

20181129

SK INDUSTRY ANALYSIS

은행

ROE 정점 통과 무서워 가치주 못 담으랴

은행, 김도하, 3773-8876





Analyst

김도하

doha.kim@sk.com
02-3773-8876

2019년 은행 연간 전망

2018-11-29

ROE 정점 통과 무서워 가치주 못 담으라

[Top line의 힘: 2019년 순이자마진 정체+대출성장 4.4% → 순이자이익 6% 증가]

- 대형 은행주 5사 (KB/신한/하나/우리/기업)의 2019년 순이자마진은 +0~1bp YoY 전망
- 은행 5사의 원화대출 증가율은 가계 +3% YoY 및 기업 +6% YoY로 총 +4% YoY 전망
- 이 경우 은행 원화대출 평잔은 5% YoY 증가하며, 순이자이익은 6% YoY 증가할 것으로 추정

[가계여신 연체지표는 2018년 중 최저점을 통과, 그러나 예전보다 튼튼해진 자산건전성]

- 은행업종 가계여신의 연체지표는 2018년 상반기 중 가장 좋은 구간을 통과한 것으로 판단하며, 완만한 연체율 상승을 전망
- 그러나 은행의 자산건전성은 과거 대비 크게 개선된 상황. 5행 평균 NPL 커버리지비율은 127.3%로 26.5%p YTD 높아짐
- 2019년 5사 합산 대손충당금 전입액은 4.8조원으로 43% YoY 증가할 전망 ('18년 대규모 충당금 환입 제외 시 +19% YoY)
- 이는 대손비용률의 정상화를 가정한 것으로, 2019년 CCR은 상위 4사 평균 0.29% (+11bp YoY), 기업은행 0.72% (+2bp YoY)로 예상

[충당금 비용의 증가 가정에도 영업이익은 증가한다]

- 충당금 전입액의 40%대 증가 가정에도 불구하고, 2019년 5사 합산 영업이익은 2% YoY 증가 ('18년 대규모 충당금 환입 제외 시 +6% YoY)
- 순이자이익을 포함한 일반영업이익이 5.5% YoY 증가하는 가운데, 판관비율은 추세적인 하락이 이어질 것이기 때문
- 대형 은행 5사의 2019년 이익 컨센서스는 연초 이후 8% 상향되었으나, KOSPI 이익 전망치는 은행을 제외하면 연초 이후 13% 하향 조정
- 이에 따라 2019년 KOSPI 내 은행의 이익 비중은 확대되었으나 시가총액 비중은 오히려 축소돼 은행주의 멀티플은 하락한 상황

[중국 은행주보다 낮은 valuation]

- 대형 은행주 5사의 2019년 평균 PER은 5.4배로 중국 대형 은행주 5사 평균인 6.2배 대비 할인된 상태
- 대형 은행주의 할인율은 17~21% 수준 (KOSPI 할인율 8.5%). 은행의 운용자산 증가와 개선된 자산건전성, 높아진 자본비율 등을 고려하면 경기에 대한 불확실성이 확대됐다고 하더라도 은행 업종의 이익 안정성과 가시성은 높은 수준
- 은행의 이익 창출에 대한 정당한 가치 부여를 기대할 때, 주가 상승여력은 충분히 높다고 판단됨

투자포인트: 이익 증가율은 낮지만 이익 가시성은 높다

● 주요 은행주 2019년 지배주주 순이익 1.3% YoY 증가 전망

- SK증권 커버리지 5사 (KB금융/신한지주/하나금융/우리은행/기업은행 등)의 2019년 지배순이익은 13.3조원으로 +1.3% YoY 전망
- 괄목할 만한 이익 증가율은 아니지만, 1) 최근의 대출평잔 확대 및 마진 상승에 따른 순이자이익의 안정적 증가와 2) 비용 효율성 제고 노력에 의한 판관비율의 하락이 유망하고, 3) 총당금 전입액의 40%대 증가 가정을 고려하면, 증익의 가시성은 높은 것으로 판단

SK증권 커버리지 은행의 2019년 주요 지표 전망

(십억원)	KB금융	신한지주	하나금융	우리은행	기업은행	5사 합산*	%, %p YoY
일반영업이익 (A+B+C)	11,799	10,609	8,262	6,962	6,458	44,090	5.5
순이자이익 (A)	9,316	8,968	5,992	5,884	6,003	36,163	5.5
- NIM (%)	1.99	2.10	1.98	2.00	1.96	2.01	0.0
- 대출성장률 (% YoY)	4.4	4.3	4.3	4.1	4.9	4.4	(1.6)
수수료이익 (B)	2,353	2,005	2,259	1,158	421	8,196	2.4
비핵심영업이익 (C)	130	(364)	11	(80)	34	(269)	(42.1)
판매관리비	5,979	4,909	4,175	3,461	2,410	20,934	2.2
- 판관비율 (%)	50.7	46.3	50.5	49.7	37.3	46.9	(1.6)
총전영업이익	5,820	5,700	4,087	3,502	4,048	23,157	8.6
총당금전입액	891	883	781	745	1,514	4,814	42.6
- 대손비용률 (%)	0.28	0.31	0.29	0.30	0.72	0.38	0.1
영업이익	4,929	4,816	3,307	2,756	2,535	18,343	2.2
세전이익	4,929	4,816	3,337	2,756	2,535	18,374	1.1
지배주주순이익	3,583	3,461	2,385	1,986	1,837	13,252	1.2

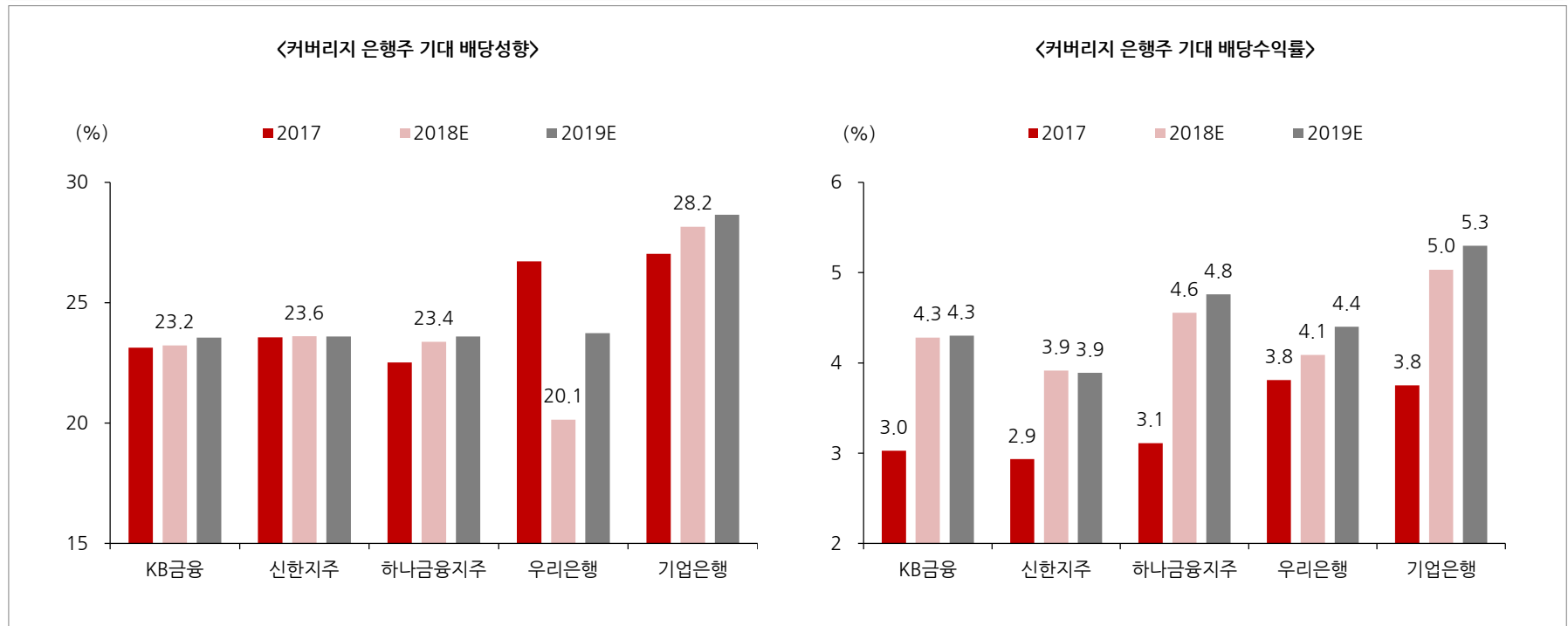
자료: SK증권

주: *% 단위는 합산이 아닌 평균

● 2018년, 2019년 평균 기대 배당수익률은 각각 4.4%, 4.5%로 높은 수준

- 대형 은행 5사의 2018년 및 2019년 이익은 증가하고 배당성향은 소폭 상승할 전망이나, 연초 이후 주가는 평균 13% 하락함
- 이에 따라 5사 평균 기대 배당수익률은 2018년 4.4%, 2019년 4.5%로 높은 수준 (KOSPI 평균 배당수익률 2018년, 2019년 각각 1.0%)
- 현 시점에서 은행은 이익 안정성이 높은 업종이라는 판단. 배당성향의 유의한 확대를 기대하지 않더라도, 배당매력은 높아지고 있음

대형 은행의 배당성향 및 배당수익률: 이익은 증가, 주가는 하락 → 배당 매력 상승



자료: SK증권

커버리지 은행별 투자의견, 목표주가 및 valuation

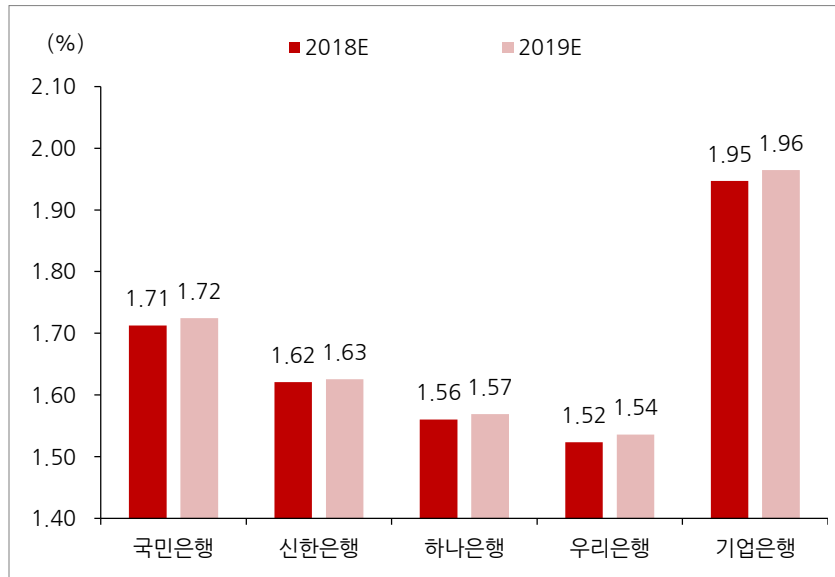
	KB금융	신한지주	하나금융지주	우리은행	기업은행
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가 (원)	74,000	58,000	58,000	22,000	20,000
현재주가 (원)	48,350	41,500	38,750	15,700	14,950
상승여력 (%)	53.1	39.8	49.7	40.1	33.8
수정 EPS (원)					
2016	5,513	5,721	4,446	1,654	1,887
2017	8,273	6,089	6,832	2,064	2,477
2018E	8,911	6,858	7,624	3,050	2,918
2019E	9,043	7,105	7,870	2,761	3,030
수정 BPS (원)					
2016	77,815	65,605	75,971	30,279	27,282
2017	85,302	69,210	80,654	30,249	29,937
2018E	91,368	76,268	87,212	33,134	31,709
2019E	98,341	81,829	93,258	34,947	33,617
수정 ROE (%)					
2016	7.1	8.6	5.7	5.6	6.2
2017	10.1	8.9	8.4	6.8	7.6
2018E	10.1	9.3	8.9	9.5	8.4
2019E	9.5	9.0	8.5	8.0	8.2
수정 PER (X)					
2016	7.8	7.9	7.0	7.7	6.7
2017	7.7	8.1	7.3	7.6	6.6
2018E	5.4	6.1	5.1	5.1	5.1
2019E	5.3	5.8	4.9	5.7	4.9
수정 PBR (X)					
2016	0.55	0.69	0.41	0.42	0.47
2017	0.74	0.71	0.62	0.52	0.55
2018E	0.53	0.54	0.44	0.47	0.47
2019E	0.49	0.51	0.42	0.45	0.44

- 순이자마진: 조달 환경은 쉽지 않다
- 원화대출: 건인차의 switching, 전체 성장률 둔화 불가피
- 대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태
- 이익: 향상된 이익창출력, 2019년 증익 전망
- Globally low price: Unreasonable!

● 2019년 주요 은행 및 은행지주의 순이자마진은 +0~1bp YoY 상승에 그칠 전망

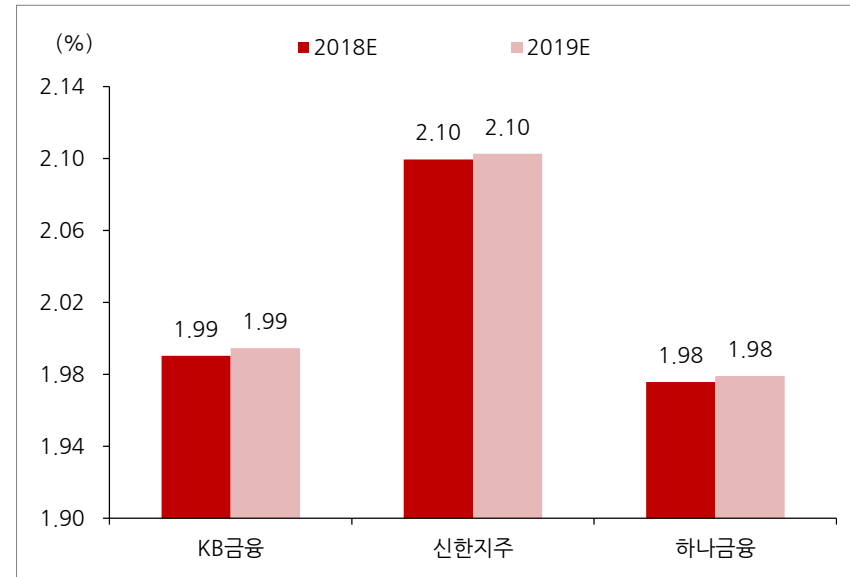
- 대형 은행 5사의 2019년 순이자마진(NM)은 평균 1bp YoY 상승할 것으로 예상
- 카드 등 비은행 계열사가 포함된 은행지주사의 NIM은 올해와 유사한 수준에서 유지될 것으로 예상
- 운용-조달의 환경 고려할 때, 2019년 은행별 대출성장의 강도 차이가 마진 상승 여부에 주된 영향을 미칠 전망
- 대출 성장의 중심이 중소기업으로 이동하는 점은 평균 대출금리 상승에 긍정적이나 대출 유치 경쟁에 따른 금리 할인의 개연성이 있고, 수신 또한 상대적 고비용성 조달인 예·적금 등의 비중이 높아지고 있기 때문

커버리지 5사 NIM 전망: 은행 평균 +1bp YoY



자료: SK증권

커버리지 5사 NIM 전망: 지주 평균 flat YoY

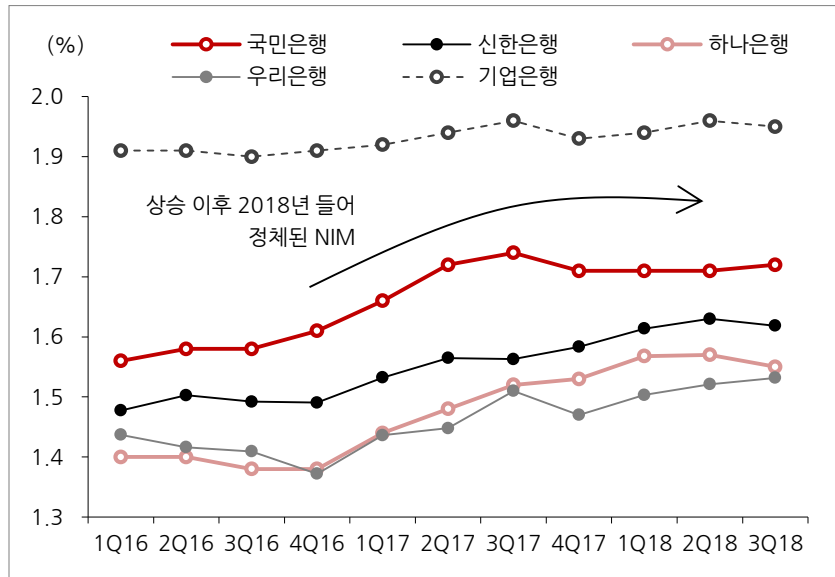


자료: SK증권

● 예금은행의 대출 및 수신금리는 지속 상승 중

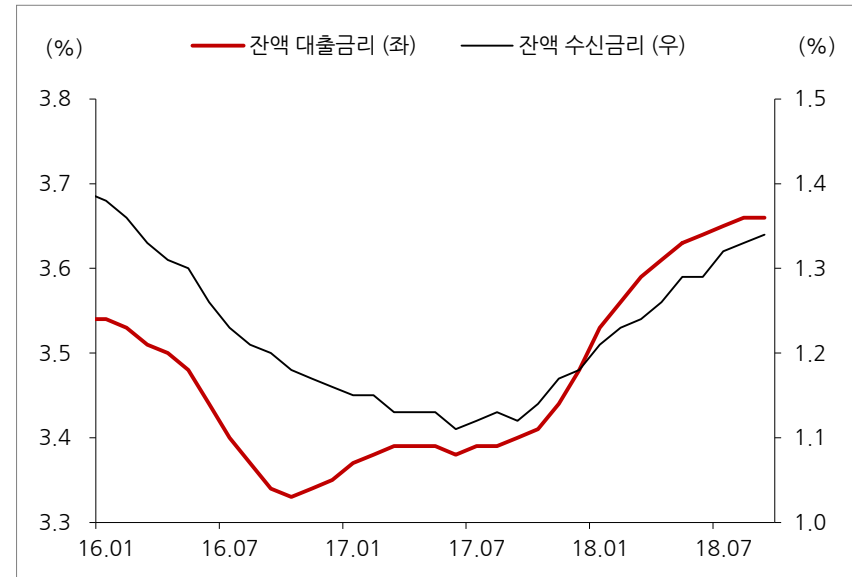
- 대형 은행의 NIM은 2016년~2017년 중 상승 추세를 보였으나 2018년 들어 정체된 흐름을 보임
(5행 평균 마진 4Q17 1.64% → 1Q18 1.67% → 2Q18 1.68% → 3Q18 1.67%)
- 그러나 이자스프레드의 정체가 금리 수준의 정체를 의미하는 것은 아님. 2018년 들어 예금은행의 대출금리는 분기마다 평균 6bp QoQ, 수신금리는 매분기 평균 5bp QoQ 상승해 가파른 상승을 나타냄
(저원가성 제외한 수신금리는 평균 7bp QoQ 상승)

은행별 2016년~2018년 분기 NIM 추이



자료: 각 사, SK증권

NIS의 정체가 금리의 정체를 의미하는 것은 아니다

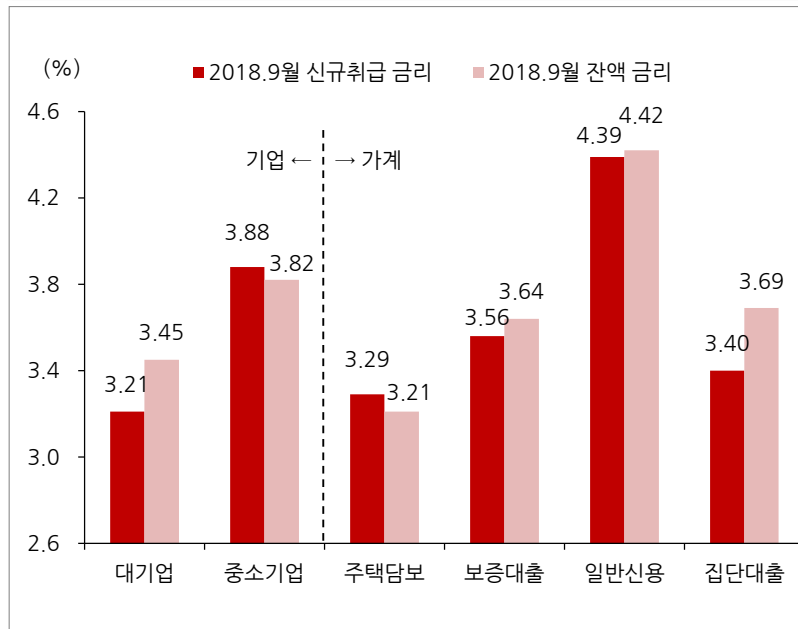


자료: 한국은행, SK증권

● 대출금리, mix 변화는 긍정적일 것

- 예금은행의 3Q18 대출금리는 분기 중 신규 취급액 3.64%, 분기말 잔액 3.66% 수준
- 금리 4%대인 가계 신용대출 비중이 확대되면서 2018년 중 가계대출 금리가 상승했으나, 통상 가계보다 기업대출 금리가 더 높게 형성됨
- 가계부채 관련 정책(LTV/DTI 강화, DSR 도입, 예대출 개편 등)을 감안하면 2019년 대출의 중심은 가계보다는 기업, 그 중에서도 일반 법인 중소기업으로 이동할 것
- 이는 금리 측면에서 은행의 평균 운용수익률 상승에 긍정적인 영향을 미칠 전망

은행 대출종별 금리 수준: 중소기업 중심의 성장 전망은 마진에 긍정적



(%)		기업대출금리			가계대출금리		
			대기업	중소기업		주택담보	일반신용
신규 취급액	1Q17	3.52	3.17	3.75	3.40	3.19	4.53
	2Q17	3.44	3.08	3.67	3.43	3.23	4.46
	3Q17	3.45	3.10	3.66	3.42	3.27	4.08
	4Q17	3.54	3.17	3.77	3.57	3.38	4.28
	1Q18	3.68	3.31	3.90	3.68	3.46	4.40
	2Q18	3.64	3.31	3.86	3.72	3.47	4.54
	3Q18	3.63	3.24	3.86	3.67	3.36	4.47
	YTD	+8bp	+7bp	+9bp	+10bp	-2bp	+20bp
잔액	1Q17	3.55	3.34	3.61	3.22	2.97	4.40
	2Q17	3.53	3.29	3.59	3.24	2.98	4.36
	3Q17	3.53	3.26	3.59	3.27	3.00	4.22
	4Q17	3.62	3.34	3.68	3.35	3.05	4.30
	1Q18	3.71	3.41	3.78	3.46	3.13	4.38
	2Q18	3.74	3.44	3.81	3.54	3.18	4.41
	3Q18	3.75	3.45	3.82	3.57	3.21	4.42
	YTD	+13bp	+11bp	+14bp	+22bp	+16bp	+12bp

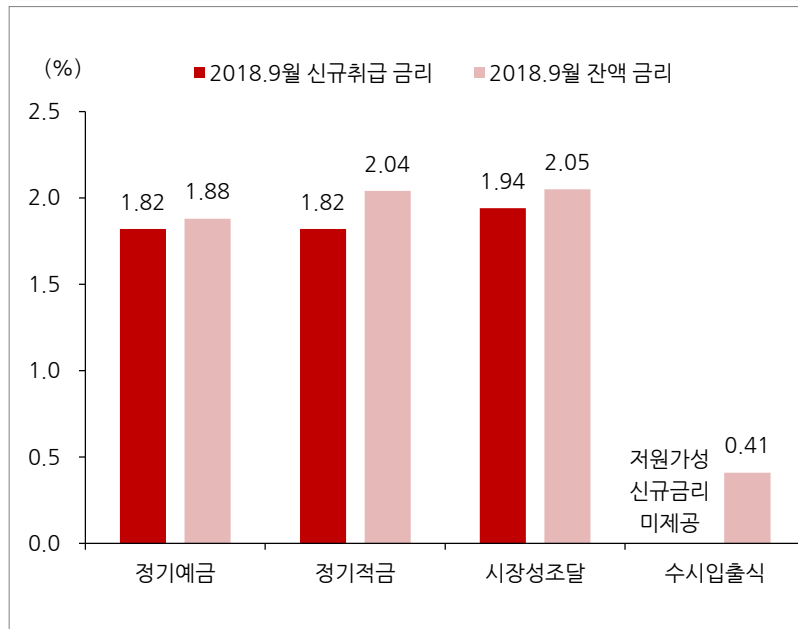
자료: 한국은행, SK증권

주: 분기 신규취급대출 금리는 3개월 단순평균으로 기재

● 조달비용은 가파르게 상승 중

- 예금은행의 3Q18 수신금리는 분기 중 신규 취급액 1.84%, 분기말 잔액 1.34% 수준 (금리 0%대 저원가성 예금 제외 시 잔액 1.94%)
- 전체 수신금리는 전년 말 대비 16bp 상승했는데, 금리 변동이 거의 없는 저원가성 예금이 평균 조달비용의 상승을 제한하고 있음
- 저원가성 예금을 제외한 순수저축성 및 시장성조달 금리는 전년 말 대비 21bp 상승
- 신규취급 금리가 잔액 금리보다 낮음에도 불구하고 잔액 금리가 상승세인 것으로 보아, 최근 신규 취급분보다 더 낮은 비용의 과거 조달이 이탈되고 있는 것으로 추정

은행 수신종별 금리 수준: 중소기업 중심의 성장 전망은 마진에 긍정적

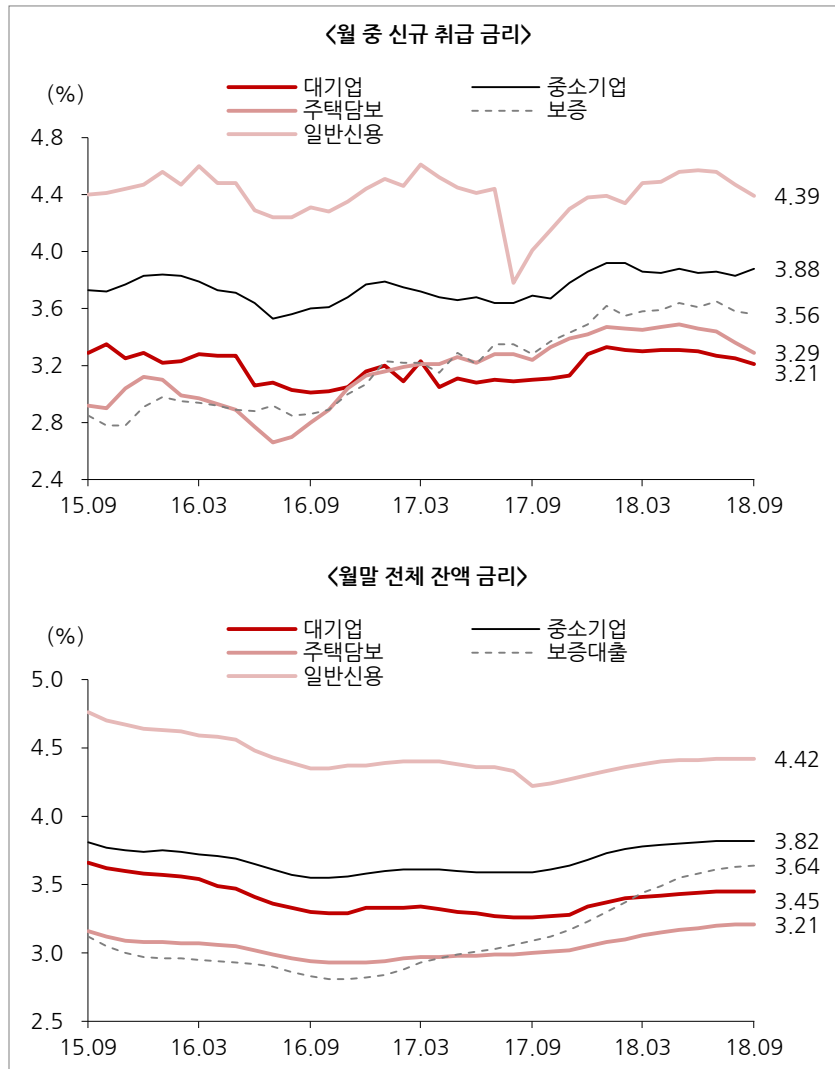


금리 (%)		저축성예금 (예·적금, 부금 등)	시장성조달 (CD, RP, 어음, 은행채 등)	수시입출식
신규 취급액	1Q17	1.45	1.65	데이터 미제공
	2Q17	1.45	1.61	
	3Q17	1.46	1.62	
	4Q17	1.70	1.90	
	1Q18	1.77	1.99	
	2Q18	1.81	1.99	
	3Q18	1.80	1.94	
	YTD	+10bp	+4bp	
잔액	1Q17	1.57	1.85	0.38
	2Q17	1.55	1.81	0.38
	3Q17	1.57	1.81	0.36
	4Q17	1.67	1.86	0.40
	1Q18	1.77	1.94	0.41
	2Q18	1.84	2.01	0.42
	3Q18	1.89	2.05	0.41
	YTD	+22bp	+19bp	+1bp

자료: 한국은행, SK증권

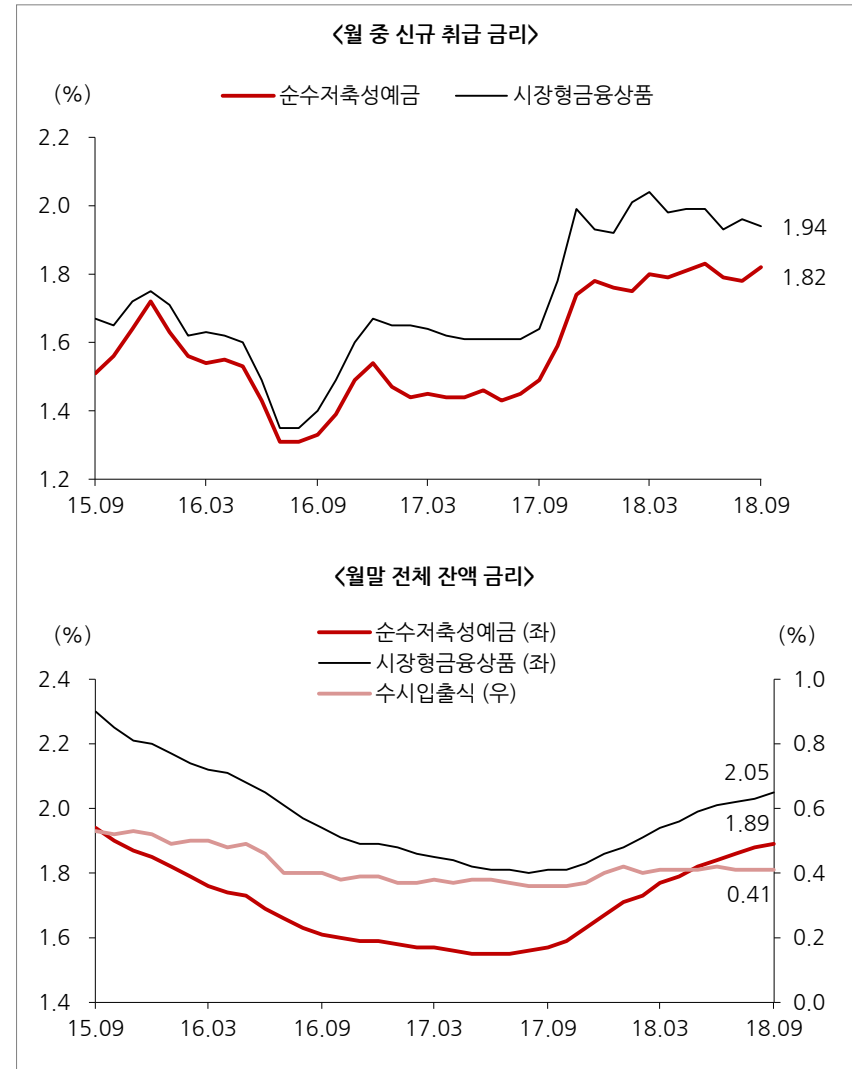
주: 분기 신규취급대출 금리는 3개월 단순평균으로 기재

예금은행 대출금리 흐름



자료: 한국은행, SK증권

예금은행 수신금리 흐름

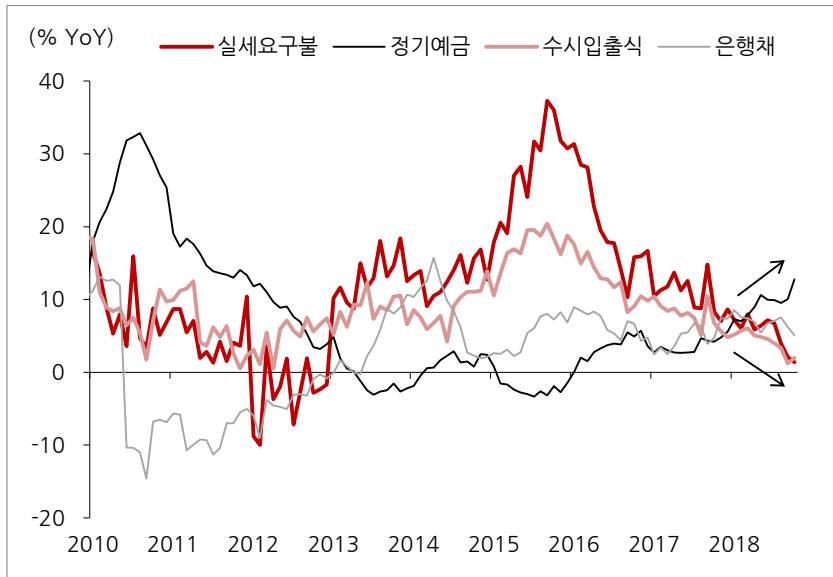


자료: 한국은행, SK증권

● 조달 mix의 변화가 마진의 가장 큰 부담요인

- 2015년 하반기 이후 2016년 10월까지, 시장금리는 하락했으나 은행 NIM은 수년간의 하락세를 멈추고 회복하는 모습을 보임
- 대출금리 하락에도 불구하고 마진이 방어된 가장 큰 원인은, 저금리기에 시중 부동산금 증가에 따라 저원가성 수신 비중이 확대되면서 평균 조달비용이 여신금리보다 더 큰 폭으로 하락했기 때문
- 한편 12개월 만기의 적금금리가 2%를 상회하는 최근에는 수신 비중의 변화가 나타나고 있음. 2018년 들어 정기예금의 증가율은 저원가성 수신의 증가율을 상회하고 있으며, 특히 5월 이후 10%대의 YoY 증가율을 지속함 (동기간 저원가성 증가율 3.7% YoY)
- 여·수신 금리가 유사한 상승폭을 나타내더라도, 저원가성 수신의 비중이 줄어들에 따라 전체 조달비용은 더 가파른 상승을 보일 전망

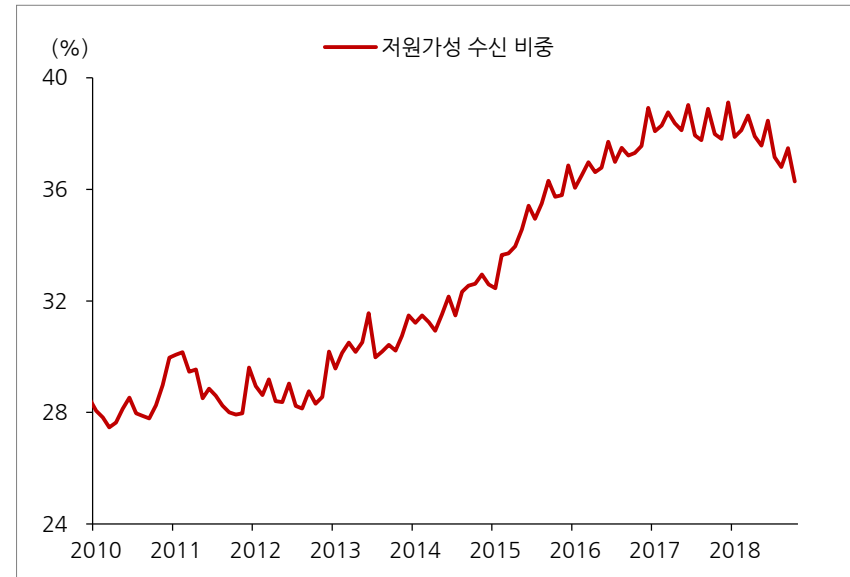
수신종별 증가율: 수신(조달) mix 변화는 마진에 부정적



자료: 한국은행, SK증권

주: 실세요구불 및 수시입출식은 저원가성 수신 (금리 0.25~0.41%)

저원가성 수신 비중: 대출에 수반되는 비용의 상승을 의미



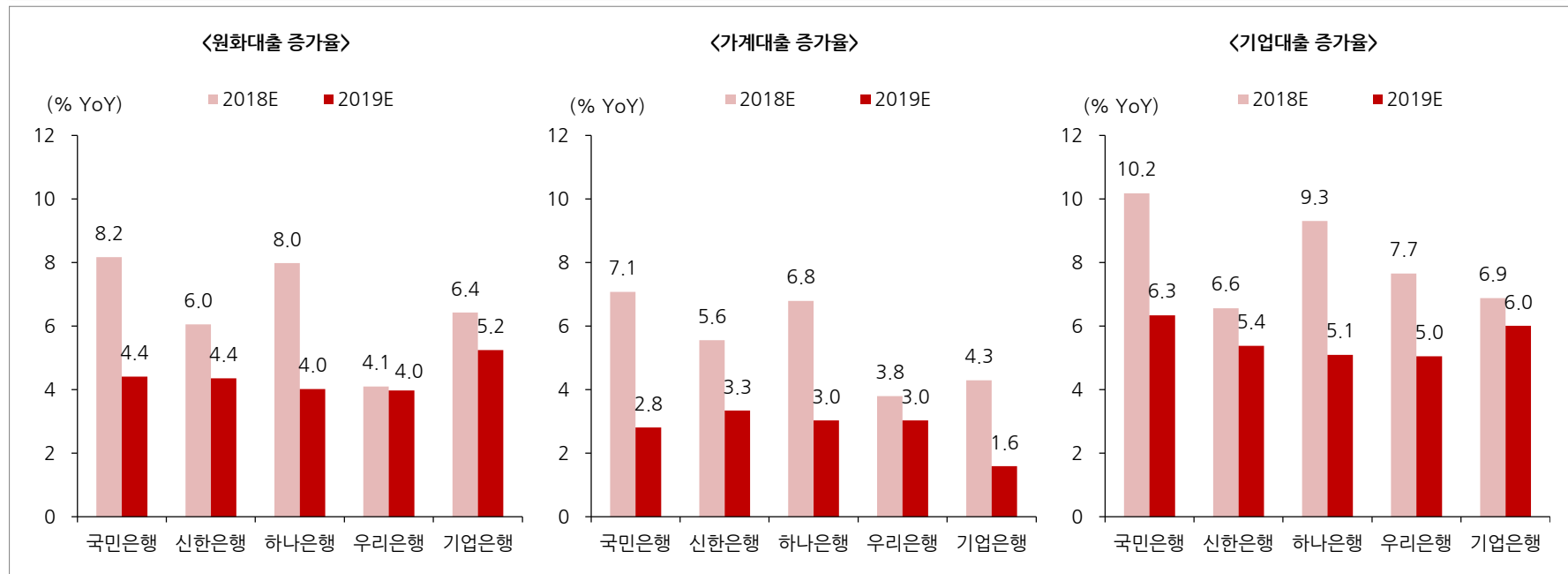
자료: 한국은행, SK증권

- 순이자마진: 조달 환경은 쉽지 않다
- 원화대출: 건인차의 switching. 전체 성장률 둔화는 불가피
- 대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태
- 이익: 향상된 이익창출력, 2019년 증익 전망
- Globally low price: Unreasonable!

● 2019년 대형 은행 대출증가율(YoY)은 평균 4.4%로, 2018년 6.5% 대비 낮아질 전망

- 2018년 대형 은행 5사의 원화대출 증가율은 평균 6.5% YoY로 예상
- 2019년 대형 은행 5사의 원화대출 증가율은 가계 차주를 중심으로 둔화되면서 평균 4.4%를 기록할 전망
- 다만 기존에 가계 및 자영업자를 중심으로 견조한 대출증가를 보인 데 따라, 2019년 원화대출 평잔은 평균 5.5% YoY 증가할 전망 (2018년 원화대출 평잔 평균 6.1% YoY 증가)

커버리지 은행별 총 원화대출 / 가계대출 / 기업대출 증가율 전망

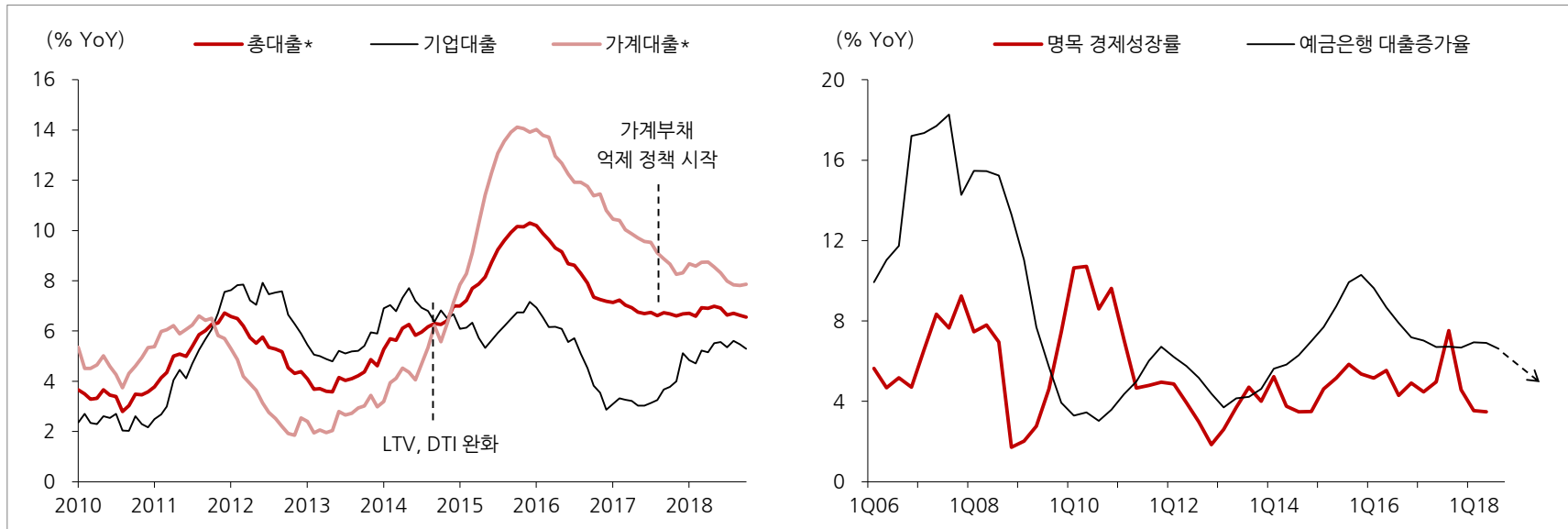


자료: SK증권

● 2014년 이후, 예금은행 대출 증가는 가계 차주를 중심으로 명목 GDP성장률을 상회

- 2014년 8월 LTV/DTI 기준 완화 이후로, 은행 대출성장은 가계 차주를 중심으로 이어짐
- 2014년 8월~2018년 10월 동안 예금은행 총대출은 월 평균 7.7% YoY 증가, 이 중 가계대출은 10.1% YoY 증가함 (정책 모기지 포함)
- 한편 동기간의 명목 GDP성장률은 분기 평균 4.8% YoY로 나타나, 은행 대출증가율이 경제성장률의 1.6배 수준을 기록
- 최근 10년 간 명목 경제성장률 대비 은행 대출증가율은 평균 1.7배, 금융위기 이후로 한정하면 평균 1.4배로 나타남
- 대출 증가의 주된 견인차였던 가계 차주에 대해 양적 규제가 이어진 데 따라, 2019년 은행 대출증가율은 경제성장률 수준으로 수렴할 전망

은행업종 대출성장률

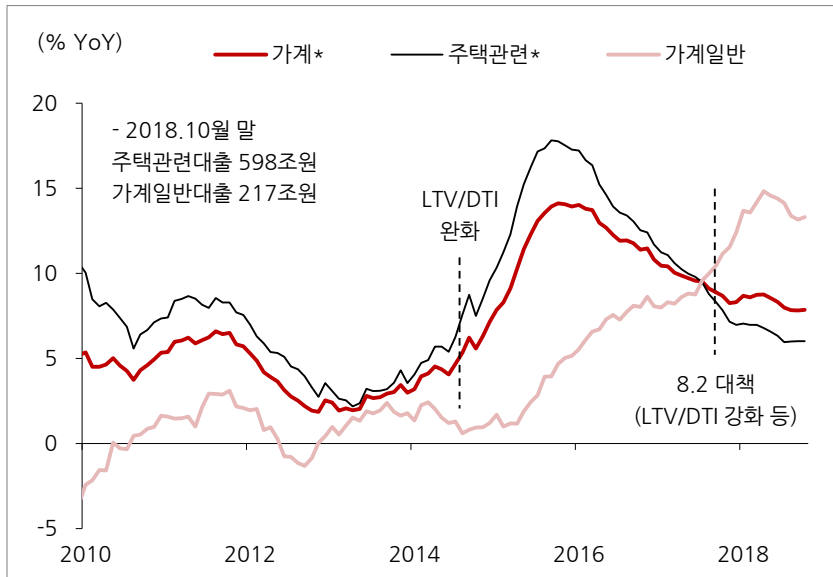


자료: 한국은행, SK증권
주: *정책 모기지 포함

● 은행 가계대출: 주택대출의 수요/공급 감소를 메운 신용대출

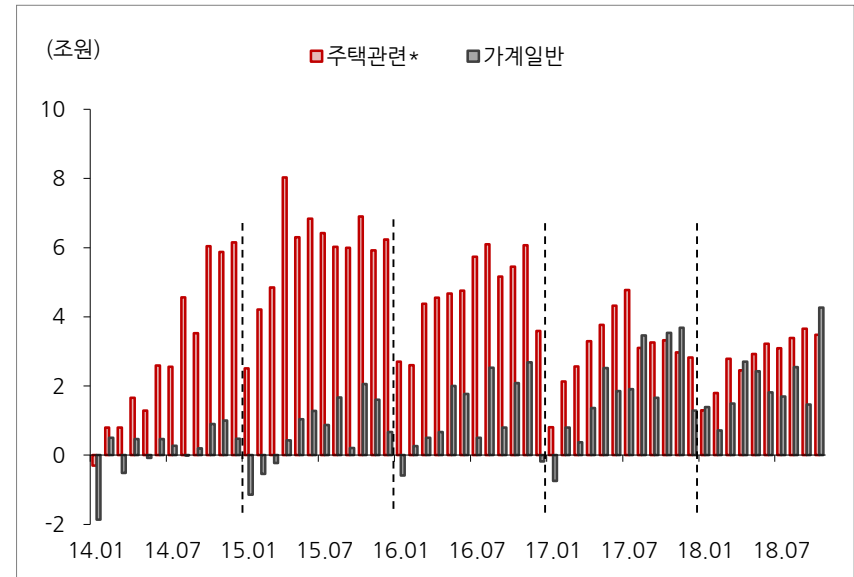
- 2014년 LTV/DTI 완화로 큰 폭 증가했던 주택대출은 2017년 8월 부동산 대책 이후 전체 가계대출 증가율을 하회
- 그나마도 2018년 주택대출 순증의 90% 이상이 전세보증대출인 것으로 추정되며, 주택담보대출 규모는 정체됨
- 반면 주택대출의 양적 규제로 인한 우회 수요 및 인터넷 전문은행의 출범에 따라, 신용을 포함한 일반대출 증가율은 10%대 YoY로 상승 (2009년~2018년 7월, 가계 일반대출 평균 증가율 2.2% YoY)
- 주택대출이 일반대출의 2.8배에 달하는 규모임에도 불구하고, 2018년에는 주택대출과 일반대출의 월 중 순증 규모가 유사하게 나타남
- 다만 4Q18부터 DSR이 도입되고 가계대출이 과대평가되는 예대출 규제가 1년 앞으로 다가온 만큼, 일반대출의 증가세도 둔화될 전망

가계대출 종별 증가율



자료: 한국은행, SK증권
주: *정책 모기지, 전세대출 포함

주택대출 및 일반대출의 월 중 순증 비교



자료: 한국은행, SK증권
주: *정책 모기지, 전세대출 포함

2017년부터 이어진 가계부채 양적 규제 내용

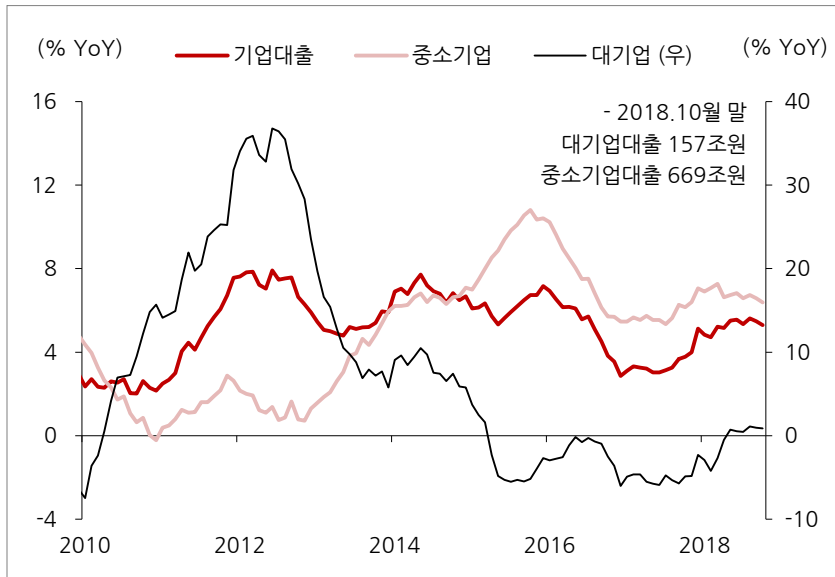
주제	내용	발표시기
가계대출	주택시장 조정대상지역 추가 선정	2017.06
	LTV, DTI 각각 10%p 강화 (LTV 70%→60%, DTI 60%→50%) 등	
가계대출	조정대상지역에 더해 투기과열지구, 투기지역 추가 지정 (서울 전지역 투기과열지구 지정)	2017.08
	다주택자 주택담보대출 건수 세대당 1건으로 제한	
	투기과열지구 및 투기지역은 LTV, DTI 40%로 강화 (기존 주담대출 보유 세대는 10%p 추가 강화)	
가계대출	강화된 신DTI 및 모든 대출에 대한 원리금을 반영하는 DSR 도입 (2018년 3월 시범운영, 10월 관리지표 도입)	2017.10
	취약차주 맞춤형 지원 강화 (대출금리 모니터링, 소액·장기연체채권 정리 등)	
가계대출	예대출 산정 시 가계대출 가중치 15% 상향, 기업대출(개인사업자 외) 가중치 15% 하향 조정 (2020년 도입 예)	2018.01
가계대출	주택 기보유자 및 고가주택에 대한 규제지역 내 신규 주택담보대출 금지	2018.09
	다주택자의 기보유주택 담보대출 한도 10%p 축소	
	주택 임대사업자의 규제지역 내 주택담보대출 LTV 40% 신규 도입, 규제지역 내 고가주택 취득시에는 대출 금지	

자료: 금융위원회, 금융감독원, SK증권

● 은행 기업대출: 법인 중소기업대출로의 중심이동 기대

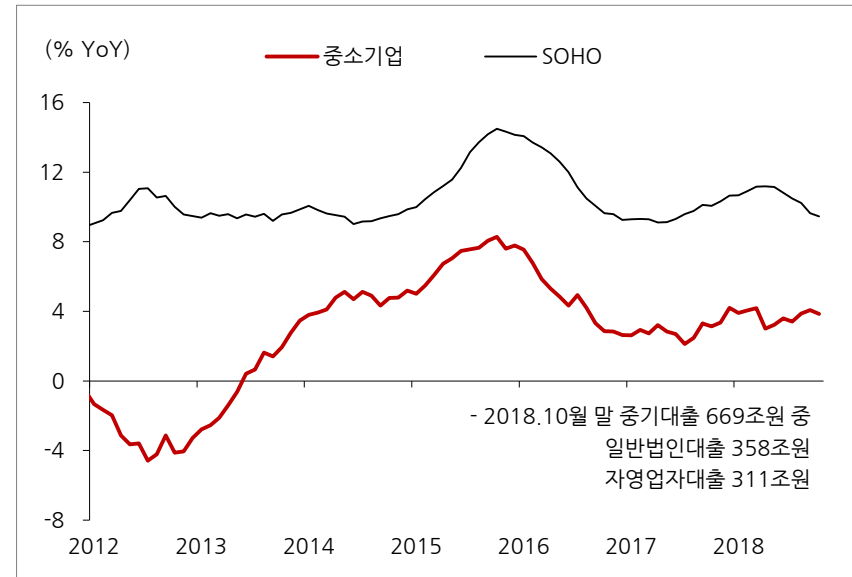
- 자본비율 및 리스크 관리 등을 위해 2015년부터 축소 시켜온 대기업 대출은 감소세를 멈추고 2Q18부터 규모 유지 중
- 중소기업은 일반 법인과 자영업자(SOHO)로 분리해서 보면, 법인 대출은 2016년 하반기 이후 연 3~4% YoY 수준의 성장 속도를 지속
- 한편 자영업자 대출은 연 10%대 증가율을 이어옴. 이 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 부동산임대업종
- 주요 은행들의 2019년 성장 목표가 법인 중소기업을 대상으로 집중되어 있어 해당 부문을 중심으로 한 대출 성장이 예상됨

기업대출 종별 증가율



자료: 한국은행, SK증권

중소기업대출 증가율 (일반법인 vs. 자영업자)



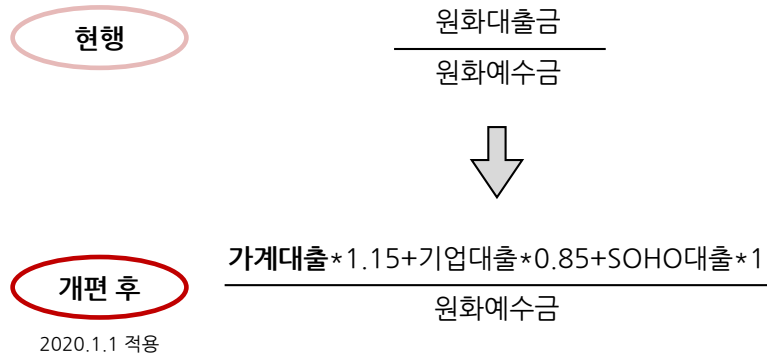
자료: 한국은행, SK증권

● 1년 남은 예대출 규제 변화

- 가계대출 비중 축소를 유도하는 예대출 규제 개편이 2020년 적용될 예정. 개편 시 은행 예대출은 1%p 이상 상승 전망 (1H18 시중은행 예대출 97.8%)
- 조달 확대와 더불어, 대출구성 변화의 필요가 높음. 2019년 중 시중은행의 SOHO 외 중기대출 증가는 필수적
- 이미 3Q18 대형 은행 5사의 법인 중기대출 증가율이 평균 6.8% YTD를 기록하는 등, 적극적인 유치 경쟁이 예상됨

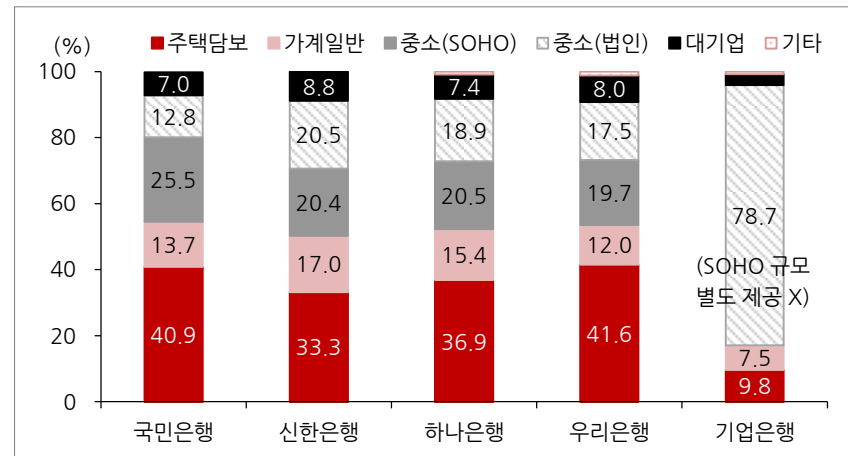
예대출 규제 변화 내용 (2020년 적용)

예대출 산출식 (예대출 ≤ 100%)

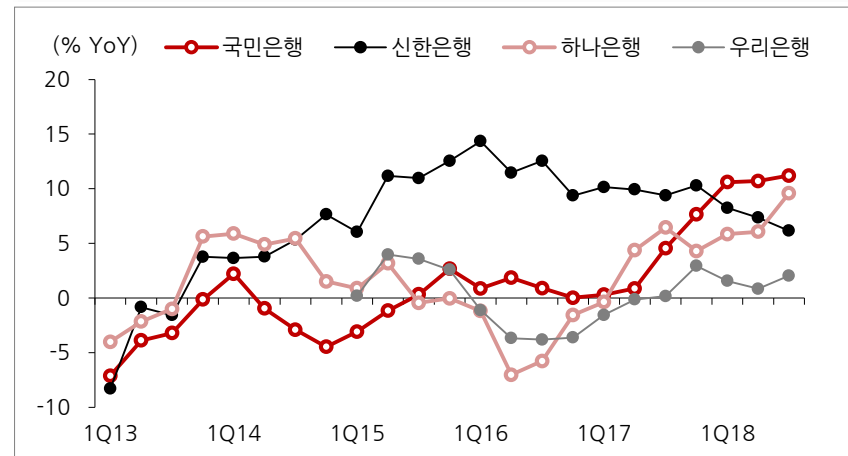


자료: 금융위원회, SK증권

은행별 원화대출 구성비 비교



은행별 법인 중소기업대출 증가율 비교



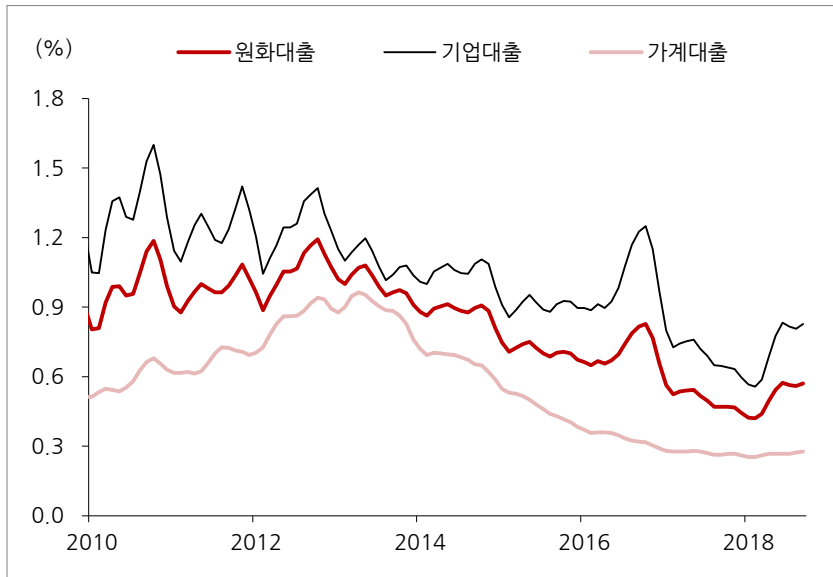
자료: 각 사, SK증권

- 순이자마진: 조달 환경은 쉽지 않다
- 원화대출: 건인차의 switching, 전체 성장률 둔화 불가피
- 대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태
- 이익: 향상된 이익창출력, 2019년 증익 전망
- Globally low price: Unreasonable!

● 2018년은 연체지표의 '가장 좋은 시절'

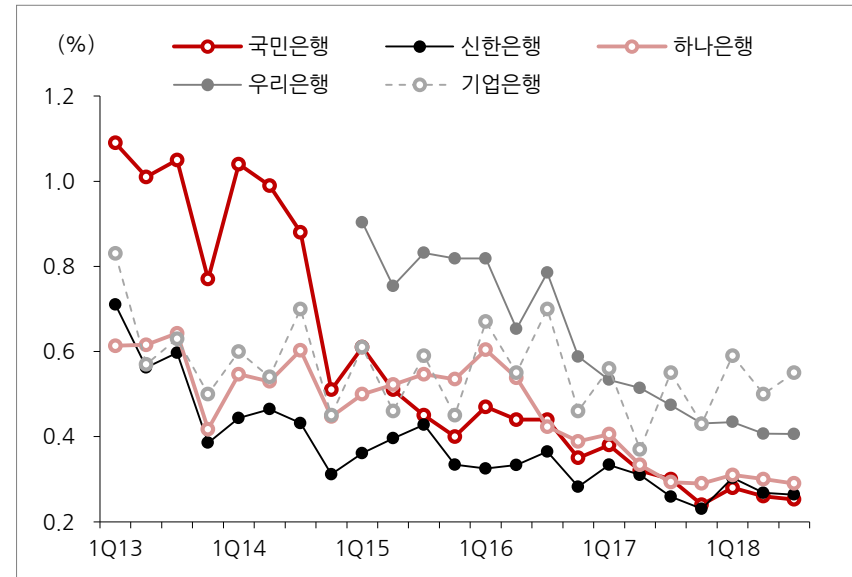
- 2013년 이후 연체율은 추세적인 하락을 보임. 연체율 악화의 주 원인이었던 대기업의 연체 안정화와 더불어 가계 연체의 완만한 하락이 지속되었기 때문
- 2016년 및 2018년 중 발생한 조선사 두 곳의 신규 연체를 제외하면, 은행업종의 연체율(3MMA)은 64개월 연속 YoY 하락을 기록 (연체율은 기업들의 건전성비율 관리 필요에 따라 분기 말 하락하는 경향이 있으므로 YoY 추세를 통한 해석이 유효함)
- SK증권 커버리지 5사 은행별 연체율 역시 2018년까지 하향 안정화 추세를 지속해 옴

은행업종 연체율



자료: 금융감독원, SK증권
주: 3MMA (3 month moving average)

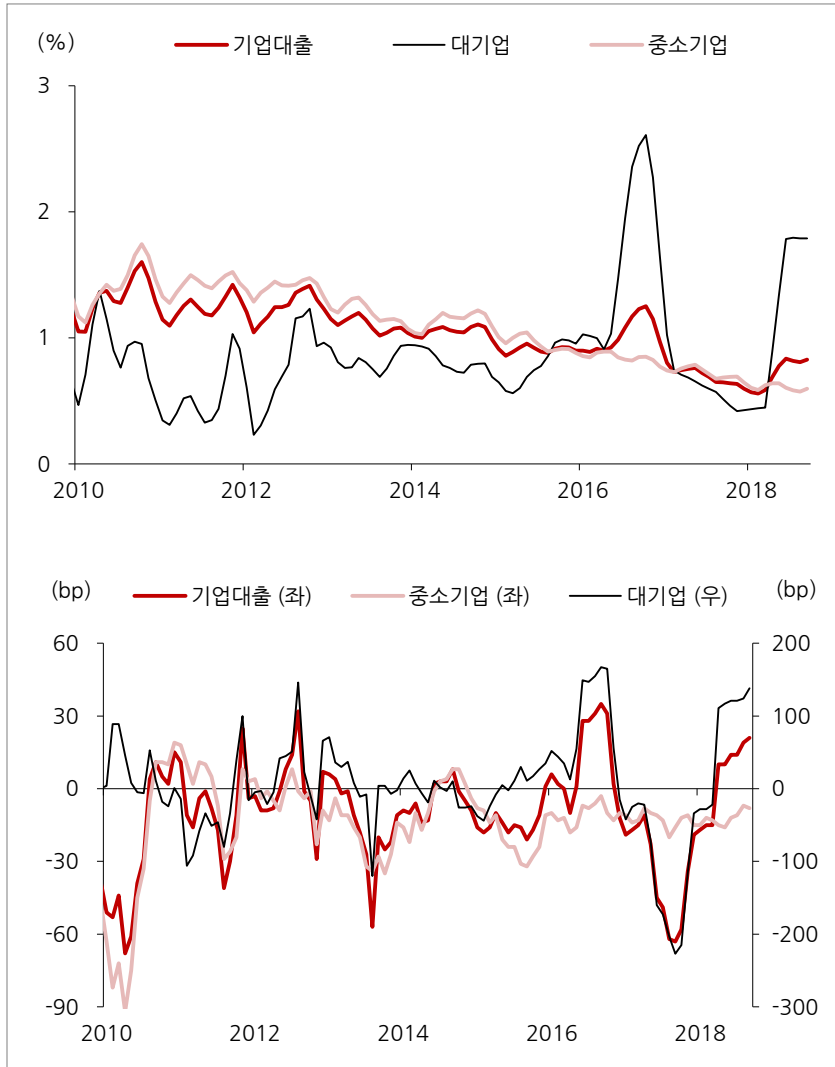
커버리지 은행별 연체율



자료: 각 사, SK증권

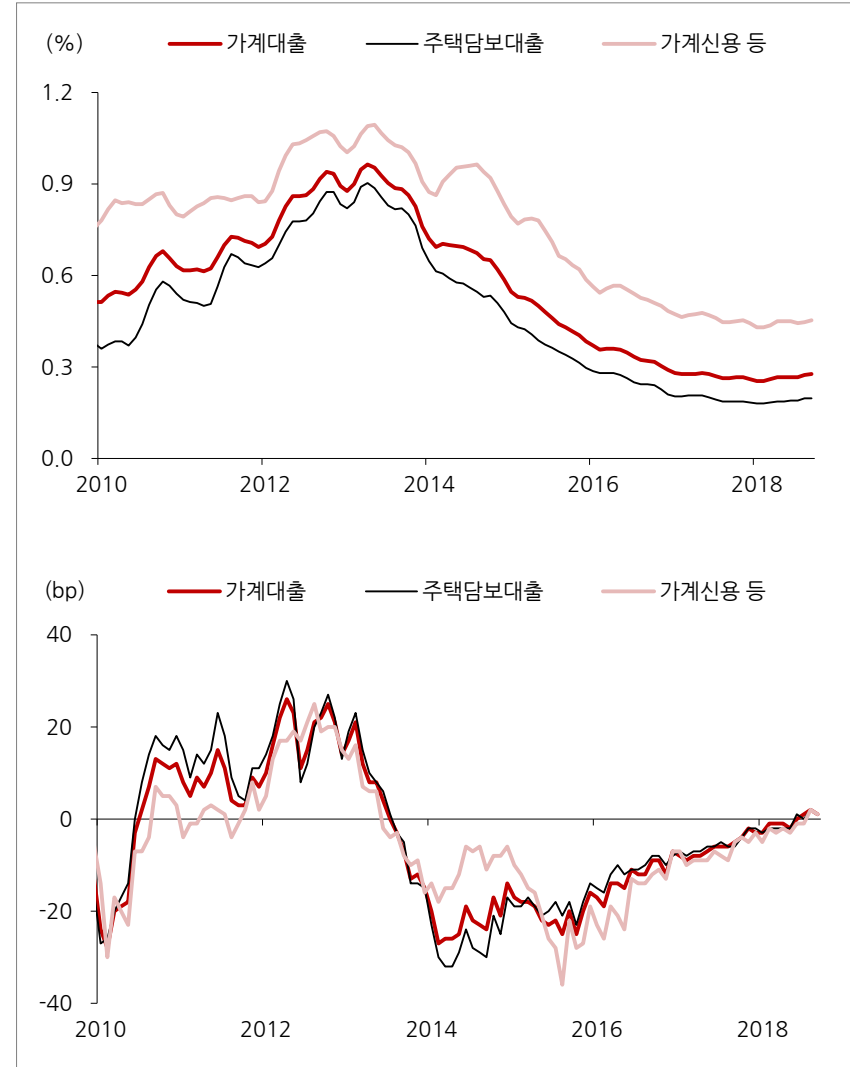
대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태

은행업중 기업대출 연체율 및 YoY 변동폭



자료: 금융감독원, SK증권
주: 연체율은 3MMA (3 month moving average)

은행업중 가계대출 연체율 및 YoY 변동폭

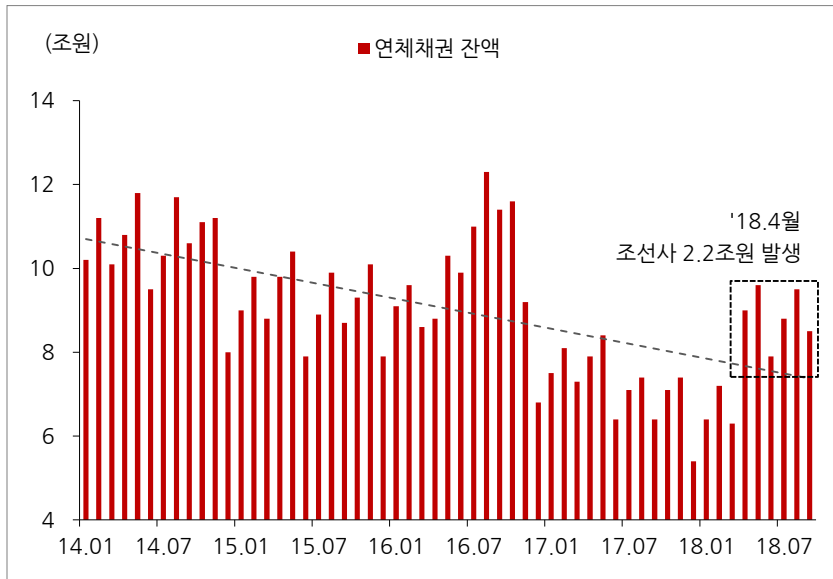


자료: 금융감독원, SK증권
주: 연체율은 3MMA (3 month moving average)

● 연체율뿐 아니라 신규 연체 규모도 아직 안정적

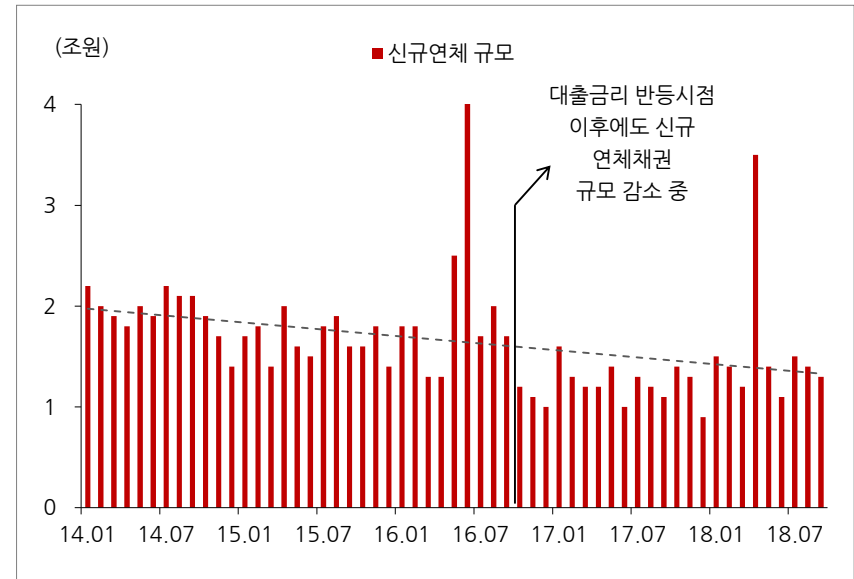
- 연체율은 전체 상황을 파악하기에 용이하나, 총 대출 잔액과 총 연체채권 잔액을 변수로 하고 있어 최근의 변화를 포착하기에는 둔한 지표임
- 연체채권 잔액은 2018년 중 조선사 한 곳의 연체를 제외하면, 2016년 말부터 지속 감소하다가 최근 규모가 유지되고 있음
- 보다 민감한 지표로써 월 중 발생한 신규 연체채권 규모를 살펴봐도 추세적인 감소 이후 2017년 이후 1.3조원 내외에서 유지 중
- 견조한 대출 성장에도 불구하고 신규 연체 및 연체 잔액이 유지되면서 전체 연체율의 하락을 견인

업종의 월말 연체채권 잔액: 대출 성장에도 연체 규모는 감소 중



자료: 금융감독원, SK증권

업종의 월 중 신규 연체채권: 보다 trendy한 신규 연체도 감소 중

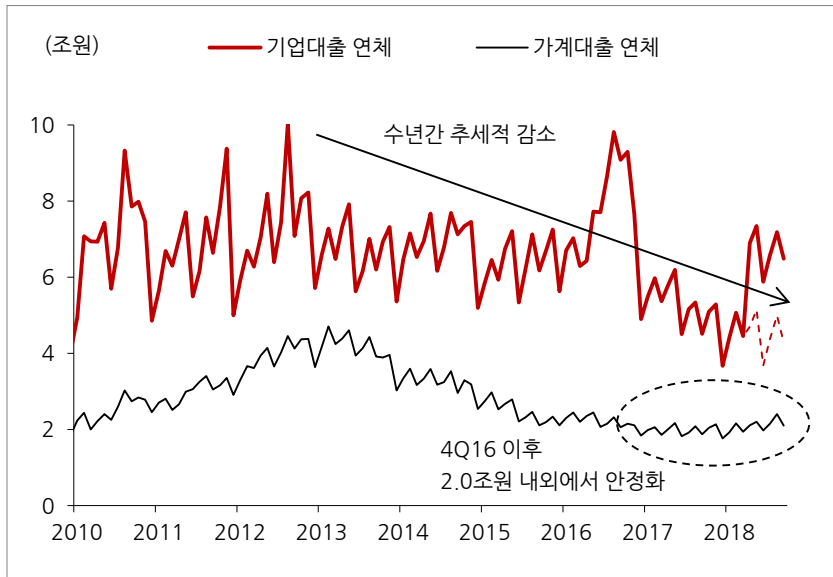


자료: 금융감독원, SK증권

● 기업 및 가계 모두 연체채권 흐름은 안정적, 다만 2019년에는 완만한 증가가 예상됨

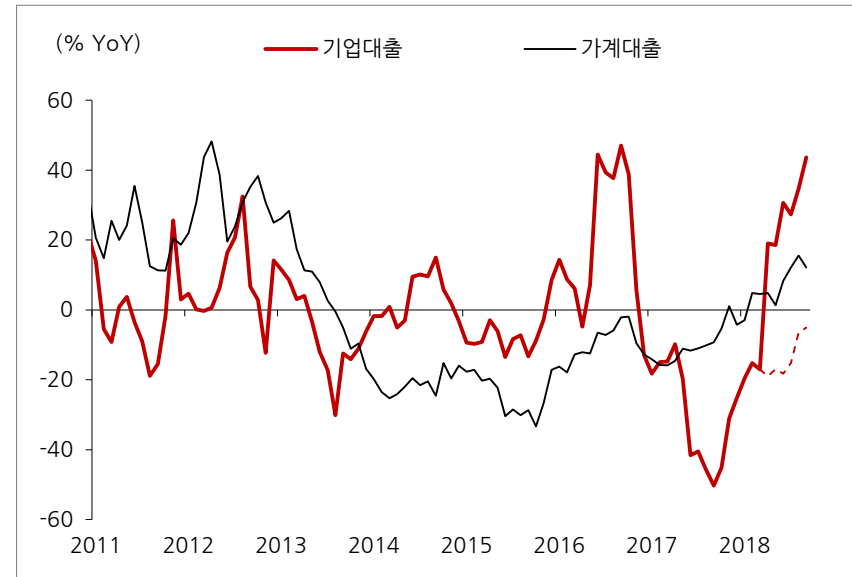
- 가계와 기업 각각의 연체채권 잔액은 3Q18 말 기준 각각 2.1조원, 6.5조원 수준
- 기업은 조선사 한 곳을 제외하면 연체채권이 여전히 감소하고 있고, 가계는 4Q16 이후 2조원 내외에서 안정화됨
- 이러한 연체채권 잔액의 YoY 증가율은 기업과 가계 모두 2017년 하반기 이후 우상향을 보이고 있는데, 기업은 조선사 한 곳을 제외하면 아직 역성장(연체채권의 YoY 감소)을 나타낸 반면, 가계는 전년동기대비 연체 잔액 증가로 전환됨
- 가계 연체채권은 절대 규모가 아직 2조원 내외에서 횡보하고 있어 우려할 수준의 증가는 아니나 연체지표의 저점은 통과했다는 판단이며, 2019년에는 완만한 증가를 나타낼 전망

차주별 월말 연체채권 잔액 (추정)



자료: 금융감독원, SK증권
주: 점선은 조선사 한 곳의 신규연체 제외한 기준

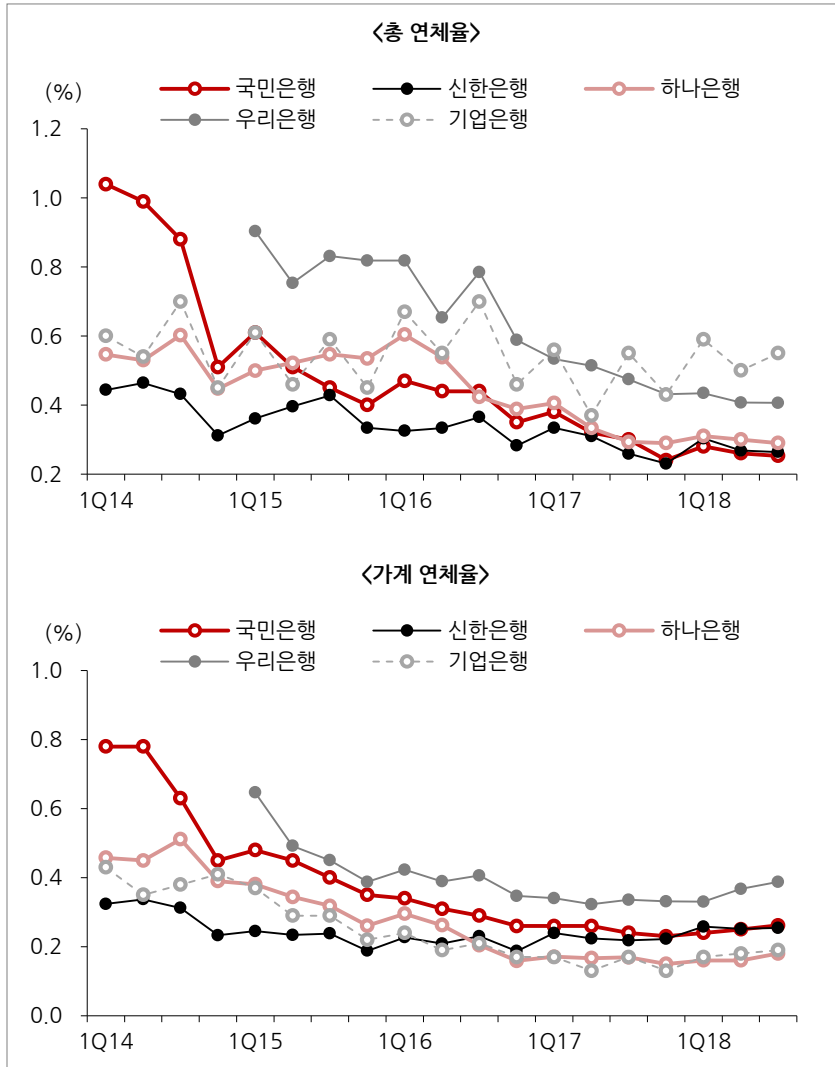
차주별 월말 연체채권 잔액 증가율



자료: 금융감독원, SK증권
주: 점선은 조선사 한 곳의 신규연체 제외한 기준

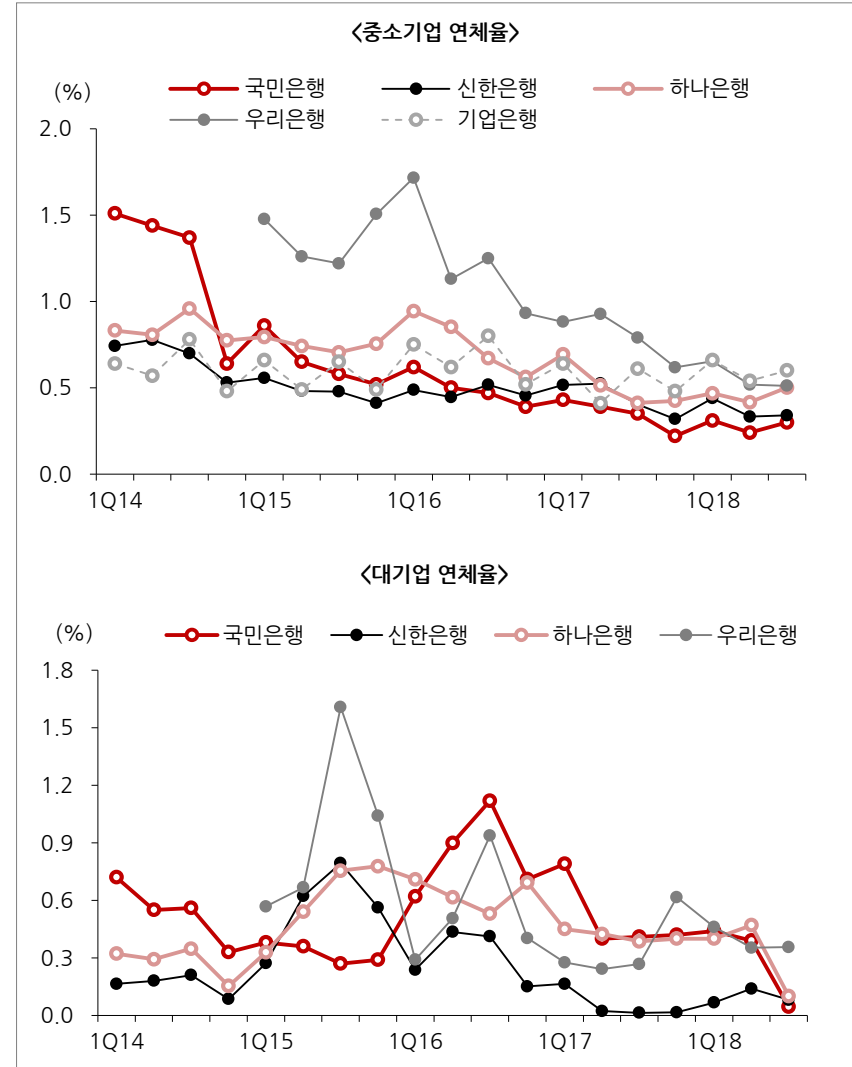
대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태

커버리지 은행별 전체 및 가계 연체율



자료: 각 사, SK증권

커버리지 은행별 기업 연체율



자료: 각 사, SK증권

주: 기업은행은 기업 전체 연체율만 제공, 이를 중소기업 연체율 그래프에 포함함

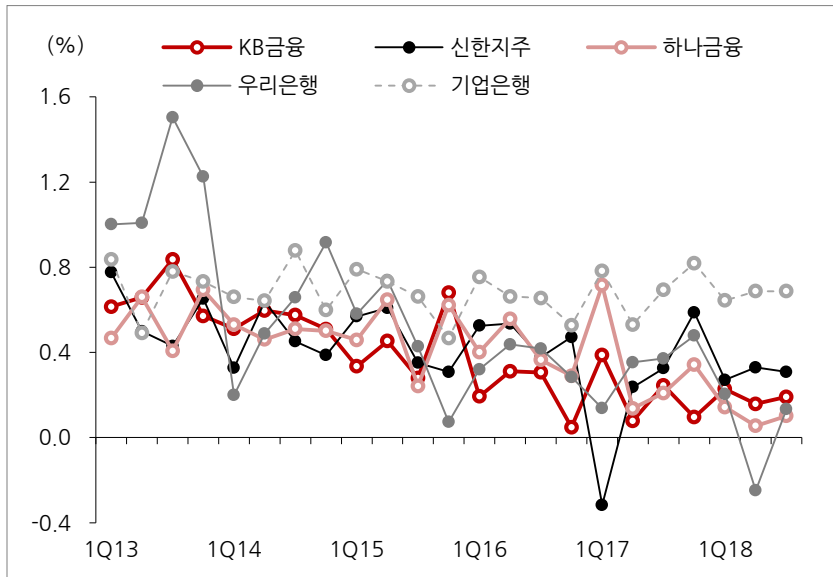
대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태

Industry Analysis

● 대손비용 감소가 최근 은행 실적 개선에 크게 기여

- 주요 은행지주 및 은행별 대손비용률도 연체지표와 마찬가지로 2013년부터 하향 추세를 지속
- 5사 평균 대손비용률은 2016년 0.43% → 2017년 0.36% → 2018년(E) 0.28%로 지속 하락
- 대출 성장 및 NIM 확대에 따라 top line 증가했음에도 오히려 대손비용은 감소하면서 은행 실적 개선에 크게 기여한 것으로 판단
(5사 합산 총당금 전입액: 2013년 1.9조원 → 2014년 1.4조원 → 2015년 1.3조원 → 2016년 1.2조원 → 2017년 1.0조원 → 3Q18 누적 0.8조원)

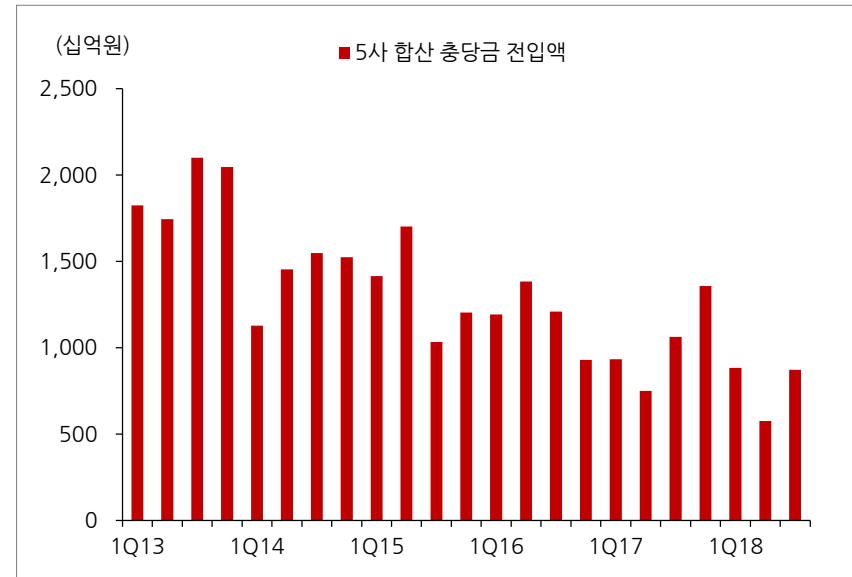
커버리지 은행지주 및 은행의 대손비용률 (CCR)



자료: 각 사, SK증권

주: 우리은행은 1Q14까지 지방은행(광주, 경남) 포함된 수치

5사 총당금 전입 규모: 여신 증가에도 총당비용은 감소



자료: 각 사, SK증권

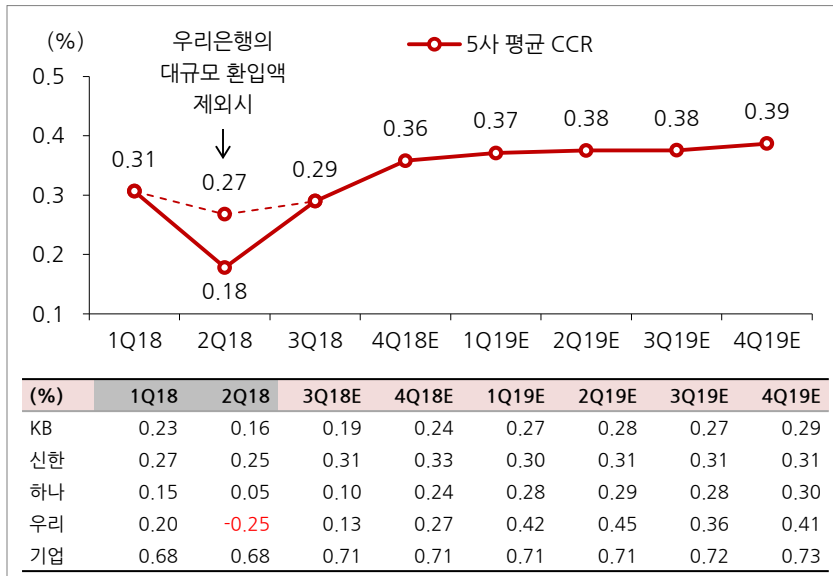
대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태

Industry Analysis

● 2019년 대손비용률 및 총당금 전입액의 정상화를 가정

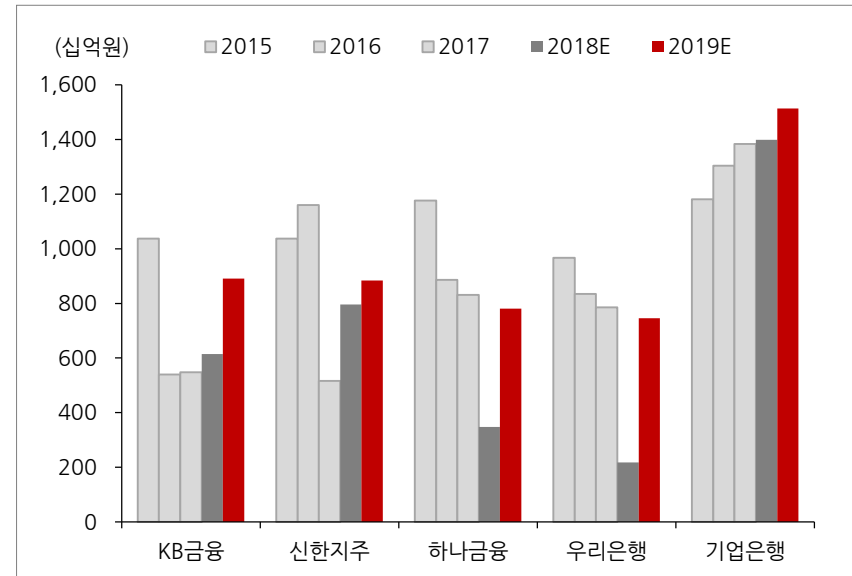
- 경상지표의 개선에 더해, 2018년에는 비경상적인 환입도 이어지면서 대손비용이 크게 감소
- 기업은행을 제외한 은행지주 및 은행 4곳의 2019년 총당금 전입액을 +67% YoY로 가정 ('19년 평균 CCR 0.29%, +11bp YoY)
- 2018년 발생한 대규모 총당금 환입을 제외하면+25% YoY으로, 여전히 2017년보다는 낮은 수준일 것으로 예상
- 2018년 대규모 환입이 없었던 기업은행의 총당금 전입액은 +8% YoY로 가정 ('19년 CCR 0.72%, +2bp YoY). 기업은행을 포함한 5사 합산 대손충당금 비용은 2016년과 유사한 수준으로 예상

2018년~2019년 분기별 대손비용률 가정



자료: 각 사, SK증권

은행별 총당금 전입 규모 전망: 총당비용의 정상화 예상

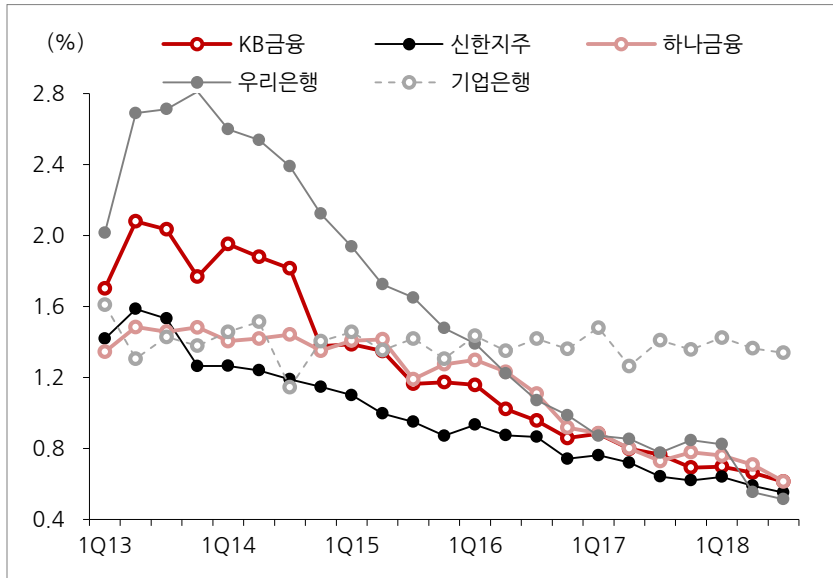


자료: 각 사, SK증권

● 주요사의 자산건전성은 크게 개선된 상태

- 비록 가계여신을 중심으로 한 연체지표의 완만한 상승이 전망되나, 주요 은행의 자산건전성은 크게 개선된 상황
- 중소기업 여신을 주로 취급하는 기업은행을 제외하면, 상위 4사의 3Q18 평균 NPL비율은 0.57%를 기록
(상위 4사 평균 NPL비율: 2013년 말 1.83% → 2014년 말 1.50% → 2015년 말 1.20% → 2016년 말 0.88% → 2017년 말 0.73%)
- 동시에 대손충당금 잔액은 2018년 초 IFRS9 도입을 경계로 증가해 NPL커버리지 비율 또한 크게 개선 (3Q18 평균 127.3%, +26.5%p YTD)
- 향상된 충당비율과 국제기준에 부합하는 수준의 자본비율 등을 고려할 때, 여신의 대손비용이 증가하더라도 은행의 흡수능력은 충분히 높은 수준인 것으로 판단

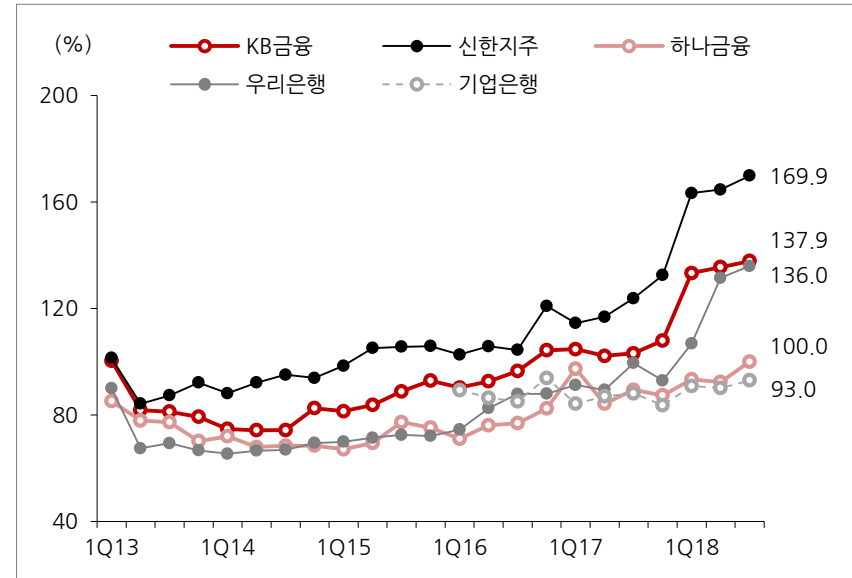
커버리지 은행지주 및 은행의 NPL비율



자료: 각 사, SK증권

주: 총여신 대비 고정이하여신 비율, 우리은행은 1Q14까지 지방은행(광주, 경남) 포함된 수치

커버리지 은행지주 및 은행의 NPL커버리지 비율



자료: 각 사, SK증권

주: 고정이하여신 대비 대손충당금 비율, 우리은행은 1Q14까지 지방은행(광주, 경남) 포함된 수치

● IFRS9 (금융자산에 대한 회계기준) 도입으로 은행의 총당금 잔액은 증가

- 2018년 초 IFRS9이 도입되면서 금융자산 손상처리에 대한 기준이 보다 강화됨
- 은행 대출채권에 대한 대손충당금 기준은 '기대신용손실 모형'을 적용하는 방식으로 변경
- 기존 대손충당금 적립이 발생손실 모형에 따른 데 반해 IFRS9은 예상손실 모형을 적용해, 자산 취득 시 12개월 예상손실을 총당금으로 적립하며 신용위험의 유의적 증가가 나타나거나 실제 신용손상이 발생할 경우 대출만기까지의 예상손실을 전부 총당금으로 적립
- 강화된 기준 적용에 따라, 주요 은행의 대손충당금 잔액은 2018년 초 증가함

(*32page 국민은행의 사례 참조)

IFRS9의 주요 변경 사항: 금융자산의 기대신용손실 모형 적용

신용위험의 정도 →			
분류 기준	Stage I	Stage II	Stage III
	자산 매입	신용위험의 유의적 증가* (최소 기준: 연체 30일)	객관적 신용손상 발생 (부도 등)
IAS 39	발생손실	발생손실	대출만기 (life time)까지의 예상손실
IFRS9	12개월 예상손실	대출만기 (life time)까지의 예상손실	대출만기 (life time)까지의 예상손실

자료: 업계, SK증권

주: *보고일 현재 신용위험이 높고, 최초 인식일 대비 신용위험의 유의적 증가 발생 (and 조건)

국민은행의 내부 신용등급 분류별 exposure

(십억원)	12개월 측정대상	전체기간측정대상 손상미인식	손상인식	합계
기업여신				
AAA~BBB+	66,624	1,284	1	67,909
BBB~BB	51,681	4,293	3	55,977
BB~B	2,807	1,886	2	4,694
B~CCC	389	908	24	1,321
CC이하	24	356	1,053	1,433
소계	121,525	8,726	1,083	131,334
가계여신				
1~5등급	117,221	4,092	4	121,317
6~8등급	4,038	6,947	4	10,990
9~10등급	149	895	6	1,050
11등급	243	156	6	406
12등급이하	8	295	364	667
소계	121,659	12,386	384	134,429
합계	243,184	21,111	1,467	265,763

자료: 국민은행, SK증권

주: 기업 및 가계 등급은 국민은행 내부 기준

국민은행의 내부 신용등급 분류별 대손충당금

(십억원)	가계여신			기업여신			합계
	12개월 측정자산	전체기간 측정자산 손상 미인식	손상 인식	12개월 측정자산	전체기간 측정자산 손상 미인식	손상 인식	
'17년 말 총당금 잔액							1,413.7
'18년 초 총당금 잔액	162.1	155.6	133.0	193.4	263.7	759.4	1,667.2
Stage간 분류 이동							
→ 12개월 측정자산	66.1	-66.0	-0.1	21.6	-21.0	-0.6	0
→ 전체기간 측정자산	-54.0	61.0	-6.9	-18.1	26.0	-8.0	0
→ 손상 인식	-0.6	-30.7	31.3	-1.5	-19.2	20.7	0
대손상각		0.0	-146.1		0.0	-101.3	-247.4
상각채권 회수	0.0		57.8			126.5	184.3
대출채권 매각	-0.2	0.0	-0.8			-8.1	-9.2
전(환)입	-13.3	37.8	60.2	-16.2	23.0	-72.5	19.0
기타변동 (환율 등)	0.1	0.1	0.5	-1.8	0.6	4.3	3.8
'18년 반기말 총당금 잔액	160.1	157.8	129.0	177.5	273.1	720.3	1,617.7

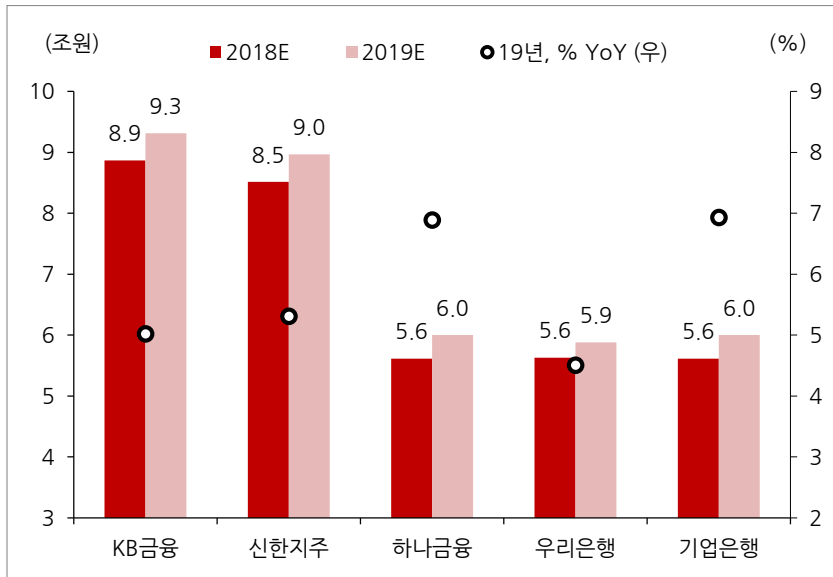
자료: 국민은행, SK증권

- 순이자마진: 조달 환경은 쉽지 않다
- 원화대출: 건인차의 switching, 전체 성장률 둔화 불가피
- 대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태
- 이익: 향상된 이익창출력, 2019년 증익 전망
- Globally low price: Unreasonable!

● 대형 은행주 5사의 순이자이익은 2019년 5.6% 증가할 전망

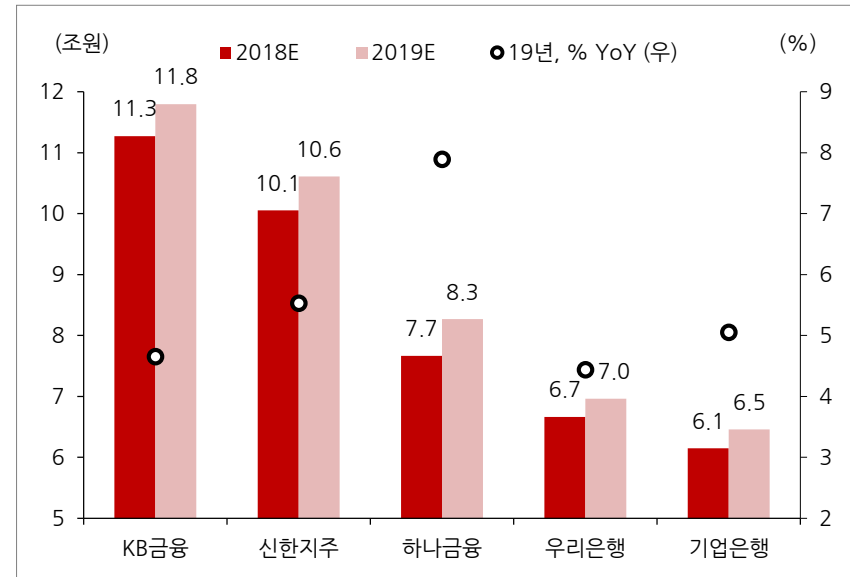
- 2019년 은행 5사 원화대출은 평균 4.4% 증가, 지주 및 은행 연결 대출채권은 평균 4.3% 증가하고, NIM이 0~1bp 상승할 것을 가정하면, 5사 합산 순이자이익은 36조원으로 5.6% 증가할 전망
(2019년 순이자이익 YoY 증가율: 기업은행 6.9%, 하나금융 6.7%, 신한지주 5.2%, KB금융 5.0%, 우리은행 4.4%)
- 1H18와 같은 신탁 취급액 증가 및 브로커리지 호황이 반복되지 않는다고 가정해, 5사 합산 수수료이익은 8.2조원으로 +2.4% YoY 전망
- 기타영업이익은 추세 수준으로 유지된다고 가정하면 일반영업이익(Gross OP)은 5사 합산 44조원으로 5.5% YoY 증가할 것으로 예상

커버리지 은행지주 및 은행별 순이자이익 예상



자료: SK증권

커버리지 은행지주 및 은행별 일반영업이익 예상

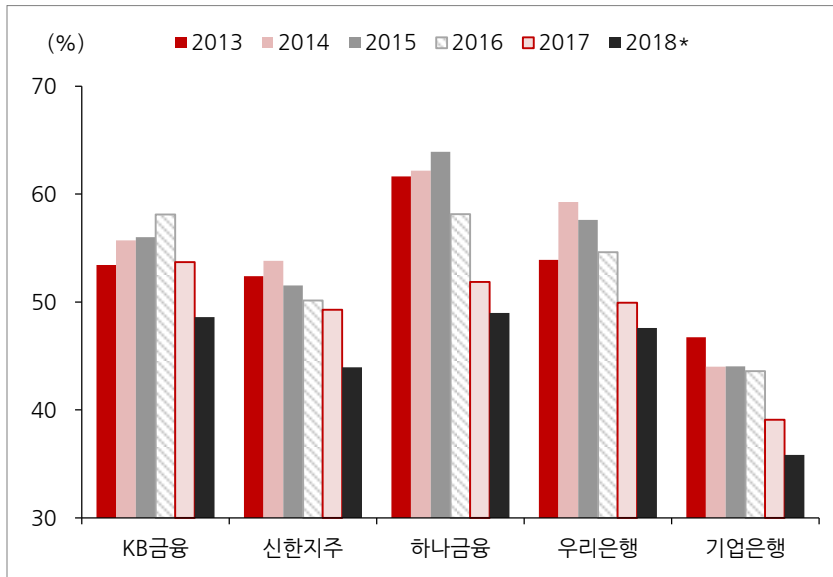


자료: SK증권

● 은행의 주요 비용 중 하나인 판매관리비는 부담이 축소되는 중

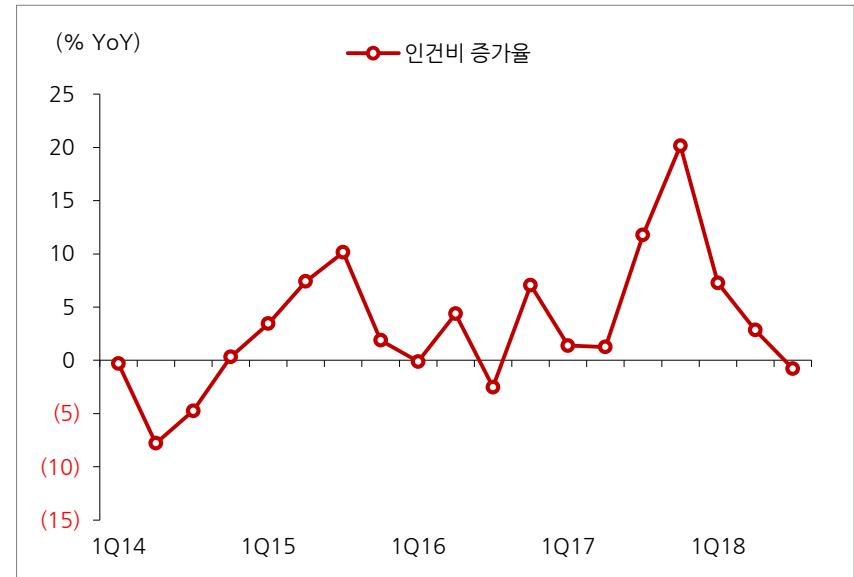
- 대손비용은 증가하나, 대손 외 은행의 주요 비용인 판매관리비 부담이 축소되면서 수익성 개선에 기여할 것
- 2019년 5사 합산 판매관리비는 20.9조원 (+2.2% YoY), 5사 평균 판관비용률은 46.9% (-1.6%p YoY)를 기록할 전망
- 이는 점포 효율화와 더불어 2014년부터 지속된 인력 조정으로 경상적 비용률이 하락하기 때문
- 커버리지 은행지주 및 은행의 경상 인건비(대규모 희망퇴직비용 제거)는, 사상 최대 실적에 따라 성과급이 크게 증가했던 4Q17을 제외하면, 최근 10개 분기 평균 3.3% YoY에 그치는 제한적 증가를 나타냄

커버리지사별 판관비용률 추이



자료: 각 사, SK증권
주: 3Q 누적 기준

커버리지사 합산 인건비 증가율 추이

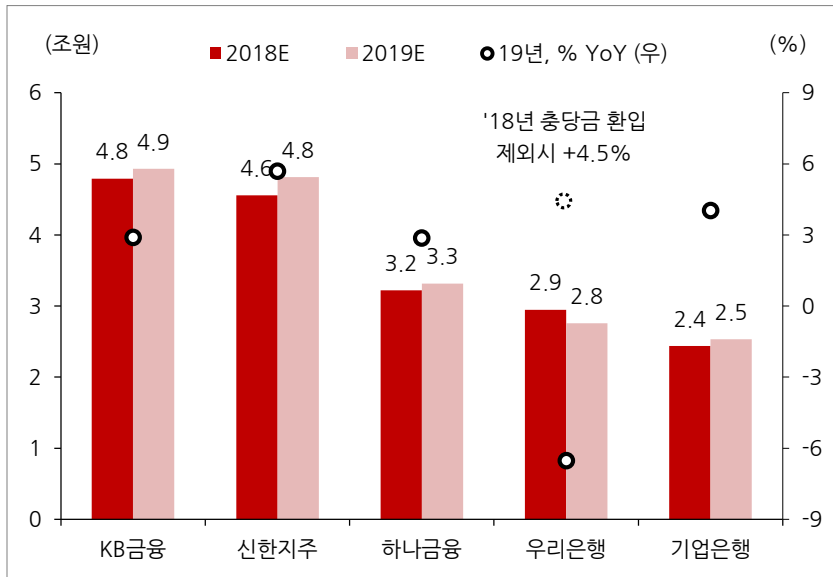


자료: 각 사, SK증권
주: 700억원 이상의 희망퇴직비용은 비경상적 비용으로 판단해 제거함

● Top line 증가+대손비용률 상승+판관비율 하락 → 영업이익 증가

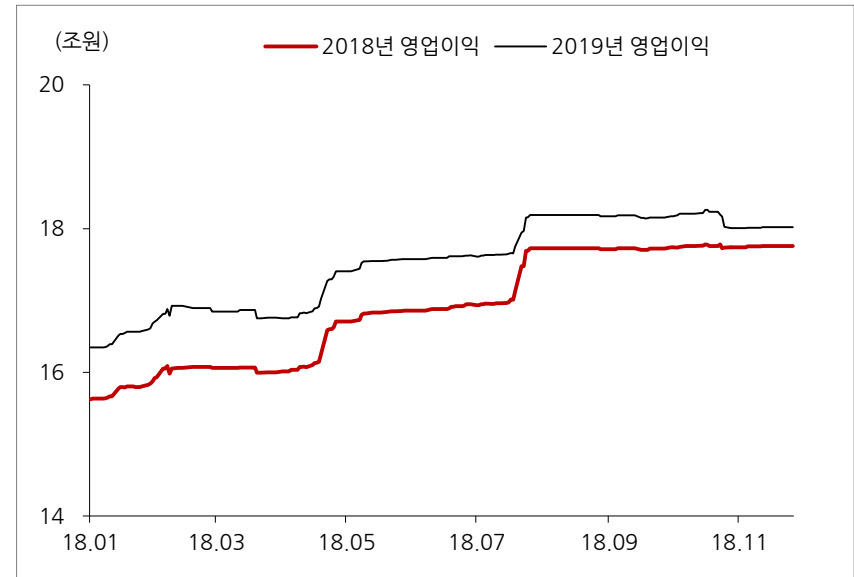
- 순이자이익을 포함한 일반영업이익이 증가하는 가운데 판관비율은 하락해, 대손비용의 43% YoY 증가를 가정했음에도 불구하고 2019년 주요 은행의 영업이익은 증가할 전망
- SK증권 커버리지 은행지주 및 은행의 2019년 합산 영업이익은 18.3조원으로 2.2% YoY 증가 ('18년 총당금 환입 제외시 6% YoY)
- 5사 합산 영업이익의 시장 컨센서스도 18.0조원으로 연초 대비 10.3% 상향 조정됨

커버리지 은행주 2019년 영업이익 전망



자료: SK증권

대형 은행주 5사 영업이익 컨센서스 추이

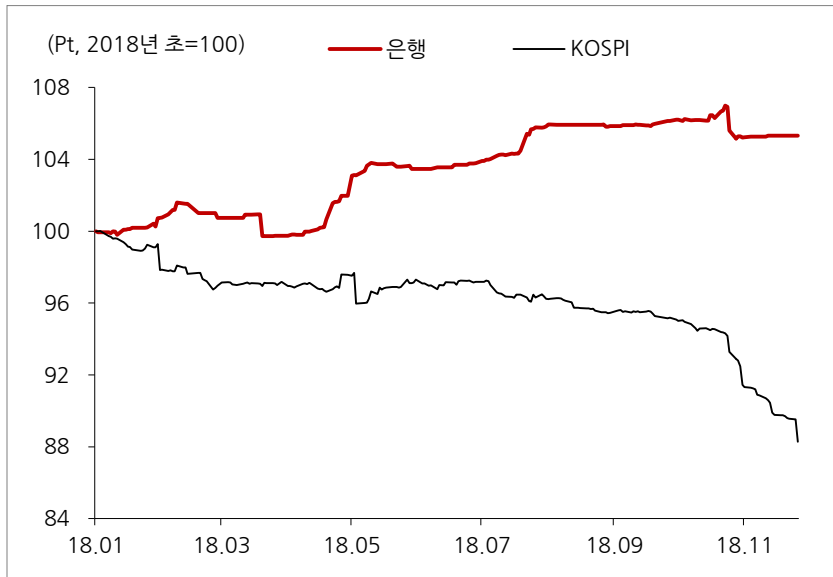


자료: FnGuide, SK증권

● 은행업종의 상대적인 매력은 높아지고 있다

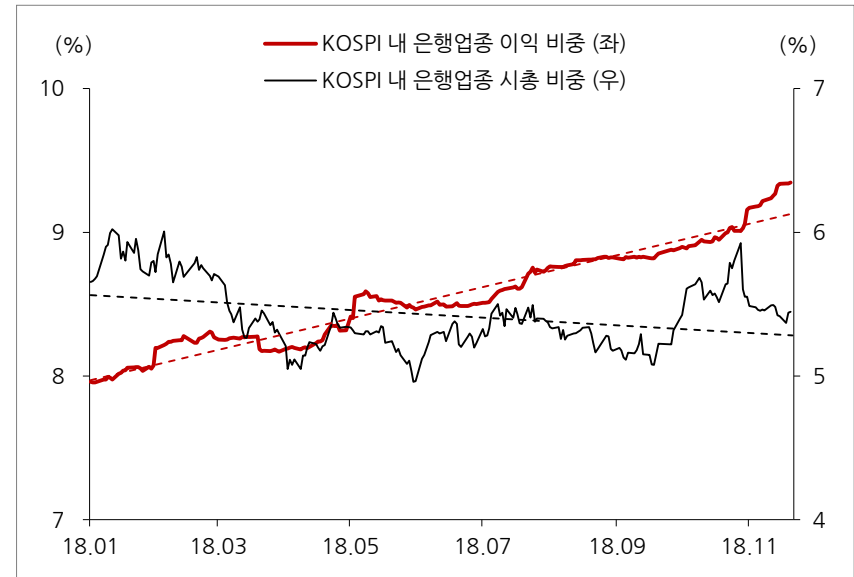
- 2019년 연간 은행업종 실적에 대한 시장 전망은 상향 조정 중. 업종 지배주주 순이익 전망치는 연초 이후 5.3% 증가 (대형 은행 5사 +7.8% / 지방은행지주 3사 +3.4%)
- 반면 KOSPI 시장의 2019년 지배주주 순이익 전망치는 연초 이후 11.7% 하향 조정됨 (은행업종 제외 시 -13.2%)
- 이에 따라 2019년 KOSPI 전체 이익에서 은행이 차지하는 비중은 연초 8.5%에서 현재 9.5%까지 확대
- 반면 은행업종의 시가총액 비중은 연초 5.7%에서 현재 5.5%로 축소돼 이익에 대한 멀티플은 하락한 상황

은행업종 및 KOSPI 전체 2019년 이익 전망치 변화



자료: FnGuide, SK증권
주: 지배주주 순이익 기준

은행업종의 2019년 이익 및 시가총액 비중

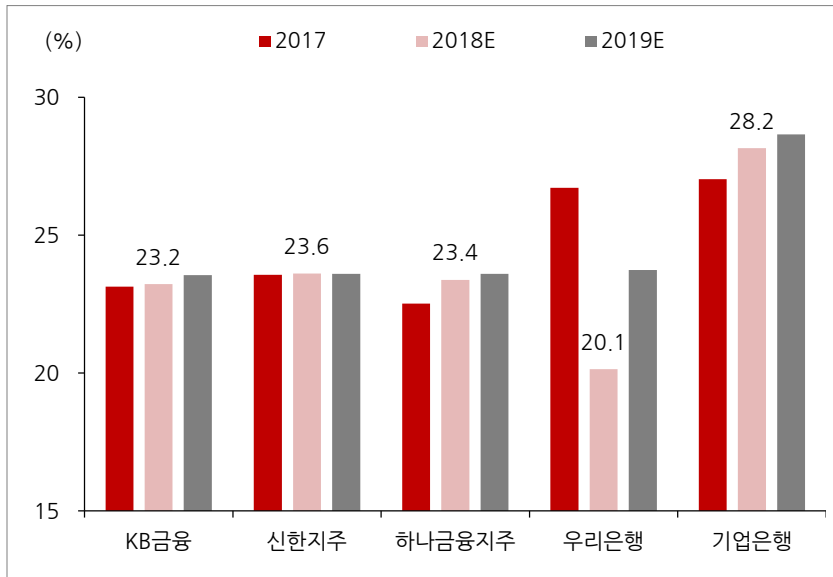


자료: 각 사, SK증권
주: 주식

● 배당 매력도 더 높아지고 있다

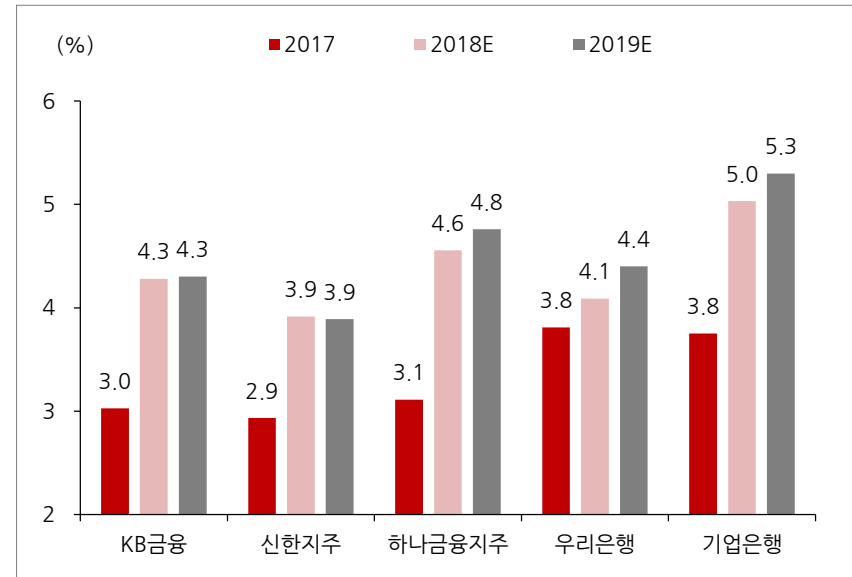
- SK증권 커버리지 은행주의 평균 배당성향은 2017년 24.6% → 2018년(E) 24.9% → 2019년(E) 25.2%로 예상
- 기업은행 외에는 유의미한 배당성향 증가가 어려울 것으로 전망. 우리은행의 경우 현금흐름을 동반하지 않는 총당금 환입이 컸던 점을 고려해 2018년 배당성향의 일시적 하락을 예상함 (금호타이어 및 STX엔진 총당금 환입 3,100억원 제외 시 23.5%로 가정)
- 배당성향이 2017년과 비슷하게 유지되지만, 2018년 16% YoY의 이익 증가 및 주가 하락으로 기대 배당수익률은 5사 평균 4.4%로 상승
- 현 주가 기준으로는 2019년 기대 배당수익률도 평균 4.5%로 배당 매력은 더 높아지고 있는 상황 (KOSPI 상장사 평균 기대 배당수익률 1.0%)

커버리지 은행주 배당성향 전망



자료: 각 사, SK증권

커버리지 은행주 배당수익률 전망



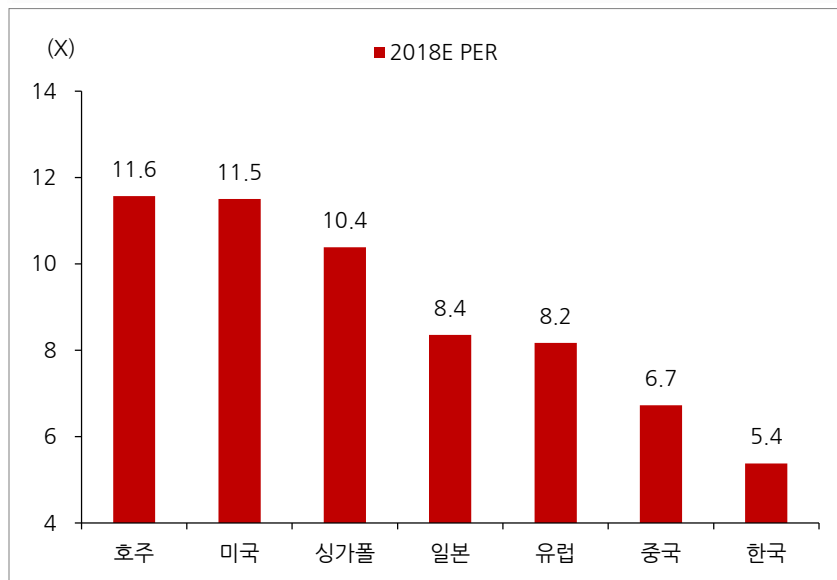
자료: 각 사, SK증권

- 순이자마진: 조달 환경은 쉽지 않다
- 원화대출: 건인차의 switching, 전체 성장률 둔화 불가피
- 대손비용: 가계여신의 최적점은 이미 통과했지만, 자산건전성도 개선된 상태
- 이익: 향상된 이익창출력, 2019년 증익 전망
- Globally low price: Unreasonable!

● 글로벌 은행주와 비교해도 저평가된 valuation

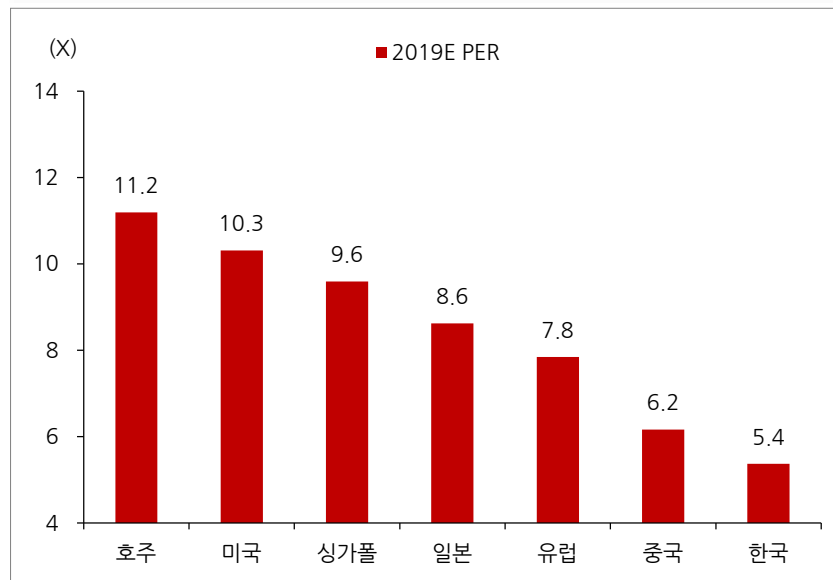
- 한국 대형 은행 5사의 2018년 및 2019년 평균 PER은 각각 5.4배에 불과해 역사적으로도, 글로벌 기준으로도 낮은 수준
- 시가총액 상위 5개 은행을 기준으로, 2019년 평균 PER은 호주 11배, 미국 및 싱가포르 10배, 일본 9배, 유럽 8배로 한국과 큰 격차를 보임
- 중국 시가총액 상위 은행의 평균 PER도 2019년 기준 6.2배로 한국보다 높은 수준을 나타냄

글로벌 은행주 2018년 예상 PER 비교



자료: Bloomberg, SK증권
주: 각 국 시가총액 상위 5개 은행주 평균

글로벌 은행주 2019년 예상 PER 비교

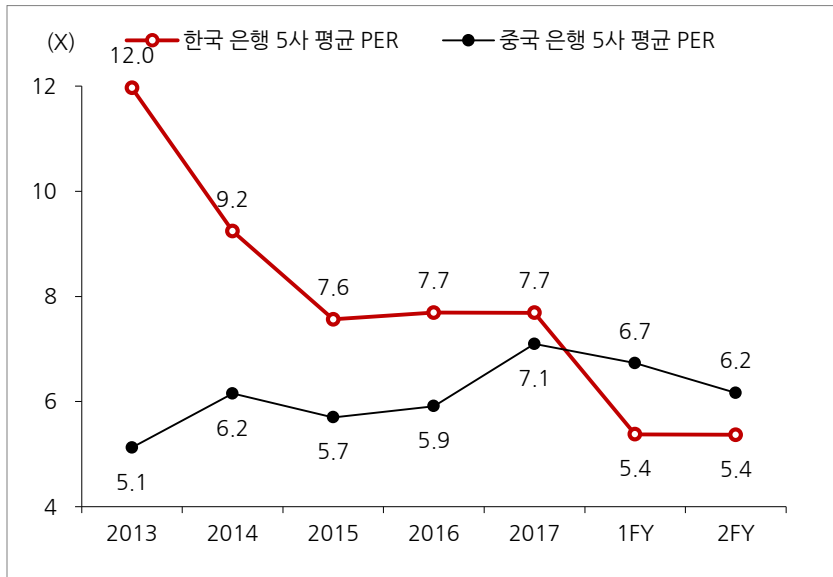


자료: Bloomberg, SK증권
주: 각 국 시가총액 상위 5개 은행주 평균

● 중국 은행과 유사하거나 낮은 멀티플, 합당한가?

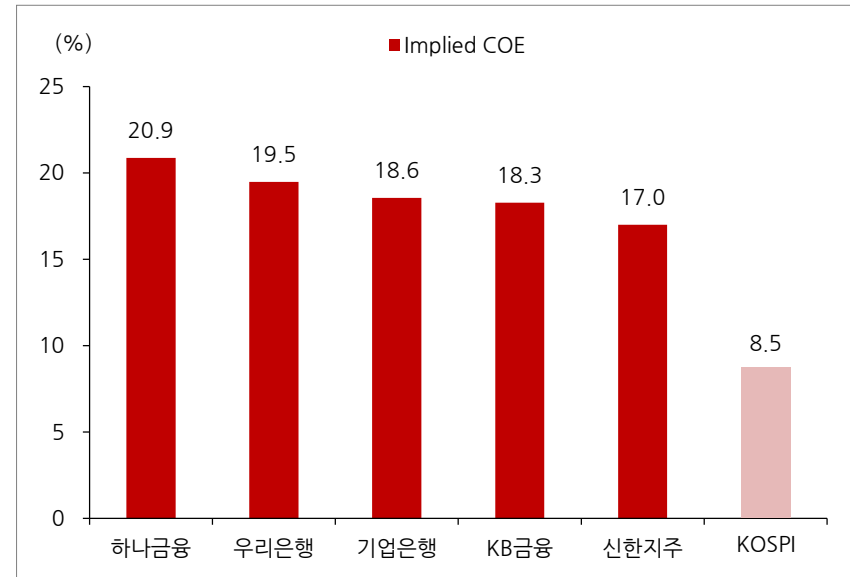
- 앞서 확인했듯, 한국 은행주는 글로벌 금융 선진국의 은행주의 50~70%에 불과한 PER을 적용 받고 있음
- 미국, 일본, 유럽 등 선진국 대비 낮은 valuation은 과거에도 이어졌던 현상이나, 기대 이익에 대해 중국 은행주보다 낮은 멀티플을 적용 받는 것은 역사적으로도 없었던 저평가 상황
- 주요 한국 은행주의 할인율(Implied COE)은 17~21% 수준
- 같은 시점에 KOSPI 할인율이 8.5%이고, 은행의 이익 안정성과 배당 매력을 고려하면 은행주에 과도하게 높은 할인율이 적용된 것으로 판단

중국 은행주와 한국 은행주의 연도별 PER 비교



자료: Bloomberg, SK증권
주: 중국 및 한국 시가총액 상위 5개 은행주 대상

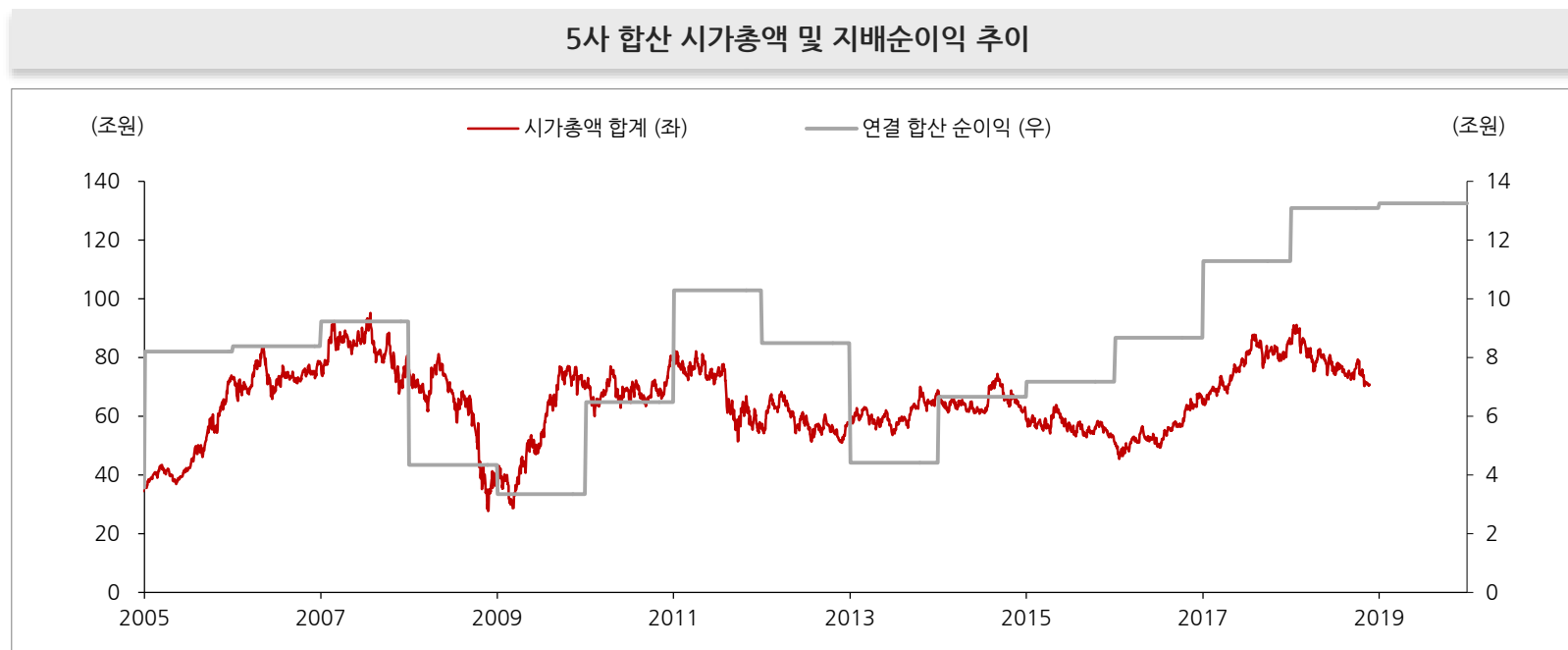
커버리지 은행주 할인율 비교



자료: FnGuide, SK증권
주: 향후 3개년 기대 ROE 대비 12개월 forward PBR로 산출, 컨센서스 기준

● 기업이 창출하는 이익에 대한 정당한 가치 부여를 기대

- SK증권 커버리지 5사의 합산 시가총액과 지배주주 순이익 흐름은 아래 그래프와 같음
- 증익의 사이클이 여전히 이어짐에도 불구하고 시가총액이 순이익의 10배 미만으로 undervalue된 상태가 지속되어 옴
- 최근 큰 폭으로 증가한 은행의 운용자산 규모와 개선된 자산건전성, 높아진 자본비율 등을 고려하면, 경기에 대한 불확실성이 확대됐다고 하더라도 은행업종의 이익 안정성과 가시성은 높은 것으로 판단
- 이익은 주가를 설명하는 가장 강력한 변수임. 은행의 이익 창출에 대한 정당한 가치 부여를 기대할 때, 주가 상승여력은 충분히 높다고 판단됨



자료: FnGuide, SK증권

주: 2018년~2019년 합산 순이익은 SK증권 추정치 기준



Company Analysis

기업은행 (024110/KS)

우려요인은 낮고, 안정성은 높다

기업은행 2019년 지배주주 순이익 3.4% YoY 증가 전망

기업은행의 2019년 지배주주 순이익은 1조 8,370억원으로 3.4% YoY 증가할 전망이다. 대손충당금 환입의 수혜가 적었던 만큼, 정상화에 따른 반동(=충당금 증가)도 적다. 은행업 종에 대해 대손과 마진 우려가 존재하는데 그 민감도가 상대적으로 낮아 안정성은 더 높고, 배당매력은 탁월하다. 기업은행을 은행업종 최선호주로 유지한다.

순이자마진의 방어와 낮은 가계여신 비중으로 우려는 낮다

2019년 은행업종의 조달환경이 악화될 것으로 예상되는 가운데, 기업은행의 마진 방어는 상대적으로 용이할 전망이다. 1) 타행과 달리 기업고객으로부터의 저원가성 수신이 여전히 증가하고 있고, 2) 중금채 조달의 채널 변화를 통한 조달비용률 조정이 일부 가능하기 때문이다 (조달금리가 더 낮은 시장발행 비중 확대, 창구채널 비중 축소 등). 또한 가계 연체지표의 완만한 상승이 예상되나 기업은행의 가계여신 비중은 원화대출 기준 17%에 불과해 관련 영향은 제한적일 전망이다. 오히려 대손비용률의 정상화 측면에서 볼 때 비용 증가에 따른 반동은 시중은행 대비 약할 것으로 예상된다.

이익 안정성이 높는데, 유일하게 배당성향 확대가 가능하다

기업은행의 가장 큰 투자매력은 배당이다. 이익 안정성이 높은 가운데, 주요 은행주 중 배당성향 확대의 여지가 가장 큰 곳은 기업은행이라고 판단된다. 동사의 별도 기준 배당성향은 2016년 및 2017년 각각 30.8%, 30.9%로 정체되었다. 1) 최대주주인 기획재정부의 세수 필요성과 2) 기업은행과 함께 공공기관 배당의 양대산맥인 한국전력이 3Q까지 4,000억 원대의 적자를 기록한 점을 고려하면 동사의 적극적인 배당은 필연적이다. 2019년 배당성향 40%의 과거 목표는 달성할 수 없더라도 우상향의 당위성을 고려해 연간 0.7%p의 배당성향 확대를 가정하면, 향후 3년의 평균 기대 배당수익률은 5.3%로 배당매력이 탁월하다는 판단이다.

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	3,290 십억원	주가(18/11/28)	14,950 원		
발행주식수	55,998 만주	KOSPI	2,108.2 pt		
자사주	0 만주	52주 Beta	0.57		
액면가	5,000 원	52주 최고가	17,200 원		
시가총액	8,372 십억원	52주 최저가	14,300 원		
주요주주		60일 평균 거래대금	12 십억원		
기획재정부	51.8%			Yield	절대주가
국민연금	9.4%			1M	-0.3%
외국인지분율	23.52%			6M	-8.0%
배당수익률	3.75%			12M	-5.4%
					상대주가
					10.8%

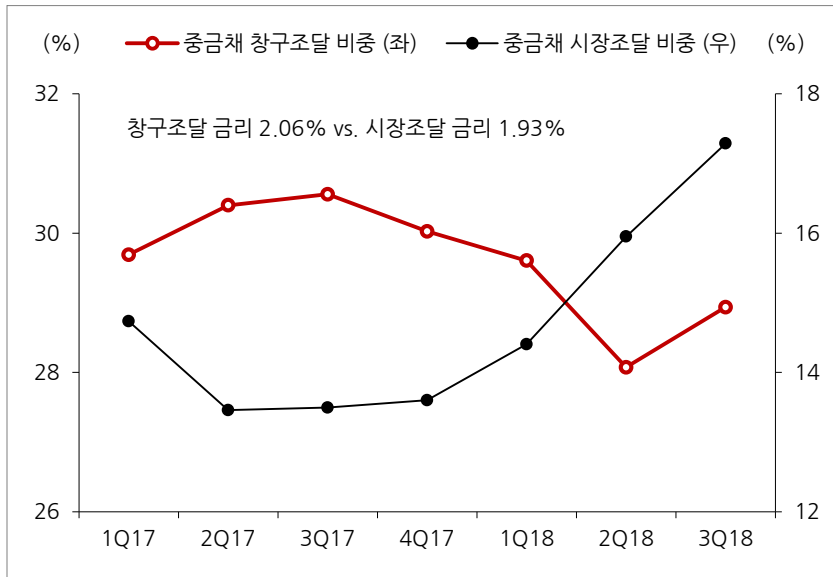
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
일반영업이익	십억원	4,778	4,991	5,601	6,148	6,458	6,804
YoY	%	4.6	4.5	12.2	9.8	5.1	5.4
순이자손익	십억원	4,631	4,883	5,260	5,614	6,003	6,338
판매관리비	십억원	2,097	2,155	2,189	2,312	2,410	2,507
총전영업이익	%	2,681	2,837	3,412	3,836	4,048	4,297
영업이익	%	1,500	1,533	2,028	2,437	2,535	2,652
YoY	%	8.0	2.2	32.3	20.1	4.0	4.6
세전이익	십억원	1,469	1,517	1,954	2,433	2,535	2,652
지배주주 순이익	십억원	1,143	1,158	1,501	1,776	1,837	1,921
YoY	%	11.3	1.3	29.7	18.3	3.4	4.6
EPS	원	1,975	1,983	2,573	3,038	3,140	3,282
BPS	원	26,289	27,282	29,937	31,709	33,617	34,733
PER	배	6.3	6.4	6.4	5.0	4.8	4.6
PBR	배	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	%	6.9	6.6	7.9	8.7	8.5	8.5
별도 배당성향	%	28.8	30.8	30.9	33.0	33.8	34.5
배당수익률	%	3.6	3.8	3.8	5.0	5.3	5.6

● 마진 방어용의 용이성

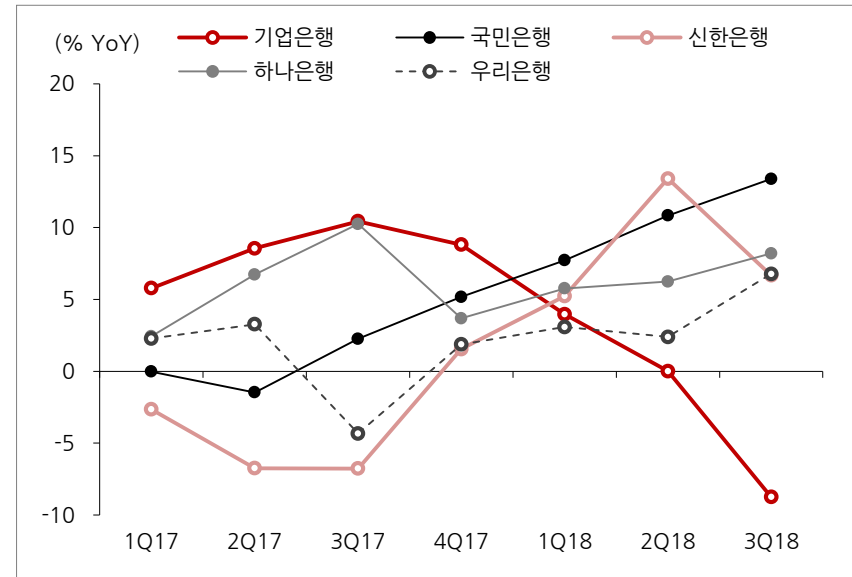
- 2019년 은행업종의 조달환경은 녹록지 않을 전망. 가장 큰 원인은 저원가성 예금이 정기예·적금으로 이동하면서 나타나는 비용 mix 악화임
- 기업은행은 조달은 중금채 52%, 예금 45%, CD/RP/어음 등 3%로 구성. 가장 큰 비중을 차지하는 중금채의 조달 채널은 창구(소매)와 시장으로 나뉘는데, 금리는 창구>시장 수준. 즉, 조달환경 악화 시에는 채널 비중의 조절을 통해 비용을 방어가 일부 가능
- 실제로 동사의 3Q18 말 중금채는 시장조달 37조원 (+33% YTD), 창구조달 61조원 (+1% YTD)으로 속도 차이를 보임
- 한편 은행업종의 정기예금이 두 자릿수 증가를 보이며 저원가성 수신 비중이 축소되는 반면, 기업은행은 연중 저원가성 비중 확대를 유지
- 수신금리 상승이 2019년 업종 마진에 부담으로 작용할 전망이나, 기업은행의 이러한 특성은 상대적인 마진 방어를 가능하게 할 전망

중금채 조달채널별 비중: 금리가 더 낮은 시장조달 확대



자료: 기업은행, SK증권

주요 은행별 정기예·적금 증가율

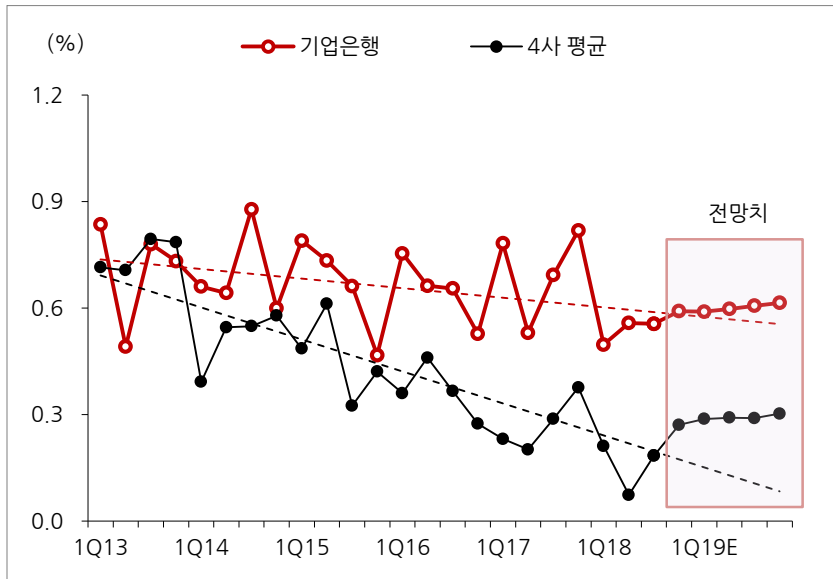


자료: 각 사, SK증권

● 대손비용의 swing은 제한적

- 주요 은행의 대손비용 감소에 크게 기여했던 가계 연체지표가 2019년 완만히 상승할 것으로 예상됨
- 시중은행도 이익 창출력을 훼손할 수준의 건전성 악화는 없을 것이나, 기업은행의 가계여신 비중은 원화대출 기준 17%에 불과해 관련 영향이 더욱 제한적일 전망
- 대손비용률의 정상화 측면에서 볼 때, 대손충당금 증가에 따른 반동은 시중은행 대비 약할 것으로 예상됨 (2019년 CCR 상위 4사 평균 0.28%, +11bp YoY, 기업은행 0.72%, +2bp YoY)

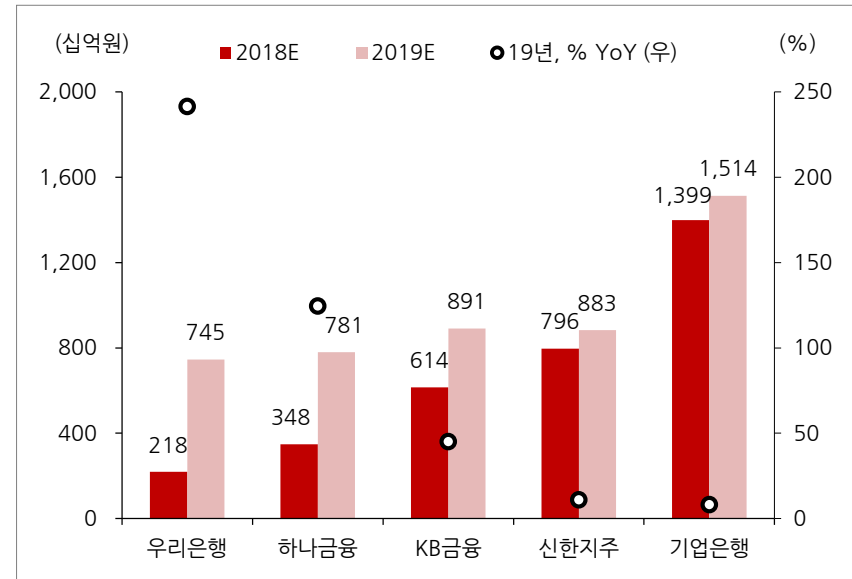
주요 은행별 대손비용률 추이



자료: 각 사, SK증권

주: 4사는 KB금융, 신한지주, 하나금융, 우리은행 등, 1Q17 신한카드 및 2Q18 우리은행의 3,000억 원대 총당금 환입은 제외함(add back), 1Q18 이후 기업은행 CCR은 NPL 매각익 포함 기준으로 산출

대손충당금 전입액 전망치

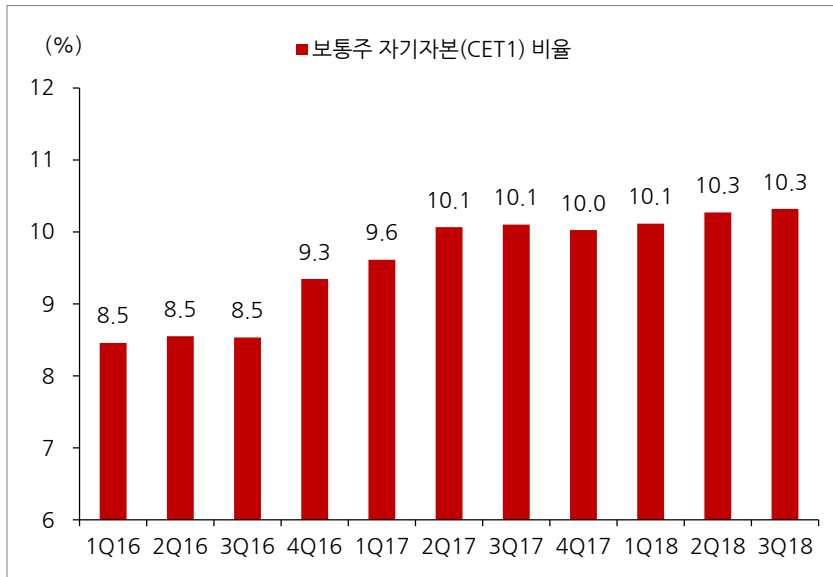


자료: 각 사, SK증권

● 배당성향 확대의 조건은 갖추어졌다

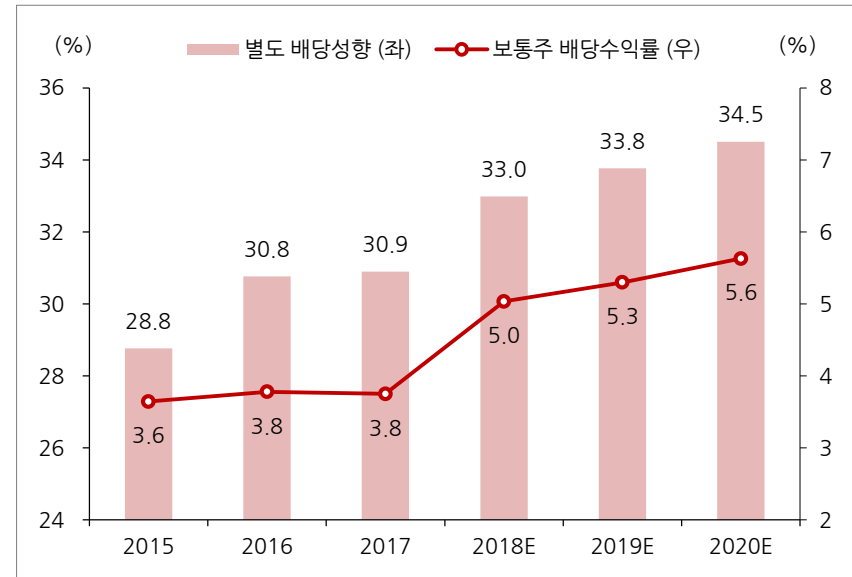
- 이익 안정성이 높은 가운데 주요 은행주 중 배당성향 확대 가능성이 가장 높은 것은 기업은행이라고 판단
- 2017년 배당성향이 2016년 수준에서 정체된 바 있는데, 1) 최대주주인 기획재정부의 세수 필요성과, 2) 기업은행과 함께 공공기관 배당의 양대산맥인 한국전력이 3Q까지 4,000억원대의 적자를 기록한 점을 고려하면 동사의 적극적인 배당은 필연적이기 때문
- 2019년 별도 배당성향 40%의 과거 목표치는 달성할 수 없더라도 우상향의 당위성을 고려해 연간 0.7%p의 배당성향 확대를 가정하면, 향후 3년의 평균 기대 배당수익률은 5.3%로 배당매력이 탁월하다는 판단

기업은행의 CET1 비율



자료: 기업은행, SK증권

기업은행의 배당지표 전망



자료: 기업은행, SK증권

기업은행 (024110/KS | 매수(유지) | T.P 20,000원(유지))

Company Analysis

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
현금및예치금	10,018	11,699	12,906	13,647	14,323	15,044
유가증권	37,073	37,230	45,994	47,834	50,704	53,746
대출채권	184,892	195,236	204,910	216,680	227,399	238,846
유형자산	2,464	2,856	2,937	3,106	3,259	3,423
무형자산	303	258	214	224	233	242
기타자산	7,603	12,062	9,426	10,958	10,961	10,989
자산총계	239,843	256,851	274,070	289,812	304,149	319,460
예수부채	95,285	103,984	112,591	113,609	116,849	121,630
차입부채	111,805	117,534	121,540	133,063	143,645	151,963
기타금융업부채	2,724	3,610	4,925	5,207	5,460	5,742
기타부채	12,735	13,676	15,212	16,961	15,960	17,150
부채총계	222,549	238,804	254,268	268,839	281,913	296,486
지배주주지분	17,203	17,950	19,697	20,863	22,118	22,852
자본금	3,272	3,290	3,290	3,290	3,290	3,290
신종자본증권	1,399	1,398	2,032	2,181	2,181	1,581
자본잉여금	531	554	559	563	563	563
기타자본	0	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	748	667	661	550	550	550
이익잉여금	11,254	12,041	13,156	14,278	15,534	16,868
비지배주주지분	91	97	104	111	117	121
자본총계	17,294	18,047	19,802	20,974	22,236	22,974
부채및자본총계	239,843	256,851	274,070	289,812	304,149	319,460

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
일반영업이익	4,778	4,991	5,601	6,148	6,458	6,804
순이자손익	4,631	4,883	5,260	5,614	6,003	6,338
이자수익	7,987	7,779	8,076	9,014	9,853	10,583
이자비용	3,356	2,896	2,816	3,400	3,850	4,245
순수수료손익	406	375	407	426	421	434
수수료수익	772	774	849	677	887	914
수수료비용	367	399	442	348	467	481
금융상품관련손익	277	229	387	359	240	233
기타영업이익	-536	-496	-453	-251	-206	-201
판매관리비	2,097	2,155	2,189	2,312	2,410	2,507
충전영업이익	2,681	2,837	3,412	3,836	4,048	4,297
대손충당금전입액	1,181	1,304	1,384	1,399	1,514	1,646
영업이익	1,500	1,533	2,028	2,437	2,535	2,652
영업외이익	-30	-15	-75	-3	0	0
세전이익	1,469	1,517	1,954	2,433	2,535	2,652
법인세비용	319	353	445	647	687	719
당기순손익	1,151	1,165	1,509	1,786	1,848	1,932
지배주주순이익	1,143	1,158	1,501	1,776	1,837	1,921

성장률

12월 결산 (% YoY)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
대출채권	9.5	5.6	5.0	5.7	4.9	5.0
총자산	9.1	7.1	6.7	5.7	4.9	5.0
예수부채	11.5	9.1	8.3	0.9	2.9	4.1
차입부채	6.1	5.1	3.4	9.5	8.0	5.8
총부채	9.0	7.3	6.5	5.7	4.9	5.2
총자본	10.5	4.4	9.7	5.9	6.0	3.3
일반영업이익	4.6	4.5	12.2	9.8	5.1	5.4
순이자손익	2.7	5.4	7.7	6.7	6.9	5.6
판매관리비	4.5	2.8	1.6	5.7	4.2	4.0
충전영업이익	4.6	5.8	20.3	12.4	5.5	6.2
영업이익	8.0	2.2	32.3	20.1	4.0	4.6
세전이익	9.4	3.2	28.8	24.5	4.2	4.6
지배주주순이익	11.3	1.3	29.7	18.3	3.4	4.6

주요 투자지표

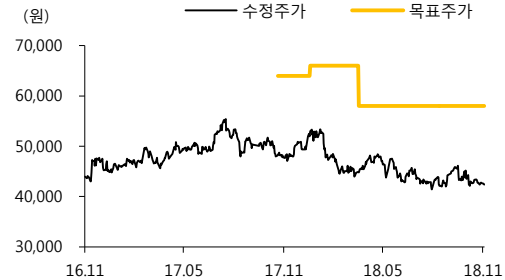
12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)						
순이자마진율	1.91	1.91	1.94	1.95	1.96	1.97
판매비용률	43.9	43.2	39.1	37.6	37.3	36.8
대손비용률	0.69	0.72	0.73	0.70	0.72	0.74
수익성 (%)						
ROE	6.9	6.6	7.9	8.7	8.5	8.5
ROA	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
주당 지표 (원)						
보통주 EPS	1,975	1,983	2,573	3,038	3,140	3,282
수정 EPS	1,880	1,887	2,477	2,918	3,030	3,200
보통주 BPS	26,289	27,282	29,937	31,709	33,617	34,733
수정 BPS	26,289	27,282	29,937	31,709	33,617	34,733
보통주 DPS	450	480	617	760	800	850
기타 지표						
보통주 PER (X)	6.3	6.4	6.4	5.0	4.8	4.6
수정 PER (X)	6.6	6.7	6.6	5.2	5.0	4.7
보통주 PBR (X)	0.47	0.47	0.55	0.48	0.45	0.43
수정 PBR (X)	0.47	0.47	0.55	0.48	0.45	0.43
별도 배당성향 (%)	28.8	30.8	30.9	33.0	33.8	34.5
보통주 배당수익률 (%)	3.6	3.8	3.8	5.0	5.3	5.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.29	매수	74,000원	6개월		
2018.10.26	매수	74,000원	6개월	-30.34%	-24.05%
2018.10.05	매수	74,000원	6개월	-28.88%	-24.05%
2018.07.20	매수	74,000원	6개월	-28.92%	-24.19%
2018.07.04	매수	74,000원	6개월	-26.96%	-25.14%
2018.04.20	매수	78,000원	6개월	-27.40%	-21.41%
2018.04.13	매수	78,000원	6개월	-23.69%	-23.08%
2018.02.09	매수	86,000원	6개월	-26.37%	-20.23%
2018.01.15	매수	86,000원	6개월	-23.03%	-20.23%
2017.11.16	매수	78,000원	6개월	-21.70%	-13.21%

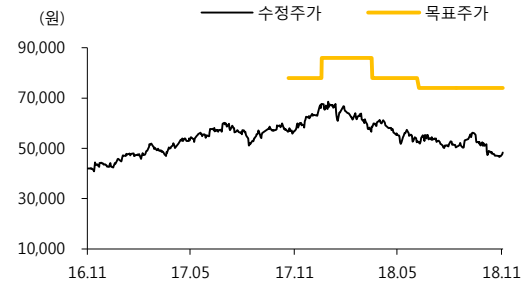
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.29	매수	58,000원	6개월		
2018.10.25	매수	58,000원	6개월	-23.48%	-16.55%
2018.10.05	매수	58,000원	6개월	-23.00%	-16.55%
2018.09.06	매수	58,000원	6개월	-22.94%	-16.55%
2018.07.25	매수	58,000원	6개월	-22.54%	-16.55%
2018.07.04	매수	58,000원	6개월	-21.12%	-16.55%
2018.04.22	매수	58,000원	6개월	-20.50%	-16.55%
2018.04.13	매수	58,000원	6개월	-21.24%	-20.52%
2018.02.08	매수	66,000원	6개월	-27.57%	-19.09%
2018.01.15	매수	66,000원	6개월	-20.82%	-19.09%
2017.11.16	매수	64,000원	6개월	-22.87%	-17.19%

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.29	매수	58,000원	6개월		
2018.10.29	매수	58,000원	6개월	-26.98%	-20.00%
2018.10.01	매수	58,000원	6개월	-25.14%	-20.00%
2018.07.23	매수	58,000원	6개월	-25.37%	-21.72%
2018.07.04	매수	58,000원	6개월	-26.15%	-24.22%
2018.04.22	매수	60,000원	6개월	-25.47%	-20.17%
2018.04.13	매수	60,000원	6개월	-26.76%	-25.00%
2018.02.05	매수	66,000원	6개월	-26.21%	-15.91%
2018.01.15	매수	66,000원	6개월	-20.00%	-15.91%
2017.11.16	매수	60,000원	6개월	-18.16%	-8.00%

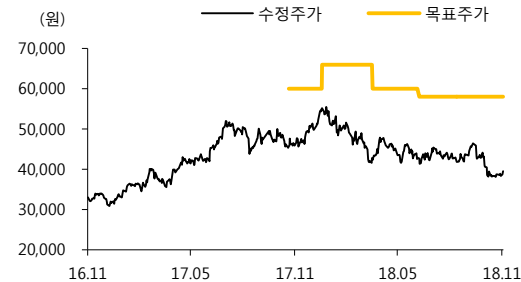
KB금융



신한지주

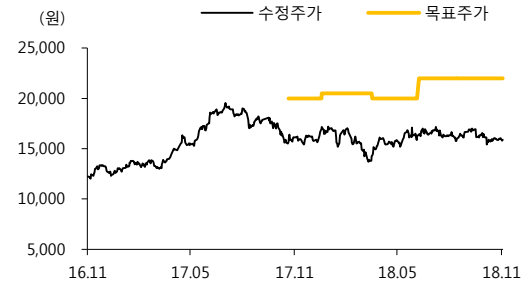


하나금융지주



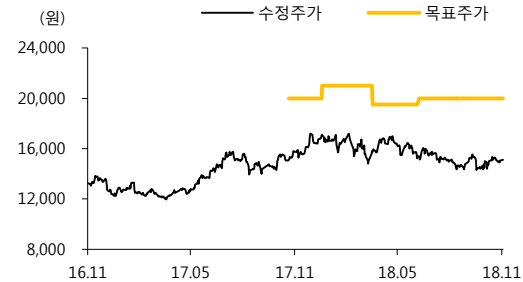
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.29	매수	22,000원	6개월		
2018.10.29	매수	22,000원	6개월	-25.77%	-22.05%
2018.10.05	매수	22,000원	6개월	-25.19%	-22.05%
2018.07.23	매수	22,000원	6개월	-25.10%	-22.05%
2018.07.04	매수	22,000원	6개월	-24.61%	-22.73%
2018.06.20	매수	20,000원	6개월	-20.69%	-14.50%
2018.04.22	매수	20,000원	6개월	-21.28%	-15.75%
2018.04.13	매수	20,000원	6개월	-24.42%	-23.50%
2018.02.09	매수	20,500원	6개월	-22.92%	-16.10%
2018.01.15	매수	20,500원	6개월	-18.72%	-16.10%
2017.11.16	매수	20,000원	6개월	-19.64%	-14.25%

우리은행



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.29	매수	20,000원	6개월		
2018.10.26	매수	20,000원	6개월	-24.64%	-19.75%
2018.10.01	매수	20,000원	6개월	-24.57%	-19.75%
2018.07.27	매수	20,000원	6개월	-24.12%	-19.75%
2018.07.04	매수	20,000원	6개월	-21.65%	-19.75%
2018.04.27	매수	19,500원	6개월	-17.08%	-12.82%
2018.04.13	매수	19,500원	6개월	-17.23%	-14.10%
2018.02.12	매수	21,000원	6개월	-22.60%	-18.10%
2018.01.15	매수	21,000원	6개월	-20.98%	-18.57%
2017.11.16	매수	20,000원	6개월	-19.45%	-14.00%

기업은행



Compliance Notice

- 작성자(김도하)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 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 11월 29일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----