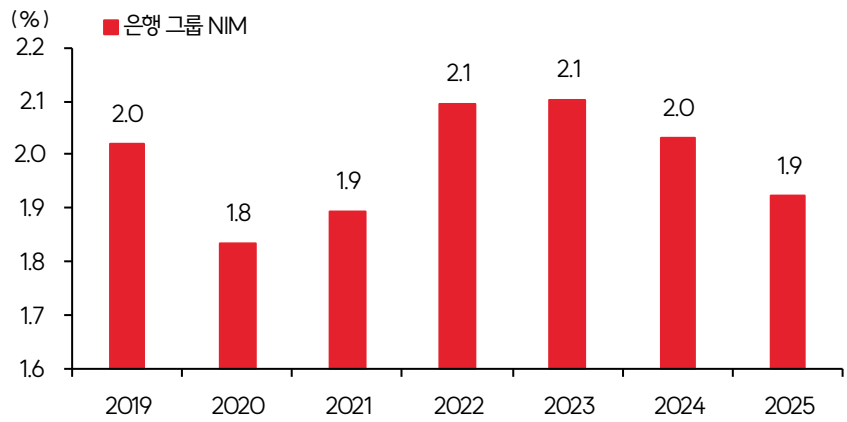


자료: 하나금융지주, SK증권 추정

25E 커버리지 은행 NIM 평균은
 약 1.92%(-11bp YoY) 예상

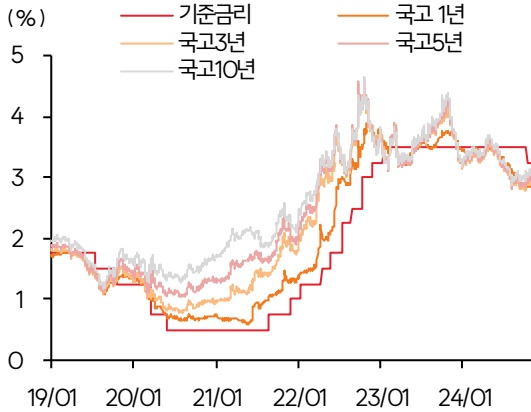
25E 커버리지 은행 NIM 단순 평균은 약 1.92%로 24년 대비 약 11bp 하락할 것으로 예상된다. 상대적으로 리프라이싱 주기가 빠른 기업대출 비중이 높은 은행 위주로 큰 폭의 마진 하락을 보일 것으로 전망한다. 가계대출의 경우 최근 규제 강화 등 영향으로 시장금리 하락에도 불구하고 전반적으로 높은 대출금리 수준이 이어지고 있다는 점에서 마진에는 일부 긍정적 영향을 기대해볼 수 있다고 판단한다.

은행 마진 단순 평균 추이 및 전망



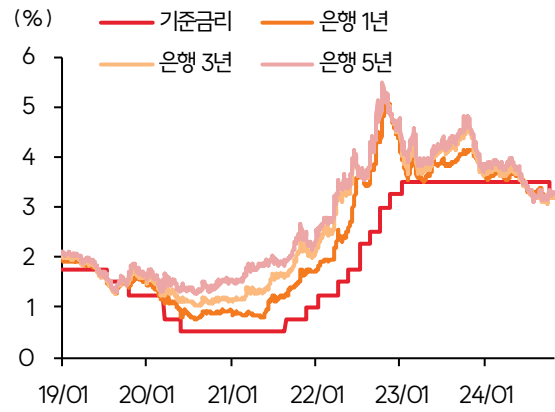
자료: SK 증권 추정

국고채 금리 추이



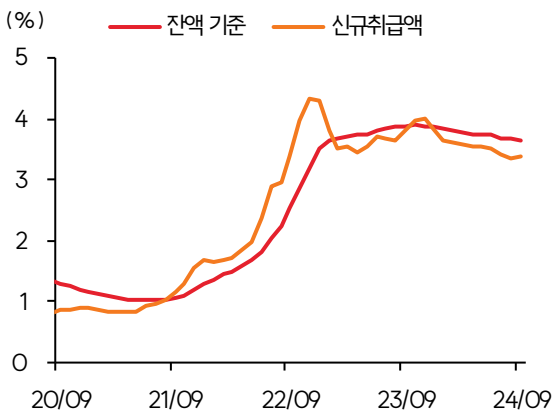
자료: FnGuide, SK 증권

은행채 금리 추이



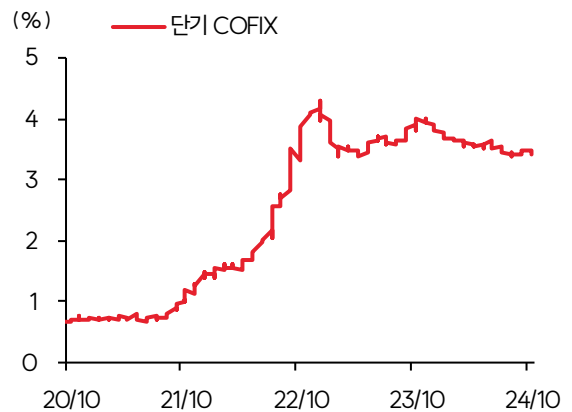
자료: 금융투자협회, SK 증권

COFIX 금리 추이



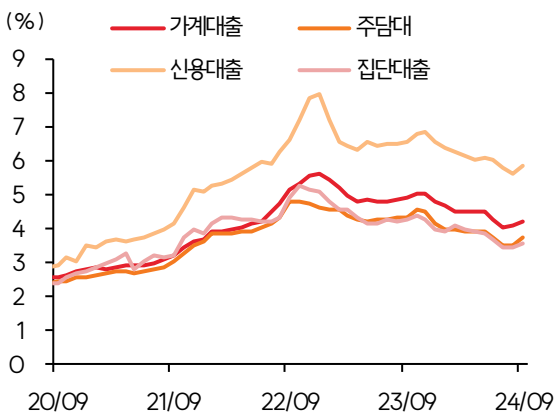
자료: 은행연합회, SK 증권

단기 COFIX 금리 추이



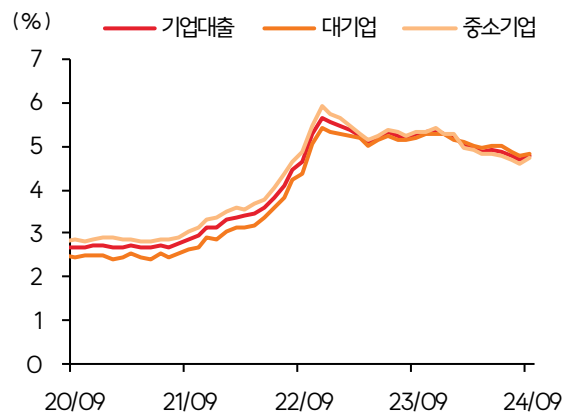
자료: 은행연합회, SK 증권

신규취급액 가계대출 금리 추이



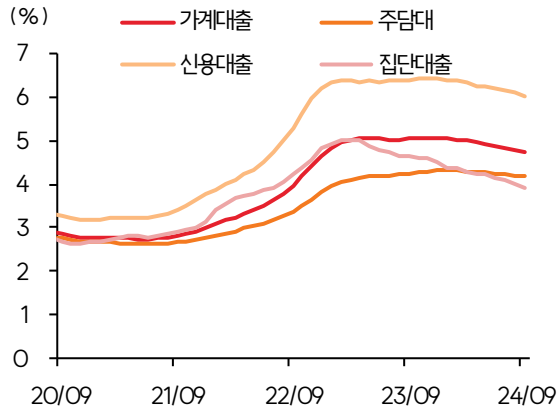
자료: 한국은행, SK 증권

신규취급액 기업대출 금리 추이



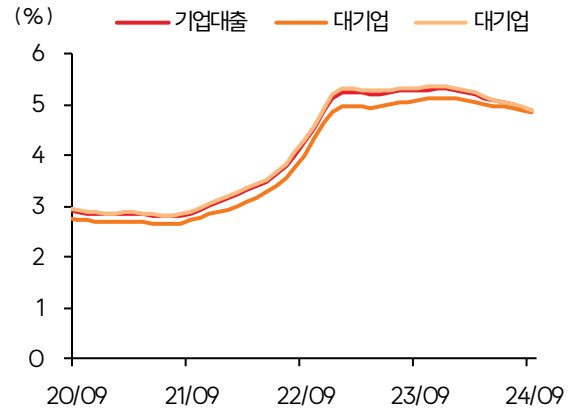
자료: 한국은행, SK 증권

잔액 가계대출 금리 추이



자료: 한국은행, SK 증권

잔액 기업대출 금리 추이



자료: 한국은행, SK 증권

예대금리차(신규취급액 기준) 추이



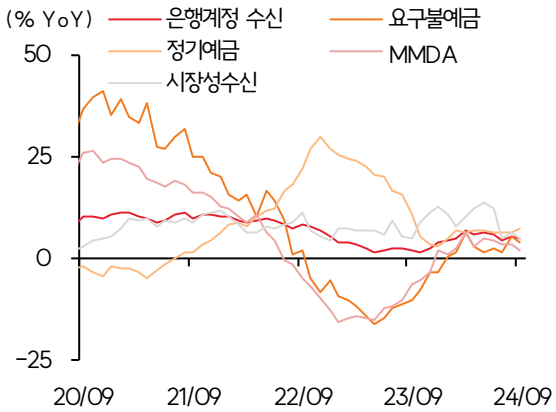
자료: 한국은행, SK 증권

예대금리차(잔액 기준) 추이



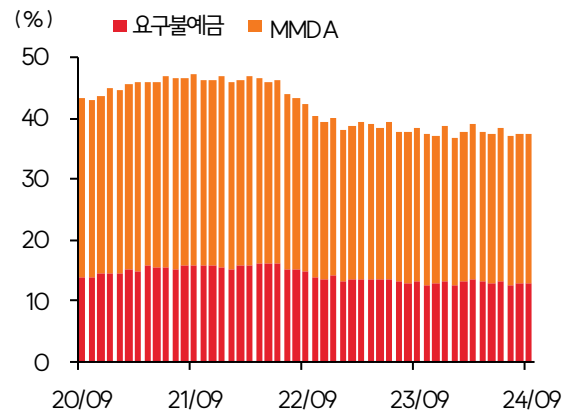
자료: 한국은행, SK 증권

종류별 수신 성장률 추이



자료: 한국은행, SK 증권

전체 수신 대비 저원가성 예금 비중



자료: 한국은행, SK 증권

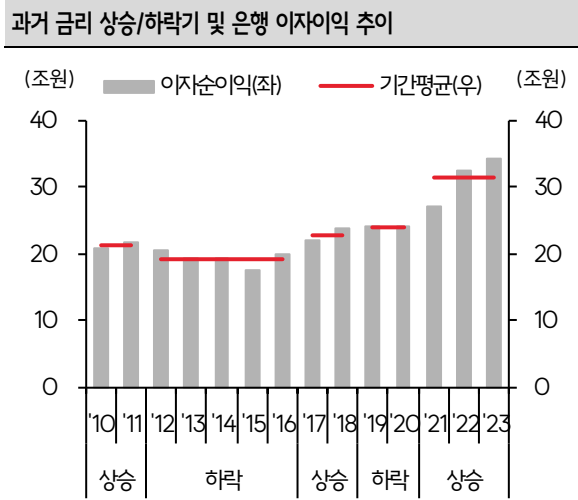
(2) 대출 성장: 이전과는 다소 다른 양상을 예상

과거 금리 하락 시 가계대출이, 금리 상승 시 기업대출이 성장 주도

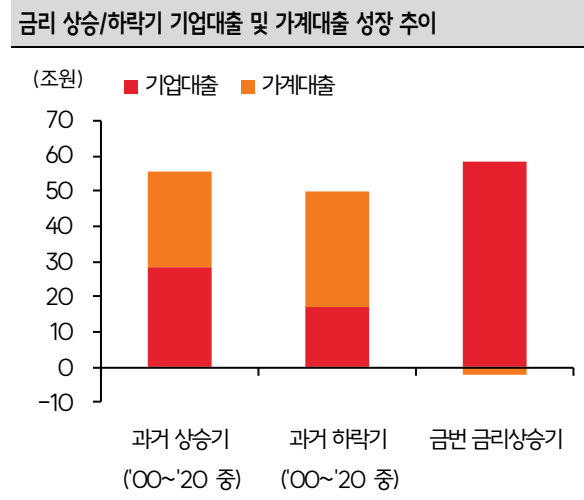
한국은행 금융안정보고서에 따르면 금리 상승기에는 기업대출 중심으로 은행 대출 성장이 나타나며 금리 하락기에는 상대적으로 자산가격에 민감한 가계대출이 빠르게 늘어나는 모습이 나타나는 모습이 나타났음을 확인할 수 있다. 실제로 가파른 금리 상승 및 레고랜드사태 등이 발생한 2022 년의 경우 채권 시장의 불확실성이 확대됨에 따라 은행 대출에 대한 수요가 증가하며 기업대출 중심으로 성장이 크게 확대되었으며 과거 2019 년 중 기준금리가 하락했을 때에는 전년도 DSR 규제 도입 등에도 불구하고 규제 적용에서 제외된 전세대출 등을 중심으로 가계대출이 빠르게 증가하는 모습이 나타났다.

금번 금리 하락기에는 가계대출 규제로 큰 폭의 성장 기대하기 어려울 것으로 예상

다만 이번 금리 하락의 경우 과거와 다소 다른 양상을 전망한다. 통상적으로 금리 하락 시 부동산 등 자산 가격에 민감한 가계대출 성장이 확대되어야 하나 최근 지속적인 가계부채 관리 정책을 감안했을 때 과거처럼 큰 폭의 성장이 나타나기에는 다소 제약이 많은 환경이라고 판단한다.



자료: 한국은행, SK 증권



자료: 한국은행, SK 증권

스트레스 DSR 시행 등 영향으로
공격적인 성장 기대하기 어려움

먼저 스트레스 DSR 등 규제 강화가 지속되고 있다. 금융당국은 올해 9월부터 스트레스 DSR 2 단계 규제를 시행했으며 25 년에도 스트레스 DSR 3 단계 도입이 예정되어 있는 상황이다. 이와 더불어 최근에는 은행들에게 대해 전세/정책대출에 대한 DSR 산출을 정교화 할 것을 주문하는 등 전세/정책대출에 대한 포괄적인 DSR 규제 적용 여부를 검토하는 모습이 나타났다. 과거 DSR 규제 시점에는 규제 범위에 불포함된 전세대출 등 중심으로 대출 성장이 크게 늘어나는 모습이 나타났던 점을 감안하면 이전보다 규제 강도가 높아지고 있는 현 기조 속에서는 과거와 같은 공격적인 대출 성장을 기대하기 어려울 전망이다.

스트레스 DSR 단계별 시행 방식

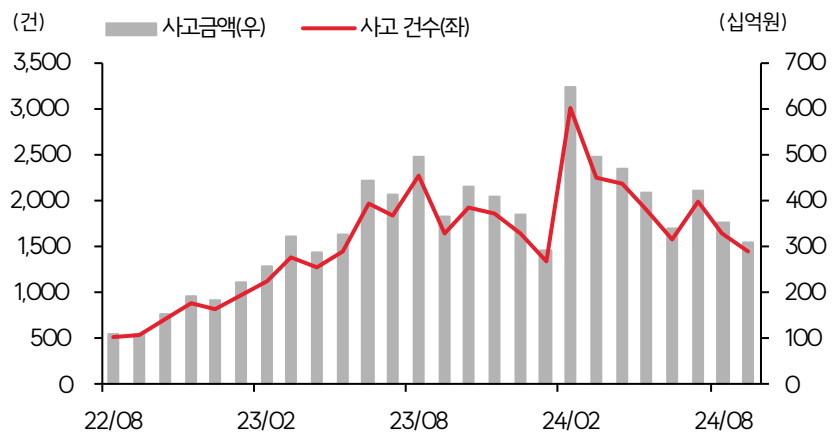
항목		1 단계	2 단계	3 단계
시행시기		2024.02~2024.08	2024.09~	2025.07~
적용대상	은행	주택담보대출	주택담보대출+신용대출	주택담보대출+신용대출 +기타대출
	제2금융	-	주택담보대출	주택담보대출+신용대출 +기타대출
스트레스금리		기본 스트레스금리의 25%	기본 스트레스금리의 50%	기본 스트레스금리의 100%

자료: 금융위원회, SK 증권

**보증기관 부담 지속되고 있어
추가 보증 확대 여력
제한적이라고 판단**

전세대출 등에 대한 보증을 제공하는 보증기관의 부담이 지속되고 있는 상황도 가파른 성장을 기대하기 어려운 요인이 될 것으로 판단한다. 23년 중 가파르게 증가한 전세보증 사고 건수/금액 증가 추세가 24년에도 지속되고 있으며 계속되는 대위변제 영향으로 HUG 등의 재무 부담이 가중되는 모습이 나타나고 있기 때문이다. HUG의 23년 당기순이익은 대위변제 증가 등 여파로 3.9조원의 순손실을 기록했으며 24년에도 약 3.8조원 규모의 당기순손실이 예상되고 있다. HUG가 제공하는 보증의 기반이 되는 자본총계의 경우 24년 말 약 3.3조원이 예상되고 있는데 24년 중 국토부로부터 현금출자 약 7천억원 및 현물출자 약 4조원을 받은 점을 감안했을 때 지속적으로 국토부 등의 출자 등이 없는 상황에서는 추가 보증을 확대할 여력이 제한적이라고 판단한다.

전세보증 - 보증사고 건수 및 금액 추이



자료: 한국부동산원, SK 증권

HUG 자본 및 보증 현황 및 추이

회계 기준	IFRS4		IFRS17	
	2021	2022	2023	2024E
기준 연도				
HUG 자본총계(조원)	6.6	6.4	2.1	3.3
정부 추가 출자(조원)				
- 증자	0.4		0.4	0.7
- 현물출자(도로공사 주식)				4.0
당기순이익(조원)	0.36	-0.41	-3.86	-3.83
보증한도 기준 최대 보증 잔액 허용분(추정치)	443	397	477	476
담보부 보증 제외한 보증잔액(조원)	311	359	370	
보증한도 배수	60 배	60 배	70 배	90 배
운용배수	49.2	54.4	54.2	

주 1: 운용배수는 총 보증잔액-담보부보증금액/전년도 자본총계 기준으로 산정. 사업연도 중 증자한 경우 증자 마친 시점의 자기자본 기준으로 산정.

주 2: 24년 추정치는 HUG 24년~28년 중장기 재무계획 기준으로 사용

자료: 한국신용평가, HUG, SK 증권 추정

대기업: 금리 하락에 따라 채권 발행 등 확대 예상

기업대출의 경우에도 24년까지 가파른 성장을 지속해온 대기업 대출은 다소 줄어들 것으로 예상된다. 대기업 대출은 22년 레고랜드 사태 이후 채권시장의 불확실성이 높아진 상황에서 조달 창구를 다변화하는 과정에서 가파른 성장세를 보여왔다. 다만 최근 금리 하락에 따라 채권 발행 등 시장 조달비용이 이전보다 낮아진 점을 감안했을 때 상대적으로 대기업들의 대출에 대한 수요는 줄어들 전망이다.

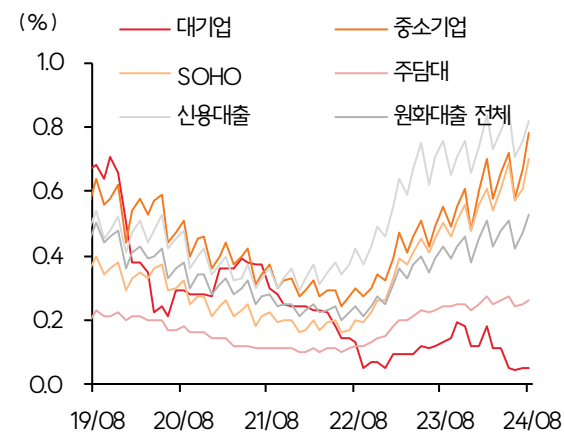
중소기업: SOHO 등 중심으로 건전성 이슈 지속

중소기업대출의 경우 수요 자체는 지속되고 있으나 건전성 측면의 부담이 지속될 것으로 예상된다. 개인사업자 대출을 중심으로 연체율 등 건전성 지표 부진이 이어지고 있으며 개인사업자 대출 담보 중 상당 부분을 차지하는 오피스텔/상가/근린시설 등 주요 비주택부동산의 경매가격이 다소 부진한 모습을 보이고 있는 점을 감안했을 때 보수적인 대손비용 적립 기초가 이어질 전망이다. 최근 기준금리가 인하되었지만 통상적으로 크레딧 사이클이 경기에 후행하는 점을 감안했을 때 실질적인 경상 대손비용 하락까지 이어지기까지는 시차가 존재할 것으로 전망한다.

RWA 관리를 통한 효율적 자본 배분을 감안했을 때 공격적인 성장 추진할 이유 제한적

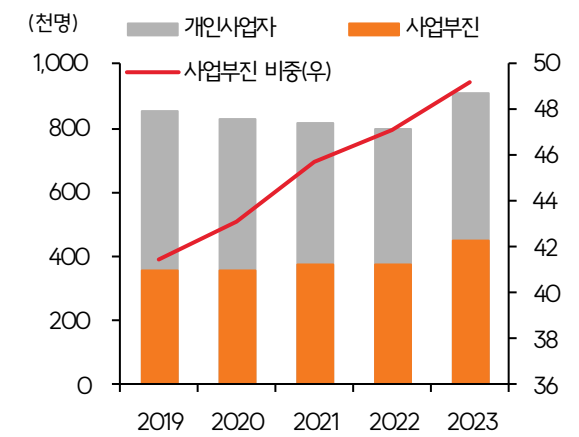
은행들이 기업가치 제고방안을 공개하면서 공통적으로 'RWA 관리를 통한 효율적인 자본 배분'을 강조했던 점을 감안하면 현재 대출 성장에 있어 요구되는 여러 리스크 대비 적절한 리턴이 확보되지 않는 한 공격적으로 성장할 이유는 없을 것으로 예상된다.

은행 차주별 연체율 추이



자료: 금융감독원, SK 증권

개인사업자 폐업 - 사업 부진으로 인한 폐업 비중 증가



자료: 언론보도, SK 증권

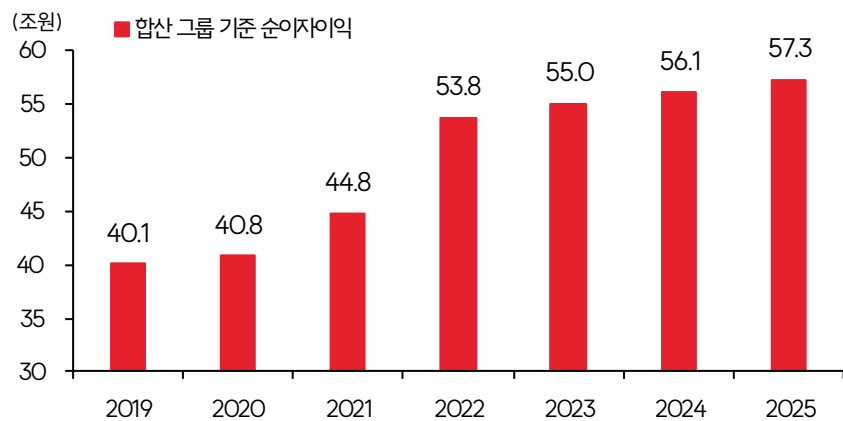
대출성장: RWA 관리 등 감안했을 때 5% 내외 수준의 성장 예상

25 년의 경우 금리 하락에도 전반적으로 보수적인 성장 기조를 예상한다. 커버리지 8 개사 합산 기준으로 은행 원화대출은 약 5% 내외 수준의 성장을 전망하며 규제 및 부동산 가격 등 대내외 환경 추이에 따라 추가적인 성장 확대가 나타날 수 있다고 판단한다. 최근 밸류업 공시와 함께 은행들이 적극적으로 RWA 관리를 언급하고 있는 점 역시 보수적인 대출 성장을 전망할 수밖에 없는 주요 요인이다.

25E 커버리지 합산 이자이익 약 57.3 조(+2.2% YoY) 전망

전반적인 마진 하락 추세에도 대출 성장에 대한 기대감이 다소 제한적인 점을 감안했을 때 전반적인 이자이익은 둔화 추세가 불가피할 전망이다. 25 년 커버리지 금융 지주 합산 이자이익은 약 57.3 조원으로 24 년과 유사하게 전년 대비 약 2.2% YoY 증가하는데 그칠 것으로 예상된다.

은행 이자이익 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

3. 비이자/비은행이 강한 은행이 실적을 방어할 것

(1) 수수료이익: 증권 및 카드 중심의 방어 전망

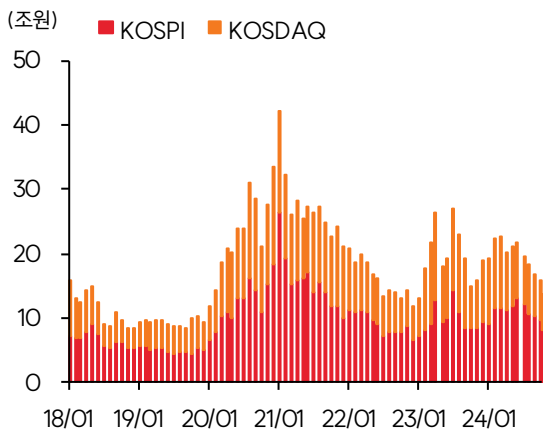
탑라인의 안정적 우상향 위해서는 비이자 부문의 방어가 중요

전반적으로 이자이익 둔화가 예상되고 있는 만큼 안정적으로 탑라인을 방어하기 위해서는 비이자이익 부문의 실적이 핵심이 될 것으로 전망한다. 25년의 경우 수수료 및 유가증권 매매평가손익 중심으로 이자이익 둔화에 따른 탑라인 관련 우려를 상쇄할 것으로 예상한다.

증권 및 카드 중심으로 수수료 손익 개선 기대. 은행 등 WM 손익도 개선 전망

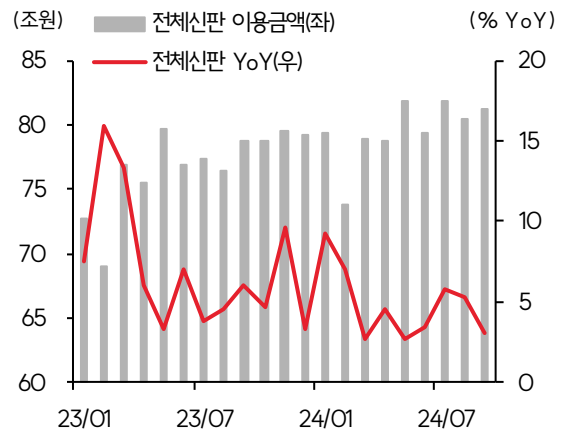
수수료손익은 증권 자회사의 IB/브로커리지 및 카드 자회사의 가맹점수수료 수익 등을 중심으로 견조한 실적이 예상된다. 금리 하락에 따라 기업들의 자금 조달 수요가 늘어날 것으로 예상되며 부동산 시장 회복 시 PF 등 관련 건전성 부담 완화 등도 기대해볼 수 있다고 판단한다. 카드사의 경우에도 적격비용 산정에 따른 가맹점수수료율 하락 관련 우려가 존재하나 카드 이용금액이 지속적인 증가 추세를 기록하고 있는 만큼 견종나 이익 수준이 지속될 것으로 전망한다. 금리 하락에 따라 위험자산 투자 심리가 전반적으로 개선될 경우 신탁/펀드/방카슈랑스 등 은행 창구 등을 중심으로 하는 WM 손익도 어느정도 개선될 전망이다.

국내증시 일 평균 거래대금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

신용판매 - 카드 이용금액 추이



자료: 여신금융협회, SK 증권

(2) 기타비이자이익: 매매평가이익 긍정적, 보험이익은 불확실성 상존

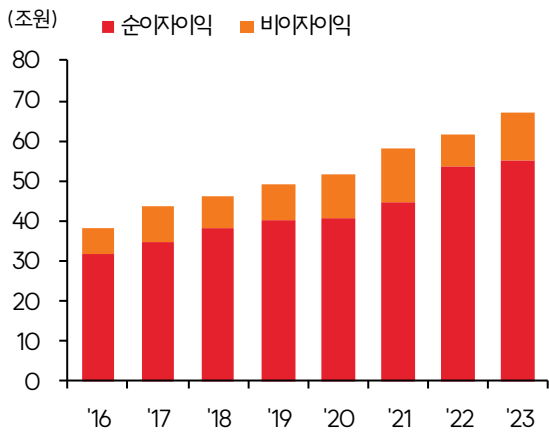
이자이익 둔화를 매매평가이익으로
상쇄하는 그림 예상

기타 비이자이익의 경우 유가증권 매매평가이익 중심의 개선을 기대한다. 추가적인 기준금리 인하가 예상되는 등 전반적인 금리 사이클 하락과 함께 은행/증권/보험 등이 보유하고 있는 채권 등 유가증권을 중심으로 평가이익이 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 금리 하락에 따른 이자이익 둔화를 유가증권 매매평가이익으로 상쇄하며 전반적으로 안정적인 Top line 을 유지하는 모습이 예상된다.

보험손익은 가정 조정 등
영향으로 불확실성 높다고 판단

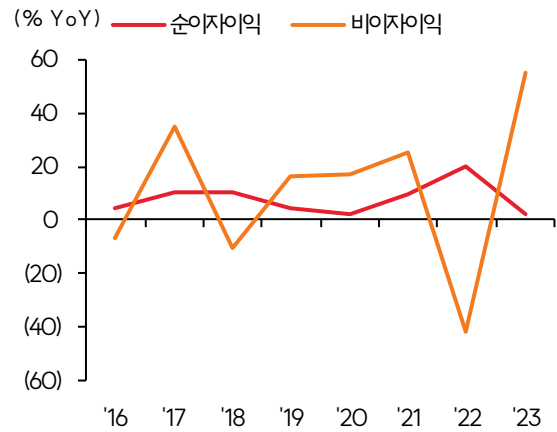
다만 23 년 IFRS17 회계기준 도입 이후 실적 기여도가 높아진 보험이익의 경우 현재 제도적 이슈로 상대적으로 불확실성이 높아졌다고 판단한다. 무/저해지보험에 대한 가정 조정 등 CSM 및 손익에 영향을 미칠 수 있는 이슈가 남아있는 만큼 과거 대비 이익 수준이 낮아질 가능성을 고려할 필요가 있다고 판단한다.

은행 순이자이익 및 비이자이익 추이



자료: 각사, SK 증권

은행 순이자이익 및 비이자이익 연간 증감률



자료: 각사, SK 증권

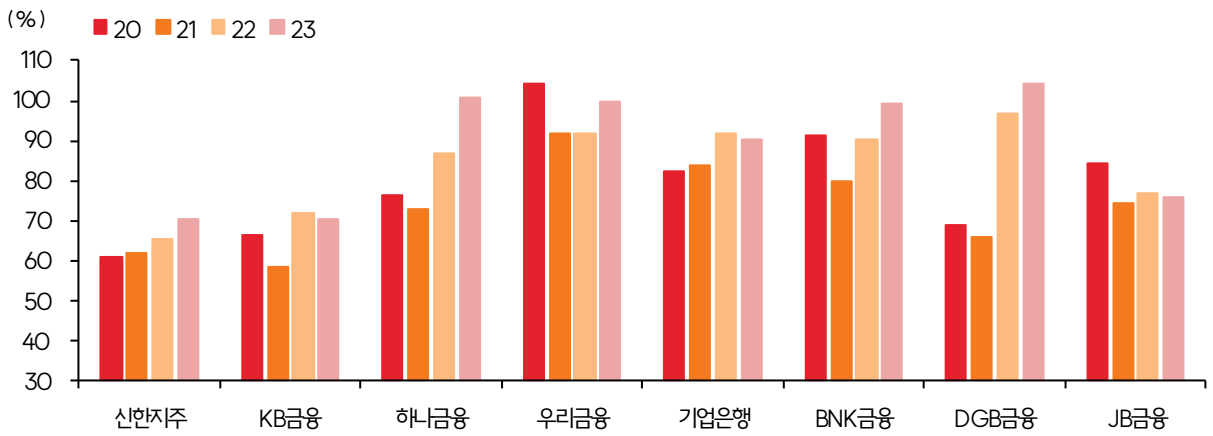
(3) 더욱 중요해진 비은행 부문

다각화된 포트폴리오 보유한
은행의 매력 높아질 전망

NIM 하락에 따른 이자이익 둔화를 수수료/기타비이자이익 등 비이자이익으로 방어
해야 하는 국면을 감안했을 때 궁극적으로 다각화된 포트폴리오를 보유한 은행들의
매력이 높아질 수밖에 없다고 판단한다.

금리 하락 시 1) 유동성 증가에 따른 고객들의 Transaction 증가 및 2) 투자자산의
평가가치 개선을 기대할 수 있는 증권업종의 실적 개선을 기대할 수 있으며 카드/캐
피탈 등 여전사나 저축은행의 경우에도 조달비용 하락에 따른 긍정적 영향을 전망한
다. 보험의 경우 금리 하락에 따른 자본 측면의 불확실성은 높으나 실적 측면에서는
CSM 에 기반한 안정적인 보험손익 및 금리 하락에 따른 투자손익 측면의 매매평가
익 개선으로 이익 측면의 개선을 기대할 수 있는 만큼 전반적인 이익 방어 관점에서
긍정적인 역할을 수행할 전망이다.

전체 그룹 실적 대비 은행 당기순이익 비중 추이



자료: 각사, SK 증권

4. 경상 대손비용 하락은 조금 더 기다려봐야 할 것

(1) 금리 하락에도 여전히 부진한 건전성 지표

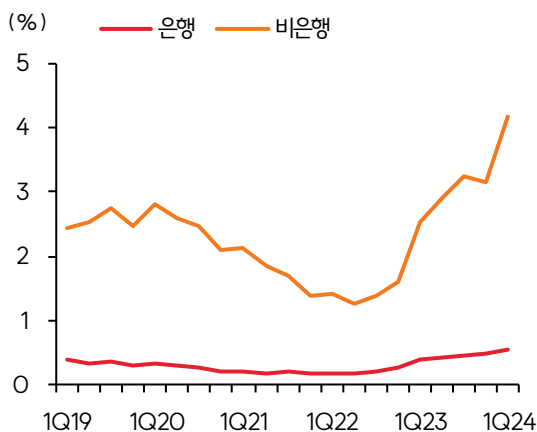
본격적인 대손비용 감소까지는 아직 시간 필요할 것으로 예상

기준금리 하락 등 영향으로 차주들의 상환 부담이 이전 대비 완화된 것은 사실이지만 통상적으로 경기를 후행하는 크레딧 사이클을 감안했을 때 본격적인 대손비용 감소가 나타나기까지는 아직 시간이 더 필요할 전망이다. 내수 부진 추세가 이어지며 자영업자 폐업 등이 확대되고 있으며 SOHO 및 중소기업 등의 연체율 개선 등이 여전히 확인되고 있지 않기 때문이다. 향후 금리 하락에 따른 경기 개선이 본격적으로 나타나는 시점에 경상 대손비용 레벨의 하락 등 전반적인 건전성 관련 부담 완화를 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

SOHO 등 불확실성 높으나 은행보다는 비은행 부문 영향 예상

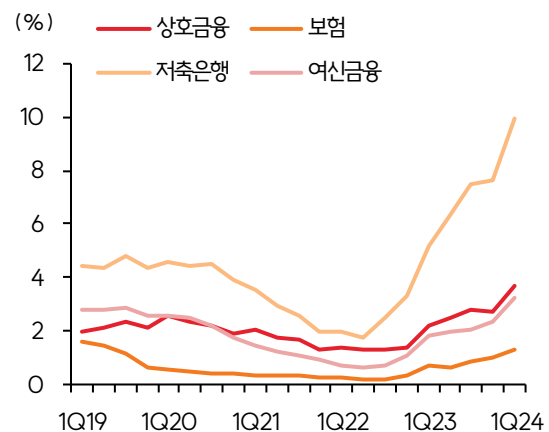
여전히 SOHO 등에 대한 불확실성이 높은 것은 사실이다. 다만 은행의 경우 상대적으로 보수적으로 담보를 평가하고 건전성을 관리하고 있는 만큼 보유 대출에서 직접적인 손실이 발생할 가능성은 상대적으로 제한적이라고 판단한다. 다만 저축은행 등 제 2 금융권 중심으로 개인사업자 대출의 연체율 악화 추세가 이어지고 있음을 감안했을 때 간접적으로 건전성 측면의 영향이 발생할 수 있는 만큼 다소 보수적인 관점의 충당금 적립 기조가 이어질 것으로 예상된다.

은행 및 비은행 개인사업자 대출 연체율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

비은행 업권별 개인사업자 대출 연체율 추이



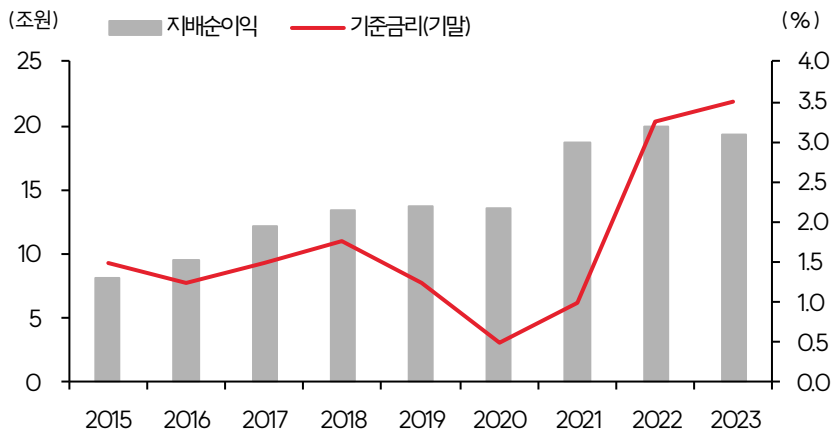
자료: 언론보도, SK 증권

(2) 전반적으로 평탄한 실적 추세 이어질 것으로 예상

이자이익 둔화 예상되는 만큼
비이자/비은행을 통한 탑라인
방어 전망

2025년 은행들은 전반적인 금리 레벨 하락에 따른 이자이익 둔화 추세가 예상됨에 따라 비이자/비은행 부문 중심으로 탑라인을 방어할 것으로 예상된다. 실적 측면에서 Upside 를 기대하기 위해서는 대손비용 측면의 부담 완화가 필수불가결할 것으로 보이며 금리 하락이 보다 본격화되는 시점에 이익체력 측면의 개선을 기대할 수 있다고 판단한다. 과거 커버리지 8개 은행업종의 실적을 살펴봐도 통상적으로 금리가 상승하는 구간에 실적 개선 폭이 크게 나타났으며 금리 하락기에는 상대적으로 플랫한 이익 흐름을 보인 점을 확인할 수 있다.

기준금리 및 커버리지 은행 지배순이익 추이



자료: 각사 SK 증권
주: 기준금리는 기말 기준

5. 핵심 투자포인트는 주주환원. 안정성에 기반한 접근 추천

(1) 커버리지 합산 25E 지배순이익 22 조 9,361억원(+8% YoY) 전망

경상실적은 우상향 전망. 일회성 요인 기저효과로 증익 폭은 더욱 크게 나타날 전망

P/Q/C 관점에서 금리 하락 사이클로 전반적인 마진, 즉 P 하락이 예상되는 가운데 Q 및 C 측면에서 큰 폭의 개선을 기대하기 어렵다는 점을 감안했을 때 은행업종의 전반적인 경상 실적은 안정적으로 우상향하는 모습 정도가 나타날 전망이다. 다만 24년 중 H 지수 ELS 이슈, 부동산 PF 사업성 재평가 등 다수의 일회성 손실 요인이 발생한 점을 감안했을 때 전반적인 실적은 경상 이익 개선 폭 대비 크게 나타날 것으로 전망한다.

커버리지 8개사의 지배순이익 합산은 22 조 9,361억원(+8% YoY)을 예상

커버리지 8개사의 지배순이익 합산은 22 조 9,361억원(+8% YoY)을 예상한다. 커버리지 은행 중에서는 자회사 iM 증권의 부동산 PF 관련 손실이 큰 폭으로 나타났던 DGB 금융지주가 실적이 정상화되며 가장 큰 폭의 증익을 기록할 것으로 예상하며 24년 중 일회성 요인으로 인한 충격(H 지수 ELS, 파생 거래 손실 등)이 크게 나타났던 KB 금융, 신한지주도 상대적으로 높은 실적 개선세를 보일 전망이다.

금융지주 - 24E 및 25E 지배순이익 전망

(십억원)	2023	2024E	(% YoY)	2025E	(% YoY)
합계	19,241	21,240	10.4%	22,936	8.0%
KB 금융	4,632	4,986	7.6%	5,654	13.4%
신한지주	4,368	4,755	8.9%	5,274	10.9%
하나금융지주	3,452	3,868	12.1%	3,915	1.2%
우리금융지주	2,506	3,104	23.9%	3,255	4.9%
기업은행	2,670	2,764	3.5%	2,850	3.1%
BNK 금융지주	640	797	24.6%	831	4.2%
DGB 금융지주	388	308	-20.6%	462	50.2%
JB 금융지주	586	657	12.1%	694	5.7%

자료: 각사, SK증권 추정

(2) 안정적인 실적, 자본 활용의 효율성 제고에 따른 밸류에이션 정상화

자본 활용의 효율성 제고에
기반한 밸류에이션 정상화가 주요
투자 포인트

궁극적으로 은행업종의 핵심 투자포인트는 자본 활용의 효율성 제고에 기반한 밸류에이션 정상화가 될 것으로 예상된다. 금리 하락 사이클이 예상되고 있으나 기본적으로 2010년대 중반 이후 은행업종에 있어 금리 변화에 따른 이익 측면의 우려는 제한적이라고 판단한다. 1) 적극적인 비은행 포트폴리오 확충에 따라 다각화된 사업 구조를 보유함으로써 금리 하락 사이클 속에서도 안정적인 이익 수준이 지속될 것으로 예상되며 2) 저축은행 사태, 조선/해운업 등 시클리컬 업종에 대한 대규모 구조 조정 등을 겪으며 보수적인 건전성 관리 기조가 이어졌던 만큼 대손비용 측면의 우려도 제한적일 것으로 전망되기 때문이다.

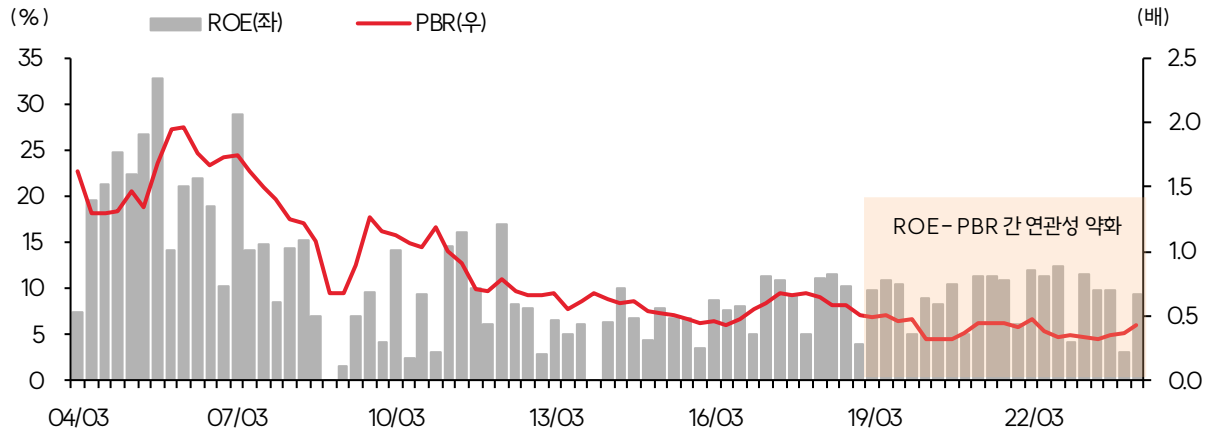
주주 관점에서 효율적인 자본
활용 이뤄지지 못하며 과거 낮은
밸류에이션 지속

그동안 은행들이 양호한 이익 체력을 보여왔음에도 불구하고 밸류에이션이 이를 반영하지 못하는 모습이 나타났던 것은 주주 관점에서 효율적인 자본 배분이 이뤄지지 못했기 때문이라고 판단한다. 2008년 서브프라임 모기지 사태, 2011년 저축은행 사태 등을 거치며 매크로 환경 측면에서 저금리/저성장 기조가 나타났으며 바젤 3 등 은행업종에 대한 자본 규제 강화 영향으로 과거와 같이 성장과 마진을 모두 기대할 수 있는 환경이 아님에도 지속적으로 내부 유보 중심의 자본 배분이 이뤄졌기 때문이다. 실제로 은행업종의 ROE는 2008년 서브프라임 모기지 사태, 2011년 저축은행 사태 등을 거치며 이전 대비 전반적으로 낮아지는 모습이 나타났지만 은행업종의 배당성향 등 주주환원은 Flat한 모습이 이어진 점을 확인할 수 있다.

밸류업 프로그램과 함께 개선된
자본정책 제시되며 효율적 자본
활용 기대할 수 있는 환경 조성

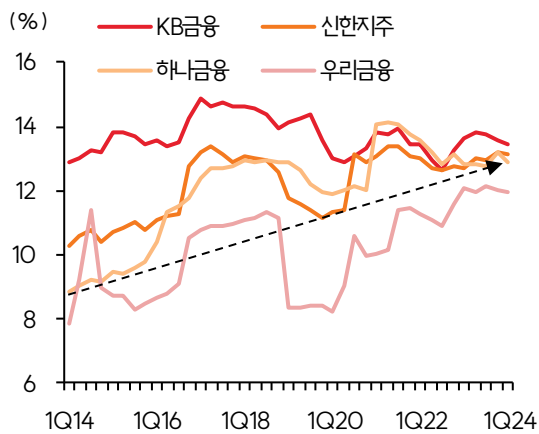
따라서 24년 중 나타난 은행업종의 주가 상승은 1) 고금리 환경에 기반한 마진 개선 등 수익성과 실적 측면의 요소보다는 2) 과거 나타나지 못했던 비효율적인 자본 배분 구조가 변화하는 과정에서 나타난 밸류에이션의 정상화에 따른 영향이라고 판단한다. ROE나 핵심적인 펀더멘털 측면에서 과거와 같은 가파른 개선이 나타났다고 보기는 어렵지만 정책적인 밸류업 프로그램과 맞물려 1) Cost of Equity 와 2) RORWA 등을 고려하여 이전보다 개선된 자본 정책이 제시되는 등 주주 입장에서 효율적인 자본 활용을 기대할 수 있게 되었기 때문이다.

은행 - PBR 및 ROE 추이



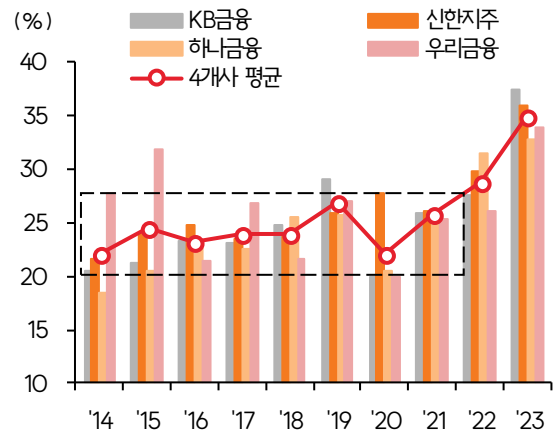
자료: FnGuide, SK 증권

은행 - CET1비율 추이



자료: 금융감독원, SK 증권

은행 - 총주주환원율 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 배당 및 자사주 매입 포함(자사주는 소각까지 기준)

(3) 50%+@ 수준의 총 주주환원을 예상

ROE 약 10% 내외, CET1 비율
증장기적으로 13% 관리 및
주주환원을 확대 등 공통적 언급

주요 은행들이 발표한 기업가치 제고 방안을 살펴보면 대체로 현재 낮은 수준의 PBR 제고를 위해 1) 9~10%이상으로 ROE 제고, 2) 증장기적으로 13%의 CET1 비율을 타겟으로 안정적인 자본 관리 및 3) 현재 대비 높은 폭의 주주환원을 등을 제시하는 모습이 나타났다.

주주환원은 약 50% 수준을
주로 Target 으로 제시

주주환원은 대체로 50% 수준을 Target 수준으로 제시하는 모습이 나타났다. 먼저 2Q24 중 기업가치 제고 방안을 발표한 우리금융지주, 신한지주의 경우 CET1 비율 등이 안정적으로 관리되는 상황에서 Target 총 주주환원을 약 50% 수준으로 제시하는 모습이 나타났다. JB 금융지주의 경우에도 지속가능한 ROE 및 목표 CET1 비율 유지를 위한 적정 주주환원을 약 50%로 산정하며 장기 주주환원을 Target 을 50%로 제시했다. 또한 동사는 CET1 비율이 13%를 상회할 경우 주주환원을 50% 이상으로 확대할 것임을 언급하는 모습이 나타났다. 하나금융지주 역시 CET1 비율이 13~13.5% 수준에서 관리되는 상황에서 자사주 매입/소각을 중심으로 지속적으로 주주환원을 확대하여 27년 기준 50% 수준의 총 주주환원을 달성할 계획을 발표했다. DGB 금융지주의 경우 타사 대비 CET1 비율은 다소 낮으나 27년까지 CET1비율 12.3% 이상을 달성할 계획을 제시했으며 해당 구간에서 총 주주환원을 약 40%수준을 제시하는 모습이 나타났다.

KB 금융의 경우 다른 은행들과 달리 주주환원을 Target 을 제시하기보다는 CET1 비율 13%를 기준으로 이를 초과하는 자본에 대해 적극적으로 주주환원 재원으로 사용하는 자본 정책을 제시하는 모습이 나타났다. 이 경우 RWA 성장률 등에 따른 변수는 분명 존재하지만 현재 은행들이 RWA 성장 Target 으로 제시하는 명목 GDP 성장률+@에 부합하는 4~5% 수준의 RWA 증가율을 기준으로 50% 내외 수준의 총 주주환원을 충분히 기대할 수 있을 것으로 예상된다. BNK 금융지주의 경우에도 적정 RWA 성장률 약 4% 내외 수준에서 관리하고 ROE 를 제고함으로써 27년 기준 총 주주환원을 50% 이상 수준을 기록할 계획을 언급했다.

KB 금융의 밸류업 공시가 가장
구체적이고 예측가능성 높다고
판단

전반적으로 긍정적인 내용이 공개되었지만 KB 금융의 밸류업 공시가 가장 구체적이고 예측가능성이 높다고 판단한다. 주주환원의 기준을 4Q 및 2Q CET1 비율로 명확히 제시하고 Implied CoE 와 시장 금리 수준을 바탕으로 자사주 매입/소각 및 현금배당 총액 여부를 결정하겠다는 내용을 제시하는 등 디테일한 측면에서 가장 적극적으로 소통하는 모습이 나타났기 때문이다. 향후 핵심은 기 발표된 밸류업 공시의 이행 여부가 될 전망이다.

금융지주 - 밸류업 공시 내용 요약 (1)

	PBR 개선	주주환원	자사주/배당 세부 내용	ROE/RWA 성장률 Target	CET1비율 Target
KB 금융	<p>수익성 및 총 주주환원의 지속적인 개선가능성에 대한 시장 우려로 저평가 지속</p> <p>> 주주환원 강화, 자본비용 개선 및 수익창출 역량 강화로 ROE 개선</p> <p>> 지배구조 개선, 주주 등 소통 강화 등을 바탕으로 PER 개선</p>	<p>연말 CET1비율 13% 초과 자본을 차년도 주주환원에 활용</p> <p>> 연간 현금배당 총액+상반기 자사주 매입/소각</p> <p>2Q 기준 CET1비율 13.5% 초과 자본을 하반기 주주환원에 추가적으로 활용</p> <p>> 하반기 자사주 매입/소각 시행을 통해 연간 2회 자사주 매입</p> <p>> Target PBR 1배 도달까지 연평균 1천만주 이상 자사주 매입/소각 실시할 계획</p> <p>> 총액 기준 분기 균등배당 지속</p>	<p>자사주 및 배당 결정 근거:</p> <p>1) ROE vs 이익수익률(PER의 역수) 비교하여 자사주 매입/소각 결정</p> <p>2) 배당수익률과 시장금리 감안하여 배당 총액 규모 점진적 증가</p> <p>자사주 및 배당 결정 세부 방법론</p> <p>- 전년 말 CET1비율 13% 초과분: 연간 현금배당 총액+상반기 자사주 결정</p> <p>- 2Q 말 CET1비율 13.5% 초과분: 하반기 자사주 결정</p>	<p>ROE: 10%</p> <p>RWA: 명목 GDP 성장률 등 System growth 수준의 성장</p>	<p>13% 이상 연중 CET1비율 13% 중반 유지</p>
신한지주	<p>PBR 개선 위해서는 1) ROE 제고, 2) CoE 축소 및 3) 영구성장률 기대 확보 필요</p> <p>- 수익성 제고, 비용 효율화 및 주주환원을 통한 자본효율화로 ROE 제고</p> <p>- 성과 변동성 축소를 통한 CoE 축소 노력</p> <p>- 핵심 사업의 안정적 수익 및 미래 전략적 투자를 통한 미래 성장 기대 창출</p>	<p>기존 주주환원 정책의 일관된 추진</p> <p>> 지속적인 주주환원을 확대, 분기 균등배당, 자사주 병행 및 DPS 및 현금배당 규모 지속적 확대</p> <p>PBR 레벨에 따른 탄력적인 주주환원 정책</p> <p>> PBR 0.8배 이하 구간에서 자사주 소각 중심 주주환원 계획</p> <p>27년 총 주주환원을 50% 및 총 주식수 4.5억주 Target</p> <p>> 24년 말 총 주식수 5억주 미만으로 Target</p>	<p>- 기존 분기 균등배당, 자사주 소각 병행, 주주환원을 지속 개선 및 규모 확대 등 정책 지속</p> <p>- 지속적인 자사주 매입/소각을 통해 24년 말 500만주 미만, 27년 말 450만주 목표로 지속적으로 자사주 매입/소각 진행 예정</p> <p>- PBR 0.8배까지는 자사주 소각 중심 주주환원, 1배 이상에서는 DPS 및 현금배당 성장 점진적 상향 등 보다 유연하게 대응할 계획</p>	<p>ROE: 10%</p> <p>RWA: PBR 단계 별 탄력적 성장 등 언급. 25년은 약 5% 수준 목표</p>	<p>13% 이상 유지</p>
하나금융 지주	<p>PER 저평가 상태 지속</p> <p>- 상대적으로 낮은 주주환원율, 보수적인 자본관리 정책 및 환율 변동 등으로 인한 CET1비율의 높은 변동성 등 요인으로 PER 저평가</p> <p>RO도 CoE 대비 낮은 수준</p> <p>- 그룹 CoE 기준으로 약 10% 이상의 ROE 유지 필요</p> <p>주주환원율 제고, 보통주 자본비용 개선 및 ROE 유지 등을 통해 저평가 해소 추진할 계획</p>	<p>Target CET1비율 유지하는 가운데 27년 총 주주환원율 50%까지 지속적으로 주주환원을 확대할 계획</p> <p>- RWA 성장률 타이트하게 관리함으로써 적정 CET1비율 유지 및 계획 수준의 총 주주환원율 달성 목표</p>	<p>연말 CET1비율 13~13.5% 구간에서 CET1비율 상승/하락 여부와 관계없이 안정적으로 주주환원을 확대 추진할 계획</p> <p>- 분기 균등배당 시행 및 자사주 매입/소각 비중 확대 통해 27년 총 주주환원 중 약 절반 수준을 자사주 매입/소각으로 시행 예정</p> <p>- 자사주는 2회 예상. 4Q 말 CET1비율 기준 연간 배당 및 상반기 자사주 시행할 계획이며 2Q 혹은 3Q 말 CET1비율 기준으로 하반기 중 추가 자사주 단행할 계획</p>	<p>ROE: 10%</p> <p>RWA: 명목 GDP 성장률(약 4~5% 수준)</p>	<p>13~13.5% 적정 수준으로 Target</p>
우리금융 지주	<p>Financial: 지속가능 ROE 제고 및 CET1비율 제고를 통해 주주환원 확대 추진</p> <p>Non-financial: M&A를 통한 비은행 경쟁력 강화, ESG 등</p> <p>> ROE와 PER 개선을 통해 글로벌 평균 이상의 PBR 확보</p>	<p>CET1비율 구간 별 총 주주환원율 Target 설정</p> <p>> CET1비율 11.5%~12.5% 구간에서 총 주주환원율 ~35%</p> <p>> CET1비율 12.5%~13% 구간에서 총 주주환원율 ~40%</p> <p>> CET1비율 13% 이상 구간에서 총 주주환원율 ~50%</p>	<p>기본적으로 배당성장 30% 기준으로 자사주 병행하여 시행</p> <p>- 총 주주환원율 40%</p> <p>이내에서는 배당성장 30%/초과분은 모두 자사주로 시행</p> <p>- 총 주주환원율 40% 초과 시 배당성장도 30% 이상으로 확대하며 자사주/배당 모두 균등하게 확대할 계획</p>	<p>ROE: 10%</p> <p>RWA: 공시 상에는 언급 없었으나 3Q24 실적 발표 시점에 약 4% 수준 제시</p>	<p>25년 12.5%, 중장기 13% Target</p>

자료: 각사, SK 증권

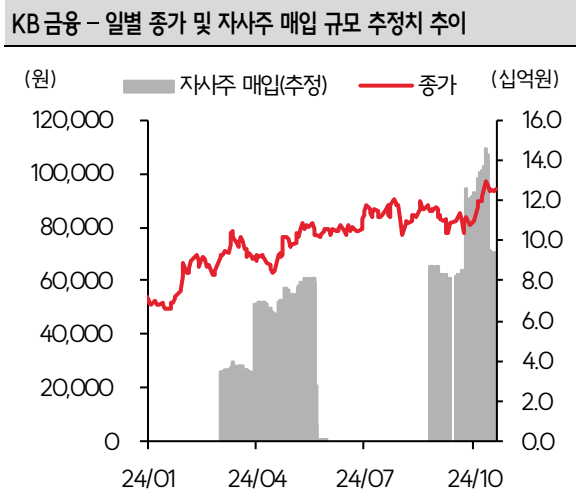
금융지주 - 밸류업 공시 내용 요약 (2)

	PBR 개선	주주환원	자사주/배당 세부 내용	ROE Target	CET1비율 Target
BNK 금융지주	<ul style="list-style-type: none"> > 해외사 대비 성장 기대감이 낮아 PER 저조하며 수익성 부진에 따라 PBR 낮은 상황 > 질적인 성장을 통해 CoE 이상의 ROE 달성 목표 	<ul style="list-style-type: none"> RWA 성장을 4% 이내로 관리함으로써 주주환원을 50% 이상 달성 계획 DPS 안정적으로 확대하는 범위 내에서 자사주 매입/소각 비중 최대화할 계획 	<ul style="list-style-type: none"> > 저평가 구간에서 자사주 매입/소각 비중 확대할 것 > 세부 내용은 이사회 결의 등 통해 결정할 계획 	<ul style="list-style-type: none"> ROE: 27년까지 10% 이상 달성 RWA: 4% 이내로 관리 	<ul style="list-style-type: none"> 12.5% Target 지속적으로 12% 이상 유지할 계획
DGB 금융지주	<ul style="list-style-type: none"> > CET1비율 자본 규제 비율 수준을 상회하고 있으나 동종 업계 평균 대비 낮은 수준에 머물러 있음 - 주주환원을 등 열세하며 주가도 경쟁사 대비 열위한 수준 지속 내실 성장을 통해 수익성 제고하고 단계적으로 자본비율/주주환원을 개선해 나갈 것 	<ul style="list-style-type: none"> CET1비율 구간 별 총 주주환원을 Target 설정 > CET1비율 ~11.5% 구간에서 총 주주환원을 ~30% > CET1비율 11.5%~12.3% 구간에서 총 주주환원을 ~40% > CET1비율 12.3%~13% 구간에서 총 주주환원을 ~50% 자사주는 3년간 1,500억원 매입/소각 예정이며 이전에 매입했던 200 억원은 별개 	<ul style="list-style-type: none"> > PBR 수준에 따라 자사주 매입/소각 비중 확대 > 현재 PBR 수준에서는 자본여력 되는대로 자사주 매입/소각 비중 높여야 할 당위성 존재 > 기본적으로는 매년 500억원 이상 Target 	<ul style="list-style-type: none"> ROE: 27년까지 9% Target 중장기적으로 10% 목표 RWA: 연간 4% 수준 관리 	<ul style="list-style-type: none"> 27년까지 12.3% 타겟 중장기적으로 13% 목표
JB 금융지주	<ul style="list-style-type: none"> > 업종 평균 대비 높은 PBR은 현재 ROE 높음데 기인 - 기업가치 상승 위해 지속가능한 ROE 제고 및 PER 지표 개선 필요 - CAPM으로 산정한 이론상 > CoE와 주가에 내포된 Implied CoE의 격차 축소 > 27년 이후 PBR 1배 미달 시 RWA 성장률, 주주환원 등 전면 재검토 	<ul style="list-style-type: none"> PER 제고를 위해 총 주주환원을 및 자사주 매입/소각 비중 확대 > ROE 대비 높은 Implied CoE 감안하여 배당성향보다 자사주 매입/소각 비중 확대 	<ul style="list-style-type: none"> > 26년 45% 목표하고 있으며 장기적으로 50% 수준 Target > 26년까지 현금배당성향 28% 고정하고 자사주 매입/소각 비중 확대할 계획 > 총 주주환원 내 자사주 매입/소각 비중 Target은 40% > 자사주 매입/소각: ROE와 주가에 내포된 Implied CoE 비교하여 ROE 대비 Implied CoE가 높은 경우 비중 확대 	<ul style="list-style-type: none"> ROE: 중장기 15% Target - 26년 13% +@ 목표 	<ul style="list-style-type: none"> 12~13% 수준에서 CET1비율 관리. 13% 초과 시 적극적으로 주주환원 재원 활용

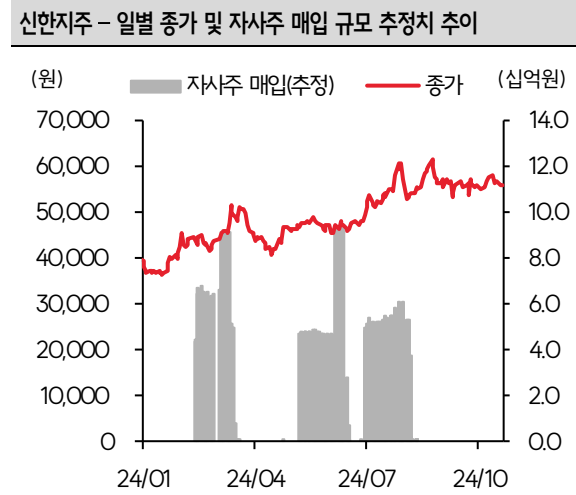
자료: 각사, SK 증권

**과거보다 높아진 자사주
매입/소각 긍정적이라고 판단**

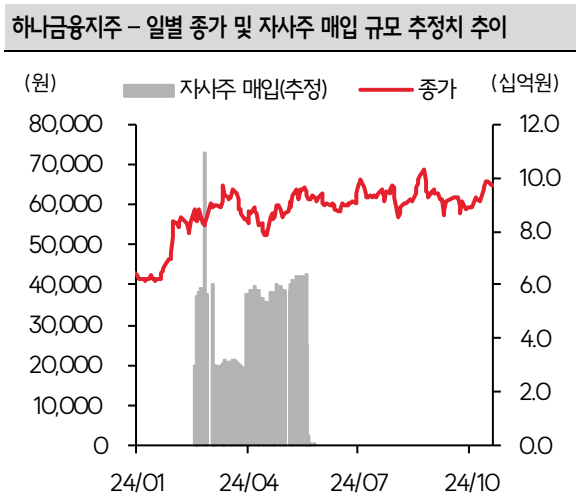
현재 밸류에이션을 감안했을 때 현금배당보다 자사주 매입/소각이 주주가치 제고에 있어 더욱 긍정적인 영향이 예상되는 만큼 자본 활용의 효율성 관점에서 이전보다 주주환원 정책 내 자사주 매입/소각의 비중이 높아진 점 역시 긍정적이다. 실제로 24년 은행업종의 일별 자사주 매입/소각 규모(추정치)와 주가 추이를 살펴보면 자사주 매입/소각을 적극적으로 활용한 은행의 수익률이 상대적으로 좋았던 것을 확인할 수 있다. 현재 밸류업 공시 발표 등이 마무리된 상황인 만큼 은행주에 대한 특별한 모멘텀을 찾아보기 쉽지 않을 것으로 예상되지만 3Q24 실적발표와 함께 KB 금융(1,000억), 신한지주(2,500억), 하나금융지주(1,500억) 등의 자사주 매입/소각이 발표된 만큼 수급 관점에서 하방경직성을 어느정도 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다.



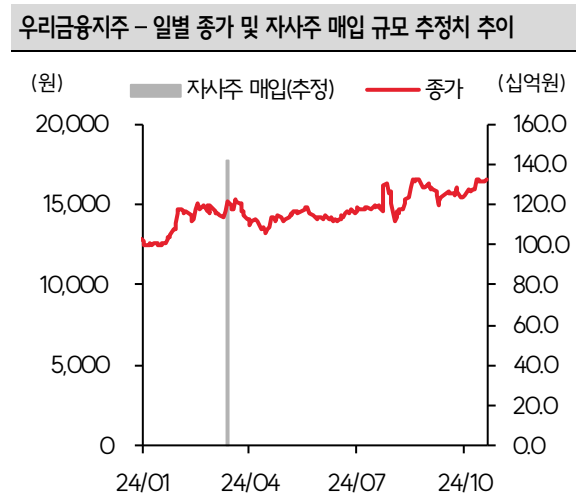
자료: FnGuide, SK 증권 추정



자료: FnGuide, SK 증권 추정

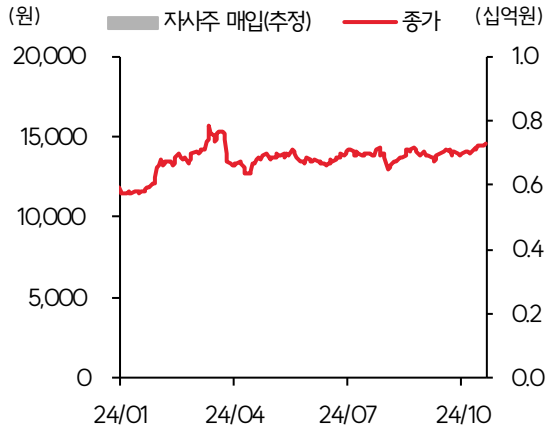


자료: FnGuide, SK 증권 추정



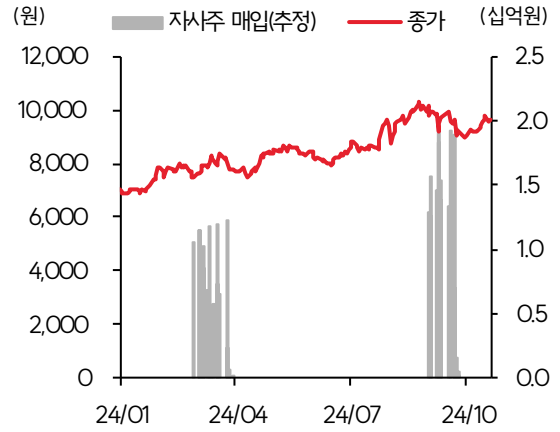
자료: FnGuide, SK 증권 추정

기업은행 - 일별 종가 및 자사주 매입 규모 추정치 추이



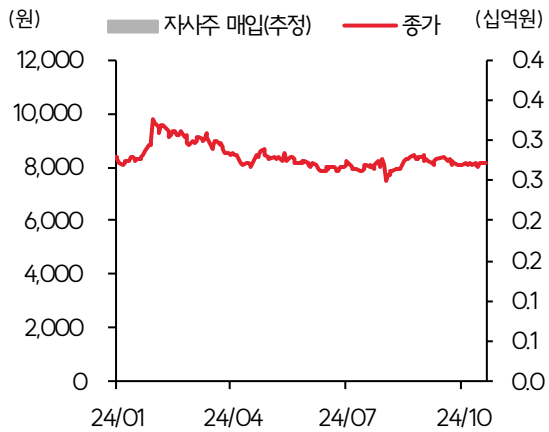
자료: FnGuide, SK 증권 추정

BNK 금융지주 - 일별 종가 및 자사주 매입 규모 추정치 추이



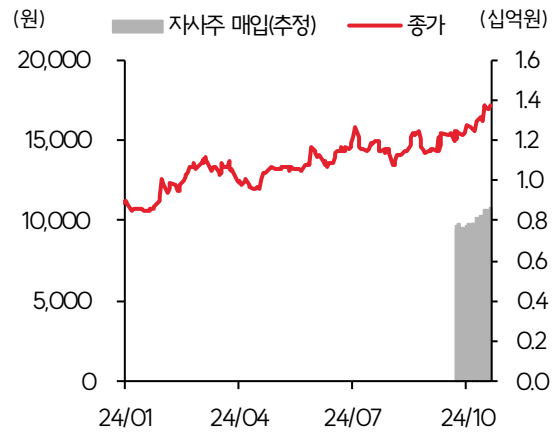
자료: FnGuide, SK 증권 추정

DGB 금융지주 - 일별 종가 및 자사주 매입 규모 추정치 추이



자료: FnGuide, SK 증권 추정

JB 금융지주 - 일별 종가 및 자사주 매입 규모 추정치 추이



자료: FnGuide, SK 증권 추정

시중은행 - 총 주주환원을 추이 및 전망

은행	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
KB 금융	당기 순이익	1,049.1	1,732.2	1,614.0	590.8	1,616.9	1,576.1	1,588.6	872.3	4,631.9	4,986.1	5,653.9
	현금배당	300.0	300.0	299.6	299.6	320.0	320.0	320.0	320.0	1,166.2	1,199.3	1,280.0
	자사주 매입	320.0	0.0	400.0	100.0	530.0	0.0	660.0	0.0	571.7	820.0	1,190.0
	자사주 소각	320.0	0.0	400.0	100.0	530.0	0.0	660.0	0.0	571.7	820.0	1,190.0
	배당성향	28.6%	17.3%	18.6%	50.7%	19.8%	20.3%	20.1%	36.7%	25.2%	24.1%	22.6%
	자사주 소각	30.5%	0.0%	24.8%	16.9%	32.8%	0.0%	41.5%	0.0%	12.3%	16.4%	21.0%
	총 주주환원	59.1%	17.3%	43.3%	67.6%	52.6%	20.3%	61.7%	36.7%	37.5%	40.5%	43.7%
신한지주	당기 순이익	1,321.5	1,425.5	1,238.6	769.7	1,492.8	1,464.8	1,426.5	889.9	4,368.0	4,755.3	5,274.0
	현금배당	275.1	273.4	271.9	271.8	276.8	276.8	276.8	276.8	1,086.3	1,092.0	1,107.1
	자사주 매입	150.0	300.0	0.0	250.0	250.0	250.0	300.0	300.0	485.9	700.0	1,100.0
	자사주 소각	150.0	300.0	0.0	250.0	250.0	250.0	300.0	300.0	485.9	700.0	1,100.0
	배당성향	20.8%	19.2%	21.9%	35.3%	18.5%	18.9%	19.4%	31.1%	24.9%	23.0%	21.0%
	자사주 소각	11.4%	21.0%	0.0%	32.5%	16.7%	17.1%	21.0%	33.7%	11.1%	14.7%	20.9%
	총 주주환원	32.2%	40.2%	21.9%	67.8%	35.3%	36.0%	40.4%	64.8%	36.0%	37.7%	41.8%
하나금융지주	당기 순이익	1,034.0	1,034.7	1,156.6	643.1	1,094.5	1,078.4	1,013.4	729.1	3,451.6	3,868.5	3,915.5
	현금배당	171.7	169.7	169.7	509.2	268.8	268.8	268.8	268.8	979.7	1,020.4	1,075.0
	자사주 매입	300.0	0.0	0.0	150.0	300.0	0.0	200.0	0.0	150.0	450.0	500.0
	자사주 소각	300.0	0.0	0.0	150.0	300.0	0.0	200.0	0.0	150.0	450.0	500.0
	배당성향	16.6%	16.4%	14.7%	79.2%	24.6%	24.9%	26.5%	36.9%	28.4%	26.4%	27.5%
	자사주 소각	29.0%	0.0%	0.0%	23.3%	27.4%	0.0%	19.7%	0.0%	4.3%	11.6%	12.8%
	총 주주환원	45.6%	16.4%	14.7%	102.5%	52.0%	24.9%	46.3%	36.9%	32.7%	38.0%	40.2%
우리금융지주	당기 순이익	824.0	931.5	903.6	445.2	913.8	883.3	948.9	509.4	2,506.3	3,104.3	3,255.3
	현금배당	135.3	133.7	133.7	522.9	151.0	151.0	151.0	519.2	749.2	925.5	972.1
	자사주 매입	136.6	0.0	0.0	0.0	150.0	0.0	0.0	0.0	100.0	136.6	150.0
	자사주 소각	136.6	0.0	0.0	0.0	150.0	0.0	0.0	0.0	100.0	136.6	150.0
	배당성향	16.4%	14.3%	14.8%	117.4%	16.5%	17.1%	15.9%	101.9%	29.9%	29.8%	29.9%
	자사주 소각	16.6%	0.0%	0.0%	0.0%	16.4%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	4.4%	4.6%
	총 주주환원	33.0%	14.3%	14.8%	117.4%	32.9%	17.1%	15.9%	101.9%	33.9%	34.2%	34.5%

자료: 각사, SK 증권 추정

기업은행/지방금융지주 - 총 주주환원율 추이 및 전망												
은행	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
기업은행	당기 순이익	780.8	608.2	801.4	573.9	725.5	676.7	792.2	655.9	2,669.7	2,764.3	2,850.3
	현금배당	0.0	0.0	0.0	917.0	0.0	0.0	0.0	956.9	784.7	917.0	956.9
	자사주 매입	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	자사주 소각	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	배당성향	0.0%	0.0%	0.0%	159.8%	0.0%	0.0%	0.0%	145.9%	29.4%	33.2%	33.6%
	자사주 소각	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	총 주주환원	0.0%	0.0%	0.0%	159.8%	0.0%	0.0%	0.0%	145.9%	29.4%	33.2%	33.6%
BNK 금융지주	당기 순이익	249.5	242.8	212.8	92.0	223.8	213.1	246.8	147.1	639.8	797.1	830.8
	현금배당	0.0	64.1	0.0	159.2	0.0	76.4	76.4	76.4	164.3	223.3	229.2
	자사주 매입	13.0	0.0	20.0	0.0	25.0	0.0	25.0	0.0	16.0	33.0	50.0
	자사주 소각	13.0	0.0	20.0	0.0	25.0	0.0	25.0	0.0	16.0	33.0	50.0
	배당성향	0.0%	26.4%	0.0%	173.0%	0.0%	35.9%	31.0%	51.9%	25.7%	28.0%	27.6%
	자사주 소각	5.2%	0.0%	9.4%	0.0%	11.2%	0.0%	10.1%	0.0%	2.5%	4.1%	6.0%
	총 주주환원	5.2%	26.4%	9.4%	173.0%	11.2%	35.9%	41.1%	51.9%	28.2%	32.2%	33.6%
DGB 금융지주	당기 순이익	111.7	38.3	102.6	55.2	147.6	139.3	106.6	68.8	387.8	307.8	462.2
	현금배당	0.0	0.0	0.0	91.5	0.0	0.0	0.0	99.8	91.5	91.5	99.8
	자사주 매입	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0	0.0	0.0	0.0	20.0	0.0	50.0
	자사주 소각	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0	0.0	0.0	0.0	20.0	0.0	50.0
	배당성향	0.0%	0.0%	0.0%	165.8%	0.0%	0.0%	0.0%	145.2%	23.6%	29.7%	21.6%
	자사주 소각	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.9%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	0.0%	10.8%
	총 주주환원	0.0%	0.0%	0.0%	165.8%	33.9%	0.0%	0.0%	145.2%	28.8%	29.7%	32.4%
JB 금융지주	당기 순이익	173.2	196.9	193.0	93.6	177.8	203.1	185.2	127.8	586.0	656.7	693.9
	현금배당	20.1	20.2	20.1	124.0	21.0	21.0	21.0	131.6	164.1	184.4	194.6
	자사주 매입	0.0	0.0	30.0	0.0	40.0	0.0	40.0	0.0	30.0	30.0	80.0
	자사주 소각	20.0	0.0	20.0	0.0	40.0	0.0	40.0	0.0	0.0	40.0	80.0
	배당성향	11.6%	10.2%	10.4%	132.5%	11.8%	10.3%	11.3%	103%	28.0%	28.1%	28.0%
	자사주 소각	0.0%	0.0%	15.5%	0.0%	22.5%	0.0%	21.6%	0.0%	5.1%	4.6%	11.5%
	총 주주환원	11.6%	10.2%	26.0%	132.5%	34.3%	10.3%	32.9%	103%	33.1%	32.6%	39.6%

자료: 각사, SK 증권 추정

(4) 주주환원에 기반한 Upside: 유럽 주요 은행 사례로 확인

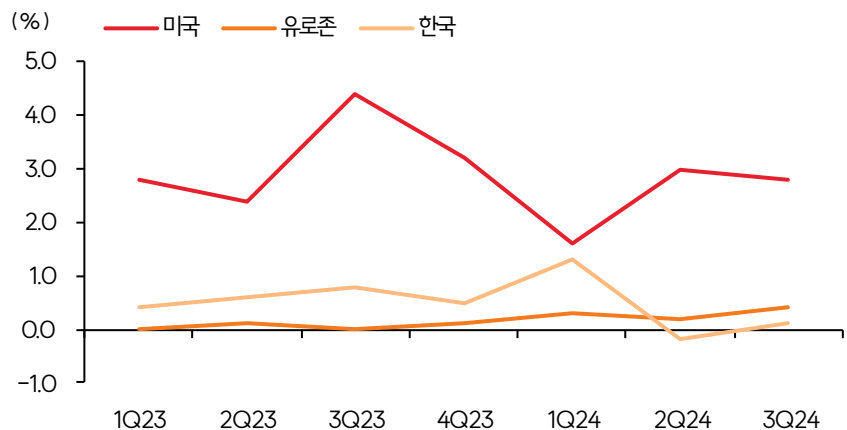
모멘텀은 부족하지만 안정성 측면의 매력 여전히 높다고 판단

25 년의 경우 1) 금리 하락 사이클 및 가계대출 등 성장 관련 규제 강화가 이어지는 가운데 2) 기대감을 자아내던 요인인 기업가치 제고방안이 공개된 만큼 가파른 성장을 기대하기는 어렵다고 판단한다. 다만 국내 기업들 중 가장 적극적으로 자본 활용의 효율성을 제고하는 모습이 나타나고 있으며 이전보다 늘어난 자사주 매입/소각에 따라 주가의 하방경직성이 어느정도 확보되었다고 판단한다. 실적과 주주환원 전반에 대한 안정성이 높다고 판단한다. 미국의 트럼프 당선에 따라 금융규제 완화 등에 대한 기대감이 커진 점도センチ먼트 측면에서 어느정도 긍정적 영향이 예상된다.

밸류에이션 레벨 가늠에 있어 유럽 주요 은행 참고해볼 수 있다고 판단

당사는 현재 자본 활용의 효율성 제고에 기반한 은행업종의 적정 밸류에이션 수준을 파악함에 있어 유럽의 주요 대형 은행들의 밸류에이션을 참고해볼 수 있다고 판단한다. 유럽 은행들의 경우 매크로 환경에 있어 상대적으로 둔화된 흐름이 이어지고 있으며 규제리스크 관점에서도 강도 높은 규제에 따른 Discount가 불가피한 상황이기 때문이다. 최근 독일, 프랑스, 이탈리아 등이 EU 집행위원회에 대해 금융 규제에 보다 신중하게 접근하고 경쟁력을 강화하는데 집중할 것을 요구하는 모습이 나타난 것은 유로존 전반에 걸쳐 미국/영국 등 대비 상대적으로 강한 규제가 적용되고 있음을 보여준다. 이러한 요인을 감안했을 때 유럽 주요 은행들을 살펴봄으로써 다른 부가적인 요인을 배제한 주주환원에 기반한 효율적인 자본 배분이 밸류에이션에 미치는 영향 수준을 파악하기에 적절할 것으로 예상된다.

한국, 미국, 유로존 GDP 성장률 추이



자료: 한국은행, SK 증권
 주: 계절조정 및 전기 대비 기준

국내 은행과 유사한 주주환원율 등 제시하는 Santander, BNP 파riba 등 Target

유럽의 주요 대형 은행 중에서는 1) 국내 은행들이 중장기적으로 제시하고 있는 총 주주환원율 Target 50% 내외 수준과 비슷한 수준의 주주환원 정책을 시행하고 있으며 2) ROE, CET1비율 등 전반적인 재무 지표가 유사한 BNP파riba, Santander 등을 주요 Target 으로 접근해볼 수 있다고 판단한다. 해당 은행들의 최근 밸류에이션 수준을 감안했을 때 국내 은행들의 주주환원 확대를 통해 기대해볼 수 있는 밸류에이션 레벨은 PBR 기준 약 0.7~0.8 배 정도가 될 수 있을 것으로 예상된다.

	Santander	BNP Paribas
ROTE(2023)	15.1%	11.0%
ROTE Target	25년 Target 15~17% 부문별로 Retail 17%, Consumer 14%, CIB 20%, Wealth 60%, Payments 30% 등 Target 제시	25년 Target: 11.5~12% 26년 Target: ~12%
ROE(2022) 블룸버그 기준	10.9%	8.5%
ROE(2023) 블룸버그 기준	12.0%	9.4%
CET1비율	12.3%	13.2%
CET1비율 Target	25년 12% 이상 Target (바젤 3 최종안 반영)	24년 12.9% 25년 12%(바젤 3 최종안 반영)
주주환원	총 주주환원율: 현금배당+자사주 기준 50% Target (22년 40%, 23년 50% 기록) 주주환원은 자사주 50%/현금배당 50%	총 주주환원율: Adjusted Distributable income 기준 60% 60% 구성: 현금배당 50%/자사주 10%
PBR(2022)	0.66	0.65
PBR(2023)	0.79	0.71
PBR(2Q24)	0.88	0.67

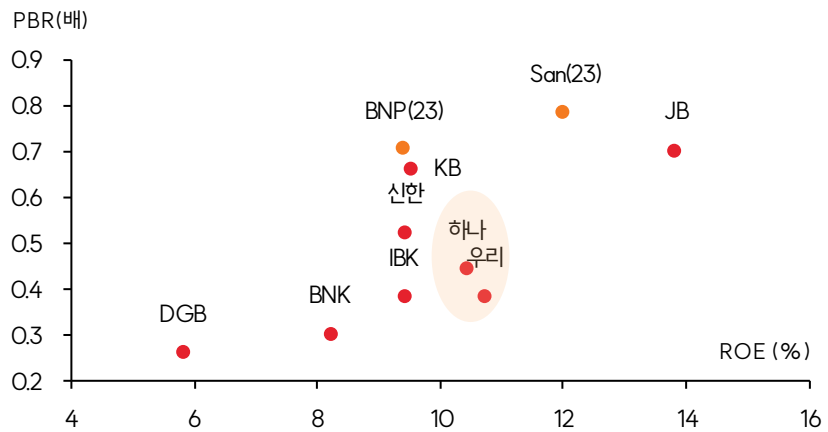
자료: 각사, 블룸버그, SK 증권

(5) Top pick: 하나금융지주 제시

유럽 주요 은행 감안했을 때 PBR 약 0.7~0.8 배 정도 수준을 생각해볼 수 있다고 판단

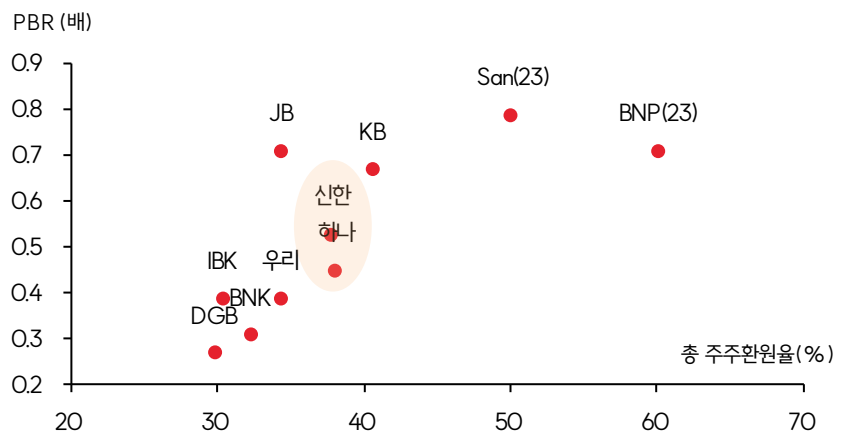
금리 하락 등으로 인해 은행업종의 마진 측면의 하락 압력이 예상되고 있으며 대손 비용 측면에서도 큰 폭의 하락을 기대하기 어려운 시점임을 생각했을 때 궁극적으로는 1) 안정적으로 실적을 방어하는 가운데 2) 주주환원 등 기업가치 제고방안을 적극적으로 이행할 수 있을지 여부가 핵심 투자포인트가 된다고 판단한다. 유럽 은행 등 사례를 감안했을 때 약 10% 내외 수준의 ROE를 기준으로 주주환원 확대를 통해 기대해볼 수 있는 PBR은 약 0.7~0.8 배 수준에 달한다고 판단한다.

한국 및 유럽 은행 PBR-ROE 매트릭스



자료: Bloomberg, SK 증권 추정
주: 당사 추정의 경우 신종자본증권, 비지배지분 제외 기준

한국 및 유럽 은행 PBR-주주환원율 매트릭스



자료: Bloomberg, SK 증권 추정
주: 당사 추정의 경우 신종자본증권, 비지배지분 제외 기준

ROE 방어, 주주환원 확대 및
밸류에이션 측면의 매력
종합적으로 고려 필요

이러한 관점에서 1) 안정적으로 ROE 를 방어하고 2) 제시한 기업가치 제고 방안에 따라 점진적으로 주주환원을 확대할 수 있으며 3) 향후 안정적으로 달성할 수 있다고 예상되는 ROE 및 주주환원을 레벨에 비해 밸류에이션 측면의 매력이 높은 은행 중심의 접근이 유효할 것으로 예상된다.

다각화된 포트폴리오, 높은
자본력 보유한 은행 선호

실적의 안정성 측면에서는 상대적으로 다각화된 포트폴리오를 보유한 시중은행이 유리한 위치에 있다고 판단한다. 지방은행의 경우 상대적으로 부진한 지역경기 등을 감안했을 때 내수/수출 전반에 걸친 종합적인 경기 회복 추세가 요구될 것으로 예상된다. 주주환원에 있어서는 향후 은행들의 이행 여부를 확인할 필요가 있겠지만 현재 상황에서는 자본력 측면의 여유가 높은 은행의 매력이 높다고 판단한다.

ROE 기준 하나, 우리 선호.
주주환원을 기준 신한, 하나
매력적. Top pick: 하나금융지주

ROE 레벨 대비 PBR 관점에서는 현재 약 10% 내외 수준의 ROE 가 예상되는 하나, 우리금융지주의 매력이 상대적으로 높다고 판단한다. 또한 주주환원을 대비 PBR 수준을 감안한 Upside는 신한지주, 하나금융지주가 높을 것으로 예상된다. 현재 밸류에이션 수준에서 가장 Upside가 높다고 예상되는 하나금융지주를 Toppick으로 제시한다. 24년 결산 배당 시행 이후 25년부터 균등배당을 시행하는 만큼 25년 3월까지 보유했을 때 기대할 수 있는 DPS 규모가 가장 크다는 점도 상위 3사 중 가장 배당 측면의 매력이 높다고 판단한다.

Company Analysis

하나금융지주 (086790/KS)

기업가치 제고방안 이행 시 Discount 해소 기대 **SK증권 리서치센터**

매수(유지)

목표주가: 78,000 원(유지)

현재주가: 61,200 원

상승여력: 27.5%



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

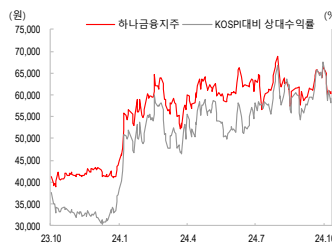
Company Data

발행주식수	28,724 만주
시가총액	17,779 십억원
주요주주	
국민연금공단	8.85%
BlackRock 외(12)	6.38%

Stock Data

주가(24/11/07)	61,200 원
KOSPI	2,564.63 pt
52주 최고가	68,800 원
52주 최저가	40,250 원
60일 평균 거래대금	67 십억원

주가 및 상대수익률



기업가치 제고방안 이행 시 디스카운트 요인 해소 기대

시중은행 상위 3 사는 모두 1) ROE 10%(신중, 비지배지분 제외) 내외 수준을 꾸준히 기록하고 있으며 2) CET1 비율도 13% 내외 수준을 지속적으로 유지하고 있는 만큼 최근 공개된 기업가치 제고방안 내용의 이행에 대한 신뢰도가 상대적으로 높을 것으로 예상된다. 다만 하나금융지주의 경우 밸류에이션 관점에서 상대적으로 KB, 신한 대비 낮은 모습을 보이고 있는데 1) 상대적으로 비은행 포트폴리오가 약해 실적 내 은행 의존도가 높고 2) CET1 비율 및 이익 측면에서 환율 관련 변동성이 높다는 점에서 금리, 환율 등 대외적 요인에 따른 불확실성이 존재하는데 기인한다. 동사는 이번 기업가치 제고방안을 통해 RWA 성장률을 환율과 관계없이 명목 GDP 성장률인 약 4~5% 수준에서 관리하여 지속적으로 CET1비율을 13% 이상으로 유지할 계획을 발표했다. 최근 몇 년 간 동사의 CET1 비율은 상반기 가파른 자산 성장, 환율 변화 등 요인으로 종종 13%를 하회하는 모습이 나타났으나 향후 기업가치 제고방안 이행으로 13% 이상의 CET1 비율이 안정적으로 유지될 경우 주주환원 등에 대한 우려는 다소 낮아질 수 있을 것으로 예상된다. 상위 3 사 중 여전히 은행 의존도가 높은 만큼 일정 수준의 Discount는 불가피할 것으로 예상되나 1) Credit Cost 개선 및 2) 조달 측면의 방어를 통해 은행 중심으로 안정적인 실적 기대할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 할인 폭 축소에 기반한 Upside 를 전망한다.

25E 지배순이익 3 조 9,155 억원(+4.9% YoY) 기록

하나금융지주의 25E 지배순이익은 3 조 9,155 억원(+4.9% YoY)를 전망한다. 은행 NIM 은 1.39%(-7bp YoY)로 하락세가 예상되며 대출 성장도 제한적인 RWA 성장 기조로 다소 둔화될 것으로 보이지만 카드론/캐피탈 등 중심으로 이자이익을 방어할 것으로 예상된다. 수수료손익 및 유가증권 매매평가익 등 비이자이익 중심으로 견조한 탐라인이 예상되는 가운데 Credit Cost 도 약 30bp(-1bp YoY) 수준에서 안정적으로 관리될 전망이다. 또한 동사는 25년부터 기존 결산배당에서 균등배당으로 전환할 계획으로 배당 기산일이 집중되어 있는 1Q25 중 24 년 결산배당+1Q25 분기배당을 모두 기대해볼 수 있을 전망이다. 4Q24E DPS 1,800 원 및 1Q25E DPS 950 원 기준 약 4.3%의 배당수익률이 예상되는 만큼 배당 관점의 매력도 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

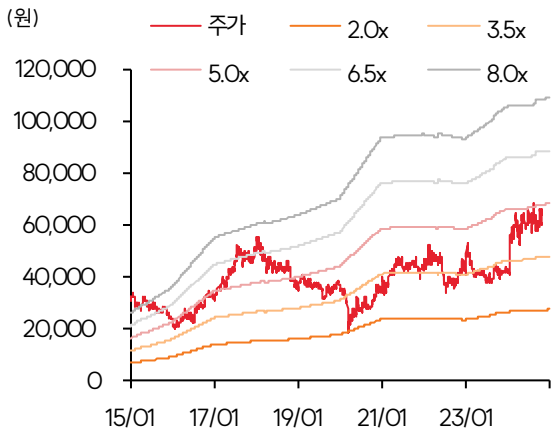
구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	9,214	10,160	10,860	10,961	11,124	11,462
영업이익	십억원	4,631	4,688	4,737	5,130	5,262	5,458
순이익(지배주주)	십억원	3,526	3,571	3,452	3,868	3,915	4,059
EPS(계속사업)	원	11,744	11,979	11,735	13,349	13,631	14,131
PER	배	3.6	3.5	3.7	4.7	4.6	4.4
PBR	배	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
배당성향	%	25.6	27.4	28.4	26.4	27.5	27.2
ROE	%	11.7	11.0	10.0	10.4	9.9	9.7

하나금융지주 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	QoQ	YoY
총영업이익	2,399	2,933	2,720	2,729	2,579.2	2,870	-5.5	7.5
순이자이익	2,188	2,221	2,161	2,196	2,190.8	2,193	-0.2	0.1
비이자이익	211	713	559	533	388.3	677	-27.2	84.4
수수료이익	414	513	520	515	494.8	534	-3.9	19.6
기타비이자이익	-203	200	39	19	-106.4	143	적전	적지
판매비	1,210	1,098	1,092	1,119	1,256.9	1,106	12.3	3.8
충전이익	1,189	1,835	1,628	1,610	1,322.3	1,764	-17.9	11.2
대손충당금 전입액	496	272	269	278	446.2	283	60.3	-10.1
영업이익	692	1,563	1,359	1,331	876.0	1,480	-34.2	26.6
세전이익	689	1,401	1,445	1,488	879.2	1,494	-40.9	27.5
당기순이익	490	1,042	1,046	1,160	650.6	1,106	-43.9	32.9
지배순이익	474	1,034	1,035	1,157	643.1	1,095	-44.4	35.8
그룹 대출채권	381,411	379,856	400,361	398,256	398,970	403,316	0.2	4.6
그룹 예수금	371,866	376,734	385,013	383,958	388,836	395,006	1.3	4.6
(%, %p)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	QoQ	YoY
NIM	1.76	1.77	1.69	1.63	1.63	1.62	0.00	-0.13
CIR	50.5	37.4	40.2	41.0	48.7	38.5	7.72	-1.72
Credit Cost	0.50	0.27	0.26	0.27	0.43	0.27	0.16	-0.07
NPL 비율	0.50	0.53	0.57	0.62	0.63	0.63	0.01	0.13
BIS 비율	15.6	15.3	15.1	15.4	15.7	15.6	0.29	0.06
CET1 비율	13.2	12.9	12.8	13.2	13.2	13.1	0.05	-0.01

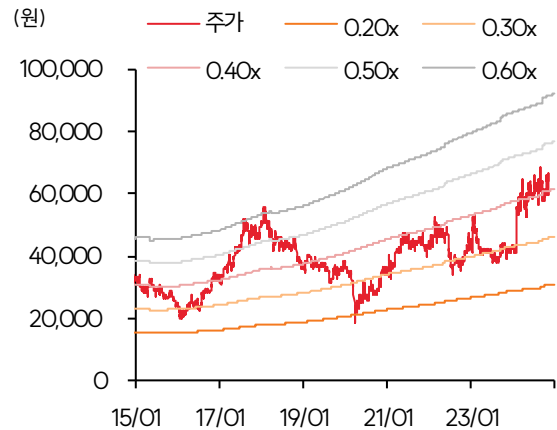
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

PER 밴드 추이



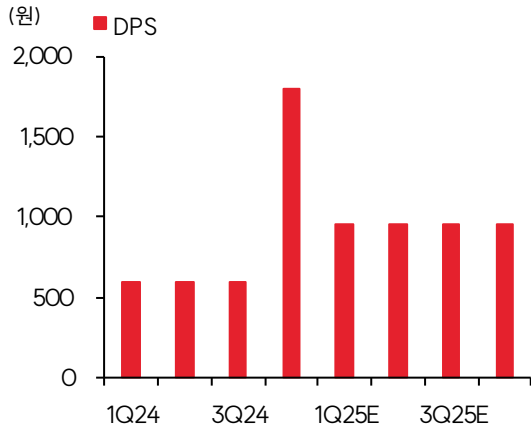
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

PBR 밴드 추이



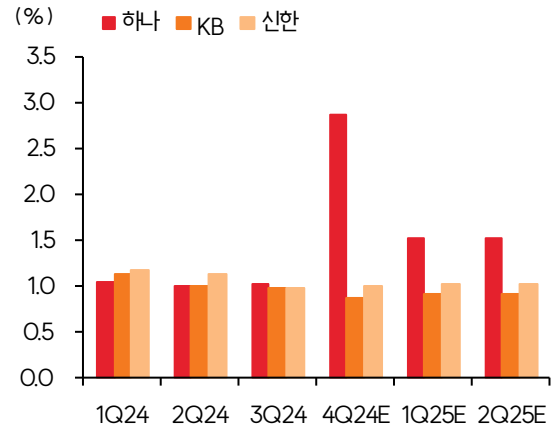
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 - DPS 추이 및 전망



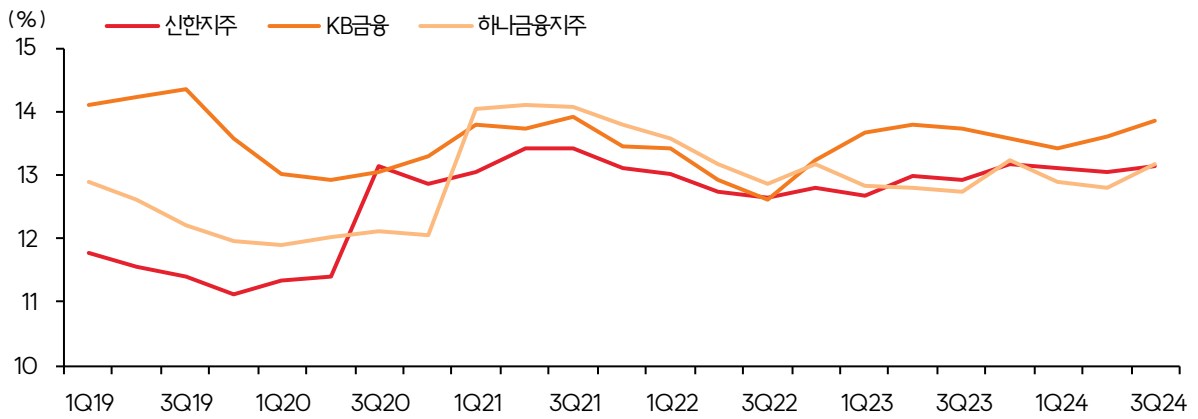
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

상위 3사 - 분기별 배당수익률 추이 및 전망



자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

상위 3사 - CET1비율 추이



자료: 각사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금및예치금	45,840	34,480	41,830	40,182	38,599
유가증권	129,084	135,400	137,479	145,916	154,869
대출채권	361,496	381,411	398,970	418,967	440,101
대손충당금	2,468	3,212	3,438	3,603	3,702
유형자산	6,493	7,827	8,696	9,049	9,417
무형자산	804	935	1,027	1,069	1,113
기타자산	24,887	31,873	40,019	40,307	40,601
자산총계	568,603	591,926	628,022	655,489	684,700
예수부채	362,576	371,866	388,836	412,077	436,719
차입성부채	93,761	102,293	108,516	112,252	116,133
기타금융부채	28,021	21,599	22,289	21,873	21,447
비이자부채	46,617	55,986	65,388	64,167	62,917
부채총계	530,975	551,744	585,029	610,368	637,216
지배주주지분	36,636	39,343	42,134	44,262	46,625
자본금	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
신종자본증권	3,295	3,606	3,741	3,741	3,741
자본잉여금	10,581	10,583	10,579	10,579	10,579
이익잉여금	23,187	25,126	27,503	29,631	31,994
기타지분	-1,928	-1,473	-1,190	-1,190	-1,190
비지배주주지분	992	838	859	859	859
자본총계	37,628	40,182	42,993	45,121	47,484

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
총영업이익	10,160	10,860	10,961	11,124	11,462
이자이익	9,006	8,953	8,768	8,868	9,078
이자수익	15,877	23,350	24,204	24,614	25,199
이자비용	6,871	14,396	15,436	15,746	16,121
비이자이익	1,154	1,907	2,193	2,256	2,384
금융상품관련손익	156	863	1,003	882	927
수수료이익	1,705	1,796	2,042	2,070	2,180
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-707	-752	-852	-696	-723
신용충당금비용	1,215	1,715	1,266	1,261	1,222
일반관리비	4,257	4,409	4,566	4,601	4,782
총업원관련비용	2,546	2,474	2,516	2,525	2,614
기타판관비	1,711	1,934	2,050	2,076	2,168
영업이익	4,688	4,737	5,130	5,262	5,458
영업외이익	255	-12	83	75	75
세전이익	4,943	4,724	5,213	5,337	5,533
법인세비용	1,304	1,226	1,314	1,388	1,439
법인세율 (%)	26.4	26.0	25.2	26.0	26.0
당기순이익	3,639	3,498	3,898	3,949	4,094
지배주주순이익	3,571	3,452	3,868	3,915	4,059
비지배주주순이익	69	47	30	34	35

주요투자지표 I

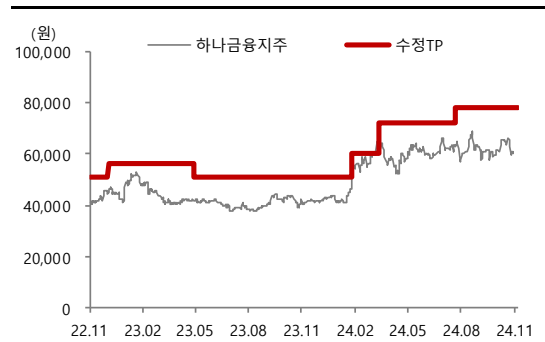
12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
수익성지표					
수정 ROE	11.0	10.0	10.4	9.9	9.7
ROA	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
NIM(순이자마진)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
대손비용률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Cost-Income Ratio	41.9	40.6	41.7	41.4	41.7
ROA Breakdown					
총영업이익	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
이자이익	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
비이자이익	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
신용충당금비용	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
일반관리비	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7
총영업이익 구성비					
이자이익	88.6	82.4	80.0	79.7	79.2
비이자이익	11.4	17.6	20.0	20.3	20.8
수수료이익	16.8	16.5	18.6	18.6	19.0
기타	-5.4	1.0	1.4	1.7	1.8
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	13.2	13.2	13.2	13.1	13.1
Total BIS 비율	15.7	15.6	15.7	15.5	15.3
NPL 비율	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
총당금/NPL 비율	195.9	162.1	131.7	126.9	117.5

자료: 하나금융지주, SK증권 추정

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	13.2	4.1	6.1	4.4	4.5
대출증가율	7.2	5.5	4.6	5.0	5.0
부채증가율	13.7	3.9	6.0	4.3	4.4
BPS 증가율	6.6	8.8	9.3	5.5	5.8
총영업이익증가율	10.3	6.9	0.9	1.5	3.0
이자이익증가율	21.1	-0.6	-2.1	1.1	2.4
비이자이익증가율	-35.1	65.3	15.0	2.9	5.7
일반관리비증가율	5.1	3.6	3.6	0.8	3.9
지배주주순이익증가율	1.3	-3.3	12.1	12	3.7
수정 EPS 증가율	2.0	-2.0	13.8	2.1	3.7
배당금증가율	8.1	1.5	2.9	8.6	2.6
주당지표 (원)					
EPS	11,979	11,735	13,349	13,631	14,131
수정 EPS	11,979	11,735	13,349	13,631	14,131
BPS	113,182	123,153	134,592	142,001	150,227
주당배당금	3,350	3,400	3,600	3,800	3,900
배당성향 (%)	27	28	26	27	27
Valuation 지표					
수정 PER(배)	3.5	3.7	4.9	4.8	4.6
PBR(배)	0.37	0.35	0.48	0.46	0.43
배당수익률 (%)	8.0	7.8	5.4	5.8	6.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.29	매수	78,000원	6개월		
2024.03.19	매수	72,000원	6개월	-16.35%	-8.06%
2024.02.01	매수	60,000원	6개월	-3.93%	7.67%
2023.05.04	매수	51,000원	6개월	-19.45%	-6.27%
2023.01.13	담당자 변경				
2022.12.08	매수	56,000원	6개월	-18.90%	-11.79%
2022.08.25	매수	51,000원	6개월	-21.82%	-9.80%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 08일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------