

은행산업 Neutral

가계부채 구조조정 더 이상 미룰 수 없다!!

가계 부채 진단 및 은행에 미치는 영향 분석

키움증권 리서치센터 기업분석팀

은행 서영수 02-3787-0304, ysyoun@kiwoom.com

RA 유근탁 02-3787-0334, ktyoo@kiwoom.com

2018년 7월 16일



Contents

- Part I 가계부채 문제 진단 및 문제점
- Part II 가계부채 부실화 가능성 분석
- Part III 주거용 부동산시장 현황 및 전망
- Part IV 상업용 부동산 시장동향 및 전망
- Part V 정부의 정책 평가와 향후 대책 전망
- Part VI 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준
- Part VII 투자유망종목



가계부채 구조조정 더 이상 미룰 수 없다!

>>> 가계 부채 문제의 핵심은 다주택자, 임대사업자의 과도한 부채

- 전세보증금, 임대사업자 대출이 가계 부채에서 누락되면서 별다른 규제를 받지 않고 높은 성장세를 기록함
- 만기가 짧고 변동금리에 이자만 내는 대출인데다 다중 채무 성격이 강해 금리, 자산가격 등 외부 환경 변화에 취약한 부채구조임
- 평균 DTI가 12배 수준으로 소득으로 원금 상환이 쉽지 않아 부채 상환 요구 시 자산 매각이 불가피함
- 차주의 상당수가 50~60대 은퇴 전후의 고령층으로 소득의 변동성이 높고 직업의 안정성이 떨어진다는 점임

>>> 가계 부채 부실화의 변수는 금리, 전세가격, 상가 공실을 변화에 따른 은행의 대출태도 변화

- 전세가격 및 주택가격 하락 시 전세 보증금 상환 요구 급증 전망 : 10% 하락 시 2년간 최소 51.2조원의 상환 요구 예상
- 공급 과잉으로 인한 상가 공실을 상승 : 만기 연장 시 공실을 발생으로 대출 연장 축소 현상 발생
- 주택 시장 침체 : 부동산 가격 하락과 더불어 거래 감소 시 차주의 자산 매각을 통한 구조조정 지연, 부실화 확대 예상
- 은행의 대출태도 변화 : 은행의 외부 변수 변화에 대응해 대출태도를 보수화 할 경우 부실화가 확대될 전망

>>> 현 정부, 부채 문제 해결하기를 미루기 보다는 적극적인 구조조정 추진 예상

- 이전 정부처럼 문제 해결을 미루기 위해서는 금리 인하 + 부동산 부양책이 필요하지만 현시점에서 이 정책을 취하기 어려운 상황
- 정부가 문제 해결을 미루더라도 더 강도 높은 부양책이 없는 한 곧 또 다른 부채 문제에 직면할 수 밖에 없기 때문
- 구조조정은 채무재조정 방식과 자산 구조조정 지원 방식이 될 것이며 부채 보유 계층을 고려해 볼 때 자산 구조조정이 주가 될 것임
- 성공 여부는 부동산 시장의 시장(중개) 기능을 강화해 차주가 자산 매각을 통해 채무 구조조정을 적절히 이루어 낼 지가 될 것임
- 은행업종 주가는 부채 문제를 미루는 정책이 유지될 때에는 실적 호조 이슈 등의 요인으로 단기적으로 상승할 것으로 예상
- 구조조정 추진 시 단기적으로 주가는 약세를 시현할 수 있지만 장기적으로는 성장 동력을 마련한다는 측면에서 긍정적 예상

>>> 신한금융지주와 기업은행을 TOP-PICK으로 추천

- 가계 및 부동산 임대업에 대한 과도한 증가율을 보였던 은행이 상대적으로 수익성 둔화 폭이 클 것으로 예상
- 남북 관계 개선은 IB 분야와 중소 제조업 분야의 새로운 성장기회를 마련, 은행산업의 새로운 성장 동력으로 작용할 전망
- 정부 주도의 가계 부채 구조조정 추진 시 위험관리 능력이 뛰어나 이익 변동성이 낮은 신한지주에 대해 Top-Pick으로 추천
- 가계 및 부동산 임대업 익스포저가 적고 대북 관계 개선의 수혜가 기대되는 기업은행에 대해 Top-Pick으로 추천
- 가계 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적고 M&A가치가 뛰어난 삼성카드에 대해 투자의견 BUY를 제시함



은행업종 투자의견 및 요약

>>> 은행업종에 대한 투자의견으로 “Neutral” 의견을 유지함

- 1) 가계 부채 문제의 핵심은 은퇴 전후 세대인 다주택자, 임대사업자의 과도한 부채
- 2) 가계 부채 부실화의 변수는 금리, 전세가격, 상가 공실률 변화에 따른 은행의 대출태도 변화
- 3) 현 정부, 부채 문제 해결하기를 미루기 보다는 적극적인 구조조정 추진 예상
- 4) 적극적인 구조조정 추진 시 은행업종은 단기적 약세, 장기적으로는 긍정적 전망

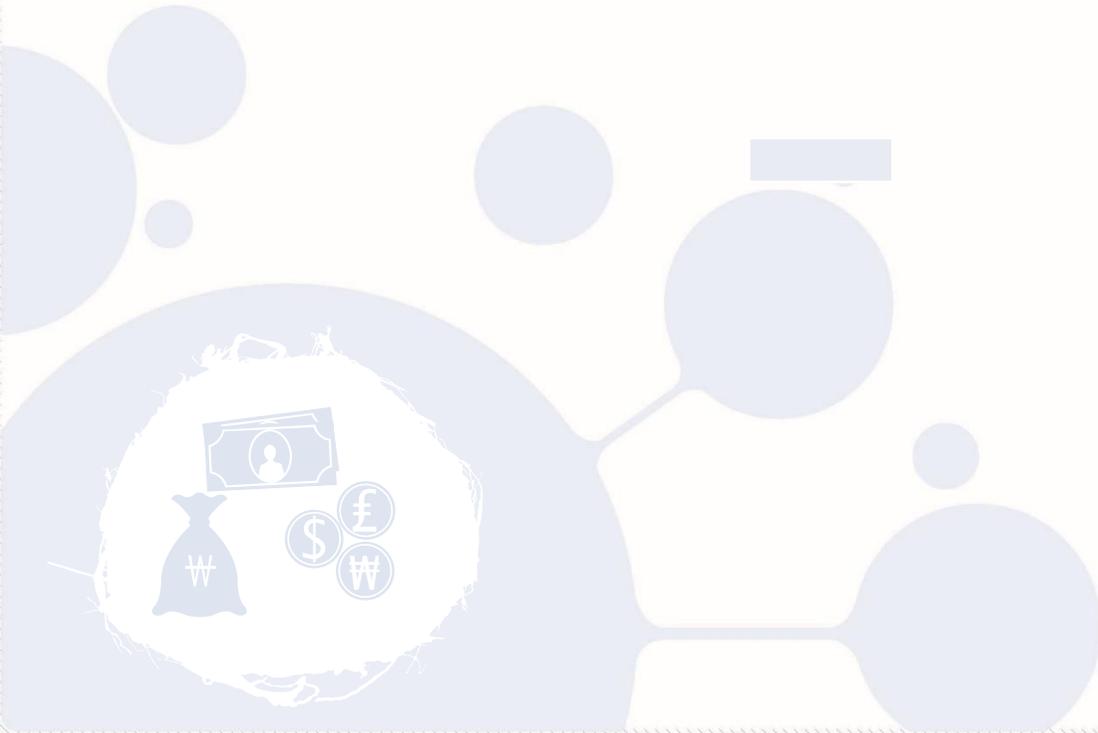
>>> 투자유망종목: 신한지주와 기업은행을 Top-Pick으로 추천

- 가계 및 부동산 임대업에 대한 과도한 증가율을 보였던 은행이 상대적으로 수익성 둔화 폭이 클 것으로 예상
- 남북 관계 개선은 IB 분야와 중소 제조업 분야의 새로운 성장기회를 마련, 은행산업의 새로운 성장 동력으로 작용할 전망
- 정부 주도의 가계 부채 구조조정 추진 시 위험관리 능력이 뛰어나 이익 변동성이 낮은 신한지주에 대해 Top-Pick으로 추천
- 가계 및 부동산 임대업 익스포저가 적고 대북 관계 개선의 수혜가 기대되는 기업은행에 대해 Top-Pick으로 추천
- 가계 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적고 M&A가치가 뛰어난 삼성카드에 대해 투자의견 BUY를 제시함

은행별 Valuation 비교

| | 신한지주 | 기업은행 | BNK금융지주 | KB금융 | 우리은행 | 하나금융지주 | 5대시중은행 |
|------------------------------|--------|--------|---------|------------|------------|------------|---------|
| 투자판단 | BUY | BUY | BUY | Outperform | Outperform | Outperform | Neutral |
| 목표주가 | 58,000 | 22,000 | 13,000 | 63,000 | 19,000 | 50,000 | |
| (변경전) | 59,000 | 23,000 | 14,000 | 65,000 | 19,000 | 51,000 | |
| FY18F PBR | 0.73 | 0.50 | 0.45 | 0.71 | 0.53 | 0.60 | 0.61 |
| FY18F PER(배) | 7.5 | 6.5 | 3.8 | 7.4 | 6.3 | 7.4 | 7.0 |
| FY18F 경상EPS 성장률(%) | -2.4 | 8.0 | 93.7 | -9.4 | 20.0 | -13.5 | 0.5 |
| FY18F 경상ROE(%) | 9.2 | 8.8 | 10.4 | 9.4 | 9.7 | 8.2 | 9.1 |
| FY18F 배당수익률 (%) | 3.3 | 3.9 | 3.3 | 3.1 | 3.5 | 3.2 | 3.4 |
| FY18 대손비용률(은행기준) | 0.26 | 0.72 | 0.57 | 0.20 | 0.29 | 0.26 | 0.34 |
| FY18 고정이하여신비율(은행기준) | 0.77 | 1.36 | 1.26 | 1.30 | 1.03 | 1.70 | 1.23 |
| FY18 고정이하적립율(은행기준) | 145.1 | 87.6 | 91.8 | 99.7 | 92.6 | 148.6 | 114.7 |
| FY18 Cost Income ratio(은행기준) | 50.5 | 39.0 | 44.3 | 56.5 | 55.7 | 52.2 | 50.8 |
| 그룹 Tier-1비율('18년 3월) | 13.4 | 11.7 | 10.9 | 14.5 | 13.0 | 12.9 | 13.1 |
| 2018년 7월 13일 | 45,200 | 16,000 | 9,180 | 55,300 | 16,950 | 43,950 | |
| 시가총액(십억원) | 21,434 | 10,527 | 1,775 | 22,175 | 11,463 | 13,009 | 78,609 |

Part | 가계부채 문제 진단 및 문제점

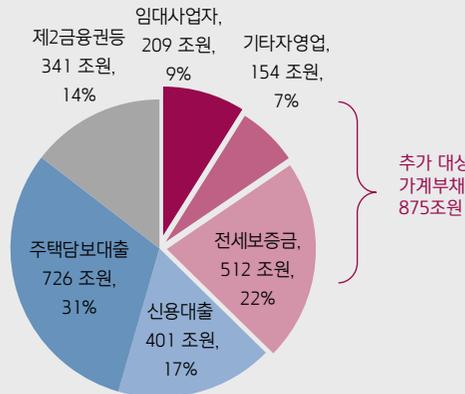


1. 가계부채 진단 및 문제점

◎ 가계 부채 문제점 1 : 전세보증금, 임대사업자 대출이 가계 부채에서 누락

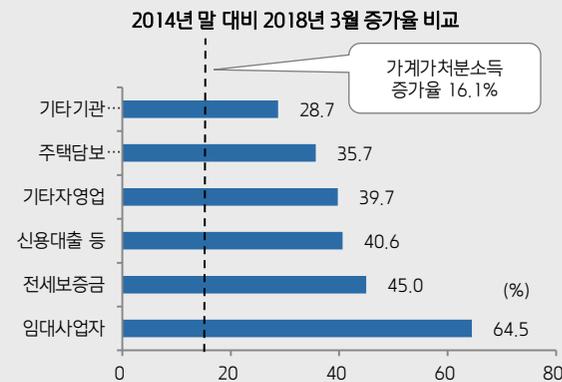
- 가계 부채 산정 시 상대적으로 위험도가 높은 전세 보증금과 자영업자 대출을 제외, 가계 부채 규모가 과소 계상됨
 - 상기 부채 포함 시 가계 부채는 1,468조원에서 2,343조원으로 가처분소득의 253%에 달함(2018년 3월 말 기준)
 - 개인간 사적 부채인 전세보증금은 512조원이며 전세자금대출, 전세보증반환 보험 활성화로 공적 영역으로 편입되고 있음
 - 자영업자대출 규모는 임대사업자 209조원, 기타자영업자 154조원으로 기업대출로 분류, 이에 준하는 규제 적용
- 전세 보증금 부채, 자영업자 대출이 가계 부채에서 제외됨에 따라 총체적 위험 관리를 위한 규제의 허점이 발생
 - 전세 보증금 규모, 추이, 임대인의 여타 대출 규모 등 필요 정보의 부족으로 위험의 수준에 대해 파악을 하지 못하고 있음
- 이익 극대화가 목표인 금융회사와 가계는 규제의 허점을 이용하여 가계 부채를 늘림으로써 총체적 부채 위험 규모를 높임
 - 과거 금융 부실의 사례를 볼 때 일반적으로 대출증가율 순서가 위험 수준의 순서이었듯이 대출 증가율 순서인 임대사업자 대출, 전세보증금, 신용대출이 상대적으로 부실화 가능성이 높은 것으로 추정

총 가계 부채 2,343조원 구성(2018년 3월 말 기준)



자료: 한국은행 자료를 키움증권이 재 집계함
 주: 주택담보대출 = 일반주담대출 + 집단대출 + 주택금융공사 대출
 월세보증금은 제외함. 자영업자대출은 당사 추정치임

부문 별 가계 부채 증가율 비교



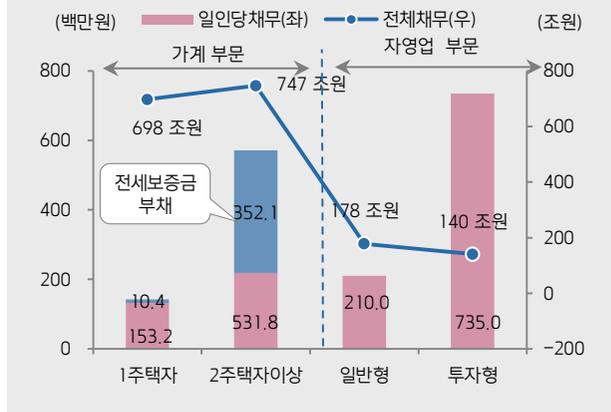
자료: 한국은행, 키움증권 추정
 주: 전세보증금 증가율은 전세가격 상승률에 전세 비중 증가율(5%p)을 반영한 수치
 가처분소득은 2014년 대비 2017년 소득 증가율

I. 가계부채 진단 및 문제점

◎ 가계 부채 문제점 II : 다주택자(갭투자자)와 임대사업자 등 특정 계층에 집중된 가계 부채

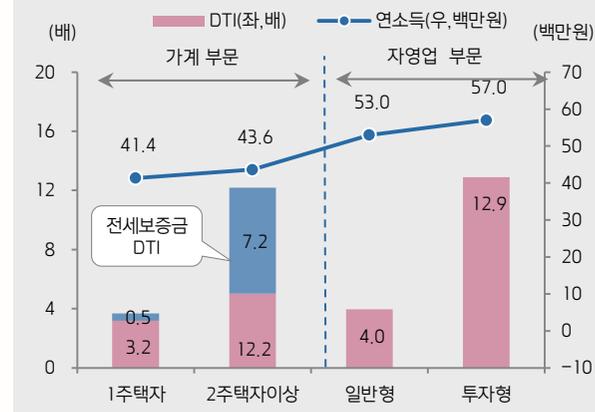
- 다주택자 및 임대사업자의 DTI(소득 대비 부채비율)가 각각 12.2배, 12.9배로 레버리지가 지나치게 높다는 점임
 - DTI가 12배라는 것은 이자비용이 소득의 40% 수준으로 자산 매각 없이는 부채 상환이 불가능함을 의미함
 - 1주택자 또는 일반 자영업자의 DTI가 상대적으로 낮다는 점은 가계 부채가 특정 계층에 집중되었음을 시사함
- 다주택자 및 임대사업자가 보유한 부채가 전체 가계 부채에서 차지하는 비중이 매우 높다는 점임
 - 1) 다주택자가 보유한 채무 규모는 747조원(전세보증금 포함)으로 전체 가계 부채에서 차지하는 비중이 매우 큼
 - 가계 대출 286조원 + 전세 차입금 409조원 (전체 전세차입금의 80%)
 - 2) 임대사업자가 보유하는 부채는 140조원으로 비중은 적지만 다중채무자가 2/3으로 실질적 규모는 이보다 더 큼
 - 부동산 임대업 대출 규모는 202조원에 달하지만 금감원에서 분류한 임대업 대출은 140조원으로 추정

다주택자의 부채규모가 상대적으로 많음



자료: 나이스평가정보, 한국은행, 금융감독원
부채는 2017년 6월 말 기준

임대사업자의 레버리지 수준은 매우 높아..



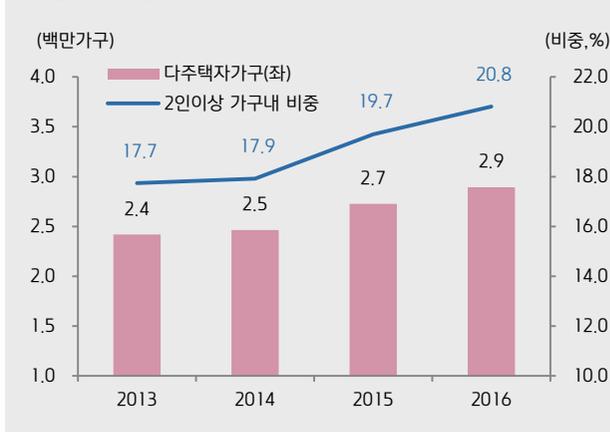
자료: 나이스평가정보, 한국은행, 금융감독원
부채는 2017년 6월 말 기준

I. 가계부채 진단 및 문제점

◎ 가계 부채 문제점 II : 다주택자(갭투자자)와 임대사업자 등 특정 계층에 집중된 가계 부채

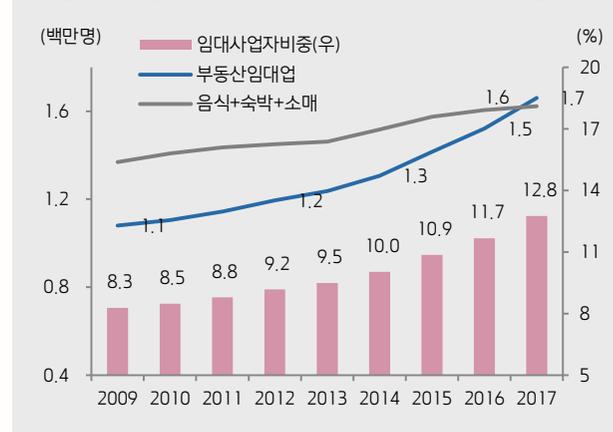
- 베이비 붐 세대의 은퇴와 맞물려 정부의 부동산 부양책 영향으로 50~60대의 부동산 투자 확대 심화
 - 다주택자 가구는 2014년 약 240만 가구에서 2016년 289만 가구로 증가, 2인 이상 가구의 21%에 달함
 - 정부의 정책적 지원 영향으로 최근('15년~'16년) 다주택자는 2년간 가구수 기준으로 431천 가구(17.5%)가 증가함
- 노후 대비를 위한 상가 등 수익형 부동산 투자자도 금리 인하 등의 영향으로 급증한 것으로 나타나
 - 등록 임대사업자의 수치는 2016년 기준 1.5 백만명으로 전체 가구의 11.6%에 달하는 것으로 나타남
 - 노후 대비를 위한 상가 등 수익형 부동산 투자자도 금리 인하 등의 영향으로 급증한 것으로 나타나
- 다주택자와 임대사업자를 합산 시 전체 가계의 ¼ 이상이 부동산 시장 침체 시 직접적인 영향을 받을 것으로 예상

부동산 부양책 이후 다주택자 가구 급증



자료:한국은행, 금융안정보고서

부동산 부양책 이후 부동산 임대업자 수 급증



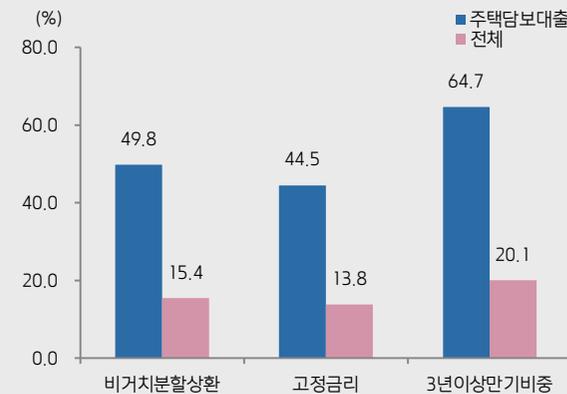
자료:국세청, 2인 이상 가구 내 비중임

I. 가계부채 진단 및 문제점

◎ 가계 부채 문제점 III : 금리 상승 등 외부 충격에 취약한 부채 구조

- 높은 1) 고정금리 비중 2) 비거치식 비중 3) 장기 대출 비중과 같은 선진적 대출 구조가 구축되어 있다면 부채 규모와 상관없이 부채 리스크는 매우 낮음
 - 2008년 금융위기 도래 시점에 가계 부채 문제가 발생하지 않았던 것은 정부의 가계 부채 구조 선진화 정책 영향 때문
- 최근 가계 부채 문제의 핵심은 가계 부채로 인식하지 않았던 임대사업자 대출과 전세보증금이 늘어나면서 대출 구조가 과거 보다 크게 후진화되었다는 점임 (변동금리, 만기 일시 상환, 단기 채무 중심의 채무 비중이 높아짐을 말함)
 - 고정금리 대출 비중은 주택담보대출 내에서는 44.5%이지만 전세보증금, 자영업대출 포함 시 전체 대출 내에서는 15%~20% 추정
 - 3년 이상 장기 대출 비중이 담보대출 내에서는 64.7% 이지만 전체 가계부채에서는 20%~30% 내외 추정
 - 상품별로는 전세보증금, 임대사업자 대출, 신용대출, 제2금융권 대출의 대부분이 단기, 변동금리, 일시 상환대출임
- 부채구조가 후진화 되면 금리 상승, 자산 가격 하락 등에 따른 은행의 대출 태도 전환 시 해당 여신이 급격히 부실화 될 가능성이 높음

외부 충격에 취약한 가계 부채 구조



자료: 한국은행 자료를 키움증권이 재 집계함
 주: 주택담보대출을 제외한 대출은 비거치식, 변동금리로 가정함
 보험사, 상호금융 부채 중 일부는 비거치식 장기대출이지만 집계 어려움 제외함

2018년 분기별 전세 재계약 물량(아파트)



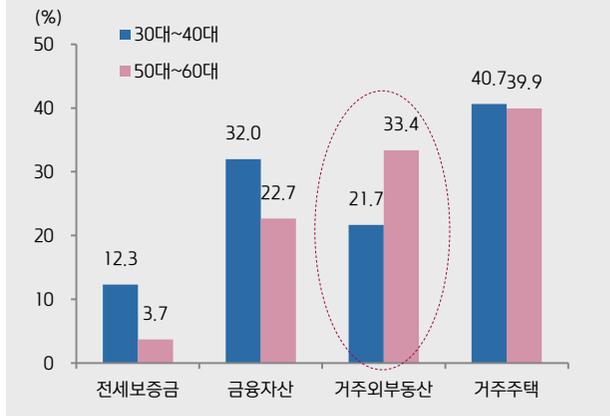
자료: 국토교통부, KB금융지주연구소 자료 인용

1. 가계부채 진단 및 문제점

◎ 가계 부채 문제점 IV : 가계 부채 문제의 주체는 50~60대의 은퇴 전후 연령

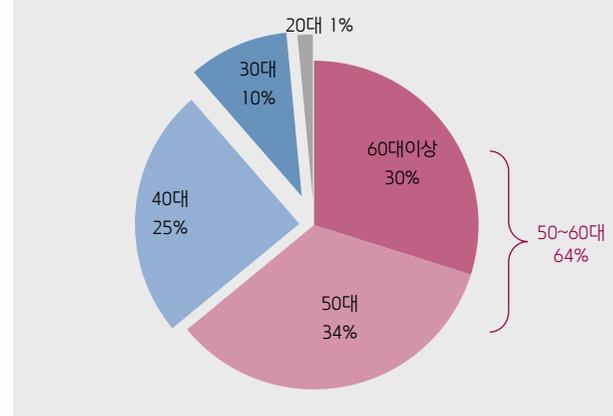
- 한국 가계 부채의 구조적 문제점은 50~60대 은퇴 연령이 가계 부채의 상당 부분을 차지하고 있다는 점임.
 1. 은퇴 전 후 세대의 경우 미래 소득을 예측하기 어려워 장기의 원리금 분할 상환 대출 상품을 판매하기 어려움
 2. 현재 소득은 높을 수 있지만 소득의 변동성이 높고 직업의 안정성이 낮다는 점임
 - 소득(DTI) 중심의 대출 보다는 자산(LTV) 중심의 대출이 이루어질 수 밖에 없음
 - 연봉 1억 원 이상의 직업을 보면 임원, 영업직, 전문직 종사자가 상대적으로 많아 경기 침체 등의 영향을 많이 받음
 - 해당 계층은 은퇴에 대비해 과도한 차입을 통해 투자목적으로 부동산을 구매하려는 의지가 매우 강하다는 점임
 3. 은행의 적극적 대출 태도 영향으로 다중 채무 성격이 매우 강하다는 점임
 - 소득이 높고 은행 이용 빈도가 높은 VIP 고객으로 신용대출, 개인사업자 대출 등을 중복해서 사용, 다중채무 가능성 높음
 - 신용대출에서 1억 원 이상 대출 비중이 '16년 1월 16.5%에서 '18년 3월 17.6%로 증가, 전세 신용대출 성장을 주도

세대 별 금융 및 실물 자산 구성 비교('16년 기준)



자료: 통계청 인구주택 총조사, (2017년 조사 수치 기준)

부동산임대업 여신의 연령별 구성



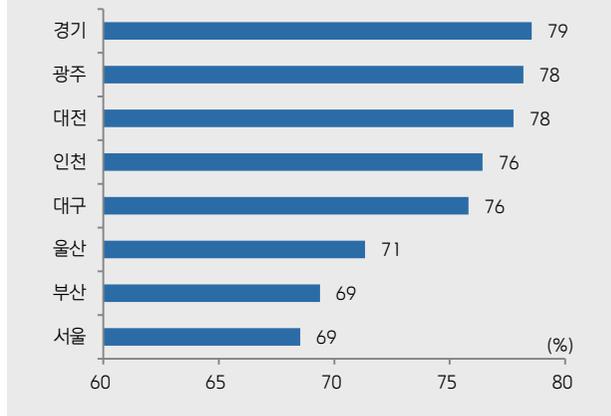
자료: 금융감독원, 주: 2017년 6월말 현재

1. 가계부채 진단 및 문제점

◎ 가계 부채 문제점 V : 자산 가격 하락에 매우 취약한 대출 구조

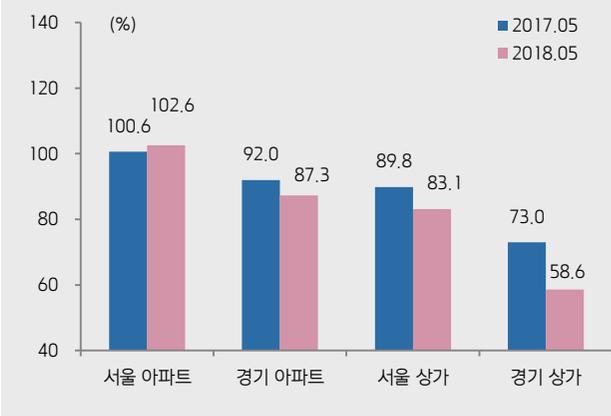
- 전세 보증금, 주택 및 상업용 부동산 가격 하락에 매우 취약한 부채 구조임
 1. 재계약 시점 전세가격 < 최초 계약 시점 전세가격 : 임차인이 가격 하락 부분에 대한 전세금 상환을 요구할 가능성이 높음
 2. 최초 계약 전세가격 > 재계약 시점 주택가격 : 전세 보증금 상환 불이행 위험 증가로 계약 해지를 통해 전세금 전액 상환 요구
→ 최초 계약 시점인 2016년 전세가율이 70~80%에 달해 향후 주택가격 급락 시 전액 상환 요구가 급증할 수 있음
- 수익형 부동산 관련 임대사업자 대출, 자산 가격 변화에 취약한 부채 구조
 1. 별도의 정부 규제 LTV가 없어 신용대출을 포함한 실질 LTV는 60~80% 수준으로 매우 높음
 2. 상업용 부동산은 주택과 달리 공실률, 금리 등에 따라 자산 가격이 크게 변동될 수 있다는 점임
 3. 주택과 달리 낙찰률, 낙찰가율이 낮아 경기 변동, 자산가격 하락 시 은행의 대출태도가 급변할 가능성이 높은 대출상품임

주요 지역의 전세가율(LTI), 80%에 근접



자료:부동산114, 2016년 12월 말 기준

공실률 상승하면서 상가 낙찰가율 큰 폭 하락



자료: 법원 경매정보

I. 가계부채 진단 및 문제점

◎ 가계 부채 문제점 VI : 다중채무 비중이 높아 여타 채무로 전염될 가능성이 높음

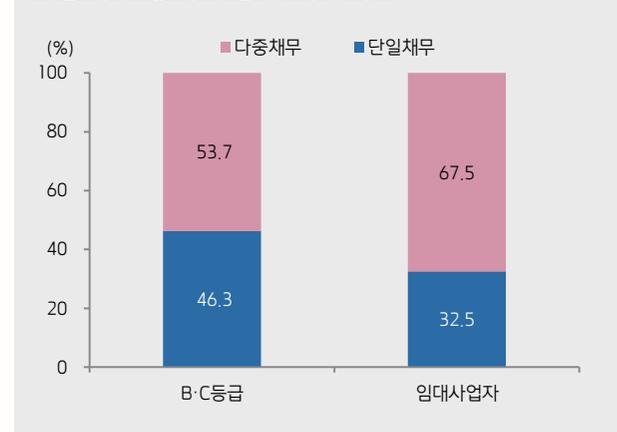
- 한국의 대출상품은 부분 파산이 불가능하여 대출 상품별 위험관리보다는 차주별 위험관리가 적절함
 - 상품별 위험관리가 가능하기 위해서는 비소구권 주택담보대출이 보편화 되고 개인사업자의 부분 파산이 가능해야 함
 - 정부는 그 동안 상품별 규제 (DTI 등)를 해오다 2018년에야 총체적 위험관리 방식의 규제를 적용함 (임대사업자 대출의 경우 여전히 사업자 대출로 분류, 가계 대출과 별도로 위험관리가 이루어지고 있음)
- 상품별 대출 규제 영향으로 주택담보대출 + 신용대출 또는 임대사업자 대출 형태의 다중 채무 비중이 매우 높은 것으로 추정
 - 가계 차주의 다중채무 수준 : 임대사업자 중 67.5%, B·C등급 다주택자 중 다중채무자가 53.7%에 달함
 - 정부의 가계 대출 규제 강화 이후 신용대출, 임대사업자 대출 큰 폭으로 증가함에 따라 다중채무 정도가 심화된 것으로 추정
- 가계의 다중 채무 성격이 강할 경우 채무 불이행 위험은 금융회사의 기대 수준보다 높을 수 있으며 이에 따라 신용 위험 증가 시 금융회사의 대출 태도가 급격히 변화하는 요인으로 작용할 수 있음

정부 대출 규제 이후 가계신용, 소호대출 급증



자료: 한국은행

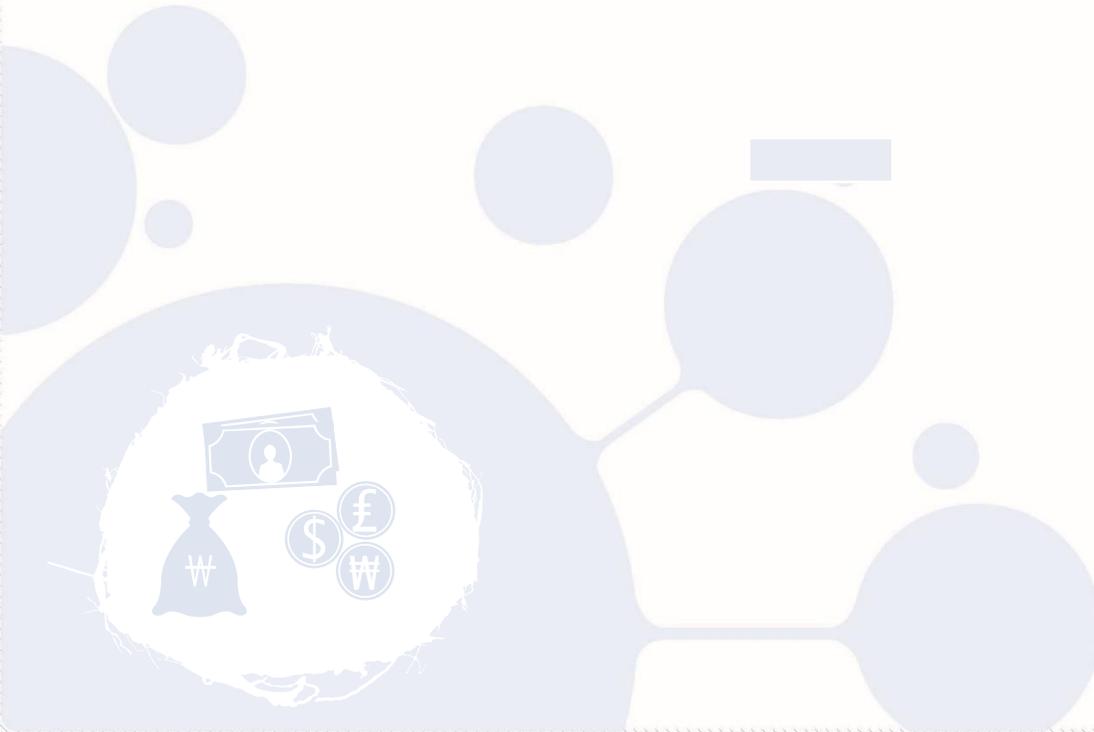
다중채무 성격이 강한 가계 부채



자료: 금융감독원

주: B·C등급은 DSR이 40%를 초과하거나 부채가 자산보다 많은 가계로 345만가구, 총 619조원에 달함

Part II 가계부채 부실화 가능성 분석



II. 가계부채 부실화 가능성 분석

◎ 가계 부채 부실화의 변수 1 : 은행의 대출태도 변화

- 향후 가계 부채 부실화를 유발할 수 있는 핵심 변수는 차주의 채무상환 능력 악화와 더불어 은행의 대출태도 변화임
- 은행 대출태도를 변화할 수 있는 주요 변수는 1) 대출 금리 인상으로 인한 차주의 채무불이행 위험 증가 2) 부동산 가격 하락으로 인한 담보 가치의 하락 3) 경기 침체에 따른 소득 감소, 수익형 부동산의 공실률 상승 등으로 요약
- 다주택자 및 부동산 임대업자의 채무불이행 위험이 높아짐에도 지표 상 부실화 징후는 나타나지 않고 있음. 그 이유는
 - 1) 신용대출 및 개인사업자 여신 등을 중심으로 은행이 여전히 완화적 대출태도를 유지하고 있기 때문
 - 2) 가계부채에서 주택담보 대출비중이 낮아지면서 원금 상환 부담이 크게 줄어들었기 때문
 - 부동산업 대출이 가계 대출보다 연체율이 낮은 이유는 원금 상환 비중이 낮기 때문
- 가계 대출은 한도 대출 성격이 강해 2003년 카드 사태 발생 시점에도 연체율 지표는 후행하여 나타나는 경향이 뚜렷함
 - 주택담보대출, 개인사업자 대출, 전세보증금 모두 소구권 대출로 부분 파산이 불가능해 차주는 추가 대출을 통해 연체를 막으려 하고, 궁극적으로 금융회사가 대출태도를 변경할 때 연체가 발생하게 됨

4대은행의 업종별 연체율 비교



자료: KB,KEB하나, 신한, 우리은행 평균

연체율은 카드 자산 변화에 영향을 많이 받아



자료: 외환카드

II. 가계부채 부실화 가능성 분석

◎ 가계 부채 부실화의 변수 II : 대출금리 상승으로 인한 차주의 이자 부담 증가

- 원리금 분할 상환 비중이 낮아져 대출 금리 인상에 따른 이자부담 증가율은 크게 증가한다는 점임
 - 30년 만기 대출의 경우 100bp 금리 인상 시 원리금부담 증가율은 13.2%에 달하지만 이자만 낼 경우 33.3%가 증가함
 - 상대적으로 임대사업자대출, 신용대출 등 이자만 상환하는 대출이 금리 상승의 영향 더 클 것으로 예상됨
- 대출 금리 상승 요인
 1. 미국 기준금리 인상 등에 따른 한국의 기준 금리 인상 가능성을 은행이 선 반영하고 있고
 2. 신용위험이 높아지면서 위험 프리미엄을 가산금리에 적극적으로 반영하기 시작한 데 따름
 - 신용대출금리 상승 폭이 가장 큰 점은 은행의 대출태도가 보수화되기 시작하는 근거임
- 기준금리 인상 등 외부 여건 변화 등이 대출금리, 나아가 은행의 대출태도 변화의 요인으로 작용할 가능성이 높음
 - 은행의 가계 부채 신용위험에 대한 인식이 확대, 기준금리 인상 시 적극적인 대출금리 인상, 대출태도 변화 가능성 높음

은행의 대출금리 상승 추세 지속(신규 대출 기준)



자료: 한국은행 예대금리차 동향

대출금리 인상에 따른 차주의 이자부담 추정



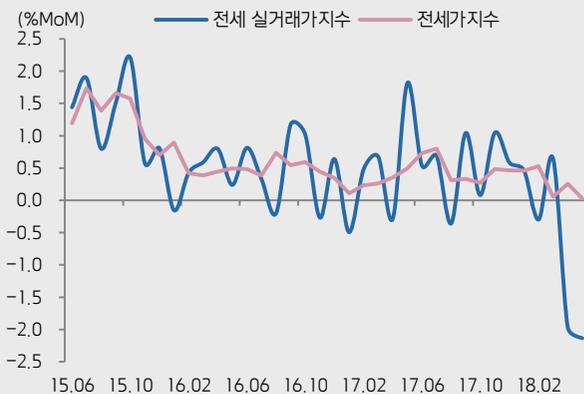
자료: 키움증권 추정, 대출금리는 3%에서 4%로 인상, 원리금 분할 상환대출 가정

II. 가계부채 부실화 가능성 분석

◎ 가계 부채 부실화의 변수 III : 공급 과잉으로 인한 전세가격의 하락

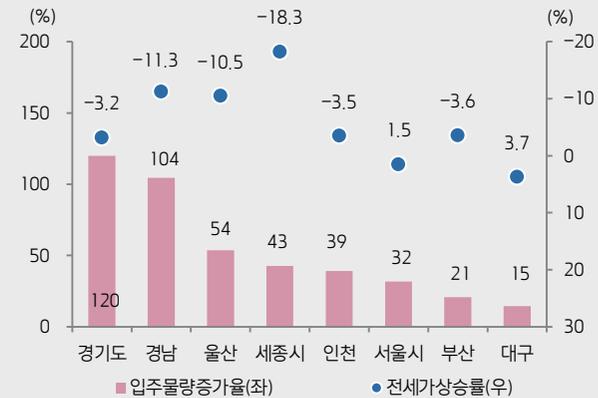
- 전세 보증금 부실화, 가계 부채 부실화에 있어 매우 중요한 변수가 될 것으로 예상됨. 그 이유는
 1. 전세 보증금 규모가 '18년 3월 말 기준 512조원으로 절대적 규모가 크다는 점임(전체 가계 부채의 22%를 차지함)
 2. 다중 채무 수준, 소득 등 임대인의 신용 정보 등 상환 능력에 대한 정보가 없어 자산 가격 하락 시 영향이 상대적으로 큼
 3. 전세가격은 향후 추세적인 하락이 불가피하다는 점임
- 전세 보증금 상환 요구 사례로 크게 두 가지를 들 수 있음
 1. 전세가격 하락 시기 : 최초 계약 시점 전세가격 > 재계약 시점 전세가격인 경우로 가장 가능성이 높은 사례
 - 하락 분 만큼 임대인에게 전세금 상환을 요구할 경우 평균 10% 하락 시 2년 간 임대인은 51.2조원 상환 압력 받을 듯
 2. 주택가격 하락 시기 : 주택가격이 전세가격 보다 낮거나 비슷한 경우
 - 주택가격이 전세가격 이하로 하락 시 임차인의 전세보증금을 충분히 담보하지 못하게 됨에 따라 전액 상환을 요구

서울 전세가격, 실거래가격은 하락 가속화



자료:국토교통부, 부동산114
주: 서울 아파트 전세가격 기준

입주물량 증가로 전세가격 하락 가속화



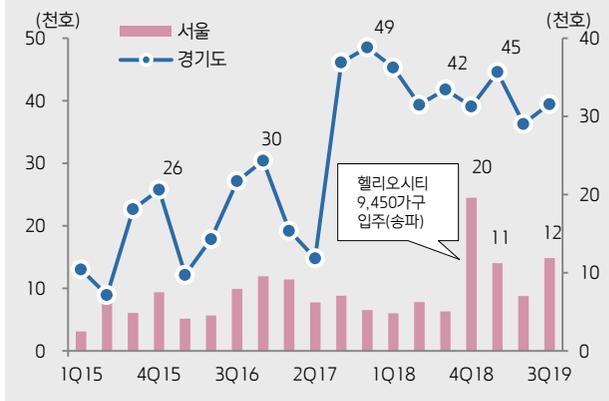
주1: 입주물량증가율 = (('17~'19년 평균) / ('12~'16 평균) - 1) × 100
주2: 2016년 말 지수 대비 2018년 6월 전세가격 상승률
자료:부동산114

II. 가계부채 부실화 가능성 분석

◎ 가계 부채 부실화의 변수 III : 공급 과잉으로 인한 전세가격의 하락

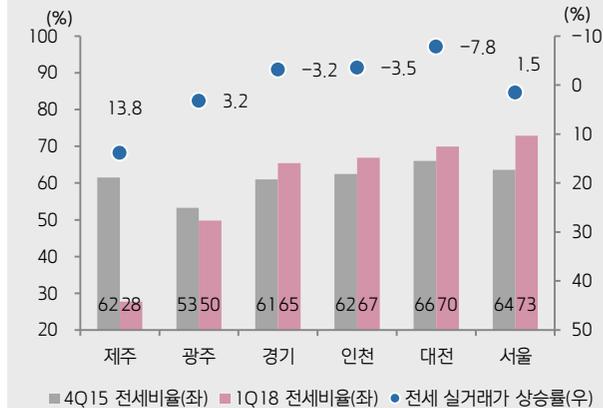
- 전세 가격에 영향을 미치는 핵심 변수로 입주물량과 전세 비율이 될 것임
 1. 입주물량 증가율과 전세가격 상승률은 높은 상관관계를 보이는 것으로 나타남
 - 입주물량이 상대적으로 많았던 경남, 울산, 세종 등의 전세가격 하락 폭이 상대적으로 큼
 - 헬리오시티 등 공급 물량 증가 요인으로 서울 지역은 하반기 말 부터 전세가격 하락 추세가 심화될 것으로 예상
 2. 전세 비율 또한 전세가격에 영향을 미치는 중요한 변수가 될 것임
 - 전세비율이 높은 지역은 상대적으로 레버리지가 높은 갭투자의 임대 비중이 높았음을 시사함
 - 전세 비율이 높은 서울, 대전, 인천, 경기 등 주요 지역의 경우 전세가격 하락의 영향이 상대적으로 클 것으로 전망

서울지역, '18년 4분기 이후 입주물량 급증



자료:국토교통부, 부동산114

전세 비율이 높은 지역, 전세가 하락 영향이 큼



자료:국토교통부,부동산114 전세비율 = 전세거래건수 / (전세 + 월세) * 100

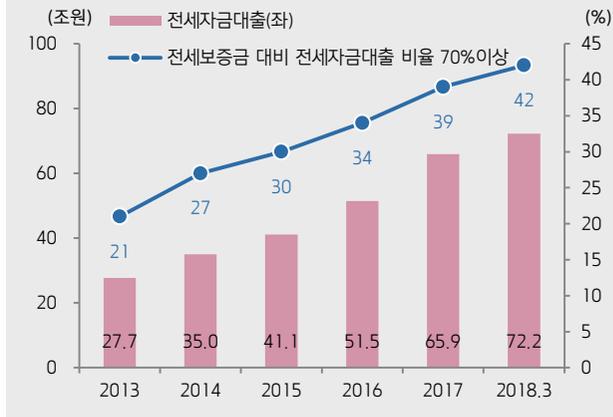
주: 전세 실거래가 상승률은 '16년 12월 말대비 '18년 6월 말 상승률

II. 가계부채 부실화 가능성 분석

◎ 가계 부채 부실화의 변수 III : 공급 과잉으로 인한 전세가격의 하락

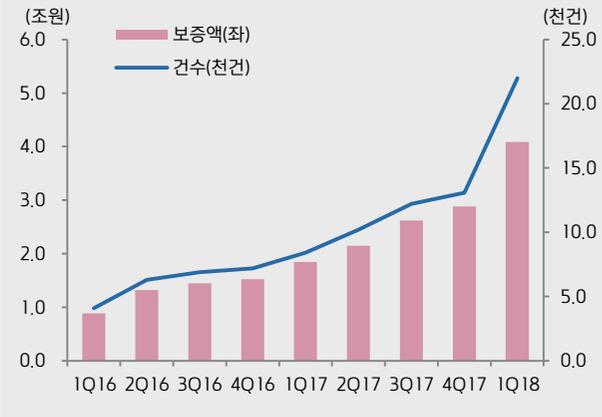
- 2004년, 2009년 전세가격 하락과 현재 상황과의 차이점은 다음과 같음
 - 1) 전세보증금 반환 보증보험 상품과 전세자금 대출이 보편화 되면서 전세 보증금이 금융회사에 대한 채무가 되었다는 점
 - 임대인이 계약 만료 후 보증금 미 상환 시 은행, 보험사 등 금융회사가 상환을 요구할 수 있게 됨
 - '18년 2월부터 집주인이 동의요건이 삭제되고 한도가 7억원으로 상향 조정됨에 따라 보험 신규 계약이 급증하고 있음
 - 2) 주택보급률 수준, 주택 입주 물량 등을 고려해 볼 때 수요 대비 공급 물량이 과거 보다 지나치게 많다는 점
 - 3) 현 정부의 부동산 시장에 대한 정책 기조는 과거와 달리 비우호적이라는 점
 - 2004년, 2009년 : 부동산 가격 상승, 거래 활성화 등을 위해 금리 인하, 규제 완화 등 적극적인 부양책을 전개함
 - 현재 상황 : 부동산 가격 상승 또는 거래 활성화를 위한 금리인하, 규제 완화 등 정부의 정책적 지원을 기대하기 어려움

전세보증대출, 정책적 지원으로 급증



자료: 한국은행 금융안정보고서

전세 보증금 반환 보증 상품의 월별 실적 추이



자료: 서울도시주택보증공사(HUG)

II. 가계부채 부실화 가능성 분석

◎ 가계 부채 부실화의 변수 IV : 경기 침체, 공급 과잉으로 인한 상업용 부동산의 공실률 상승

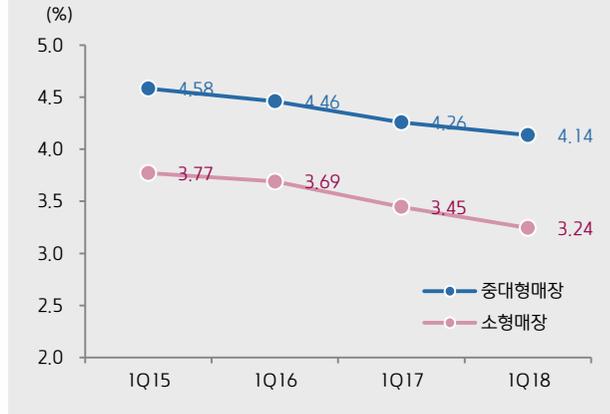
- 임대사업자 대출 부실화의 변수는 대출금리 상승과 더불어 공실률 상승, 임대 수익률 하락 등이 될 것임
 - 임대사업자대출은 1~3년의 단기 대출로 만기 연장 시 담보가치 하락, 공실률 장기화에 따른 소득 감소 시 은행이 일부 여신을 회수하거나 금리를 올릴 수 있기 때문
 - 은행의 임대사업자 대출에 대한 우호적 대출 태도로 그 동안 적극적으로 담보가치 재 산정 하는 사례가 지금까지는 많지 않았던 것으로 추정되나 공실률 상승 지속 시 향후 대출태도를 변경할 가능성이 높음
- 자영업 경기 여건이 악화되에도 상가에 대한 신규 공급이 증가하면서 공실률이 가파르게 상승하고 있음
 - '18년 1분기 서울 지역 기준 중대형 매장의 공실률은 7.7%로 '17년 2분기 대비 0.8%p 상승함
- 상가에 대한 수요가 늘어나면서 분양가가 상승, 상가에 대한 소득 수익률은 점진적으로 하락하고 있음
 - '18년 1분기 서울 지역 기준 중대형 매장의 소득수익률은 4.14%로 '17년 1분기 대비 0.12%p 하락함

공급 증가로 상가 공실률 가파르게 상승



자료: 한국감정원, 서울지역 기준

과잉공급 문제 심화되면서 소득수익률 하락



자료: 한국감정원, 주: 서울 지역 기준

II. 가계부채 부실화 가능성 분석

◎ 가계 부채 부실화의 변수 V : 부동산 가격 하락 및 부동산 거래 침체

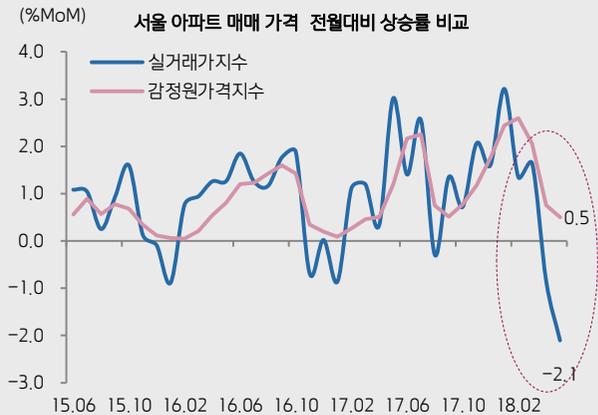
1. 부동산 거래 침체

- 가계 부채 문제의 핵심 주체인 다주택자, 임대사업자의 경우 부채보다 자산이 많지만 부동산이 대부분이어서 부동산 시장의 원활한 거래 지속 여부가 가계 부채 부실화 문제의 핵심 변수가 될 전망
 - 다주택자 : 임차인의 보증금 상환 요구 시 보유 주택을 매각할 수 있다면 임대보증금 상환이 가능할 것으로 전망
 - 임대사업자 : 은행으로 부터 원금 상환을 요청 받을 경우 거주 주택을 매각할 수 있다면 상환 부담을 해결할 수 있을 것
- 부동산 거래 침체 시 차주는 보유 부동산을 현금화 하지 못해 상환 요구에 대응하지 못함으로써 파산 절차에 들어갈 수 있음

2. 부동산 가격 하락

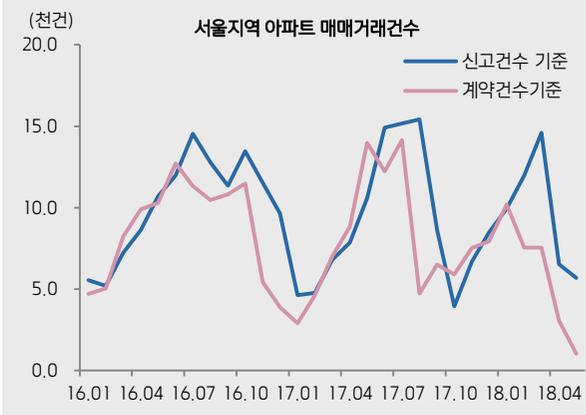
- 담보가치 하락으로 인한 은행 대출태도 보수화 전개로 가계 부채 부실화 심화 유발
- 전세보증금 이하로 부동산 가격이 하락하는 경우, 임차인이 전세금 전액 상환을 요구할 수 있다는 점에서 주시해야 할 사안

실거래가 지수는 이미 3월부터 하락 반전 중



자료: 국토감정원, 국토교통부, 부동산114

부동산 거래 급감하면 시장의 중개능력 약화

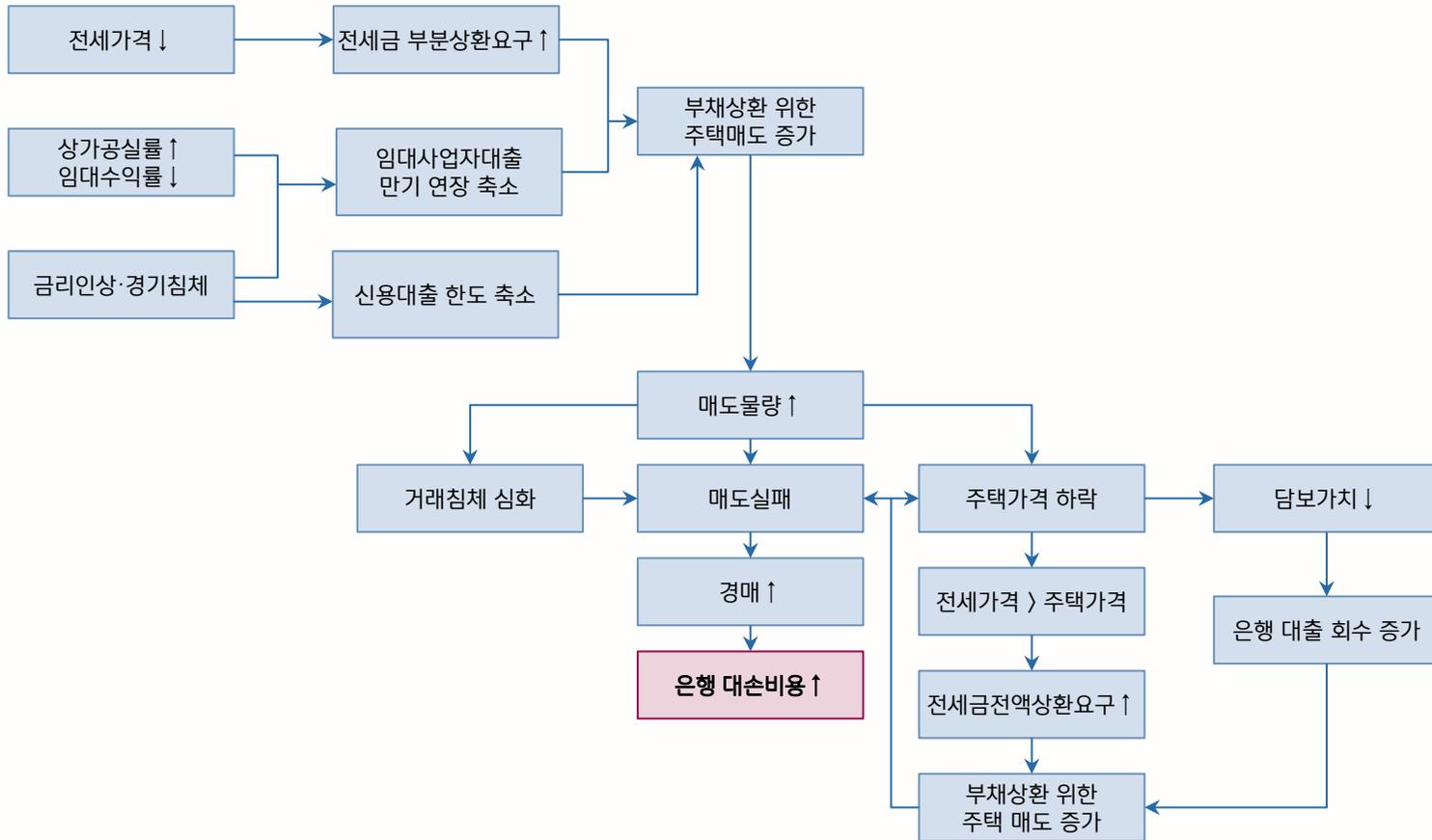


자료: 국토교통부, 국토감정원, 부동산114

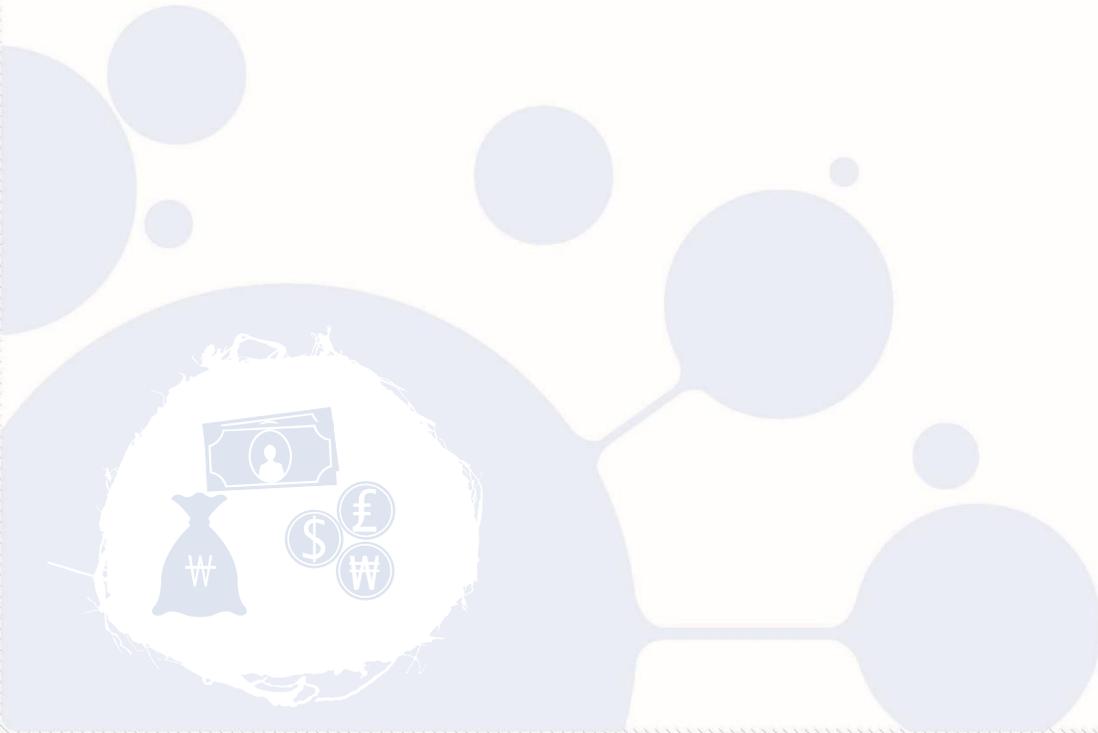
주: 국토교통부자료는 계약일 기준, 국토감정원 자료는 신고일 기준

II. 가계부채 부실화 가능성 분석

가계 부채 부실화 순환 도표



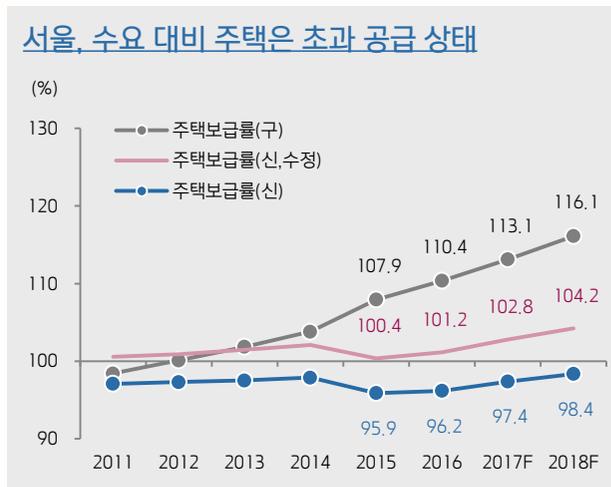
Part III 주거용 부동산시장 현황 및 전망



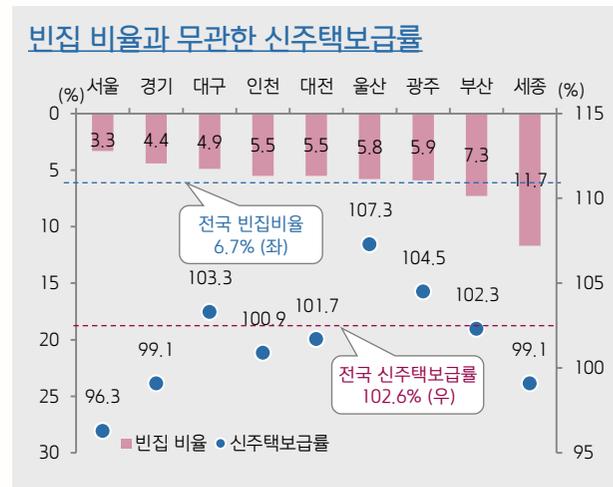
III. 주거용 부동산시장 현황 및 전망

◎ 주택시장 침체 지속 요인 I : 가구수 대비 과도하게 공급된 주택

- 주택 시장 침체의 근본적 요인은 주택 수요자인 가구 수 대비 공급된 주택이 과도하게 많다는 점임
 - 실질적인 주택 수요자인 2인 이상 가구를 기반으로 한 구기준 주택보급률 기준으로 볼 때 서울 지역 주택보급률은 2014년에 이미 100%를 상회함 (서울 103.8%, 경기 107.9%, 전국 118.1%)
- 주택 공급 부족의 문제는 주택 수의 문제가 아니라 소비자가 원하는 주택(아파트)의 부족 때문
 - 정부의 정책적 지원 등으로 주거 환경, 교통 등 제반 여건이 개선되면서 소비자의 욕구에 충족하는 주택 범위가 넓어지면서 주택 과잉 공급 문제가 주택가격에 본격 반영되기 시작함
- 정부는 새로운 주택보급률을 도입, 2015년부터 신 주택보급률만을 공시함으로써 주택 공급 확대의 근거를 마련함
 - 1인 가구가 아파트의 실질적 수요자가 아님에도 1인 가구를 가구수에 포함한 반면 오피스텔은 주택 수에서 제외함
 - 주택보급률 변경으로 인해 2014년 기준으로 주택보급률은 서울 기준 103.8%에서 97.9%로 하락함
 - 통계청에서 집계한 2016년 빈집 비율과 주택 보급률이 괴리가 큰 점은 현행 주택보급률이 문제가 적지 않음을 시사함



자료:부동산114, 통계청, 키움증권
 주: 주택보급률은 (구) 기준임. 구 기준은 1인 가구를 제외한 수치임
 주택보급률(신, 수정)은 신 주택보급률에 오피스텔을 포함



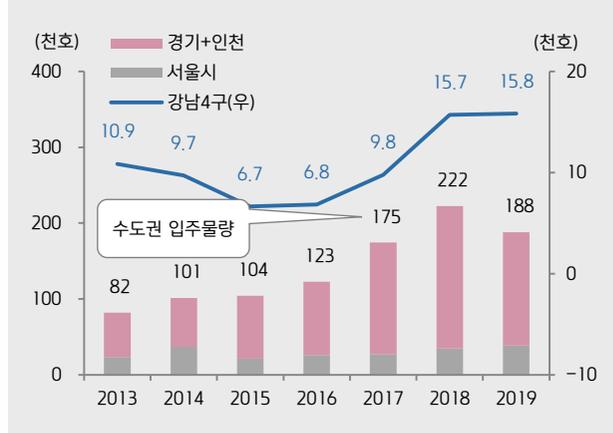
자료:국토교통부, 통계청

III. 주거용 부동산시장 현황 및 전망

◎ 주택시장 침체 지속 요인 II : 입주물량 증가 + 주택 구매 가능 가구수 감소

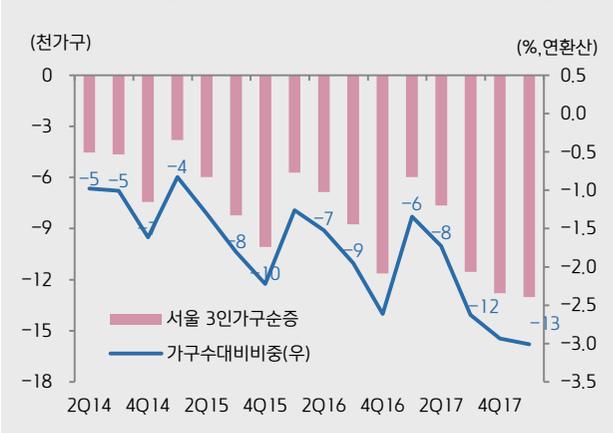
- 이전 정부는 가계의 과도한 특정지역의 아파트 선호 문제를 근원적 문제 해결보다는 아파트 공급 확대로 해결하려 함
- 주택보급률이 적정 수준을 상회한 상태에서도 아파트 공급이 늘어남에 따라 수급 상황이 급격히 악화됨
 - 경기 및 인천지역을 중심으로 한 입주물량이 2018년 222천호로 2014년 대비 2배 증가함(사상 최고 수준)
 - 9,510세대에 달하는 송파 헬리오시티 등 강남 지역 입주물량도 급증, 2008년 이후 최고 수준을 기록
- 가계 선호지역의 주택가격 급등과 더불어 교통 및 주거환경 개선 등으로 특정 지역 아파트 선호 현상 점진적으로 해소 중
 - 지방 아파트 공급과 맞물려 아파트 주 수요계층인 서울 거주 3인 이상 가구가 경기 지역 등으로 이전하고 있음
 - '17년 4분기, '18년 1분기에 3인 이상 기준으로 각각 11.5천 가구, 13.0천 가구가 감소, 가구수의 감소가 뚜렷이 나타남
 - GTX, 신분당선 연장, 9호선 연장 등 경기지역의 교통문제 해소 점차 되면서 서울 엑소도스 현상 가속화 될 전망

사상 최고 수준을 기록하는 아파트 입주물량



자료:부동산114, 강남4구 : 강남구, 서초구, 송파구, 강동구

주택가격 상승으로 서울을 이탈하는 가구 급증



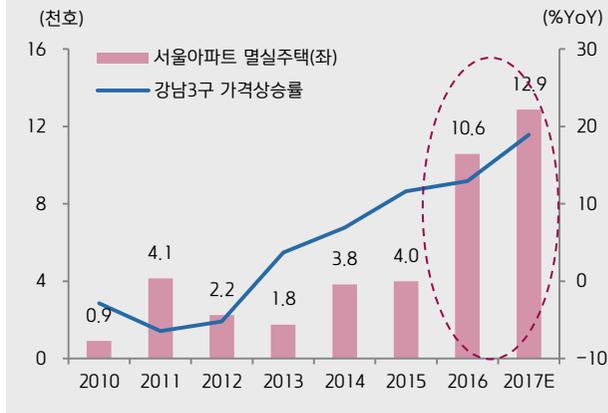
자료:통계청, 가구수 대비 비중은 연 환산 수치임

III. 주거용 부동산시장 현황 및 전망

◎ 주택시장 침체 지속 요인 III : 재건축 규제 강화에 따른 멸실주택 감소

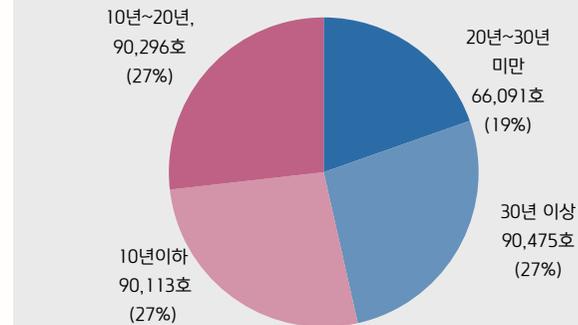
- 재건축 아파트에 대한 정부 규제 강화, 토지가치가 높은 강남지역 아파트 가격 하락의 주요인으로 작용 전망
 - 1) 재건축 초과이익 환수제 도입 등 정부의 재건축 아파트 규제 강화로 강남 지역 전체의 노후아파트 가격 하락 예상
 - 재건축 아파트에 대한 정부의 규제 강화 : 재건축 안전진단 강화, 재건축 초과 이익 환수 재개 등
 - 2) 강남지역의 경우 상대적으로 노후 주택, 즉 재건축 아파트가 차지하는 비중이 높아 전체 시장에 미치는 영향 큼
 - 노후화된 재건축 가능성이 높은 아파트의 비중이 30년 이상 27%, 20~30년 19%에 달함
 - 3) 재건축 규제 강화로 멸실주택 수가 감소할 것으로 예상되기 때문 ('16~'17년 주택가격 상승 요인으로 작용한 바 있음)
- 입주물량이 하반기부터 급증하는 상황에서 재건축 규제 강화로 인한 재건축 이주 수요 감소는 전세가격 하락을 심화시키는 요인으로 작용할 것으로 예상

멸실주택 증가, '16~'17년 강남 집값 상승의 주요인



자료: 국토감정원, 부동산114

강남3구, 멸실 가능 주택은 충분히 많은 상황



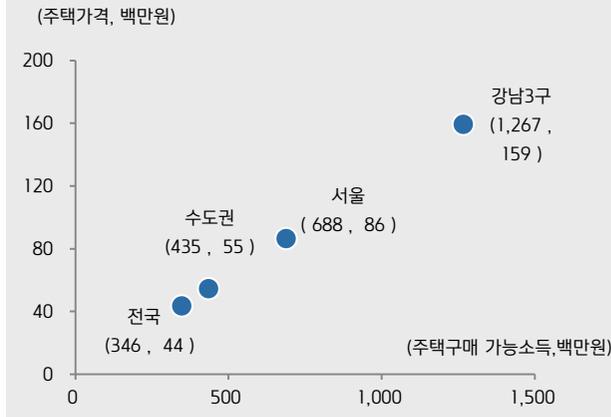
자료: 통계청

III. 주거용 부동산시장 현황 및 전망

◎ 주택시장 침체 지속 요인 IV : 실수요자들의 분양 주택 선호 심화

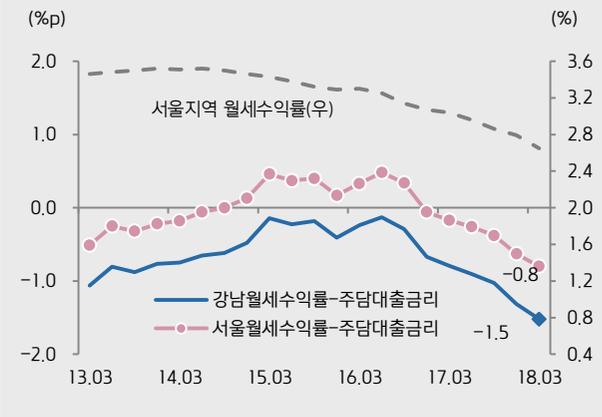
- 무주택자인 실수요자의 경우 재고주택보다 분양 주택을 선호하는 현상이 뚜렷이 나타남. 그 이유는
 - 1) 재고주택의 소득 대비 높은 주택가격과 대출 규제 등으로 재고 주택 구매가 사실상 어렵기 때문
 - 현재 가구의 소득 여건을 고려해 볼 때 서울 지역 아파트는 매우 높은 수준임
 - 2) 교통 및 주거 환경 등이 개선되는데다 분양가 규제 등으로 재고 주택보다 신규 주택 선호 현상이 뚜렷이 나타남
 - 3) 신규 주택 구매 결정 시 필요자금은 10% 내외로 높은 레버리지를 통해 고가의 주택 구매가 가능하다는 점임
 - 입주 전까지 별도의 추가 자기자금 없이 주택 구매 가능하며 입주 시점 역시 전세를 활용하여 최소 자금으로 구매 가능
- 대출금리 상승과 더불어 보유세 인상은 강남 지역 부동산에 대한 투자(투기) 수요를 억제하는 요인으로 작용할 것임
 - 강남 아파트 보유 수익률 (월세 수익률 - 주택담보대출 금리)이 3월 기준 -1.5%로 강남 아파트 투자 매력도 크게 하락
 - 부동산 보유세 인상, 대출금리 인상 등을 고려할 경우 보유 수익률은 -2% 이하로 하락 전망
 - (10억 규모의 아파트 보유 시 연 2천 만원의 (기회)손실이 발생함을 의미, 보유비용 증가로 투자매력도 하락)

지역별 평균 아파트 가격과 구매 가능 연 소득



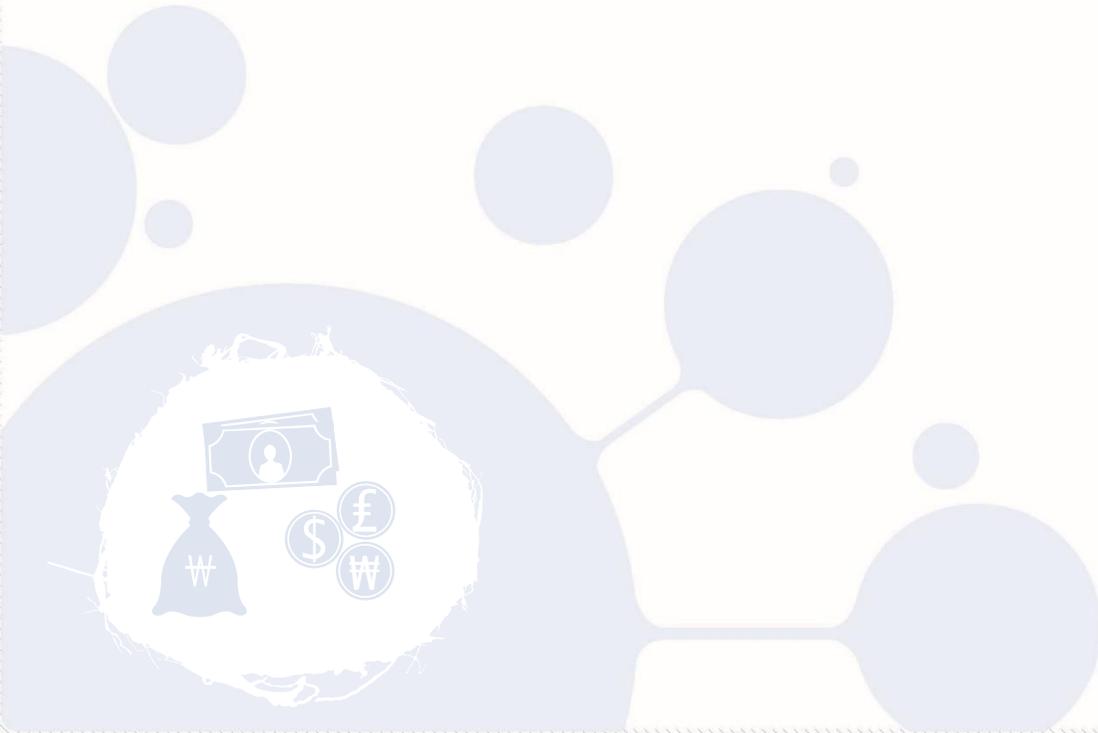
자료: 부동산 114
 주: 대출만기 30년, 대출금리 3.5%, LTI 70%, DSR 30% 가정

서울 및 강남 주택 보유 시 비용 추정



자료: 부동산114, 한국은행

Part IV 상업용 부동산 시장동향 및 전망

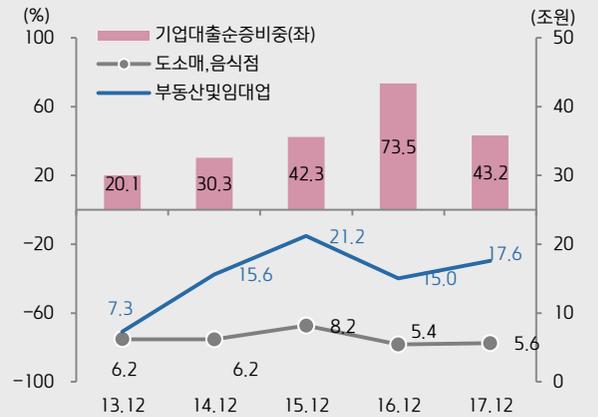


IV. 상업용 부동산 시장동향 및 전망

◎ 은행 및 비은행의 수익형 부동산 대출 확대 전략, 수익형 부동산 시장 성장의 주요인

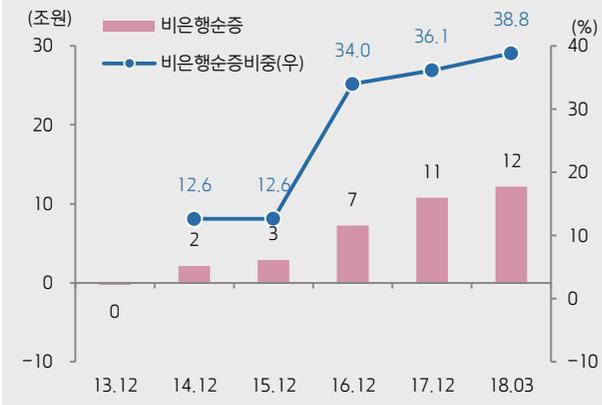
- 은행의 상업용 부동산 대출에 대한 적극적인 공급 확대가 수익형 부동산시장 성장의 주요인으로 작용
 - 은행간 경쟁 심화 구도에서 후발 은행이 선두 은행간 격차를 줄이는 데 있어 동 대출을 효과적인 수단으로 사용 (1인당 대출 규모가 5~6억원 수준으로 가계 대출의 3배에 달하며 대출금리도 10~30bp 높아 마진 개선에 긍정적)
 - LTV, 신 DTI 적용, 예대출 규제 강화 등으로 아파트 투자가 어려워지면서 규제 사각지대인 동 대출 상품이 더 부각됨 (가계 대출과 달리 최대 70~80%까지 대출이 가능해 레버리지를 높여 원하는 부동산을 구매할 수 있음)
- 특이한 점은 전방산업인 도소매, 음식점업과 같은 자영업에 대한 자금 공급은 경기 부진에 따른 신용위험 증가를 고려해 크게 늘리지 않았다는 점임
- 비은행의 부동산 임대업 대출도 2016년 이후 큰 폭으로 성장, 전체 대출 순증의 40% 수준에 육박함
 - 비은행의 비중이 늘어나고 있다는 점은 가계가 수익형 부동산 투자를 무리하게 늘리고 있음을 간접적으로 시사함

부동산업 대출 순증 및 기업대출 순증 비중



자료: 한국은행

비은행의 부동산 임대업 대출 증가 지속



자료: 한국은행 주: 18년 1분기는 4배를 곱해 연환산한 수치임

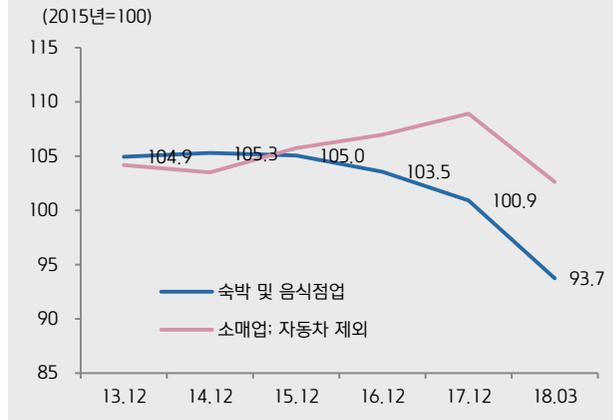
IV. 상업용 부동산 시장동향 및 전망

◎ 부동산 임대업 업황은 지속적으로 악화될 가능성이 높은 것으로 전망

1. 내수 경기 둔화, 최저 임금 인상 등의 요인으로 전방산업 업황이 지속적으로 악화되고 있음
 - 통계청에서 발표한 숙박 및 음식점업 생산 지수는 93.7%로 부진한 모습 지속되고 있음
 - 신규 상가의 상당부분을 차지하고 있는 부동산 중개업소가 부동산 거래 침체로 폐업이 늘어날 것으로 예상
2. 정부의 규제 영향으로 상가에 대한 자산가치는 지속적으로 하락 할 것으로 예상
 - '18년 1월부터 상가 임대차 보호법 적용 대상을 강화하고 월세 인상을 상한선을 9%에서 5%로 인하함
 - 계약 갱신 요구권을 5년에서 10년 연장하는 방안 추진 중이어서 도입 시 상가가치 추가 하락 불가피할 전망

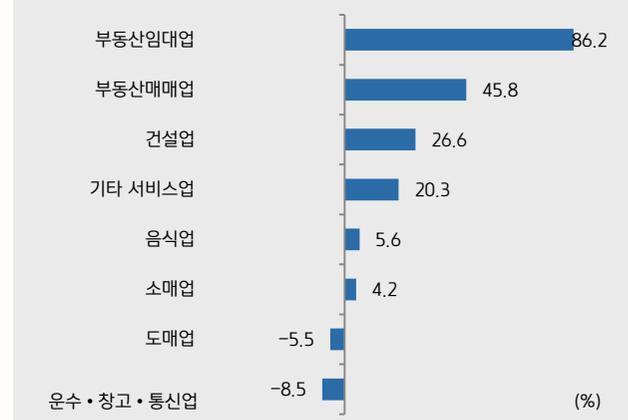
- 전방산업인 자영업 부진 지속되는 가운데 부동산 임대업자만 늘어날 경우 공실을 상승률, 임대수익률 하락은 구조화 될 것임
 - 내수 부진으로 자영업자의 창업은 늘어나지 않은 반면 부동산 임대업자와 부동산 매매업자만 늘어나는 현상이 나타남

전방산업인 자영업 업황 부진은 지속



자료: 통계청, 서비스업 생산지수 불변가격 기준

개인사업자 창업 증가율 비교('13년 말 대비 '16년)

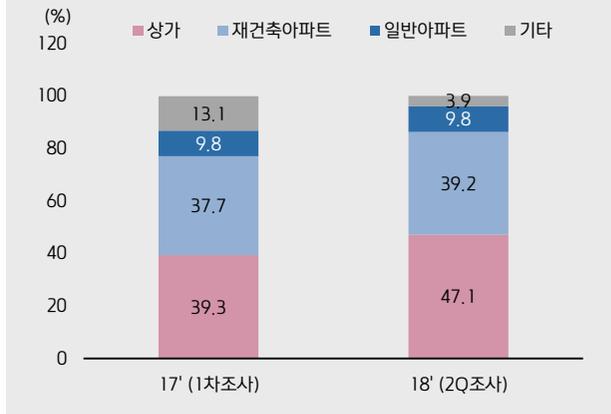


자료: 자료: 국세청

IV. 상업용 부동산 시장동향 및 전망

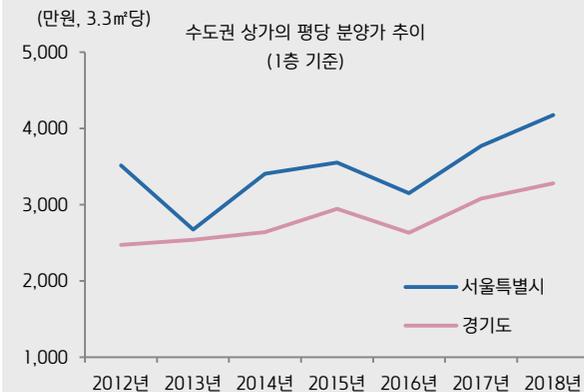
- ◎ 저금리 기조 장기화, 은행의 대출 태도 완화, 은퇴 연령 증가로 부동산 투자 수요 급증
 - 1) 베이비 붐 세대의 은퇴연령 도달, 금융회사의 적극적인 인력 구조조정 등으로 인한 은퇴 인구의 증가
 - 2) 노후 대비 투자자산으로 재건축 아파트와 더불어 규제가 적어 레버리지 확대가 용이한 수익형 부동산이 크게 부각됨
 - 3) 기준금리 인하, 금융소득 종합과세 등으로 정기예금 등 고정금리 상품 매력도 대체 투자 수요 증가
 - 4) 자영업 업황이 부진하면서 창업보다는 상대적으로 리스크가 낮다고 판단한 간접 투자 방식을 선택
 - KB금융지주연구소 자료에 따르면 상가투자가 지금까지 가장 인기 있는 투자 상품으로 인식되고 있음
 - 자영업의 부진에도 불구하고 상업용 부동산 수요가 증가하면서 상가의 권리금과 분양가가 동반하여 상승함
 - 한국감정원 자료에 따르면 숙박 및 음식점과 도소매업의 2년 간 권리금 상승률은 각각 9%, 8%를 기록함
 - 서울 지역 상가의 평균 분양가는 4,177만 원으로 2013년 대비 56% 상승함
 - 경기도 지역 상가의 평균 분양가는 3,280만 원으로 2013년 대비 29% 상승함

수도권 PB고객은 여전히 상가를 선호해



자료: KB경영연구소 자료 인용

수익형 부동산 수요 증가로 분양가 가파른 상승



자료: 부동산114

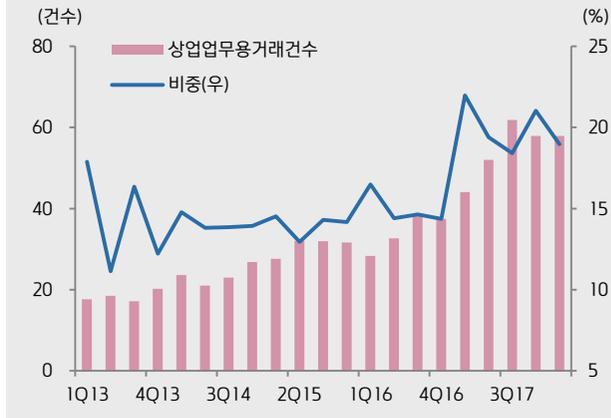
IV. 상업용 부동산 시장동향 및 전망

◎ 수익형 부동산에 대한 자본차익 목적의 투자자 급증, 거래 증가의 요인으로 작용

- 상업용 부동산 가격이 상승하면서 해당 부동산 거래가 큰 폭으로 증가함
 - 전통적 임대사업자 보다 자본 이득 목적의 소규모 임대사업자가 늘어났기 때문
 - '18년 1분기 수도권 상업용 부동산 거래 건수는 5만 7천 8백 건으로 '13년 1분기 대비 221% 증가함
 - 임대수익률을 목적으로 하는 전통적인 수익형 부동산 투자자 보다 자본 이득 목적의 고위험 투자자가 늘어났음을 시사함

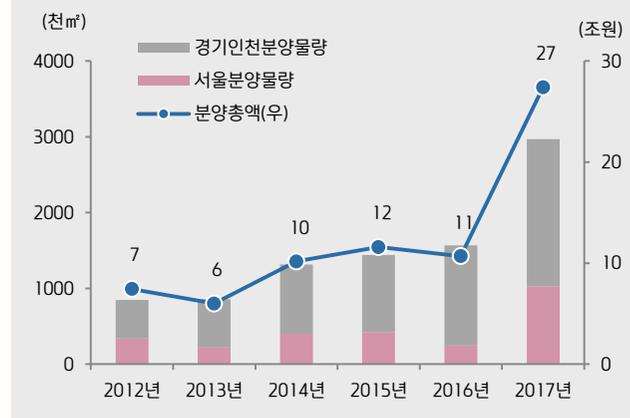
- 수익형 부동산에 대한 투자 수요가 확대되면서 투자규모가 작고 접근이 용이한 수익형 부동산의 신규 공급(분양) 급증
 - 서울 및 수도권 신도시 내 아파트 분양 물량이 증가하면서 동반하여 상가 공급도 급증함
 - 2017년 수도권 상가 분양 물량은 총 13,679호, 2.97백만 ㎡로 2013년 대비 1.1배, 2.5배 증가

수익형 부동산 수요 증가로 상가 거래 급증



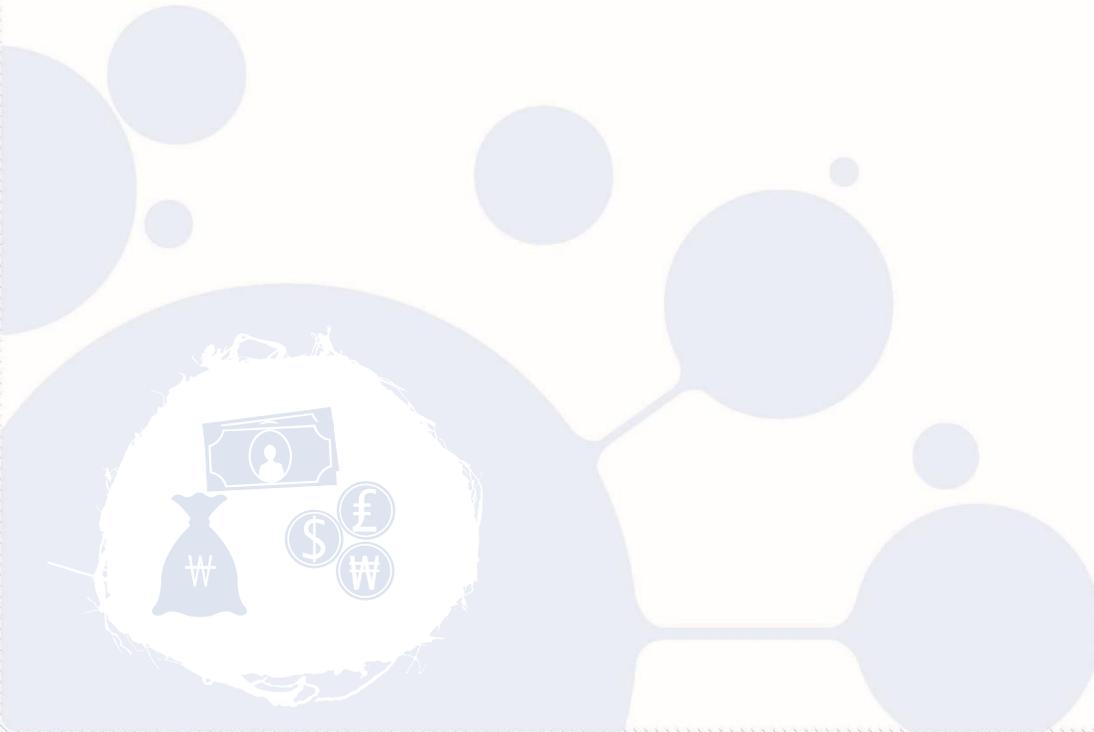
자료: 한국감정원

수익형 부동산 수요 증가로 상가 분양물량 급증



자료: 부동산114
주: 면적 기준

Part V 정부의 정책 평가와
향후 대책 전망



V. 정부의 정책 평가와 향후 대책 전망

◎ 최근 급격히 악화된 가계부채 문제의 출발은 2004년 추진한 정부의 부동산 대책

- 2018년 다주택자 부채 문제, 상업용 부동산 투자자 부채 문제의 원인은 2014년 대기업 부채 문제 해결을 위한 정부의 적극적인 부동산 부양책에서 비롯됨
- 그 동안 부채 문제를 적극적으로 해결하려 하기보다는 새로운 버블 형성을 통해 해결하려 하였던 것이 가계 부채 문제를 심화시킨 주 요인으로 평가

시기별 정부의 부채 부실화 원인과 대책

| 시점 | 항목 | 문제 발생 원인 및 문제점 | 정부대책 및 효과 |
|-------|--------------------------------------|--|--|
| 2004년 | 다세대주택 대출 부실화 및 카드 부실의 가계 부채 전이 | 1) 다세대주택 규제 완화 이후 다세대주택 과잉 공급 발생 2) 신용불량자 급증 과정에서 카드 부실의 주택담보대출로 전이의 우려 제기 | 1) 기준금리 인하 등 부동산 시장 부양책 제시 2) 주택담보대출 구조 선진화(만기 장기화) 추진으로 부동산 버블 과정에서 가계부채 부실 차단 |
| 2008년 | 은행 유동성 위기 부동산 PF 부실화 | 1) 원인 : 부동산 버블 과정에서 건설사가 PF 차입을 통해 주택공급을 늘리는 과정에서 은행 유동성 위기 발생하면서 자금 경색 발생 2) 부동산 버블 해소 과정에서 미분양 아파트, 미착공 사업장이 늘어난 상태에서 금융위기로 자금 공급이 중단, 건설사 및 자금을 공급한 저축은행, 은행 등이 큰 폭의 부실채권을 떠안음 | 1) 은행 유동성 관리 강화 대책 제시함 2) 기준금리 인하 등 부동산 시장 부양책 제시하였지만 금융위기 발생으로 인해 중소 건설사 및 저축은행을 중심으로 기업 구조조정이 진행 |
| 2014년 | 건설, 조선, 해운 중심의 대기업그룹 부실화 | 1) 부동산 경기 침체로 부동산 PF 부실이 장기화되면서 대형 건설사로 부실이 확대됨 2) 조선,해운 경기 악화되면서 일부 대기업의 부실화 발생 | 1) 기준금리 인하 등 부동산 시장 부양책 제시 2) 미착공 PF, 미분양 주택이 부동산 시장 부양 과정에서 대부분 해소, 건설사 수익성 큰 폭 개선 3) 은행이 막대한 이익을 바탕으로 조선, 해운 등 일부 업체에 대해 구조조정 시현 |
| 2018년 | 다주택자(갭투자자) 부채 부실화 상업용 부동산 투자자 부채 부실화 | 1) 정부의 적극적인 부동산 부양책에 맞추어 은퇴 전후 연령이 적지 않은 차입을 통해 부동산에 과도하게 투자한 게 원인 2) 갭투자자의 확대로 전세보증금 급증, 임대사업자 대출 급증 | ? |

자료: 키움증권 정리

V. 정부의 정책 평가와 향후 대책 전망

◎ 이전 정부, 부채 구조조정보다는 금리 인하를 통한 문제 이연 방식을 선택

▪ 이전 정부, 부동산 시장 침체 시 금리 인하 중심의 부동산 시장 부양책을 통해 문제 해결을 미루어 와..

1) 2004년 다세대주택 중심의 가계 부실화 사태 : 카드 사태 이후 서민 주택 가격 급락으로 연체율 급등

→ 건설경기 연속락 방안(2004년 7월) 발표 및 2004년 8월, 11월 금리 인하 등 부동산 시장 부양책 추진

→ 만기 장기화 등 가계 부채 구조 개편 중심의 대책을 제시함에 따라 2008년 금융위기 시 부실 전이를 최소화 함

2) 2008년 금융위기와 3) 2014년 건설, 조선, 해운 관련 대기업 부실화 사태

→ 과감한 금리 인하 (5.25% → 2.00%) 및 투기지역 해제, 재건축 규제완화 등 부동산 시장 부양책 추진(11.3)

→ 재건축 규제완화, 대출 규제 완화(LTV,DTI 규제완화), 금리 인하(2.25%→ 1.25%) 등을 통한 부동산 시장 부양책 추진

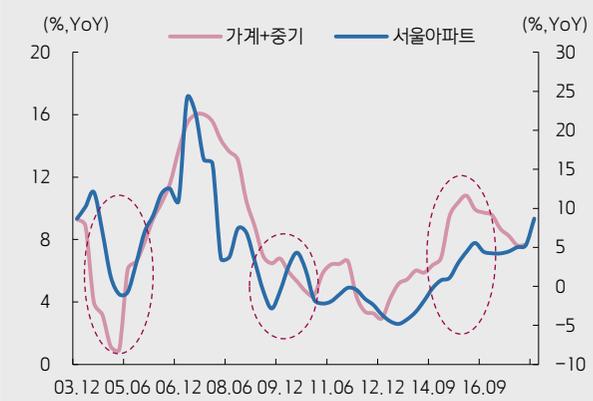
→ 부채 구조 개선 등과 같은 정책 없이 부동산 시장 부양책 중심의 문제 이연 대책을 제시, 부채 증가 뿐만 아니라 부채 질 악화

부동산시장에 가장 유효한 정책은 기준금리 인하



자료: 한국은행, 국민은행

은행의 대출태도 완화, 부동산 시장의 핵심 변수



자료: 한국은행, 국민은행
주: 가계대출은 비은행 포함한 수치임

V. 정부의 정책 평가와 향후 대책 전망

◎ 현 정부, 가계 부채 문제 해결을 미루기보다는 구조조정을 통해 해결에 나설 것으로 예상

▪ 현 정부가 가계 부채 구조조정을 선택할 수 밖에 없을 것으로 판단하는 이유는

1. 가계 부채 문제 이연을 위한 정책 수단을 사실상 상실함

1) 한미간 금리 격차 확대로 인하여 기준 금리 인하를 통한 통화 확장정책 추진이 어려움

2) 현 정부의 정책 기조 감안 시 대출 규제, 재건축 규제 완화, 부동산 관련 세금 인하 등 부동산 시장 부양책 추진이 불가능

3) 중·상위 계층인 다주택자, 부동산 임대사업자 지원을 위한 정책을 제시할 경우 정치적 반발을 피하기 어려움

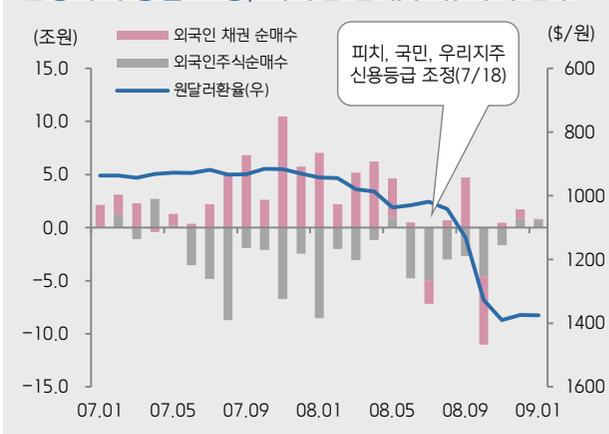
2. 정부가 문제해결을 미루더라도 더 강도 높은 부양책이 없는 한 곧바로 구조적 장기 불황 트랩에 빠질 수 있기 때문

→ 2014년 부동산 PF 및 대기업 부채 문제를 부동산 부양책으로 해결한 결과 4년 만에 다시 부채 문제 봉착함

3. 현 정부는 부채의 구조조정을 통해 경제 구조 개혁을 통해 성장 동력을 마련하려는 욕구가 클 것으로 판단

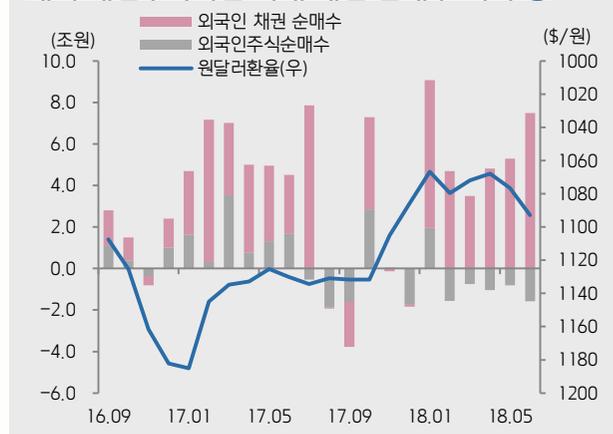
→ 소득 증대 중심, 복지 향상 중심의 경제 정책을 성공적으로 달성하기 위해서는 부채 구조조정은 필요조건

신평사의 등급 조정, 외국인 순매수 유지의 변수



자료: 본드웹, Dataguide

해외 채권투자자는 국내 채권 순매수 지속 중

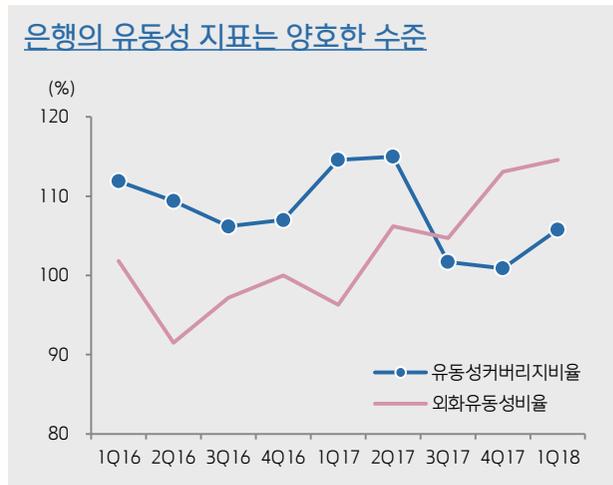


자료: 본드웹, Dataguide

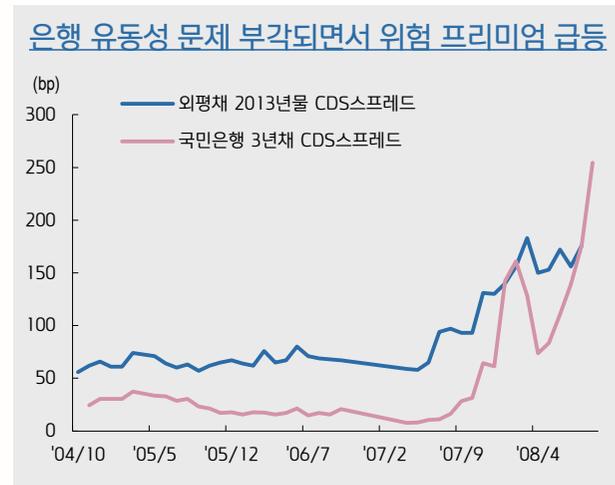
V. 정부의 정책 평가와 향후 대책 전망

◎ 현 금리 환경하에서 2008년 사례 감안할 때 유동성 문제가 재현될 가능성 배제할 수 없음

1. 양호한 원화 및 외화 유동성 지표는 기준금리 1.5%의 저금리 환경에서 형성된 수치라는 점임
 - 기준 금리 인상 후 시장금리 상승 과정에서 유동성 비율이 급격히 악화될 가능성을 배제할 수 없음 .
 2. 해외 신용평가사의 등급 조정 재현 가능성을 배제할 수 없으며 이는 외화 유동성 악화 요인으로 작용할 수 있다는 점임
 - 현재 가계 부채 문제와 은행의 부채 부실화 가능성에 대해 높게 판단할 경우 등급 조정 가능성 배제할 수 없음
(지난 2008년 역시 신용평가사의 은행 등급 조정을 대부분 예측하지 못하였으며 금융위기 발생에 대해서도 예측하지 못하였음)
 - 2008년 사례에서도 신용평가사의 등급 조정 이후 외국인 순매도 급증, 금융위기 발생의 직접적 요인으로 작용
- 2008년과 같은 외화 유동성 위기가 전개될 가능성은 낮지만 유동성 문제는 한은의 통화 정책을 결정짓는 중요한 변수가 될 것임
 - 향후 대외 여건의 불확실성 + 가계 부채 문제 심화 등을 고려할 경우 경기침체 요인과 무관하게 적극적 통화정책 필요



자료: 한국은행 금융안정보고서



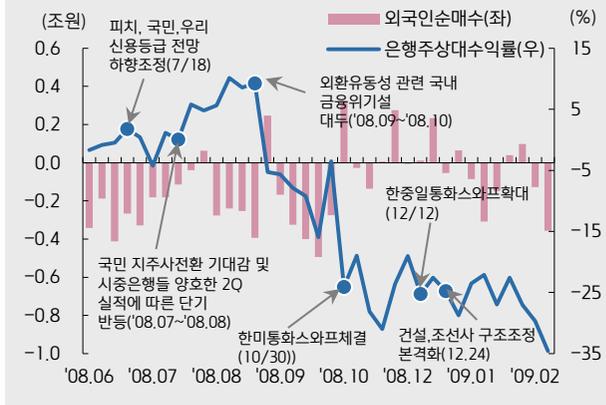
자료: Bloomberg

V. 정부의 정책 평가와 향후 대책 전망

◎ 구조조정 미루는 정책은 은행에 단기 호재, 부채 구조조정 정책은 은행에 단기 악재

- 최근 추진되고 있는 금융당국의 가계 부채 대책은 단기적으로 은행주 주가에 긍정적
 - 1) 확장적 통화정책 유지를 통해 은행의 신용공급 확대를 유도함으로써 부동산 시장에 대한 정책적인 지원을 해 줌
 - 2) 예대율 규제를 2020년으로 미루는 한편 예대율 기준을 완화함으로써 은행의 대출 여력 확대 지원
- 구조조정 추진 시 단기적으로 주가는 약세를 시현할 수 있지만 장기적으로는 성장 동력을 마련한다는 측면에서 긍정적 예상
 - 부채 구조조정 진행 과정에서 수면 아래에 있던 부실이 노출되면서 ROE가 급락하는 현상이 나타남
 - 정부 조치로 인한 워크아웃 확대 등으로 별도의 추가 총당금 발생할 가능성이 높음
 - 구조조정은 불확실성 해소, 새로운 성장 동력 확보와 더불어 매력적인 Valuation이 부각될 수 있다는 점에서 장기 긍정적
- 2003년 카드사태, 2008년 유동성 위기 등의 사례를 볼 때 부채 구조조정 전개 시 실적이 급락하면서 주가도 약세를 기록함
 - 구조조정 이전인 2008년 유동성 위기 직전에 일시적으로 은행주가 시장대비 Outperform 하는 현상 초래

은행업종, 구조조정 과정에서 주가 큰 폭 하락



자료: 본드웹, Dataguide

구조조정 과정에서 은행주는 약세 시현



자료: 키움증권, Dataguide
은행 평균은 5대 대형금융그룹 기준

V. 정부의 정책 평가와 향후 대책 전망

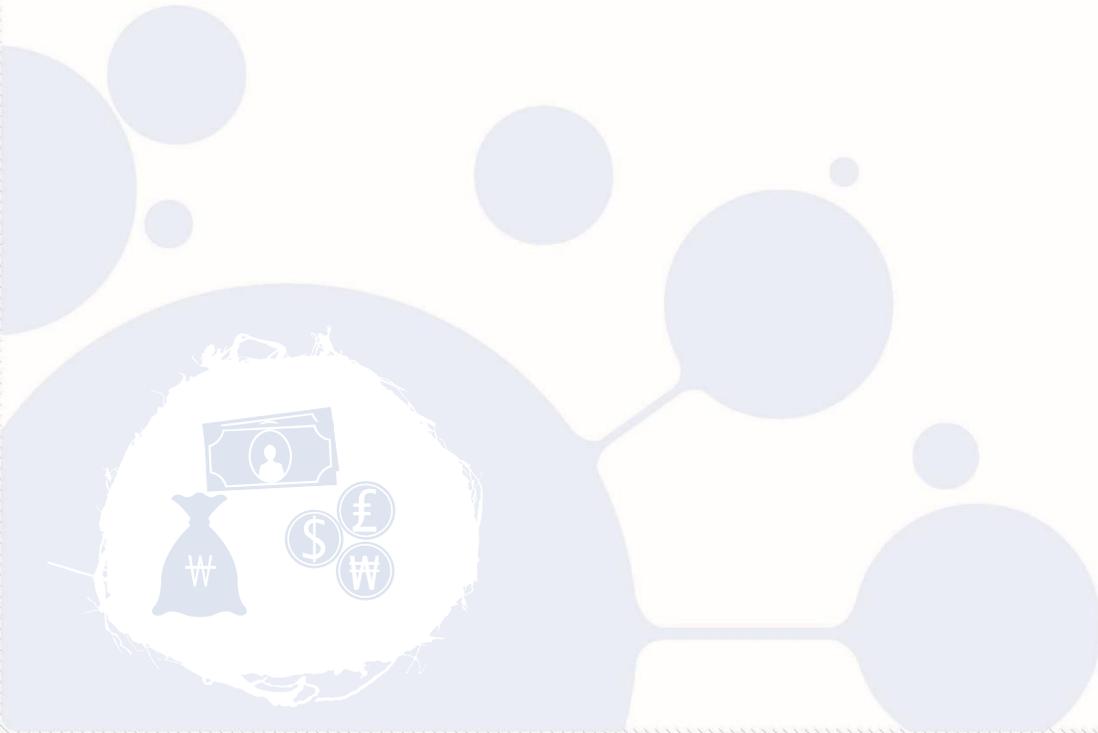
- ◎ 구조조정 방식은 궁극적으로 채무 재조정보다 자산 매각 지원을 통한 부채 축소가 될 것임
 1. 채무 재조정 방식 : DSR 은 낮지만 부채가 자산보다 많은 가계 (30~40대)
 - 30~40대 계층의 미래 소득 증가가 예상되는 차주를 대상으로 가능. 비중이 적어 실질적 효과는 제한적 전망
 2. 보유 자산 매각 지원 방식 : DSR은 높지만 자산이 부채보다 많은 가계 (50~60대)
 - 임대사업자, 다주택자의 대다수가 해당되며 보유 자산 구조조정 시 자산 시장 침체로 연결될 수 있다는 점에서 어려움
 - 정부가 Bank를 설립해 채무자 주택을 사후정산 방식으로 매입, 임차함으로써 채무를 상환을 유도하는 방식 가능
 3. 사적 영역에 있던 전월세 시장이 공적 영역으로 올라온 점 감안해 전세 시장 구조 적극 개편 필요
 - 임대인 및 임차인의 신용 정보 공유 가능 유도, 고위험 임대인에 대한 전세 보증금 부분 예치제 도입 등
 4. 부동산 시장의 시장 기능 강화해 채무자가 자산 매각을 통해 채무 재조정을 할 수 있도록 유도
 - 호가 조작 등 부동산 중개업자의 자율적 거래로 인한 시장 왜곡 현상이 가격 및 거래 변동폭 확대 요인으로 작용

향후 예상되는 정부 주도 구조조정 정책

| 항목 | 주요 조치 | 주요 내용 |
|--|--|---|
| Step I : 신용축소 완화를 위한 조치 | 금융회사의 과도한 신용한도 대출 축소 제한 기존 대출 만기시 연장 유도 한계 채무자에 대한 총당금 적립기준 강화 | 신용등급 변동 시 대출한도 축소 비율을 제한 신용등급 변동 후 대출 만기 연장 시 중도 상환 제한 DSR 및 자산부채비율 파악 후 일정비율 이상 가계에 대해서는 일률적 총당금 적립 |
| Step II: 채무구조조정 지원책 (자산<부채, DSR Low, 30~40대) | 원리금 분할상환, 만기 장기화 추진 원리금 탕감 등을 통해 채무상환 능력 개선 | 개인사업자 대출을 가계대출로 분류해 동일하게 원리금 분할 상환대출 방식 변경 채무 재조정 과정에서 DSR이 높은 차주에 대해 원리금 재조정 및 탕감 |
| Step III : 자산구조조정 지원책 (자산>부채, DSR High, 50~60대) | 부동산 가격 투명화 유도, 호가 담합 등 규제 강화 부동산 매입 전문 은행 설립, 자산 구조조정 지원 | 부동산 시장의 시장(중개) 기능 강화를 위한 규제 강화 및 정책적 지원 시장 침체로 인한 부채 구조조정 지연시 차주의 부동산을 매입 후 임차하는 방식 도입 |
| Step IV : 시장 구조 재편 | 사적 방식에서 공적 형태로의 전세 제도 개편 개인사업자 파산제도 재정비 비소구권 대출 의무화 등 | 임대인 및 임차인 신용 정보 체계 구축, 고위험 임대인에 대한 전세금 예치제 도입 등 개인과 사업자의 채무 상황 의무를 분리, 개인사업자 파산 확대 유도 비소구권 대출을 강제화함으로써 부실의 전이를 차단할 필요 |
| Step V : 소득 개선 지원책 | 구조조정 추진 가계에 대한 인센티브 도입 은퇴 후 소득 지원 확대 정책 노후 계층의 생활 수준 향상을 위한 지원 | 자산 매각 통한 구조조정 시 임대료, 고용보험료 지원 등 인센티브 도입 정부 주도형 은퇴 프로그램 구축 통해 은퇴 계층의 무리한 부동산 투자 차단 |

자료: 키움증권 정리

Part VI 업종 Valuation 평가 및
Top-Pick 선정 기준



VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 향후 은행업종 PBR 상승은 구조조정 진행 및 성공 여부에 달려 있음

- 시중은행의 평균 PBR 수준은 0.64배로 최근 4년 평균 0.60배 대비 다소 높은 수준임
 - 여타 업종 대비 양호한 실적 등의 요인으로 단기적으로 반등, 밸류에이션 매력도가 다소 희석화 됨
- 향후 가계 부채 구조조정 여부에 따라 은행의 밸류에이션 수준은 크게 변화 할 것임
 - 1) 시나리오 I : 구조조정 미룰 경우 단기적으로는 긍정적이지만 Valuation 수준은 점진적으로 하락할 것으로 예상
 - 2) 시나리오 II : 구조조정 추진 시 2008년 사례와 같이 밸류에이션 수준이 단기간에 급락하지만 이후 Level-up 예상
- 가계 부채 문제는 2008년 대비 시간적, 비용적 측면에서 구조조정 비용이 더 들 수 있다는 점에서 상승 반전 시점과 정도는 정부의 구조조정 정책 성공 여부에 달려 있음

시중은행 평균 PBR과 ROE 비교



자료: Dataguide

구조조정 미루면서 Valuation 계속 하락

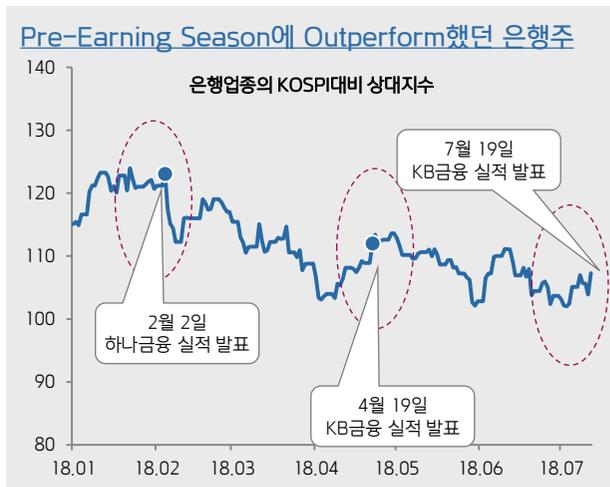


자료: Dataguide, 키움증권

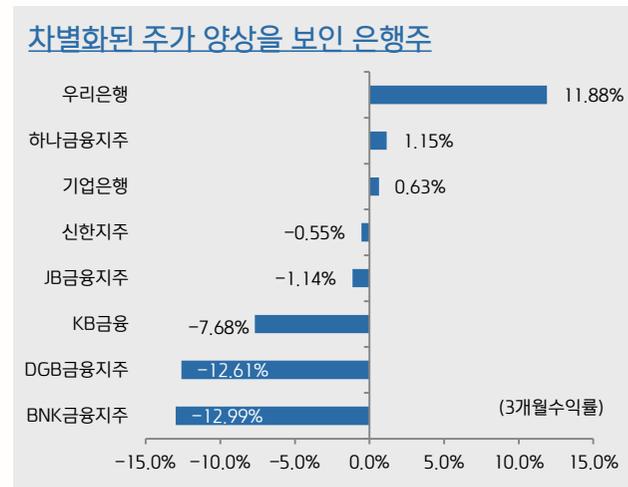
VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 은행업종, 분기 실적 기대감과 부채의 위험을 시장이 떠 안으면서 Outperform 기록

- 프리 어닝시즌에 은행 실적 기대감으로 7월 이후 주가 반등하면서 시장 대비 Outperform 기록
 - 2017년 4분기 실적 발표, 2018년 1분기 실적 발표 시점에도 실적 발표 전 상승 후 하락하는 양상 보여와
- 은행이 주도한 부채의 위험을 시장이 떠안으면서 은행주가 상대적으로 강세 시현
 - 한국은행이 금리 인상을 미루면서 부채 구조조정이 지연되는 과정에서 은행주가 상대적인 강세를 시현함
- 종목별로는 지주회사 전환 호재를 갖고 있는 우리은행이 높은 주가 수익률을 기록함
 - 실적 발표 이후 과거와 같이 은행주가 주가 차별화는 심화될 것으로 예상



자료: Dataguide
주: 2017년 3월 20일 지수를 100으로 산정



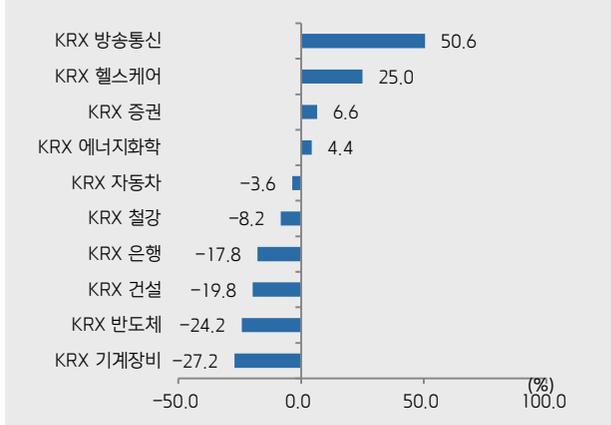
자료: Dataguide, 키움증권

VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 은행업종, 2008년 구조조정 사례, 향후 주가에 시사하는 바가 큼

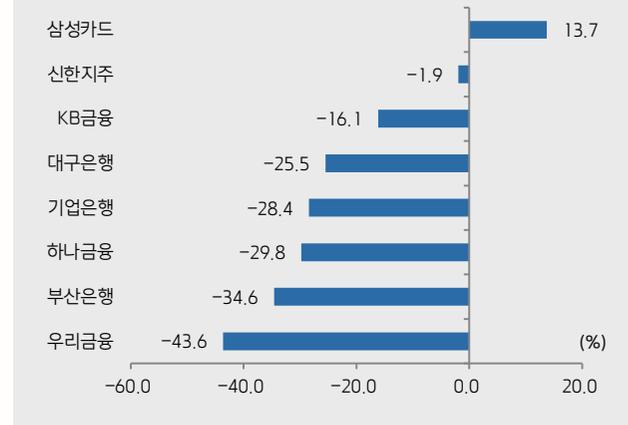
- 부채 구조조정 과정의 직접적 당사자이었던 은행주, 상대적으로 부진한 수익률 시현
 - 하반기 은행업종 KOSPI대비 상대수익률, -17.8%를 기록함으로써 부진할 수익률 기록함
- 종목별로는 삼성카드, 신한지주, KB금융과 같은 금융주가 상대적으로 Outperform 기록함
 1. 삼성카드 : 2008년 금융위기 발생요인과 직접적 관계가 없었던 이유로 상대적으로 양호한 수익률 시현
 - 정부의 규제 영향으로 높은 수익 증가를 기대하기 어렵지만 가계 부채와 관련된 직접적 영향 적어 수익 악화 폭 제한적
 2. 신한지주 : 2008년 금융위기 과정에서 은행업종 내에서는 가장 양호한 수익률을 시현함
 - 적극적인 여신관리를 진행해 온 결과 국내 은행 중 가장 위험관리를 잘한 것으로 평가
 3. 기업은행 : 2008년의 경우에도 부동산 PF, KIKO 익스포저가 가장 적어 금융위기 영향을 가장 적게 받음
 - 향후에도 가계 부채 익스포저, 부동산 임대업 익스포저 적어 차별화 될 가능성 높음

2008년 하반기 업종별 수익률 비교



자료: Dataguide

2008년 하반기 종목별 수익률 비교



자료: Dataguide

VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

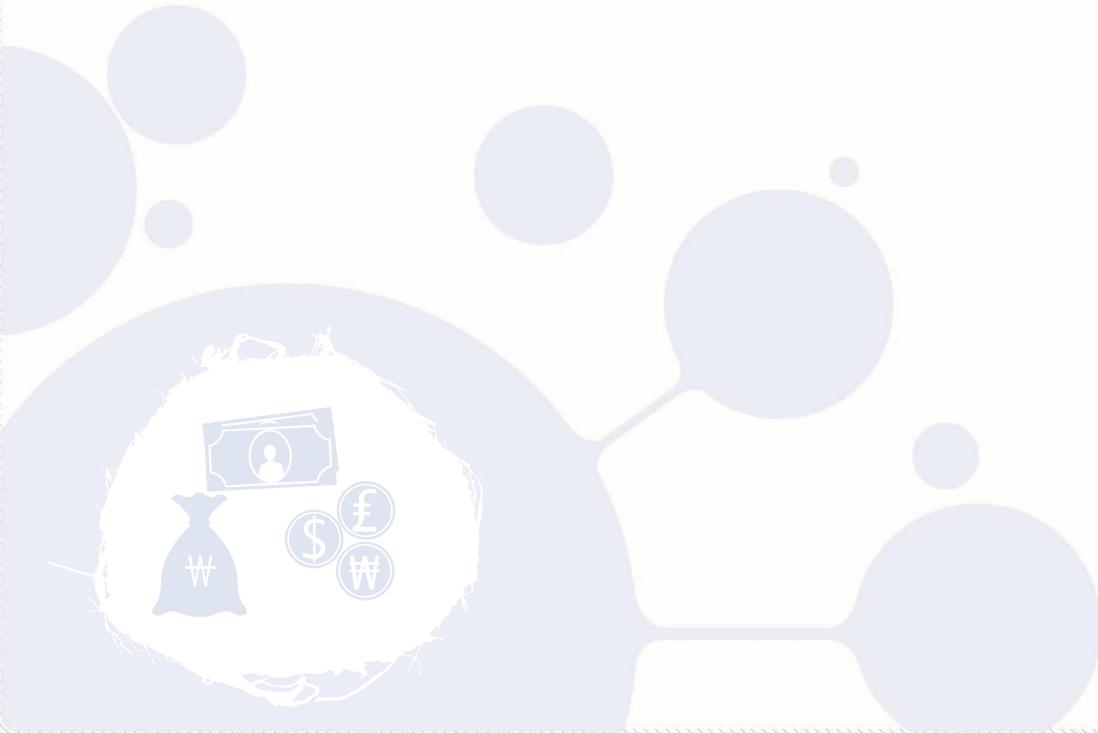
- ◎ 부동산 임대업 익스포저 및 위험 관리 능력, 향후 은행간 주가 차별화의 변수가 될 듯
 - 해당 여신에 대한 위험 수준은 여신 증가율, 자기자본대비 비중 등이 될 것임
 - 기업, BNK 등 중소 제조업 고객이 많은 은행의 경우 공장 임대 비중이 높아 시중은행과는 리스크 정도의 차이가 있음

2018년 3월 기준 은행별 대출 규모 및 성장률 비교 (단위: 십억원, %)

| | KEB하나 | 우리 | KB국민 | 기업 | 신한 | BNK | 대구 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 부동산임대업 | 27,203 | 28,032 | 25,779 | 15,029 | 20,748 | 10,116 | 4,895 |
| 3년 순증 | 11,274 | 7,407 | 8,521 | 7,343 | 4,100 | 3,326 | 1,681 |
| CAGR | 19.5% | 10.8% | 14.3% | 25.0% | 7.6% | 14.2% | 15.1% |
| 자기자본 대비 비중 | 118.4% | 136.5% | 102.2% | 75.5% | 92.9% | 132.9% | 124.0% |
| 원화대출금 대비 비중 | 14.3% | 13.9% | 10.8% | 18.0% | 10.6% | 15.3% | 14.2% |
| 가계대출 | 100,231 | 107,388 | 130,944 | 31,099 | 100,106 | 21,051 | 9,791 |
| 3년 순증 | 19,068 | 25,828 | 19,678 | 1,970 | 19,275 | 5,173 | 1,971 |
| CAGR | 7.3% | 9.6% | 5.6% | 2.2% | 7.4% | 9.9% | 7.8% |
| 자기자본 대비 비중 | 436.1% | 522.8% | 519.1% | 156.3% | 448.2% | 276.5% | 248.0% |
| 원화대출금 대비 비중 | 52.7% | 53.4% | 54.9% | 37.2% | 50.9% | 31.9% | 28.3% |
| 제조업 대출 | 22,976 | 26,549 | 32,698 | 89,835 | 32,310 | 18,407 | 10,435 |
| 3년 순증 | -5,501 | -1,648 | 4,523 | 13,428 | 5,908 | -2,108 | 786 |
| CAGR | -6.9% | -2.0% | 5.1% | 5.5% | 7.0% | -3.6% | 2.6% |
| 자기자본 대비 비중 | 100.0% | 129.3% | 129.6% | 451.4% | 144.7% | 241.8% | 264.3% |
| 원화대출금 대비 비중 | 12.1% | 13.2% | 13.7% | 107.4% | 16.4% | 27.9% | 30.2% |

자료: 각사

Part VII 투자유망종목



신한지주(055550) : 동사의 위험관리 능력이 발휘되는 시점

주가(7/12): 44,050원 /TP: 57,000원

| | | | |
|---------------|------------|---------|-------|
| KOSPI(7/12) | 2,285.06pt | | |
| 시가총액 | 208,885억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 55,400원 | 42,800원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -20.49% | 2.92% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -6.8% | 0.7% |
| | 6M | -16.9% | -9.2% |
| | 1Y | -11.2% | -7.0% |
| 발행주식수 | 474,200천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 905천주 | | |
| 외국인 지분율 | 69.63% | | |
| 배당수익률(18E) | 3.4% | | |
| BPS(18.E) | 61,944원 | | |



- ◎ 2008년과 마찬가지로 부채 구조조정 시 차별화 위험관리 능력이 부각 될 것
 - 부동산 익스포저를 과도하게 늘려 단기 이익을 확대하기보다 안정적 성장을 통해 지속적 성장에 주력함
 - 주택 및 상업용 부동산 가격 하락에 따른 영향이 가장 적을 것으로 예상
 - 가계 부채 구조조정 과정에서 은행 별 위험관리 능력에 따라 주가가 차별화될 것으로 예상
- ◎ SOC 사업 부문에 대한 경쟁력 제고, 향후 대북 관련 SOC 사업 확대 시 수혜 예상
 - 일본, 베트남 등 해외 사업 분야에 역량을 강화함으로써 해외 손익, 전체 이익 증가에 기여 전망
 - SOC 사업 부문에 대한 경쟁력 제고, 향후 대북 관련 SOC 사업 확대 시 큰 폭의 수혜 예상
- ◎ 은행업종 내 Top-Pick으로 추천함
 - 2008년 사례와 마찬가지로 부채 구조조정 과정에서도 가장 안정적인 투자 수익률을 기록할 것으로 예상
 - 향후 부채 구조조정 과정에서 발생하는 리스크를 감안하여 목표주가를 57,000원으로 하향 조정

| 투자지표(십억원,%) | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자회사이익 | 2,590.5 | 3,003.3 | 3,099.3 | 3,026.9 | 2,845.5 | 2,918.1 |
| 증감율(%YoY) | 8.5 | 15.9 | 3.2 | -2.3 | -6.0 | 2.6 |
| 지배주주순이익 | 2,367.2 | 2,774.8 | 2,917.7 | 2,849.0 | 2,658.6 | 2,721.9 |
| 증감율(%YoY) | 13.7 | 17.2 | 5.2 | -2.4 | -6.7 | 2.4 |
| EPS(원) | 4,992 | 5,851 | 6,153 | 6,008 | 5,607 | 5,740 |
| 증감율(%YoY) | 13.7 | 17.2 | 5.2 | -2.4 | -6.7 | 2.4 |
| NAVPS(원) | 55,986 | 55,750 | 58,255 | 61,944 | 65,958 | 70,163 |
| PER(배) | 8.07 | 8.13 | 8.27 | 7.33 | 7.86 | 7.67 |
| K-PBR(배) | 0.72 | 0.85 | 0.87 | 0.71 | 0.67 | 0.63 |
| 경상 ROE | 8.4 | 9.8 | 8.8 | 9.2 | 8.1 | 7.8 |
| ROA | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 배당수익률 | 3.0 | 3.0 | 2.8 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |

신한지주(055550)

신한은행

| 손익계산서 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 이자이익 | 4,129.1 | 4,521.2 | 4,916.4 | 5,039.3 | 5,130.5 |
| 비이자이익 | 917.6 | 873.0 | 929.4 | 990.3 | 1,048.3 |
| 수수료 | 1,017.0 | 1,126.4 | 1,227.2 | 1,288.0 | 1,352.4 |
| 신탁보수 | 122.1 | 185.0 | 228.0 | 242.4 | 254.8 |
| 유가증권 | 474.3 | 182.8 | 49.0 | 51.0 | 53.1 |
| 외환손익 | 183.3 | 531.4 | 173.0 | 170.0 | 170.0 |
| 기타영업비용 | -879.1 | -1,152.7 | -747.8 | -761.1 | -782.0 |
| 총영업이익 | 5,046.7 | 5,394.2 | 5,845.8 | 6,029.6 | 6,178.7 |
| 판매관리비 | 2,676.6 | 2,867.5 | 2,953.1 | 3,121.3 | 3,280.2 |
| 총전영업이익 | 2,370.1 | 2,526.7 | 2,892.7 | 2,908.3 | 2,898.5 |
| 대손상각비 | 649.4 | 482.1 | 515.5 | 697.9 | 708.0 |
| 법인세 | 27.8 | 395.1 | 630.3 | 585.8 | 580.5 |
| 당기순이익 | 1,777.1 | 1,607.8 | 1,753.6 | 1,624.6 | 1,610.0 |
| 충당금적립전이익 | 2,676.1 | 2,606.7 | 3,156.1 | 3,264.6 | 3,262.0 |

대차대조표

| 자산총계 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 자산총계 | 282,819.6 | 302,936.6 | 313,306.2 | 319,732.9 | 326,048.0 |
| 대출채권 | 207,519.5 | 216,557.9 | 221,922.5 | 226,822.3 | 231,573.7 |
| 부채총계 | 261,858.8 | 280,748.0 | 289,671.4 | 296,724.3 | 303,687.9 |
| 예수금 | 187,937.1 | 197,496.1 | 209,675.8 | 214,420.9 | 219,166.1 |
| 자본총계 | 20,960.7 | 22,188.5 | 23,634.9 | 23,008.6 | 22,360.1 |
| 자본금 | 7,928.1 | 7,928.1 | 7,928.1 | 7,928.1 | 7,928.1 |
| 지배주주자본 | 20,491.4 | 21,519.6 | 23,135.8 | 22,509.5 | 21,861.0 |

주요지표

| 주요지표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 원화대출금 점유율 | 14.9 | 14.9 | 14.8 | 14.8 | 14.8 |
| 예수금(말잔) 점유율 | 16.3 | 16.3 | 16.3 | 16.3 | 16.4 |
| 원화대출금 증가율 | 4.4 | 5.9 | 2.7 | 2.4 | 2.3 |
| 원화예수금 증가율 | 6.4 | 6.1 | 2.6 | 2.3 | 2.2 |
| 이자이익증가율 | 6.7 | 9.5 | 8.7 | 2.5 | 1.8 |
| 예대출 | 98.2 | 99.0 | 95.8 | 95.9 | 96.0 |
| 비용률 | 53.0 | 53.2 | 50.5 | 51.8 | 53.1 |
| 고정아하여신비용 | 0.7 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| 고정이하 충당비율 | 96.6 | 114.0 | 145.1 | 150.1 | 155.1 |
| NIM | 1.49 | 1.56 | 1.60 | 1.60 | 1.60 |
| NIS | 1.40 | 1.48 | 1.49 | 1.48 | 1.48 |
| 총마진 (총자산대비) | 1.80 | 1.81 | 1.88 | 1.90 | 1.91 |
| 순이자마진 | 1.47 | 1.51 | 1.58 | 1.59 | 1.59 |
| 비이자마진 | 0.33 | 0.29 | 0.30 | 0.31 | 0.32 |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.23 | 0.16 | 0.17 | 0.22 | 0.22 |
| 일반관리비/평균총자산 | 0.95 | 0.96 | 0.95 | 0.98 | 1.01 |
| ROA | 0.69 | 0.57 | 0.60 | 0.51 | 0.50 |
| ROE | 9.99 | 8.35 | 8.17 | 7.37 | 7.57 |
| 레버리지배수 | 13.80 | 14.08 | 13.54 | 14.20 | 14.91 |

신한지주

| 손익계산서 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산사별 이익 | 3,003.3 | 3,099.3 | 3,026.9 | 2,845.5 | 2,918.1 |
| 은행 | 1,940.3 | 1,711.0 | 1,879.3 | 1,632.5 | 1,610.5 |
| 증권 | 715.9 | 913.8 | 639.7 | 658.8 | 672.0 |
| 카드 | 115.4 | 211.9 | 243.7 | 287.5 | 359.4 |
| 캐피탈 | 33.9 | 87.6 | 92.0 | 96.6 | 101.4 |
| 손해보험 | 150.6 | 120.6 | 114.6 | 108.8 | 109.9 |
| 기타 | 47.2 | 54.4 | 57.7 | 61.1 | 64.8 |
| 지주회사 순수익 | -228.5 | -181.6 | -177.9 | -186.8 | -196.2 |
| 지배주주순이익 | 2,774.8 | 2,917.7 | 2,849.0 | 2,658.6 | 2,721.9 |

대차대조표(연결)

| 자산총계 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 자산총계 | 395,680.3 | 426,305.7 | 438,594.0 | 445,020.7 | 451,335.8 |
| 대출채권 | 259,010.6 | 275,565.8 | 282,185.4 | 287,085.2 | 291,836.6 |
| 부채총계 | 363,935.3 | 392,603.1 | 402,940.0 | 407,243.2 | 411,333.6 |
| 예수부채 | 235,630.2 | 249,853.8 | 256,004.3 | 261,205.7 | 266,407.2 |
| 자본총계 | 31,745.0 | 33,702.5 | 35,654.0 | 37,777.5 | 40,002.2 |
| 자본금 | 2,645.1 | 2,645.1 | 2,645.1 | 2,645.1 | 2,645.1 |
| 주요주주 자본총계 | 31,109.7 | 32,819.1 | 34,836.7 | 36,784.0 | 38,794.7 |
| 수정자기자본 | 28,856.9 | 29,934.1 | 31,951.7 | 33,899.0 | 35,909.7 |

주요지표

| 주요지표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총자산 성장률 | 6.8 | 7.7 | 2.9 | 1.5 | 1.4 |
| EPS 증가율 | 17.2 | 5.2 | -2.4 | -6.7 | 2.4 |
| EPS | 5,851 | 6,153 | 6,008 | 5,607 | 5,740 |
| BPS | 65,605 | 69,210 | 73,464 | 77,571 | 81,811 |
| NAIPS(원)_대손준비금 제외 | 55,750 | 58,255 | 61,944 | 65,958 | 70,163 |
| 주당 배당금 | 1,450 | 1,450 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| 배당성향(%) | 24.8 | 23.6 | 25.0 | 26.8 | 26.1 |
| ROE(%) | 8.8 | 8.8 | 8.2 | 7.2 | 7.0 |
| 자산사별 이익 구성(%) | | | | | |
| 은행 | 64.6 | 55.2 | 62.1 | 57.4 | 55.2 |
| 신한카드 | 23.8 | 29.5 | 21.1 | 23.2 | 23.0 |
| 증권 | 3.8 | 6.8 | 8.1 | 10.1 | 12.3 |
| 보험 | 5.0 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| 기타 | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 2.2 |
| 비S기종차기자본비율 | 15.00 | 14.74 | 15.83 | 16.58 | 17.35 |
| Tier1 | 13.19 | 13.28 | 14.41 | 15.18 | 15.98 |
| 보통주비율 | 12.75 | 12.84 | 14.06 | 14.84 | 15.64 |

기업은행(024110) : 남북 관계 개선의 최대 수혜주

주가(7/12): 15,600원 /TP: 22,000원

| | | | |
|---------------|------------|---------|-------|
| KOSPI(7/12) | 2,285.06pt | | |
| 시가총액 | 87,357억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 17,200원 | 13,950원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -9.30% | 11.83% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -5.2% | 2.5% |
| | 6M | -8.8% | -0.3% |
| | 1Y | 6.8% | 11.8% |
| 발행주식수 | 657,951천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 752천주 | | |
| 외국인 지분율 | 24.07% | | |
| 배당수익률(18E) | 4.0% | | |
| BPS(18.E) | 28,124원 | | |



◎ 금융주 내 대표적인 남북관계 개선 수혜주

- 중소 제조업의 북한 노동력 활용은 국내 제조업의 국내 제조업 경쟁력을 크게 제고, 성장 및 수익성 제고 기여
→ 개성공단 입주업체 점유율은 4월 말 기준 79%에 달하며 추가 진출 업체 기업은행 거래업체 가능성 높음
- 그 동안 경제 여건 악화로 중소 제조업 수익성이 낮았던 점 고려 시 향후 실적에 개선에 크게 기여 예상

◎ 가계 익스포저가 가장 적어 가계 부채 구조조정 영향 적은 은행

- 가계 및 부동산 임대업 익스포저가 가장 적은 은행으로 가계 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적음
- 경기 침체에 따른 중소 제조업 부실화 가능성이 점차 높아지지만 적극적인 위험 관리로 영향은 제한적 전망

◎ 목표주가를 22,000원으로 하향, 업종 내 Top-Pick 의견 유지

- 남북 관계 개선에 따른 성장 가능성, 가계 부채 익스포저가 적은 점을 고려해 업종 Top-Pick 유지
- 가계 부채 구조조정 과정에서 제반 리스크 상승하는 점을 감안해 목표주가는 22,000원으로 하향 조정

| 투자지표(십억원,%) | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 총전총이익 | 4,576 | 4,663 | 5,160 | 5,502 | 5,577 | 5,722 |
| 증감율(%YoY) | 7.0 | 1.9 | 10.7 | 6.6 | 1.3 | 2.6 |
| 영업이익 | 1,341 | 1,301 | 1,763 | 2,019 | 1,984 | 1,979 |
| 지배주주순이익 | 1,143.0 | 1,157.5 | 1,501.4 | 1,659.1 | 1,566.5 | 1,525.7 |
| 증감율(%YoY) | 11 | 1 | 30 | 11 | -6 | -3 |
| 총당금적립전이익 | 2,752.3 | 2,856.4 | 3,180.2 | 3,495.9 | 3,511.7 | 3,575.4 |
| EPS(원) | 1,747 | 1,759 | 2,282 | 2,522 | 2,381 | 2,319 |
| 증감율(%YoY) | 10.8 | 0.7 | 29.7 | 10.5 | -5.6 | -2.6 |
| BPS(원) | 23,451 | 24,360 | 26,564 | 28,124 | 29,875 | 31,554 |
| 수정PER(배) | 8.9 | 8.7 | 5.8 | 6.2 | 6.6 | 6.7 |
| PBR(배) | 0.59 | 0.56 | 0.44 | 0.49 | 0.46 | 0.44 |
| 수정PBR(배) | 0.67 | 0.63 | 0.50 | 0.55 | 0.52 | 0.49 |
| ROE | 7.7 | 7.3 | 8.9 | 9.3 | 8.2 | 7.5 |
| ROA | 0.51 | 0.49 | 0.60 | 0.64 | 0.59 | 0.56 |
| 배당수익률 | 2.9 | 3.1 | 4.6 | 4.0 | 4.1 | 4.2 |

기업은행(024110)

| 손익계산서 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 이자순이익 | 4,564.8 | 4,859.3 | 5,058.8 | 5,142.6 | 5,261.2 |
| 이자수익 | 7,249.4 | 7,472.7 | 7,988.9 | 8,286.1 | 8,474.5 |
| 이자비용 | 2,684.6 | 2,613.4 | 2,930.0 | 3,143.5 | 3,213.3 |
| 비이자이익 | 97.9 | 300.8 | 443.5 | 433.9 | 460.5 |
| 수수료 | 652.3 | 720.8 | 748.0 | 765.0 | 800.1 |
| 기타영입수수료 | 410.2 | 444.4 | 466.4 | 477.0 | 501.1 |
| 수익증권 | 29.3 | 34.8 | 41.7 | 43.3 | 45.0 |
| 방카 | 60.4 | 64.2 | 68.9 | 70.9 | 73.1 |
| 유가증권손익 | 97.9 | -280.0 | 192.6 | 144.6 | 150.5 |
| 외환손익 | -87.4 | 366.2 | 92.6 | 125.0 | 125.0 |
| 신탁보수 | 65.2 | 77.1 | 88.7 | 93.3 | 99.3 |
| 기타영입비용 | -630.1 | -583.3 | -678.4 | -693.9 | -714.4 |
| 총전총이익 | 4,662.7 | 5,160.1 | 5,502.3 | 5,576.6 | 5,721.7 |
| 판매관리비 | 2,005.6 | 2,023.9 | 2,119.3 | 2,183.5 | 2,267.4 |
| 총전영업이익 | 2,657.2 | 3,136.2 | 3,383.1 | 3,393.0 | 3,454.3 |
| 대손상각비 | 1,355.8 | 1,373.4 | 1,363.9 | 1,408.9 | 1,475.1 |
| 영업이익 | 1,301.3 | 1,762.8 | 2,019.2 | 1,984.2 | 1,979.3 |
| 영업외이익 | 20.1 | 1,762.8 | 9.2 | 0.0 | 0.0 |
| 경상이익 | 1,321.4 | 1,691.6 | 2,028.3 | 1,984.2 | 1,979.3 |
| 지배주주순이익 | 1,157.5 | 1,501.4 | 1,659.1 | 1,566.5 | 1,525.7 |
| 총당금적립전이익 | 2,856.4 | 3,180.2 | 3,495.9 | 3,511.7 | 3,575.4 |

| 주요지표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 건전성(%) | | | | | |
| BIS기준 자기자본비율 | 13.1 | 14.2 | 14.3 | 14.6 | 14.8 |
| Tier-1 비율 | 10.6 | 11.6 | 12.1 | 12.4 | 12.7 |
| 고정이자여신비율 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 고정이자 총당비율 | 92.0 | 89.6 | 87.6 | 85.6 | 83.6 |
| 시장점유율(%) | | | | | |
| 은행예수금 점유율 | 7.8 | 7.9 | 7.7 | 7.8 | 7.8 |
| 원화대출금 점유율 | 13.8 | 13.8 | 13.9 | 13.9 | 13.9 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 은행자산증가율 | 6.9 | 6.1 | 1.4 | 2.5 | 2.3 |
| 원화대출금 증가율 | 6.1 | 5.3 | 3.9 | 2.6 | 2.3 |
| 이자순이익증가율 | 5.6 | 6.5 | 4.1 | 1.7 | 2.3 |
| 수수료순이익증가율 | -0.9 | 10.5 | 3.8 | 2.3 | 4.6 |
| 총전영업이익증가율 | 1.2 | 18.0 | 7.9 | 0.3 | 1.8 |
| EPS 증가율 | 0.7 | 29.7 | 10.5 | -5.6 | -2.6 |
| 효율성 및 생산성(%) | | | | | |
| 예대율 | 211.6 | 204.8 | 213.4 | 211.8 | 210.4 |
| 비용률 | 43.0 | 39.2 | 38.5 | 39.2 | 39.6 |
| 총전이익대비 이자순이익비중 | 86.4 | 85.9 | 85.8 | 85.7 | 85.4 |

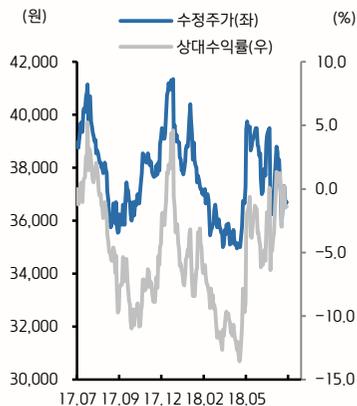
| 대차대조표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 자산총계 | 241,478.4 | 256,130.8 | 259,610.8 | 266,166.9 | 272,385.1 |
| 현금및예치금 | 9,995.4 | 10,927.2 | 11,602.2 | 11,602.2 | 11,602.2 |
| 유가증권 | 32,747.3 | 40,800.8 | 42,325.6 | 43,975.8 | 45,693.0 |
| 단기매매증권 | 2,253.3 | 2,743.3 | 5,122.0 | 5,330.0 | 5,546.4 |
| 매도+만기 | 28,869.6 | 36,377.3 | 35,519.8 | 36,962.0 | 38,462.8 |
| 지분법주식 | 1,624.4 | 1,680.1 | 1,683.8 | 1,683.8 | 1,683.8 |
| 대출채권 | 187,543.0 | 193,965.9 | 199,360.3 | 204,416.5 | 209,071.4 |
| (대손충당금) | -2,333.2 | -2,157.4 | -2,583.9 | -2,688.8 | -2,798.0 |
| 유형자산 | 2,826.0 | 2,886.7 | 2,856.9 | 2,811.4 | 2,766.7 |
| 기타자산 | 8,366.6 | 7,550.2 | 6,049.8 | 6,049.8 | 6,049.8 |
| 부채총계 | 224,056.2 | 237,126.3 | 239,391.4 | 244,795.5 | 249,909.1 |
| 예수금 | 100,663.3 | 108,945.5 | 108,612.4 | 112,227.2 | 115,597.6 |
| 차입금 | 111,838.3 | 115,211.9 | 115,758.8 | 117,548.1 | 119,291.4 |
| 기타부채 | 11,554.7 | 12,968.9 | 15,020.2 | 15,020.2 | 15,020.2 |
| 자본총계 | 17,422.1 | 19,004.6 | 20,219.4 | 21,371.4 | 22,476.0 |
| 자본금 | 3,289.8 | 3,289.8 | 3,289.8 | 3,289.8 | 3,289.8 |
| 자본잉여금 | 545.0 | 545.0 | 545.0 | 545.0 | 545.0 |
| 이익잉여금 | 11,532.7 | 12,462.9 | 13,472.0 | 14,623.9 | 15,728.5 |
| 자본조정+기타포괄손익누계 | 656.4 | 675.4 | 531.6 | 531.6 | 531.6 |
| 지배주주자본 | 16,023.9 | 16,973.0 | 17,838.4 | 18,990.4 | 20,095.0 |
| 이자수익자산(평균) | 211,380 | 223,935 | 232,584 | 238,455 | 244,944 |
| 이자비용부채(평균) | 204,099 | 215,721 | 221,046 | 224,221 | 229,344 |

| 주요지표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| 주당순이익 | 1,759 | 2,282 | 2,522 | 2,381 | 2,319 |
| 주당총당금적립전이익 | 4,341 | 4,833 | 5,313 | 5,337 | 5,434 |
| 주당순자산 | 24,360 | 26,564 | 28,124 | 29,875 | 31,554 |
| 주당배당금 | 480 | 617 | 630 | 640 | 650 |
| 배당성향 | 27.3 | 27.0 | 25.0 | 26.9 | 28.0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 총마진(총자산대비) | 1.97 | 2.06 | 2.13 | 2.11 | 2.12 |
| 순이자마진 | 1.93 | 1.94 | 1.96 | 1.95 | 1.95 |
| 비이자마진 | 0.04 | 0.12 | 0.17 | 0.16 | 0.17 |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.57 | 0.55 | 0.53 | 0.53 | 0.55 |
| 일반관리비/평균총자산 | 0.85 | 0.81 | 0.82 | 0.83 | 0.84 |
| 영업이익/평균총자산 | 0.55 | 0.70 | 0.78 | 0.75 | 0.73 |
| ROA | 0.49 | 0.60 | 0.64 | 0.59 | 0.56 |
| ROE | 7.27 | 8.90 | 9.25 | 8.20 | 7.54 |
| 레버리지배수 | 15.07 | 15.09 | 14.55 | 14.02 | 13.55 |
| 수익성 II (%) | | | | | |
| NIM | 1.91 | 1.94 | 1.95 | 1.93 | 1.92 |
| NIM(카드 제외) | 1.27 | 1.33 | 1.17 | 1.34 | 1.32 |
| NIS | 1.88 | 1.91 | 1.91 | 1.86 | 1.84 |

삼성카드(029780) : 금융주 내 대표적인 Defensive Stock

주가(7/12): 36,700원 /TP: 46,000원

| | | | |
|---------------|------------|---------|-------|
| KOSPI (7/12) | 2,285.06pt | | |
| 시가총액 | 42,520억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 41,350원 | 34,950원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -11.25% | 5.01% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -7.0% | 0.5% |
| | 6M | -3.4% | 5.5% |
| | 1Y | -5.8% | -1.4% |
| 발행주식수 | 115,859천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 131천주 | | |
| 외국인 지분율 | 12.72% | | |
| 배당수익률(18E) | 3.5% | | |
| BPS(18.E) | 65,641원 | | |



◎ 금리 인상, 정부 규제 영향으로 이익 증가율은 점진적으로 축소 전망

- 정부의 금리 규제 강화, 가맹점 수수료 인하 영향 등으로 영업수익 증가율은 점진적 둔화 전망
- 하위 업체의 적자 전환 등으로 정부의 규제 강도는 점차 약화될 것으로 예상

◎ M&A 가치 측면에서 볼 때 기업가치가 매우 높은 주식

- 카드 산업의 수익성 악화로 2위 이하의 업체들간 M&A를 통한 대형화가 불가피한 상황임
- 주요 업체 중 가장 고객 정보를 가장 많이 가진 회사 중 하나로 Big Data 관련 규제 완화 시 수혜 예상
- 삼성생명이 보유한 계열사 주식 가운데 삼성전자에 이어 두 번째로 비중이 높아 M&A 관련주로 부각 예상

◎ 금융주 내 대표적인 Defensive Stock

- 정부의 부동산 중심의 가계 부채 대책 영향이 상대적으로 적음
- 목표주가 46,000원을 제시함. 하반기에도 1.2% 자사주 매입 예상, 수급적으로 긍정적 기여 전망

| 투자지표(십억원,%) | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 총이익 | 2,317.9 | 2,390.7 | 2,451.5 | 2,689.6 | 2,768.4 | 2,867.4 |
| 증감율(%YoY) | -9.8 | 3.1 | 2.5 | 9.7 | 2.9 | 3.6 |
| 영업이익 | 384.2 | 430.9 | 505.6 | 562.1 | 585.1 | 633.4 |
| 증감율(%YoY) | -55.6 | 12.2 | 17.3 | 11.2 | 4.1 | 8.3 |
| 당기순이익 | 333.7 | 349.4 | 386.7 | 413.3 | 430.0 | 465.6 |
| 총당금적립전이익 | 698.4 | 737.7 | 782.1 | 933.2 | 985.5 | 1,013.9 |
| 수정순이익 | 333.7 | 349.4 | 386.7 | 413.3 | 430.0 | 465.6 |
| EPS(원) | 2,892 | 3,028 | 3,351 | 3,581 | 3,727 | 4,034 |
| 증감율(%YoY) | -49.1 | 4.7 | 10.7 | 6.9 | 4.1 | 8.3 |
| BPS(원) | 57,991 | 60,356 | 63,160 | 65,641 | 69,651 | 73,991 |
| PER(배) | 11.19 | 14.25 | 12.34 | 10.25 | 9.85 | 9.10 |
| PBR(배) | 0.56 | 0.71 | 0.65 | 0.56 | 0.53 | 0.50 |
| ROE | 5.1 | 6.3 | 5.8 | 6.0 | 5.9 | 6.0 |
| ROA | 1.8 | 2.1 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.9 |
| 배당수익률 | 4.6 | 3.5 | 3.6 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |

삼성카드(029780) : 금융주 내 대표적인 Defensive Stock

◎ M&A 관점에서 볼 때 기업가치가 높은 금융회사

1. 자회사 투자한도 기준을 취득한도에서 시가로 변경하는 보험업법 개편 시 매각 대상에 편입될 가능성이 높음
→ 삼성생명이 보유한 계열사 주식 가운데 삼성카드는 삼성전자에 이어 두 번째로 비중이 높은 주식이라는 점
2. 정부 규제 영향으로 인한 카드 산업의 수익성 악화로 2위 이하의 업체들간 M&A를 통한 대형화가 불가피한 상황임
3. 주요 업체 중 가장 고객 정보를 가장 많이 가진 회사 중 하나로 M&A를 통한 기업간 융합을 통해 Big Data 부문의 경쟁력 확보 가능
→ M&A 등을 통해 카드사가 보유한 정보와 더불어 유통회사 및 정보 관련회사와 결합할 경우 Big Data 사업부문의 경쟁력이 제고 될 것

삼성생명이 보유한 지분 개요 (단위: 천주, 백만원)

| 구분 | 지분보유회사명 | 보유주식수 | 지분율 | 취득원가 | 장부가액 | 시장가치 |
|-----------|-------------|---------|--------|-----------|------------|---------|
| 매도가능주식 | 삼성전자 | 508,157 | 7.92 | 544,408 | 23,629,307 | 46,500 |
| | 삼성전자우 | 44 | 0.00 | 27 | 1,642 | 37,350 |
| | 삼성증권 | 26,246 | 29.39 | 928,392 | 875,308 | 33,350 |
| | 삼성화재 | 7,099 | 14.98 | 706,441 | 1,888,357 | 266,000 |
| | 삼성화재우 | 1 | 0.02 | 1,164 | 133 | 185,000 |
| | 삼성중공업 | 12,643 | 3.24 | 88,890 | 81,168 | 6,420 |
| | 에스원 | 2,030 | 5.34 | 30,768 | 202,642 | 99,800 |
| | 호텔신라 | 2,865 | 7.30 | 19,797 | 295,111 | 103,000 |
| | 삼성카드 | 83,259 | 71.86 | 2,870,791 | 3,080,583 | 37,000 |
| | 삼성경제연구소 | 1,776 | 14.80 | 8,880 | 10,317 | 5,809 |
| | 삼성자산운용 | 18,686 | 100.00 | 401,788 | 401,788 | 21,502 |
| | 생보부동산신탁회사 | 500 | 50.00 | 5,430 | 29,958 | 59,917 |
| | 삼성생명서비스손해사정 | 3,153 | 99.78 | 19,238 | 19,238 | 6,102 |
| | 에이앤디신용정보 | 195 | 19.50 | 975 | 2,947 | 15,112 |
| 삼성SRA자산운용 | 4,000 | 100.00 | 20,000 | 20,000 | 5,000 | |
| 총계 | | | | 5,671,624 | 30,538,499 | |

자료: 금융감독원, 시장가치 기준

삼성카드(029780)

삼성카드 대차대조표

| | FY2016 | FY2017 | FY2018F | FY2019F | FY2020F |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 자산총계 | 21,904 | 23,077 | 22,895 | 24,104 | 25,460 |
| 상표자산 | 20,051 | 21,189 | 21,038 | 22,186 | 23,409 |
| 카드자산 | 17,506 | 18,076 | 19,478 | 20,660 | 21,915 |
| 신판 | 12,392 | 12,611 | 13,602 | 14,436 | 15,322 |
| 현금서비스 | 1,102 | 1,160 | 1,184 | 1,244 | 1,308 |
| 카드론 | 4,013 | 4,305 | 4,692 | 4,980 | 5,285 |
| 할부금융 | 1,018 | 1,671 | 1,856 | 1,970 | 2,091 |
| 여신금융 | 141 | 173 | 188 | 199 | 211 |
| 리스자산 | 1,385 | 1,269 | 1,185 | 1,127 | 1,072 |
| 대손충당금 | -423 | -449 | -517 | -551 | -519 |
| 기타자산 | 2,276 | 2,337 | 2,373 | 2,469 | 2,570 |
| 부채총계 | 15,289 | 16,154 | 15,853 | 16,632 | 17,523 |
| 차입금 | 1,030 | 1,090 | 294 | 2,004 | 3,701 |
| 사채 | 7,718 | 9,321 | 10,888 | 9,760 | 8,748 |
| 유동화차입금 | 2,296 | 2,307 | 1,960 | 2,047 | 2,138 |
| 사채할인발행차금 | -13 | -13 | -13 | -13 | -13 |
| 기타부채 | 3,483 | 3,239 | 2,711 | 2,821 | 2,936 |
| 자본총계 | 6,616 | 6,923 | 7,041 | 7,471 | 7,937 |
| 자본금 | 615 | 615 | 615 | 615 | 615 |
| 자본잉여금 | 1,643 | 1,643 | 1,643 | 1,643 | 1,643 |
| 이익잉여금 | 4,108 | 4,334 | 4,453 | 4,883 | 5,348 |
| 자본조정+기타포괄손익 | 250 | 331 | 331 | 331 | 331 |

주요지표

| | FY2016 | FY2017 | FY2018F | FY2019F | FY2020F |
|-----------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 자본적정성(%) | | | | | |
| 자기자본비율-금감원 기준 | 32.4 | 32.2 | 35.5 | 35.1 | 34.8 |
| Tier-1 비율 | 29.8 | 29.3 | 32.5 | 32.3 | 32.1 |
| Coverage Ratio(1개월이상) | 197.9 | 206.9 | 199.6 | 197.2 | 224.5 |
| Coverage Ratio(대환포함) | 157.6 | 162.0 | 151.2 | 150.2 | 160.5 |
| 대손충당금/기말총채권 | 29.2 | 30.2 | 30.2 | 30.1 | 30.1 |
| 건전성 지표(%) | | | | | |
| 연체율(1개월이상) | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 1개월이상 연체율 증감 | 2.6 | 4.4 | 7.0 | 10.0 | 13.7 |
| 1개월이상 연체율(대환론 포함) | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| 대손전입액/평균상표자산 | 2.0 | 1.5 | 2.0 | 2.0 | 1.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 비용률 | 70.2 | 68.0 | 65.2 | 64.4 | 64.6 |
| 손이자 스프레드(A-B) | 14.0 | 10.9 | 11.8 | 11.7 | 11.5 |
| 카드자산대비운용수익률(A) | 17.5 | 13.5 | 14.5 | 14.6 | 14.4 |
| 신판수수료 | 21.8 | 17.8 | 17.6 | 17.4 | 17.4 |
| 현금서비스 | 25.3 | 20.1 | 20.1 | 20.1 | 20.1 |
| 카드론 | 18.3 | 14.7 | 15.1 | 15.1 | 15.1 |
| 할부금융 | 57.5 | 24.4 | 23.6 | 22.6 | 21.7 |
| 차입금대비 조달수익률(B) | 3.5 | 2.6 | 2.7 | 2.8 | 2.8 |

삼성카드 손익계산서

| | FY2016 | FY2017 | FY2018F | FY2019F | FY2020F |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 이자순수익 | 2,902 | 3,084 | 3,329 | 3,494 | 3,691 |
| 이자수익 | 3,184 | 3,393 | 3,683 | 3,877 | 4,094 |
| 할부판매 | 2,019 | 2,192 | 2,313 | 2,443 | 2,593 |
| 현금서비스 | 224 | 219 | 230 | 240 | 253 |
| 카드론 | 577 | 596 | 671 | 715 | 758 |
| 대출이자 | 10 | 11 | 11 | 12 | 13 |
| 할부금융+기타 | 354 | 375 | 458 | 467 | 477 |
| 이자비용 | 282 | 310 | 354 | 383 | 403 |
| 비이자이익 | -512 | -632 | -640 | -726 | -823 |
| 총이익 | 2,391 | 2,452 | 2,690 | 2,768 | 2,867 |
| 판매관리비 | 1,678 | 1,666 | 1,753 | 1,783 | 1,854 |
| 인건비 | 414 | 336 | 355 | 363 | 374 |
| 기타 판매비 | 997 | 1,059 | 1,121 | 1,143 | 1,186 |
| 충전영업이익 | 712 | 786 | 936 | 986 | 1,014 |
| 대손비용 | 281 | 280 | 374 | 400 | 380 |
| 영업이익 | 431 | 506 | 562 | 585 | 633 |
| 영업외이익 | 25 | -3 | -3 | 0 | 0 |
| 경상이익 | 456 | 502 | 559 | 585 | 633 |
| 법인세 | 107 | 115 | 146 | 155 | 168 |
| 당기순이익 | 349 | 387 | 413 | 430 | 466 |
| 충당금적립전이익 | 738 | 782 | 933 | 986 | 1,014 |
| 경상순이익 | 349 | 387 | 413 | 430 | 466 |

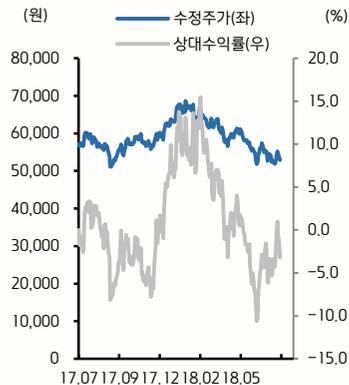
주요 지표 II

| | FY2016 | FY2017 | FY2018F | FY2019F | FY2020F |
|-------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| ROA Breakdown(%) | | | | | |
| 수정순이자마진(NIM) | 14.44 | 11.00 | 11.76 | 11.79 | 11.59 |
| 총자산대비운용수익률 | 16.14 | 12.39 | 13.30 | 13.42 | 13.22 |
| 총자산대비조달비용률 | 1.70 | 1.39 | 1.55 | 1.63 | 1.63 |
| 대손상각비/총자산 | 1.70 | 1.26 | 1.64 | 1.71 | 1.54 |
| 판매비/총자산 | 10.14 | 7.47 | 7.66 | 7.59 | 7.49 |
| ROA | 2.11 | 1.74 | 1.81 | 1.83 | 1.88 |
| ROE | 6.32 | 5.76 | 6.02 | 5.92 | 6.04 |
| Leverage 승수 | 7.24 | 6.59 | 6.83 | 6.73 | 6.81 |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,028 | 3,351 | 3,581 | 3,727 | 4,034 |
| 경상EPS | 3,028 | 3,351 | 3,581 | 3,727 | 4,034 |
| 충전EPS | 6,392 | 6,778 | 8,087 | 8,540 | 8,786 |
| 주당 BPS | 60,356 | 63,160 | 65,641 | 69,651 | 73,991 |
| 주당 배당금 | 1,500 | 1,500 | 1,300 | 1,300 | 1,300 |
| 배당성향(%) | 32.6 | 32.6 | 32.6 | 32.6 | 32.6 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 상품자산 증가율 | 14.0 | 5.7 | -0.7 | 5.5 | 5.5 |
| 충전이익 증가율 | 5.6 | 6.0 | 19.3 | 5.6 | 2.9 |
| 당기순이익 증가율 | 4.7 | 10.7 | 6.9 | 4.1 | 8.3 |
| EPS 증가율 | 4.7 | 10.7 | 6.9 | 4.1 | 8.3 |

KB금융(105560) : 가계 익스포저가 많은 국내 최대은행

주가(7/12): 52,900원 /TP: 63,000원

| | | | |
|---------------|------------|---------|--------|
| KOSPI(7/12) | 2,285.06pt | | |
| 시가총액 | 221,181억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 68,600원 | 51,100원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -22.89% | 3.52% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -7.0% | 0.4% |
| | 6M | -21.9% | -14.6% |
| | 1Y | -7.5% | -3.2% |
| 발행주식수 | 418,112천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 1,015천주 | | |
| 외국인 지분율 | 69.49% | | |
| 배당수익률(18E) | 3.2% | | |
| BPS(18.E) | 78,144원 | | |



◎ 비은행 분야 강화 통해 은행 수익 비중을 낮춘 점은 매우 긍정적임

- LIG손보, 현대증권 인수 통해 비은행을 강화함으로써 수익원 다변화에 성공함
- 증권산업 성장으로 인한 증권 부문 이익 성장으로 이익의 안정성 크게 제고됨

◎ 가계 및 부동산 관련 익스포저가 큰 은행으로 가계 부채 구조조정 영향 예상

- 가계 익스포저가 많은 국내 최대 은행으로 정부 주도의 가계 부채 구조조정 시 수익성 둔화 예상됨
- 양호한 수익기반을 바탕으로 적극적인 위험관리에 나설 경우 향후 해당분야에서의 손실 폭은 제한적일 전망

◎ 상기 요인을 고려하여 목표주가를 63,000원으로 하향, 투자 의견 “Outperform” 유지.

- 향후 부채 구조조정에 따른 수익성 둔화 우려를 고려하여 목표주가를 63,000원으로 하향 조정
- 위험관리 능력이 과거 대비 크게 개선된 점을 감안, 구조조정 진행 추이를 보아 투자 의견을 재조정하겠음

| 투자지표(십억원,%) | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자회사이익 | 1,993.5 | 2,080.9 | 3,912.7 | 3,571.2 | 3,084.1 | 3,033.1 |
| 증감율(%YoY) | -4.7 | 4.4 | 88.0 | -8.7 | -13.6 | -1.7 |
| 지배주주순이익 | 1,842.3 | 2,143.7 | 3,311.9 | 3,000.5 | 2,479.1 | 2,391.7 |
| 증감율(%YoY) | -7.8 | 16.4 | 54.5 | -9.4 | -17.4 | -3.5 |
| EPS(원) | 4,768 | 5,381 | 8,259 | 7,482 | 6,182 | 5,964 |
| 증감율(%YoY) | -7.8 | 12.8 | 53.5 | -9.4 | -17.4 | -3.5 |
| NAVPS(원) | 67,882 | 67,751 | 73,881 | 78,144 | 82,095 | 85,937 |
| PER(배) | 7.1 | 8.1 | 7.7 | 7.1 | 8.6 | 8.9 |
| K-PBR(배) | 0.50 | 0.64 | 0.86 | 0.68 | 0.64 | 0.62 |
| 경상 ROE | 7.2 | 7.9 | 11.1 | 9.4 | 7.4 | 6.8 |
| ROA | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.5 |
| 배당수익률 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 3.2 | 3.0 | 3.0 |

KB금융(105560)

KB국민은행

| 손익계산서 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 이자이익 | 4,868.9 | 5,393.1 | 5,795.7 | 5,883.8 | 5,977.3 |
| 비이자이익 | 2,189.5 | 997.2 | 846.7 | 823.2 | 833.6 |
| 수수료 | 1,316.1 | 1,482.1 | 1,655.2 | 1,679.5 | 1,702.9 |
| 신탁보수 | 198.0 | 306.0 | 371.1 | 369.2 | 384.6 |
| 유가증권 | 1,501.2 | -167.3 | 32.4 | 23.6 | 24.8 |
| 외환손익 | 99.0 | 373.2 | 183.7 | 163.0 | 168.0 |
| 기타영업비용 | -924.9 | -996.9 | -1,395.7 | -1,412.1 | -1,446.8 |
| 총전총이익 | 7,058.4 | 6,390.3 | 6,642.4 | 6,707.0 | 6,810.9 |
| 판매관리비 | 4,232.4 | 3,632.5 | 3,754.8 | 3,927.0 | 4,059.8 |
| 총영업이익 | 1,432.9 | 2,757.8 | 2,887.6 | 2,780.0 | 2,751.0 |
| 대손상각비 | 247.6 | 113.0 | 433.9 | 875.7 | 971.8 |
| 법인세 | 284.7 | 427.6 | 681.2 | 504.6 | 471.5 |
| 당기순이익 | 967.8 | 2,262.9 | 1,890.6 | 1,399.7 | 1,307.7 |
| 총당금적립전이익 | 2,527.0 | 3,158.9 | 3,295.8 | 3,107.0 | 3,071.5 |
| 대차대조표 | | | | | |
| 자산총계 | 301,205 | 323,419 | 339,705 | 347,189 | 354,532 |
| 대출채권 | 234,634 | 248,884 | 256,778 | 262,810 | 268,667 |
| 부채총계 | 278,013 | 298,178 | 315,504 | 322,275 | 328,957 |
| 예수금 | 220,047 | 234,303 | 242,732 | 253,542 | 264,588 |
| 자본총계 | 23,192 | 25,241 | 24,201 | 24,914 | 25,575 |
| 자본금 | 2,022 | 2,022 | 2,022 | 2,022 | 2,022 |
| 지배주주자본 | 23,192 | 25,241 | 24,201 | 24,914 | 25,575 |

| 주요지표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 원화대출금 점유율 | 17.7 | 17.9 | 17.9 | 17.9 | 17.9 |
| 예수금(말잔) 점유율 | 17.9 | 18.0 | 18.4 | 18.4 | 18.4 |
| 원화대출금 증가율 | 6.5 | 6.5 | 3.4 | 2.4 | 2.3 |
| 원화예수금 증가율 | 5.0 | 7.1 | 5.0 | 2.3 | 2.2 |
| 이자이익증가율 | 2.2 | 10.8 | 7.5 | 1.5 | 1.6 |
| 예대출 | 99.9 | 100.0 | 98.5 | 97.6 | 96.7 |
| 비용률 | 74.7 | 56.8 | 56.5 | 58.6 | 59.6 |
| 고정아여신비용 | 0.7 | 0.6 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 고정아여 총당비용 | 95.6 | 99.7 | 99.7 | 102.7 | 105.7 |
| NIM | 1.58 | 1.71 | 1.72 | 1.71 | 1.69 |
| NIS | 1.55 | 1.67 | 1.71 | 1.70 | 1.68 |
| 총마진 (총자산대비) | 2.38 | 2.03 | 1.97 | 1.95 | 1.94 |
| 순이자마진 | 1.64 | 1.71 | 1.72 | 1.71 | 1.70 |
| 비이자마진 | 0.74 | 0.32 | 0.25 | 0.24 | 0.24 |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.08 | 0.04 | 0.13 | 0.25 | 0.28 |
| 일반관리비/평균총자산 | 1.42 | 1.15 | 1.11 | 1.14 | 1.15 |
| ROA | 0.33 | 0.69 | 0.56 | 0.41 | 0.37 |
| ROE | 4.52 | 9.62 | 8.01 | 5.70 | 5.17 |
| 레버리지배수 | 12.99 | 12.81 | 14.04 | 13.94 | 13.86 |

KB금융

| 손익계산서 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 자회사별 이익 | 2,080.9 | 3,912.7 | 3,571.2 | 3,084.1 | 3,033.1 |
| 은행 | 964.3 | 2,175.0 | 1,905.1 | 1,400.6 | 1,307.8 |
| 증권 | -93.4 | 271.7 | 252.7 | 270.4 | 283.9 |
| 카드 | 317.1 | 296.8 | 267.1 | 253.8 | 241.1 |
| 캐피탈 | 96.8 | 120.8 | 117.2 | 105.5 | 108.6 |
| 손해보험 | 0.0 | 330.3 | 303.9 | 306.9 | 322.3 |
| 기타 | 796.1 | 718.1 | 725.3 | 747.0 | 769.5 |
| 지주회사 손이익 | 62.8 | -600.8 | -570.8 | -605.0 | -641.3 |
| 지배주주순이익 | 2,143.7 | 3,311.9 | 3,000.5 | 2,479.1 | 2,391.7 |
| 대차대조표(연결) | | | | | |
| 자산총계 | 375,673.7 | 436,785.6 | 456,446.0 | 463,929.5 | 471,273.0 |
| 대출채권 | 265,486.1 | 290,122.8 | 299,213.2 | 305,244.5 | 311,101.9 |
| 부채총계 | 344,412.3 | 402,740.8 | 420,783.2 | 426,498.4 | 432,119.1 |
| 예수부채 | 239,802.9 | 255,874.2 | 267,644.8 | 273,528.4 | 279,411.9 |
| 자본총계 | 31,261.4 | 34,044.8 | 35,662.8 | 37,431.1 | 39,153.9 |
| 자본금 | 2,090.6 | 2,090.6 | 2,090.6 | 2,090.6 | 2,090.6 |
| 주요주주 자본총계 | 30,998.0 | 34,038.7 | 35,656.6 | 37,424.9 | 39,147.6 |
| 수정자기자본 | 28,327.6 | 30,890.4 | 32,672.8 | 34,324.8 | 35,931.3 |

| 주요지표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총자산 성장률 | 14.2 | 16.3 | 4.5 | 1.6 | 1.6 |
| EPS 증가율 | 12.8 | 53.5 | -9.4 | -17.4 | -3.5 |
| EPS | 5,381 | 8,259 | 7,482 | 6,182 | 5,964 |
| BPS | 74,138 | 81,411 | 85,280 | 89,509 | 93,630 |
| NAIPS(원) 대손준비금 제외 | 67,751 | 73,881 | 78,144 | 82,095 | 85,937 |
| 주당 배당금 | 1,250 | 1,920 | 1,700 | 1,600 | 1,600 |
| 배당 성장률(%) | 23.2 | 23.2 | 22.7 | 25.9 | 26.8 |
| ROE(%) | 7.2 | 10.1 | 8.6 | 6.8 | 6.2 |
| 자회사별 이익 구성(%) | | | | | |
| 은행 | 46.3 | 55.6 | 53.3 | 45.4 | 43.1 |
| 신한카드 | -4.5 | 6.9 | 7.1 | 8.8 | 9.4 |
| 증권 | 15.2 | 7.6 | 7.5 | 8.2 | 7.9 |
| 보험 | 4.7 | 3.1 | 3.3 | 3.4 | 3.6 |
| 기타 | 38.3 | 18.4 | 20.3 | 24.2 | 25.4 |
| BIS기준자기자본비율 | 15.27 | 15.24 | 15.79 | 16.42 | 17.02 |
| Tier1 | 14.37 | 14.61 | 15.34 | 15.98 | 16.59 |
| 보통주비율 | 14.25 | 14.61 | 14.74 | 15.38 | 15.99 |

우리은행(000030) : 지주회사 전환, 주가에 호재

Outperform(Downgrade)

주가(7/12): 16,500원 /TP: 19,000원

| | | | |
|---------------|------------|---------|-------|
| KOSPI(7/12) | 2,285.06pt | | |
| 시가총액 | 111,540억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 19,550원 | 13,700원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -15.60% | 20.44% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -2.1% | 5.8% |
| | 6M | -3.8% | 5.1% |
| | 1Y | -10.1% | -5.9% |
| 발행주식수 | 676,000천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 1,723천주 | | |
| 외국인 지분율 | 25.68% | | |
| 배당수익률(18E) | 3.6% | | |
| BPS(18.E) | 31,879원 | | |



◎ 지주회사 전환, 향후 Valuation 할인 해소 요인

- 지주회사 전환 후 M&A를 통한 비은행 분야 역량 강화, 향후 주가 상승의 변수가 될 전망
→ 증권사 인수를 1 순위로 둘 것이며 경쟁력 있는 증권사 인수 성공 여부에 따라 주가 상승이 달라질 듯
- 비은행 분야의 취약점, 여타 은행금융 그룹 대비 주가 측면에서 할인요인으로 작용해 옴
- 지주회사 전환 과정에서 발생한 주식매수 청구권 이슈로 상대적으로 안정적 주가 추세 지속 전망

◎ 부동산 임대업 익스포저가 상대적으로 많은 점은 향후 주가 상승의 제약 요인

- 원화대출금 대비 부동산 임대업 비중이 13.8%로 KEB하나은행에 이어 두 번째로 높음
- 상대적으로 여신 성장률이 높지 않아 위험 수준은 하나금융, KB금융보다 낮을 듯

◎ 주가 상승으로 인한 투자 매력도 약화로 투자 의견을 Outperform으로 하향 조정

- 지주회사 전환 추진 후 증권 등 인수를 통해 성공적으로 비은행 부문을 강화할 경우 투자 의견 상향 계획
- 목표주가를 19,000원으로 유지하며 최근 주가 상승에 따른 투자 매력도 약화를 감안해 투자 의견 하향

| 투자지표(십억원, %) | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 총전총이익 | 4,914 | 5,083 | 5,554 | 5,755 | 5,824 | 5,936 |
| 증감율(%YoY) | 9.5 | 3.4 | 9.3 | 3.6 | 1.2 | 1.9 |
| 영업이익 | 1,090 | 1,271 | 1,791 | 2,251 | 1,678 | 1,626 |
| 지배주주순이익 | 1,059.2 | 1,261.3 | 1,512.1 | 1,814.2 | 1,293.5 | 1,219.8 |
| 증감율(%YoY) | -13 | 19 | 20 | 20 | -29 | -6 |
| 총당금적립전이익 | 2,364.3 | 2,326.6 | 2,679.3 | 3,299.7 | 2,965.6 | 2,970.4 |
| EPS(원) | 1,566 | 1,865 | 2,236 | 2,683 | 1,913 | 1,804 |
| 증감율(%YoY) | -12.8 | 19.1 | 19.9 | 20.0 | -28.7 | -5.7 |
| BPS(원) | 28,374 | 30,145 | 30,115 | 31,879 | 33,191 | 34,396 |
| 수정PER(배) | 5.8 | 7.1 | 7.2 | 6.2 | 8.6 | 9.1 |
| PBR(배) | 0.32 | 0.44 | 0.54 | 0.52 | 0.50 | 0.48 |
| 수정PBR(배) | 0.36 | 0.49 | 0.61 | 0.58 | 0.55 | 0.54 |
| ROE | 6.2 | 7.1 | 8.4 | 9.7 | 6.5 | 5.9 |
| ROA | 0.39 | 0.43 | 0.51 | 0.59 | 0.41 | 0.38 |
| 배당수익률 | 5.5 | 3.0 | 3.7 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |

우리은행(000030)

| 손익계산서 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 이자순이익 | 4,222 | 4,391 | 4,634 | 4,700 | 4,815 |
| 이자수익 | 7,377 | 7,386 | 8,040 | 8,242 | 8,429 |
| 이자비용 | 3,154 | 2,995 | 3,406 | 3,542 | 3,613 |
| 비이자이익 | 861 | 1,164 | 1,121 | 1,124 | 1,121 |
| 수수료 | 990 | 1,073 | 1,207 | 1,219 | 1,248 |
| 기타원화수수료 | 957 | 908 | 1,006 | 1,008 | 1,026 |
| 수익증권 | 68 | 80 | 103 | 109 | 114 |
| 방카 | 76 | 86 | 98 | 103 | 108 |
| 유가증권손익 | 752 | 429 | 429 | 388 | 359 |
| 외환손익 | 78 | 428 | 207 | 172 | 172 |
| 신탁보수 | 76 | 142 | 165 | 159 | 167 |
| 기타영업비용 | -873 | -834 | -804 | -814 | -826 |
| 총전총이익 | 5,083 | 5,554 | 5,755 | 5,824 | 5,936 |
| 판매관리비 | 3,115 | 3,129 | 3,206 | 3,309 | 3,421 |
| 총전영업이익 | 1,968 | 2,426 | 2,549 | 2,515 | 2,515 |
| 대손상각비 | 697 | 635 | 298 | 837 | 889 |
| 영업이익 | 1,271 | 1,791 | 2,251 | 1,678 | 1,626 |
| 영업외이익 | 40 | -170 | 12 | 0 | 0 |
| 경상이익 | 1,311 | 1,620 | 2,263 | 1,678 | 1,626 |
| 기배주순이익 | 1,261 | 1,512 | 1,814 | 1,293 | 1,220 |
| 총당금적립전이익 | 2,327 | 2,679 | 3,300 | 2,966 | 2,970 |

| 주요지표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------|------|------|------|-------|-------|
| 건전성(%) | | | | | |
| BIS기준 자기자본비율 | 15.3 | 15.6 | 15.9 | 16.1 | 16.3 |
| Tier-1 비율 | 12.7 | 13.2 | 13.0 | 13.9 | 14.1 |
| 고정비하여신비율 | 1.0 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| 고정비하 총당비율 | 84.3 | 87.6 | 92.6 | 97.6 | 102.6 |
| 시장점유율(%) | | | | | |
| 은행예수금 점유율 | 16.3 | 16.3 | 16.4 | 16.4 | 16.4 |
| 원화대출금 점유율 | 15.3 | 15.1 | 15.1 | 15.1 | 15.1 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 은행자산증가율 | 5.1 | 2.1 | 4.4 | 2.0 | 2.0 |
| 원화대출금 증가율 | 3.6 | 4.4 | 3.2 | 2.4 | 2.3 |
| 이자순이익증가율 | 4.2 | 4.0 | 5.5 | 1.4 | 2.4 |
| 수수료수익증가율 | 1.2 | 8.4 | 12.5 | 1.0 | 2.3 |
| 총전영업이익증가율 | -4.8 | 23.3 | 5.1 | -1.4 | 0.0 |
| EPS 증가율 | 19.1 | 19.9 | 20.0 | -28.7 | -5.7 |
| 효율성 및 생산성(%) | | | | | |
| 예대율 | 98.2 | 97.3 | 96.6 | 96.8 | 96.9 |
| 비용률 | 61.3 | 56.3 | 55.7 | 56.8 | 57.6 |
| 총전이익대비 이자순이익비중 | 79.8 | 78.3 | 77.2 | 77.3 | 77.3 |

| 대차대조표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계 | 290,772 | 296,738 | 309,748 | 316,073 | 322,282 |
| 현금및예치금 | 19,277 | 12,748 | 24,256 | 24,376 | 24,497 |
| 유가증권 | 36,847 | 35,983 | 36,891 | 37,716 | 38,562 |
| 단기매매증권 | 1,170 | 1,009 | 2,799 | 2,869 | 2,942 |
| 매도+만기 | 31,898 | 30,825 | 29,942 | 30,697 | 31,470 |
| 지분법주식 | 3,779 | 4,149 | 4,150 | 4,150 | 4,150 |
| 대출채권 | 222,276 | 234,756 | 230,604 | 235,931 | 241,120 |
| (대손충당금) | -1,622 | -1,505 | -1,713 | -1,791 | -1,873 |
| 유형자산 | 3,176 | 3,269 | 3,325 | 3,378 | 3,432 |
| 기타자산 | 9,195 | 9,982 | 14,672 | 14,672 | 14,672 |
| 부채총계 | 270,920 | 276,943 | 288,733 | 294,170 | 299,565 |
| 예수금 | 193,361 | 203,780 | 211,777 | 216,570 | 221,363 |
| 차입금 | 14,146 | 13,146 | 12,455 | 12,654 | 12,855 |
| 기타부채 | 25,310 | 17,189 | 24,989 | 24,989 | 24,989 |
| 자본총계 | 19,853 | 19,794 | 21,015 | 21,903 | 22,717 |
| 자본금 | 3,381 | 3,381 | 3,381 | 3,381 | 3,381 |
| 자본잉여금 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 |
| 이익잉여금 | 12,488 | 13,261 | 14,687 | 15,575 | 16,389 |
| 자본조정+기타포괄손익누계 | 1,833 | -135 | -341 | -341 | -341 |
| 기배주순이익 | 16,278 | 16,776 | 17,997 | 18,885 | 19,699 |
| 이자수익자산(평잔) | 251,649 | 255,461 | 265,001 | 269,698 | 275,853 |
| 이자비용부채(평잔) | 246,923 | 250,414 | 259,249 | 263,789 | 269,179 |

| 주요지표 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주요지표(원) | | | | | |
| 주당순이익 | 1,865 | 2,236 | 2,683 | 1,913 | 1,804 |
| 주당총당금적립전이익 | 3,440 | 3,962 | 4,879 | 4,385 | 4,392 |
| 주당순자산 | 30,145 | 30,115 | 31,879 | 33,191 | 34,396 |
| 주당배당금 | 400 | 600 | 600 | 600 | 600 |
| 배당성향 | 21.4 | 26.8 | 22.4 | 31.4 | 33.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 총마진(총자산대비) | 1.74 | 1.88 | 1.87 | 1.86 | 1.86 |
| 순이자마진 | 1.44 | 1.48 | 1.51 | 1.50 | 1.51 |
| 비이자마진 | 0.29 | 0.39 | 0.36 | 0.36 | 0.35 |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.24 | 0.21 | 0.10 | 0.27 | 0.28 |
| 일반관리비/평균총자산 | 1.06 | 1.06 | 1.04 | 1.06 | 1.07 |
| 영업이익/평균총자산 | 0.43 | 0.61 | 0.73 | 0.54 | 0.51 |
| ROA | 0.43 | 0.51 | 0.59 | 0.41 | 0.38 |
| ROE | 7.11 | 8.43 | 9.66 | 6.54 | 5.95 |
| 레버리지배수 | 6.83 | 6.67 | 6.78 | 6.93 | 7.05 |
| 수익성 II (%) | | | | | |
| NIM | 1.41 | 1.47 | 1.50 | 1.49 | 1.50 |
| NIM(카드 제외) | 1.11 | 1.19 | 1.37 | 1.16 | 1.16 |
| NIS | 1.38 | 1.44 | 1.47 | 1.46 | 1.46 |

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 7월 13일 현재 동 자료상 투자의견이 제시된 기업 중 '우리은행'의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) | 업종 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상 | Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상 | Neutral (중립) | 시장대비 +10~10% 변동 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상 | | |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상 | | |

◎ 투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 160 | 95.24% |
| 중립 | 6 | 3.57% |
| 매도 | 2 | 1.19% |

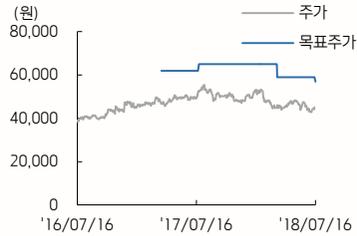
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | | |
|--------------------|------------|----------------------|------------------------|----------------------|------------|------------|--------|
| | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 | |
| 신한지주 (055550) | 2017/04/03 | BUY(Initiate) | 62,000원 | 6개월 | -24.67 | -23.06 | |
| | 2017/04/21 | BUY(Maintain) | 62,000원 | 6개월 | -21.34 | -18.06 | |
| | 2017/07/10 | BUY(Maintain) | 62,000원 | 6개월 | -21.05 | -15.65 | |
| | 2017/07/24 | BUY(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -20.78 | -14.77 | |
| | 2017/10/31 | BUY(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -22.30 | -14.77 | |
| | 2018/01/09 | BUY(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -22.04 | -14.77 | |
| | 담당자변경 | 2018/03/21 | BUY(Reinitiate) | 59,000원 | 6개월 | -23.40 | -21.86 |
| | | 2018/04/23 | BUY(Maintain) | 59,000원 | 6개월 | -21.59 | -17.97 |
| | | 2018/05/23 | BUY(Maintain) | 59,000원 | 6개월 | -22.52 | -17.97 |
| | | 2018/07/16 | BUY(Maintain) | 57,000원 | 6개월 | | |
| KB금융 (105560) | 2017/04/03 | BUY(Initiate) | 65,000원 | 6개월 | -25.65 | -24.31 | |
| | 2017/04/17 | BUY(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -25.05 | -22.46 | |
| | 2017/04/21 | BUY(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -18.62 | -11.08 | |
| | 2017/07/05 | BUY(Maintain) | 75,000원 | 6개월 | -23.80 | -22.53 | |
| | 2017/07/21 | BUY(Maintain) | 75,000원 | 6개월 | -24.45 | -19.73 | |
| | 2017/10/30 | BUY(Maintain) | 78,000원 | 6개월 | -26.12 | -23.21 | |
| | 2017/11/28 | BUY(Maintain) | 78,000원 | 6개월 | -22.86 | -13.85 | |
| | 2018/01/11 | BUY(Maintain) | 85,000원 | 6개월 | -23.79 | -19.29 | |
| | 담당자변경 | 2018/03/21 | Outperform(Reinitiate) | 70,000원 | 6개월 | -14.49 | -8.71 |
| | | 2018/04/20 | Outperform(Maintain) | 70,000원 | 6개월 | -15.17 | -8.71 |
| 2018/05/23 | | Outperform(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -16.48 | -11.69 | |
| 2018/07/16 | | Outperform(Maintain) | 63,000원 | 6개월 | | | |
| 하나금융지주 (086790) | 2017/04/03 | BUY(Initiate) | 45,000원 | 6개월 | -18.05 | -16.33 | |
| | 2017/04/24 | BUY(Maintain) | 48,000원 | 6개월 | -10.08 | 4.58 | |
| | 2017/07/24 | BUY(Maintain) | 55,000원 | 6개월 | -11.81 | -5.45 | |
| | 2017/10/30 | BUY(Maintain) | 61,000원 | 6개월 | -20.11 | -9.51 | |
| | 2018/01/16 | BUY(Maintain) | 67,000원 | 6개월 | -25.13 | -17.16 | |
| | 담당자변경 | 2018/03/21 | Outperform(Reinitiate) | 52,000원 | 6개월 | -14.61 | -5.87 |
| 2018/04/23 | | Outperform(Maintain) | 53,000원 | 6개월 | -12.72 | -9.62 | |
| 2018/05/23 | | Outperform(Maintain) | 51,000원 | 6개월 | -14.53 | -9.31 | |
| 2018/07/16 | | Outperform(Maintain) | 50,000원 | 6개월 | | | |

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | |
|---------------------|------------|-----------------------|---------|----------------------|------------|------------|
| | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 우리은행 (000030) | 2018/03/21 | BUY(Reinitiate) | 19,000원 | 6개월 | -22.89 | -18.16 |
| | 2018/04/23 | BUY(Maintain) | 20,000원 | 6개월 | -21.73 | -19.50 |
| | 2018/05/23 | BUY(Maintain) | 19,000원 | 6개월 | -14.49 | -10.00 |
| 기업은행 (024110) | 2018/07/16 | Outperform(Downgrade) | 19,000원 | 6개월 | | |
| | 2018/03/21 | BUY(Reinitiate) | 20,000원 | 6개월 | -20.95 | -16.25 |
| | 2018/04/27 | BUY(Maintain) | 22,000원 | 6개월 | -24.27 | -22.73 |
| | 2018/05/23 | BUY(Maintain) | 23,000원 | 6개월 | -31.02 | -28.48 |
| BNK금융지주 (138930) | 2018/07/16 | BUY(Maintain) | 22,000원 | 6개월 | | |
| | 2018/05/23 | BUY(Reinitiate) | 14,000원 | 6개월 | -31.43 | -26.43 |
| | 2018/07/16 | BUY(Initiate) | 46,000원 | 6개월 | | |
| 삼성카드 (029780) | 2018/07/16 | BUY(Initiate) | 46,000원 | 6개월 | | |

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

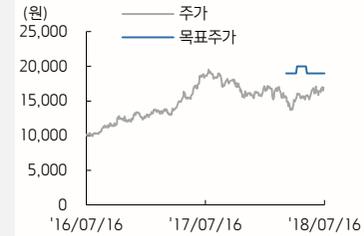
신한지주 (055550)



KB금융 (105560)



우리은행 (000030)



기업은행 (024110)



하나금융지주 (086790)



BNK금융지주(138930)



삼성카드(029780)

