

K I W O O M S E C U R I T I E S

2019년 01월 23일 | 키움증권 리서치 센터



산업분석 | 은행 Neutral(Maintain)

# 부채 구조조정의 서막!

- 부채 구조조정의 발단과 변수 점검

은행/카드 서영수

02-3787-0304

ysyoung@kiwoom.com

RA 유근탁

02-3787-0334

ktyoo@kiwoom.com

## Bank

974-186-654-1021

| DATE     | DESCRIPTION | WITHDRAWALS | DEPOSITS | BALANCE     |
|----------|-------------|-------------|----------|-------------|
| 06-09-16 |             | * 600,000   |          | * 7,452,000 |
| 06-09-16 |             | * 1,000,000 |          | * 6,452,000 |

키움증권



# Contents

|          |                                  |
|----------|----------------------------------|
| Part I   | 구조조정의 서막                         |
| Part II  | 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자    |
| Part III | 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가게 부문         |
| Part IV  | 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장         |
| Part V   | 부채 구조조정의 변수 (2) : 원화 및 외화 유동성    |
| Part VI  | 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준 |
| Part VII | 투자유망종목                           |
| Appendix |                                  |





## 부채 구조조정의 서막 !

### >>> 부채 구조조정의 핵심은 1) 변경된 회계기준의 적용 2) 담보대출의 별제권 제한

- 정부 주도의 IFRS 9 를 활용한 한계 차주에 대한 선제적인 충당금을 적립, 구조조정 시발점이 될 것임
- 개인 회생 연계형 채무재조정 프로그램 도입, 가계부채 구조조정의 시발점이 될 것으로 예상
- 가계 부채 확대의 핵심 요인이자 구조조정 지연의 걸림돌이었던 별제권을 부분적으로 제한한 점이 가장 큰 변화임
- 단기적으로 은행 수익에 적지 않은 부담 될 수 있지만 잠재 부실을 정리한다는 측면에서 장기적으로 긍정적 뉴스

### >>> 기업 및 가계부채 구조조정이 불가피한 이유

- 장기간 저금리에도 한계기업이 여신 기준 25.6%, 기업 수로 20.8%를 차지, 구조조정 지연의 부작용이 큼
- 임대업, 자영업 등에서 한계 기업 비중이 높아 정부 주도의 구조조정 불가피한 상황임
- 별제권 제한 이후 DSR 기준으로 부채 위험 관리 평가 시 구조조정 대상 차주가 지나치게 많다는 점임
- 가계부채 위험 증가의 핵심 주체가 다주택자임에 따라 부동산 시장 등 외부 변화에 영향을 많이 받을 수 밖에 없기 때문

### >>> 부채 구조조정의 변수 : 부동산 시장과 은행의 원화 및 외화 유동성

- 전세시장 (전세가격 하락) : 다주택자의 부실화를 촉발할 수 있는 변수로 구조조정의 속도를 결정짓는 요인이 될 것
- 주택시장 (거래 감소) : 거래 감소는 부동산의 시장 기능 약화를 의미, 자발적 구조조정을 제약, 정부의 개입 필요성을 부각시킬 것임
- 주택시장 (가격 하락) : 경매가격 하락, 나아가 전세시장에 영향을 미칠 수 있다는 점에서 향후 구조조정의 변수가 될 것임
- 은행 원화 유동성(저원가성 예금 이탈) : 은행 조달 금리 상승에 따른 대출금리 인상, 대출태도 악화 요인 될 수 있음
- 은행 외화유동성(외국인 채권 매도 증가) : 외국인 자금 이탈 → 은행 유동성 악화 → 대출태도 악화 → 기준 금리 인상 가능성 증가

### >>> 투자유망종목: 기업은행, DGB금융지주, 신한지주를 Top-Pick으로 추천

- 정부 주도의 부채 구조조정에 따른 영향의 정도가 적은 은행 : 가계 및 개인사업자 비중 낮은 은행, 비은행 비중 높은 은행 유망
- 선제적으로 구조조정을 추진, 불확실성을 먼저 해소한 은행 : 기업부터 구조조정 추진, 기업여신 비중이 높은 은행 유망
- 은행 원화 및 외화 유동성 위험이 높아지는 점을 고려해 저원가성 예금 비중이 높은 은행 유망
- 가계 부채 구조조정 영향이 적고 정부 지원으로 안정적 조달 유지가 가능한 기업은행에 대해 Top-Pick으로 추천
- 기업 구조조정을 선제적으로 진행, 불확실성을 해소한데다 조달의 안정성이 높아 위험이 적은 DGB금융지주를 Top-Pick으로 제시



## 은행업종 투자의견 및 요약

### >>> 은행업종에 대한 투자의견으로 “Neutral”의견을 유지함

- 1) 정부 주도의 부채 구조조정, 2019년 상반기 중 가시화 되면서 향후 실적 및 주가의 변수가 될 전망
- 2) 현 정부, 구조조정을 위한 적절한 제도를 마련함으로써 구조조정의 성공 기대감을 높이고 있음
- 3) 부채 구조조정은 단기적으로 주가에 부정적이지만 중장기적 관점에서 볼 때 주가에 호재가 될 전망
- 4) 주가 하락으로 밸류에이션 측면에서 매력도 높아져 선제적 구조조정을 한 은행, 주가 하락으로 밸류에이션 매력도가 높은 은행에 대해 매수 관점 접근 권고

### >>> 투자유망종목: 기업은행, DGB금융지주, 신한지주를 Top-Pick으로 추천

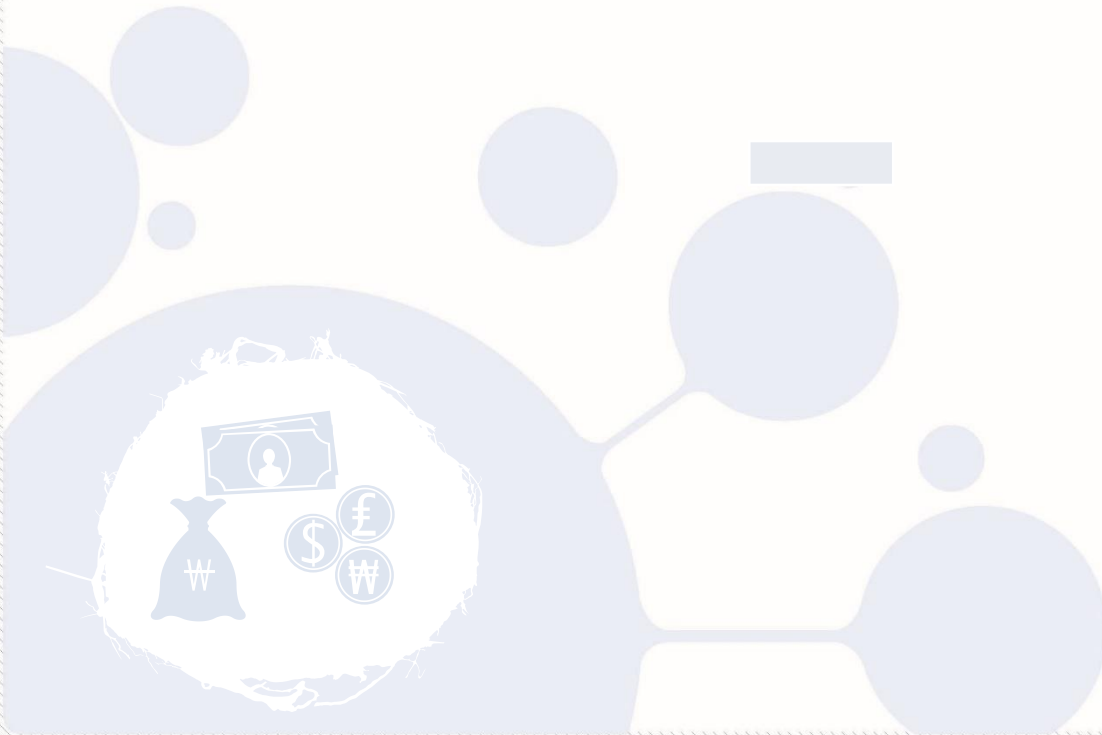
- 2019년 은행주 투자 기준은 1) 부채 구조조정에 따른 영향의 정도가 적은 은행
- 2) 선제적으로 구조조정을 추진, 불확실성을 먼저 해소한 은행
- 은행 원화 및 외화 유동성 위험이 높아지는 점을 고려해 3) 저원가성 예금 비중이 높은 은행 투자 권고
- 가계 부채 구조조정 영향이 적고 정부 지원으로 안정적 조달 유지가 가능한 기업은행에 대해 Top-Pick으로 추천
- 기업 구조조정을 선제적으로 진행, 불확실성을 해소한데다 조달의 안정성이 높아 위험이 적은 DGB금융지주를 Top-Pick으로 제시
- 우리은행과 하나금융지주도 구조조정에 따른 추가 충당금 반영을 예상하여 추정치를 하향조정하며 목표주가 하향 조정

### 은행별 Valuation 비교

|                              | 기업은행   | DGB금융  | 신한지주   | BNK금융  | KB금융       | 하나금융       | 우리은행       | 5대 시중은행 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|---------|
| 투자판단                         | BUY    | BUY    | BUY    | BUY    | Outperform | Outperform | Outperform | Neutral |
| 목표주가                         | 19,000 | 11,000 | 55,000 | 9,000  | 55,000     | 45,000     | 16,000     |         |
| (변경전)                        | 21,000 |        | 58,000 | 13,000 | 63,000     | 50,000     | 19,000     |         |
| FY19F PBR(배)                 | 0.53   | 0.33   | 0.55   | 0.31   | 0.52       | 0.45       | 0.52       | 0.51    |
| FY19F PER(배)                 | 7.6    | 9.3    | 10.0   | 12.1   | 11.4       | 12.5       | 13.5       | 11.0    |
| FY19F 보통주EPS 성장률(%)          | -37.4  | -50.2  | -35.8  | -60.9  | -49.0      | -59.3      | -65.5      | -49.4   |
| FY19F 경상ROE(%)               | 5.8    | 5.6    | 5.6    | 2.6    | 4.5        | 3.6        | 3.2        | 4.5     |
| FY19F 배당수익률(%)               | 3.3    | 3.4    | 3.0    | 3.3    | 2.1        | 2.1        | 3.4        | 2.8     |
| FY19 대손비용률(은행기준)             | 1.25   | 1.06   | 0.78   | 1.04   | 0.80       | 0.81       | 0.77       | 0.88    |
| FY19 고정이하여신비율(은행기준)          | 1.36   | 1.64   | 0.87   | 2.06   | 1.30       | 0.95       | 0.86       | 1.07    |
| FY19 고정이하적립율(은행기준)           | 85.6   | 135.5  | 152.7  | 98.9   | 102.7      | 94.1       | 136.8      | 114.4   |
| FY19 Cost Income ratio(은행기준) | 38.5   | 53.2   | 50.4   | 49.5   | 55.4       | 51.5       | 55.6       | 50.3    |
| 2019년 1월 21일                 | 13,700 | 8,340  | 40,600 | 6,950  | 46,100     | 37,800     | 14,800     |         |
| 시가총액(십억원)                    | 45,070 | 1,411  | 96,159 | 1,344  | 92,431     | 56,746     | 49,822     | 340,228 |



## Part I 구조조정의 서막

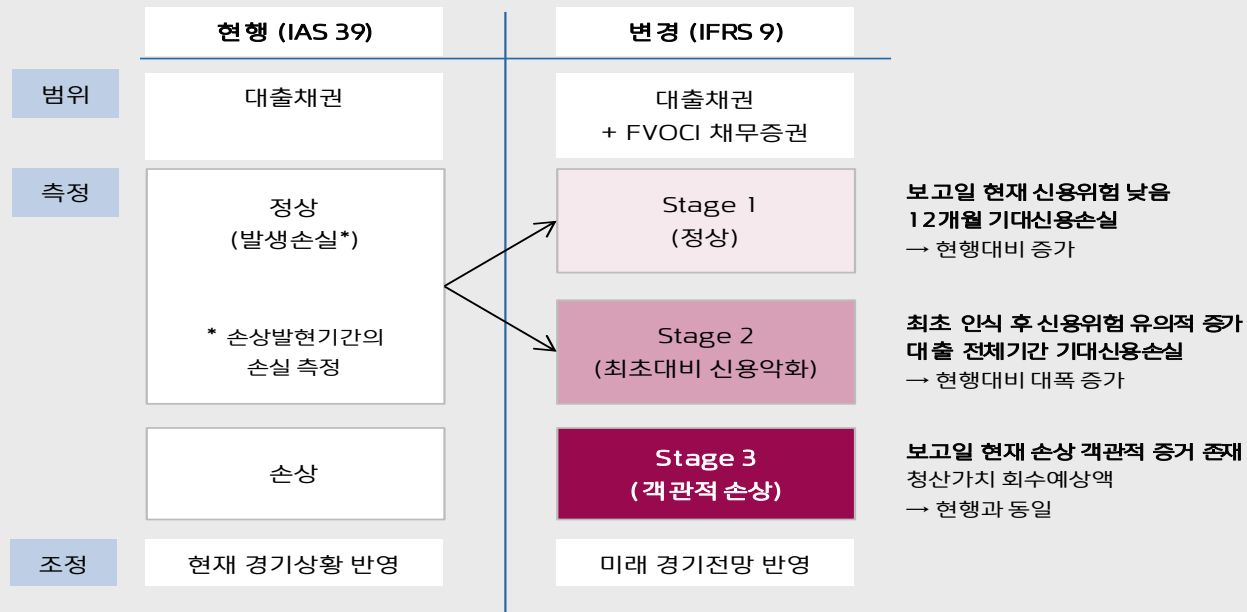


## I. 구조조정의 서막

## ◎ 부채 구조조정의 핵심은 변경된 회계 기준인 IFRS 9의 적극적 적용

- IFRS 회계제도를 도입하면서 국내 은행은 FLC 방식의 K-GAAP에서 내부등급법(경험손실을 중심) 방식으로 충당금 적립 방식을 변경한 바 있음
- 2018년부터 IFRS 9 도입 : FLC (예상 손실률) 을 반영하여 충당금을 적립할 수 있도록 가능 범위를 확대
  - 이자보상배율, RTI, DSR 등 차주의 채무상환능력을 평가하여 채무 상환 능력 열위 차주에 대한 여신 재 분류, 충당금 적립이 가능해 짐
  - 실무적으로는 개별법 대상을 확대, 추가적으로 충당금을 추가로 쌓을 수 있도록 한 것이 IFRS 회계 제도의 핵심적인 변경 사항

## IFRS 9 도입에 따른 충당금 적립 방식 변경 내용



자료: 키움증권 정리

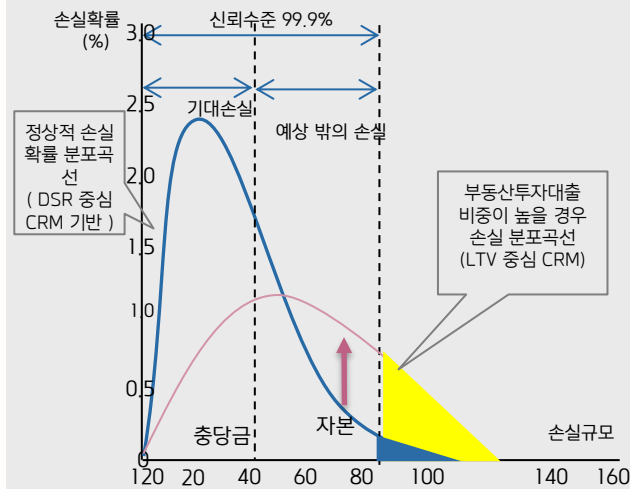


## I. 구조조정의 서막

## ◎ 이전 방식의 회계 기준은 총당금 과소 적립, 나아가 구조조정 지연의 요인으로 작용

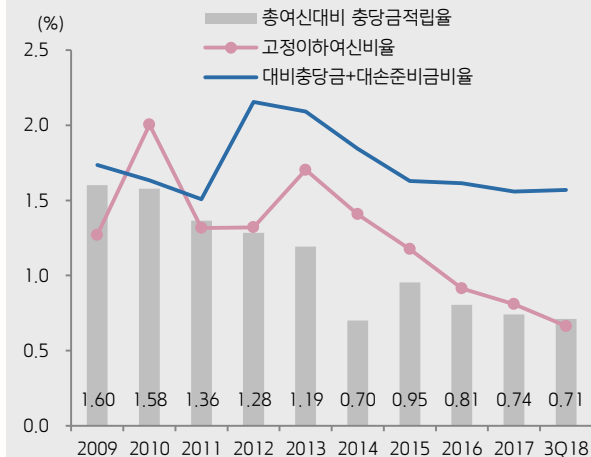
- 부도율, 연체율 등과 같은 과거 수치를 기반으로 한 총당금 적립 방식은 1) 실물 경기 및 부동산 경기 호황 시점, 2) 금리 인하에 따라 이자 부담이 낮아지는 시점에는 차주의 채무상환 능력 대비 총당금이 과소 계상되는 현상이 나타남
  - 과거 방식의 총당금 적립 기준을 적용한 대손준비금 포함한 총당금 규모는 큰 변화가 없는 반면 실질 총당금 수준은 고정이하여신 비율이 하락하면서 과거 대비 절반 수준으로 하락함
- 이전 기준으로 적립한 대손준비금을 2017년부터 보통주 자본을 인정함으로써 최저 총당금 적립율의 의미도 사실상 사라짐
  - 대손준비금 : 최저 적립율(가계 기준 정상 1%, 요주의 10% 이상, 고정 20%이상, 회수의문 50%이상) - 경험손실률 하 IFRS 총당금
- 차주간 채무상환 불이행 위험에 대한 상호 의존성이 높아지면서 FLC 방식의 총당금 도입의 필요성이 부상
  - 부동산 투자목적 대출의 비중 증가, 저금리 장기화에 따른 과잉 유동성 지속 등으로 차주간 채무 상환 불이행 위험의 의존성 급증
  - 채무상환 능력이 낮은 차주에 대해서도 자금 공급이 지속, 과도한 신용 증가의 요인으로 작용

정상국면과 비정상국면하에서 손실확률 분포곡선 비교



자료: 키움증권

회계기준 변경으로 총당금 적립률 하락



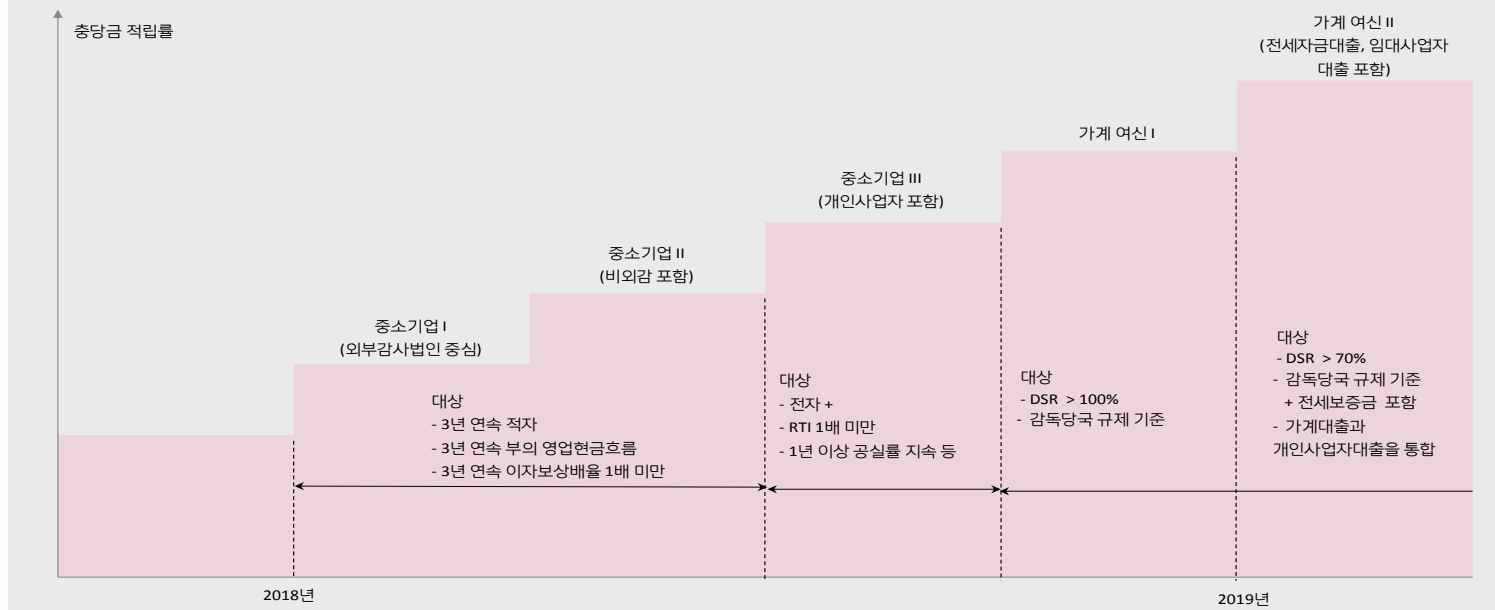
자료: 5대 시중은행

## I. 구조조정의 서막

## ◎ IFRS 9의 적극 활용은 기업 및 가계 부채의 적극적 구조조정을 시사함

- 금융감독원의 적극적 권고 이후 국내 은행은 2018년 4분기부터 IFRS 9, 즉 FLC 방식을 적극 도입하려 할 것으로 예상
  - 채무상환 능력 중심의 건전성 분류 방식을 대형 외감법인부터 시작하여 비외감, 개인사업자, 가계여신까지 점차 확대될 것으로 예상
  - 단기적으로 대규모 총당금 발생에 따른 이익 감소 요인으로, 은행업종 주가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상
- 부도율 중심 → 채무 상환 능력 중심의 건전성 분류 기준 변경은 한계 차주 정의의 변경으로 한계 차주의 구조조정을 시사하는 정책 변화임
  - 외감기업, 비외감 기업 뿐만 아니라 장기 공실 상태인 임대사업자, 부동산 과다 투자자에 대한 구조조정을 시사함
  - 중장기적 관점에서 볼 때 선제적 총당금 적립을 통해 구조조정을 주도, 불확실성을 해소한다는 측면에서 주가에 긍정적 영향을 미칠 것

## 은행의 총당금 적립 방식의 변경과 향후 전망



자료: 국내 은행, 키움증권, 주: 중소기업 III부터는 키움증권 추정

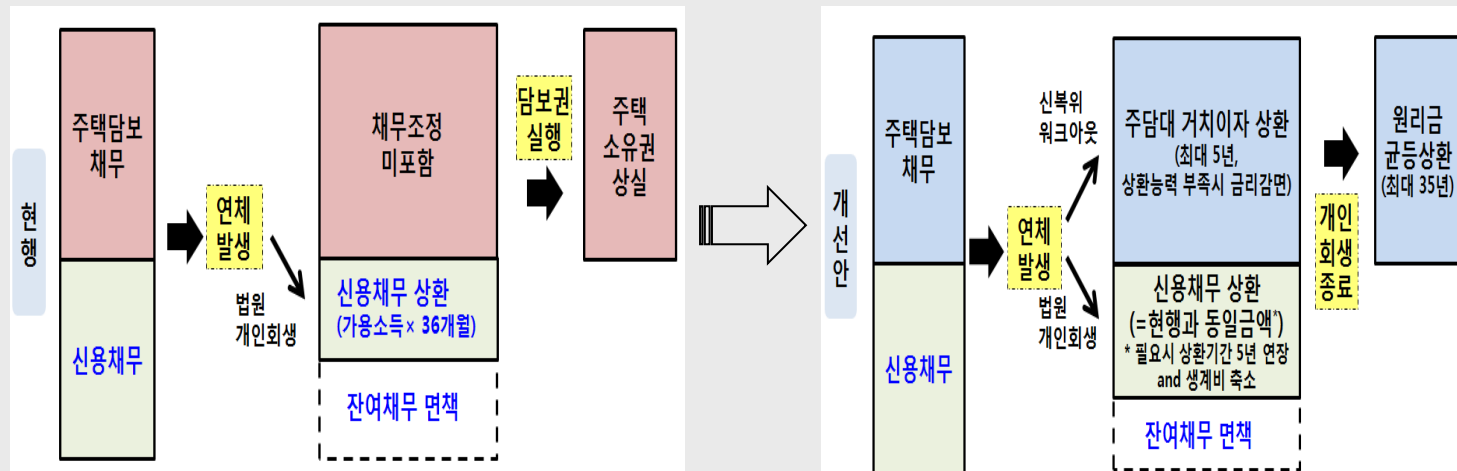


## I. 구조조정의 서막

### ◎ 담보채무에 대한 별제권의 제한, 가계 부채 구조조정의 시작

- 신용회복위원회의 주담대 채무조정과 법원 개인회생의 신용대출 채무조정을 동시에 하는 개인 회생 연계형 채무재조정 프로그램 도입
  - 채무조정안 승인 시 별제권(담보대출 채권자는 채무 재조정 전에 담보 처분을 통해 먼저 회수할 수 있는 권리)을 한시적으로 제한하는 조치임
  - 대상자를 주택가격 6억 이하, 연소득 7천 만원 이하, 실거주 주택 대상 담보대출 차주로 제한하였으나 사실상 대다수가 이에 해당될 것으로 추정
- 은행 주택담보대출의 근본적 시스템을 변경하는 조치로 단기적으로 매우 부정적인 뉴스로 평가
  - 향후 채무재조정을 신청하는 차주가 급증, 은행 건전성이 급격히 악화될 가능성이 높아짐
  - 별제권이 상당 수준 제한됨에 따라 LTV 제한 등 담보 위주의 여신 관리 체계에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 예상됨
  - LTV 중심의 대출 체계에서 DSR 중심의 대출 체계로 변경 과정에서 은행의 대출 태도가 보수화될 가능성이 높음

### 주택담보대출 채무조정 활성화 방안



자료: 금융위원회, 신용회복위원회

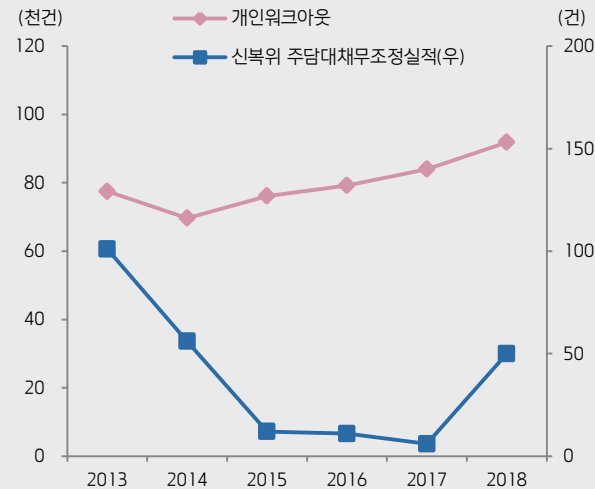
## I. 구조조정의 서막

◎ 개인회생 연계형 채무재조정 프로그램 도입 시 채무재조정 신청자 급격히 증가할 것으로 예상

채무재조정 신청자 증가 요인

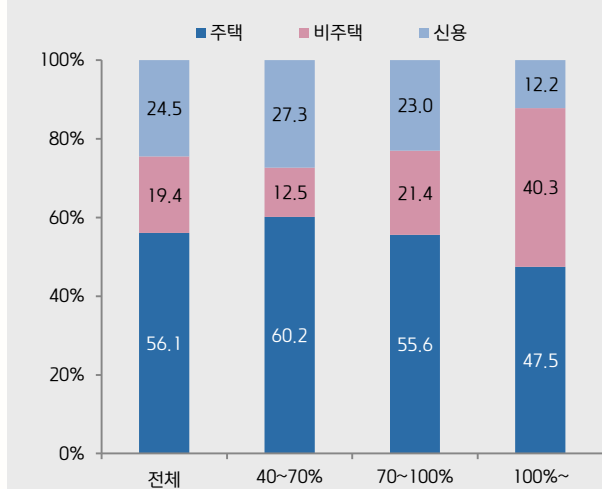
1. 대다수 한계채무자가 담보대출과 신용대출을 함께 보유한 차주라는 점임  
→ 그 동안 신복위를 통한 주담대 채무재조정과 개인 회생을 통한 신용대출 채무재조정을 병행하는 것이 현실적 불가능했음
  2. 담보 물건의 매각, 경매 과정에서 발생하는 자산 가치 하락의 피해를 피할 수 있음
  3. 정부의 대출 규제 강화, 은행의 대출태도 보수화 등으로 추가 차입을 통한 원리금 상환이 어려워지고 있음
  4. 채무재조정 신청 시 연체이자 면제, 상환 기간 연장, 최저금리 적용 등 실질적 혜택이 매우 큼
- 이론적으로 볼 때 개인 워크아웃 대상자의 상당수가 담보채무와 함께 워크아웃을 신청할 가능성이 높음

개인 워크아웃의 연도별 추이



자료: 신용회복위원회, 금융위원회

DSR 수준별 담보 및 신용 대출 비중



자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준



## I. 구조조정의 서막

## ◎ 정부, 부채 구조조정을 통해 자원 배분의 효율화 및 국가 경쟁력 제고 유도

Step I : 부채 구조조정을 위한 기반 마련

→ IFRS 9 회계 적극 도입 유도 통한 한계 차주 구조조정 기반 마련 / 별제권 제한 등 가계부채 구조조정을 위한 기반 마련

Step II : 한계 차주에 대한 적극적 구조조정 추진 및 지원

- 1) 중소기업 : 한계 중소기업에 대한 채무재조정 프로그램 조기 가동 및 혁신형 중소기업 발굴 및 정책적 지원
- 2) 임대사업자 : RTI 비율 100% 이하 사업자, 공실 발생 사업자 등에 대한 채무재조정 및 임대료 인하 유도
- 3) 다주택자 : 다주택자의 주택 매각 지원 및 정부의 자산 매입 후 임대주택 전환 프로그램 활성화 지원

Step III : 구조조정 과정에서의 부작용 해소

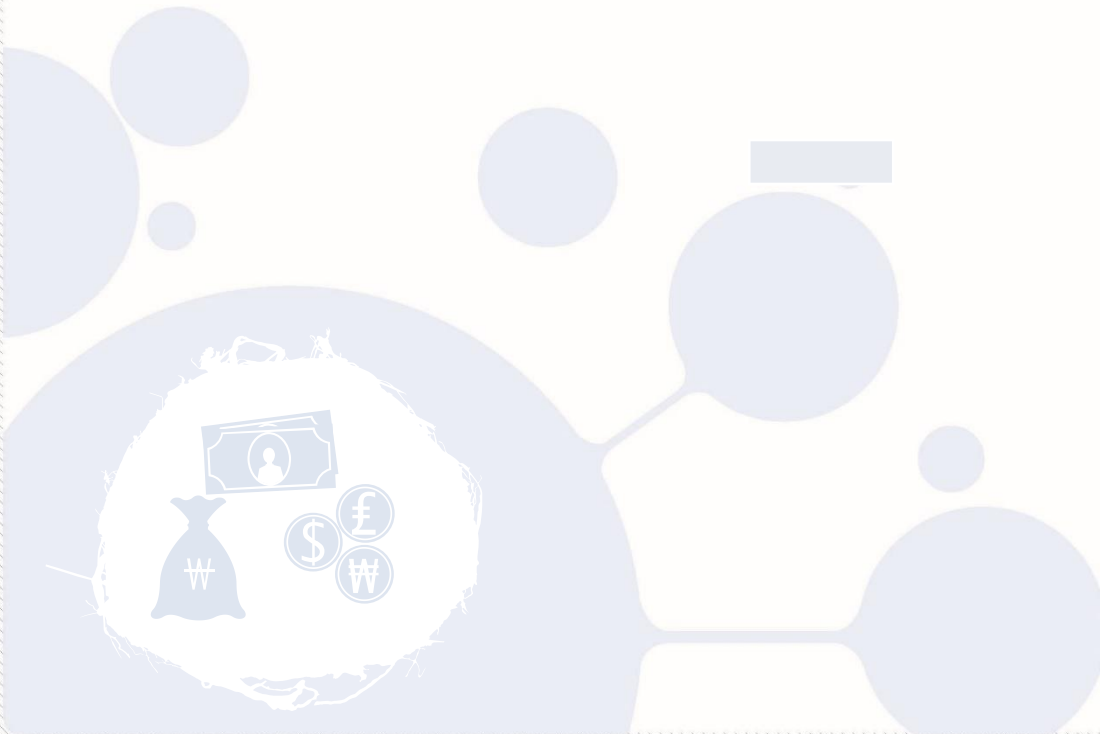
- 1) 전세 보증보험 가입 확대 유도, 시장 구조 재편을 통한 거래 활성화 유도 등
- 2) 다주택자 가계 : 다주택자의 주택 매각 지원 및 정부의 자산 매입 후 임대주택 전환 프로그램 활성화 지원

## 정부 주도 구조조정 정책과 향후 예상되는 정책 방향

| 항목                                  | 주요 조치   | 주요 내용  |
|-------------------------------------|---|--|
| Step I : 구조조정 기반 마련                 | 1) IFRS 회계 기준의 도입 및 적극 활용<br>2) 주택담보대출 채무재조정 활성화 방안 도입<br>3) 기준금리 인상, 부동산 규제 강화, 고용 규제 강화 등 | 이자보상배율, RTI, DSR 등 채무상환 능력 열위기업에 대한 구조조정 기반을 마련함<br>신용대출자에서 비중이 높은 주담대 가계차주까지 확대해 채무재조정 활성화 유도<br>제한 경제 여건 마련을 통해 한계 차주가 자발적 구조조정을 할 수 있도록 유도함                   |
| Step II: 한계 차주에 대한 적극적 구조조정 추진 및 지원 | 1) 중소기업 구조조정<br>2) 임대사업자 및 개인사업자 구조조정<br>3) 다주택 보유 과다채무자 구조조정                               | 한계 중소기업에 대한 채무재조정 프로그램 조기 가동 및 혁신형 중소기업 발굴 및 정책적 지원<br>RTI 비율 100% 이하 사업자, 공실 발생 사업자 등에 대한 채무재조정 및 임대료 인하 유도<br>다주택자의 주택 매각 지원 및 정부의 자산 매입 후 임대주택 전환 프로그램 활성화 지원 |
| Step III : 구조조정 과정에서의 부작용 해소        | 1) 전세 가격 하락에 따른 임차인 손실 증가<br>2) 부동산 거래 감소에 따른 구조조정비용 증가, 경기 침체 가속화                          | 전세금 반환보증보험 제도 활성화 및 임대인 신용평가 시스템 도입 등<br>부동산 시장 체계 개편 (매도 호가 중심 → 매수·매도가, 체결가 중심)<br>정부의 시장 개입 등 Market maker 기능 도입, Short Sale 제도 도입 검토                         |
| Step IV : 구조조정 과정에서의 부작용 해소         | 1) 프랜차이즈 등 자영업 규제 강화를 통한 산업 보호<br>2) 은퇴 후 소득 지원 확대 정책                                       | 은퇴 계층의 자영업, 부동산임대업 전환을 제한, 관련 산업 보호를 통해 수익 회복 유도<br>은퇴 기간 연장 유도, 은퇴 후 소득 지원 확대 통해 은퇴 연령에 대한 지원정책 실시  |

자료: 키움증권 정리

## Part II 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문



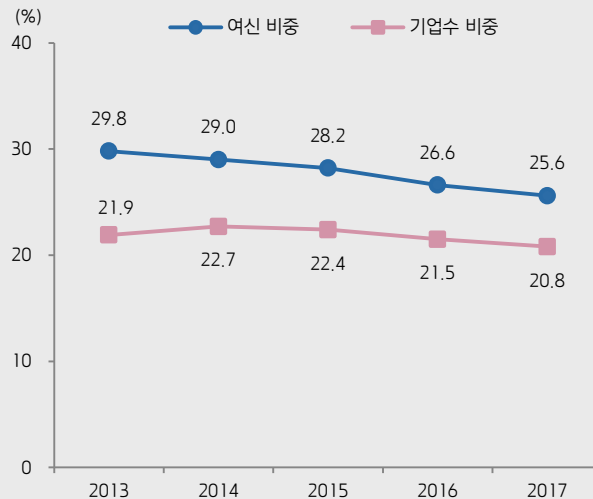


## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

## ◎ 이전 정부의 경기 부양책은 한계기업에 대한 구조조정을 미룬데 불과한 것으로 평가

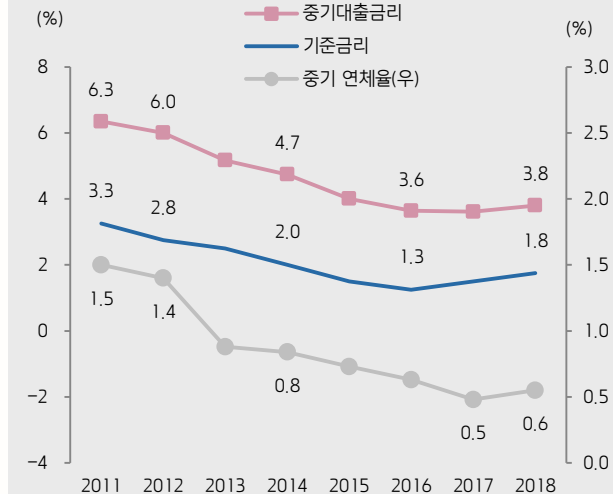
- 이전 정부의 저금리 정책과 부동산 부양책 중심의 경기 부양책에도 한계기업의 비중은 전체 여신의 ¼을 차지하는 것으로 나타나  
(기업 수 기준 2013년 21.9% → 2017년 20.8% / 여신 비중 29.8% → 25.6%)  
→ 여신 비중이 감소한 것은 선제적 구조조정 보다는 조선업종 관련 대기업의 부실화로 관련 기업 여신의 상각이 상당 부분 진행된 탓
- 높은 한계기업 비중에도 정부의 저금리 정책 이후 은행의 완화적 대출태도, 대출금리 인하 영향으로 연체율은 가파르게 하락함  
→ 은행의 중소기업 연체율은 2011년 1.5%에서 2017년 말 0.5% 수준까지 하락함

중소기업 내 취약업종 비중과 추이



자료: 한국은행 금융안정보고서, 금융감독원

중소기업 대출금리와 연체율 추이



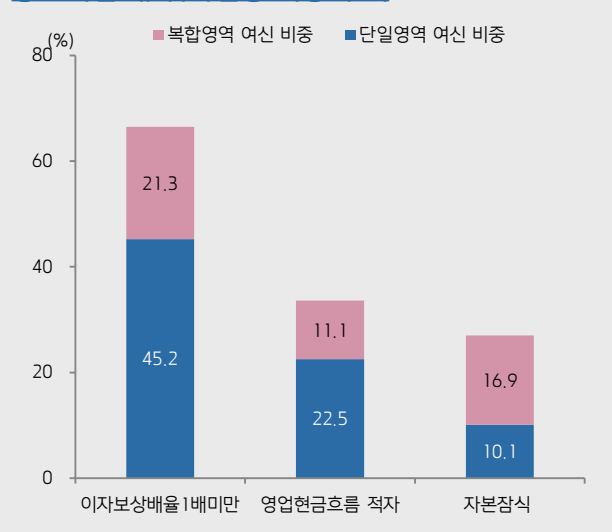
자료: 한국은행 금융안정보고서, 금융감독원

## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

### ◎ 금리 인상 등 여건 악화 시 한계기업 상황 악화 예상

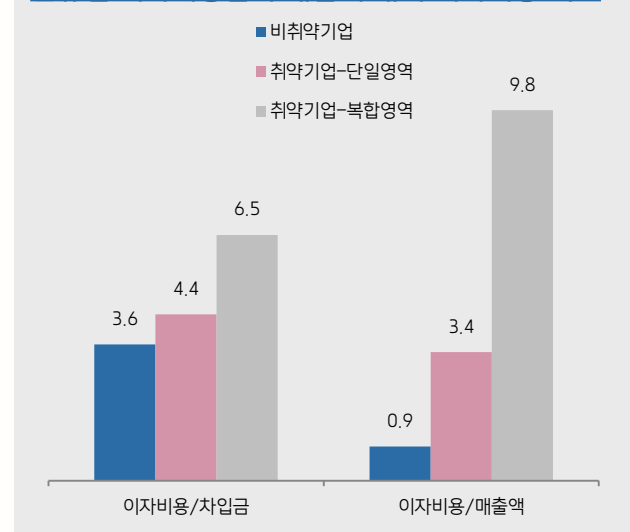
- 채무상환 능력 중심 대신 부도를 중심의 회계 기준 적용으로 취약 기업과 비 취약 기업간 금리 격차 적게 나타나
  - 이자보상배율 1배 미만 기업 등 채무 상환 능력이 떨어지는 취약기업과 비취약기업간 금리 격차는 0.8% 이내로 낮아
  - 자본잠식, 영업현금 흐름 적자 등 확연히 부실화 징후가 보이는 기업 간 금리 격차는 상대적으로 큰 것으로 나타나
- 기업의 채무상환 능력이 낮은 기업 내에서 이자보상배율 > 영업현금 흐름 적자 > 자본 잠식 순으로 많은 것으로 추정
  - 이자보상배율 3년 연속 1배 미만 기업 수는 45.2%로 가장 많은 비중을 차지하는 것으로 나타나
  - 향후 정부의 기준금리 인상으로 인한 대출금리 인상 등은 취약업종 구조조정을 유발할 요인이 될 수 있음
- 향후 기준금리 인상, 대출태도 변화 등으로 기업에 대한 대출금리를 높일 경우 한계기업의 채무상환 불이행 위험은 크게 증가할 듯

중소기업 내 취약업종 비중 추이



자료: 한국은행 금융안정보고서

분류별 이자비용률과 매출액 대비 이자비용 비교



자료: 한국은행 금융안정보고서

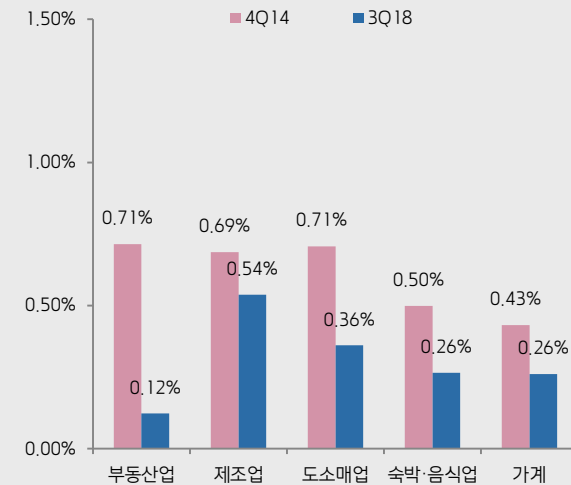


## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

### ◎ 채무상환 능력 열위 기업은 음식숙박업, 부동산업 등 비 제조업 비중이 높은 것으로 나타나

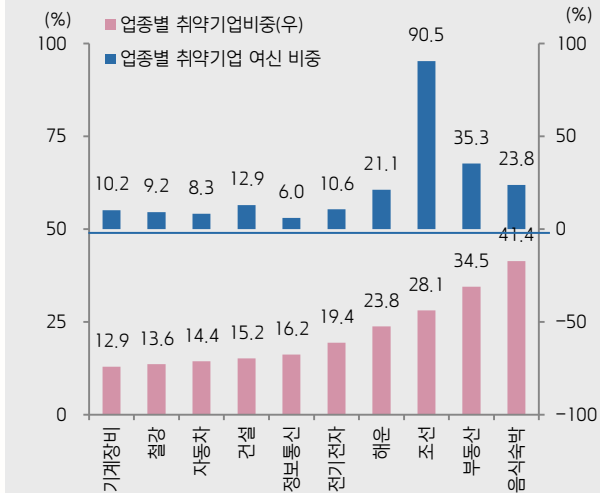
- 업종 별로는 음식, 숙박업과 조선, 해운업 등이 상대적으로 비중이 높은 것으로 나타남
  - 업종별 취약 기업과 업종별 여신 비중이 차이가 나는 이유는 부동산, 음식 숙박업의 경우 비외감, 개인사업자 비중이 높기 때문
  - 업종별 취약 기업 내 조선, 해운업의 비중이 높은 이유는 산업은행 등 국책은행 비중이 높기 때문
- 취약 기업의 비중과 달리 연체율은 부동산업, 숙박, 음식점업이 상대적으로 높게 나타남
  - 제조업 연체율 0.54%로 높은 반면 도소매업 0.36%, 숙박 음식점업 0.26%, 부동산업 0.12%로 낮게 나타남

시중은행의 업종별 연체율 비교



자료: 4대 은행

재무 취약기업의 업종별 비중 비교



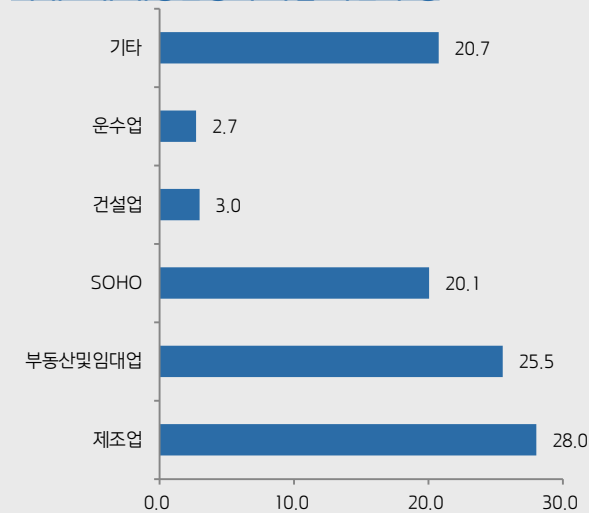
자료: 한국은행 금융안정보고서

## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

### ◎ 기존 방식의 건전성 분류와 충당금 적립 방식, 연체율 낮은 부동산 관련 업종 여신 확대의 계기로 작용

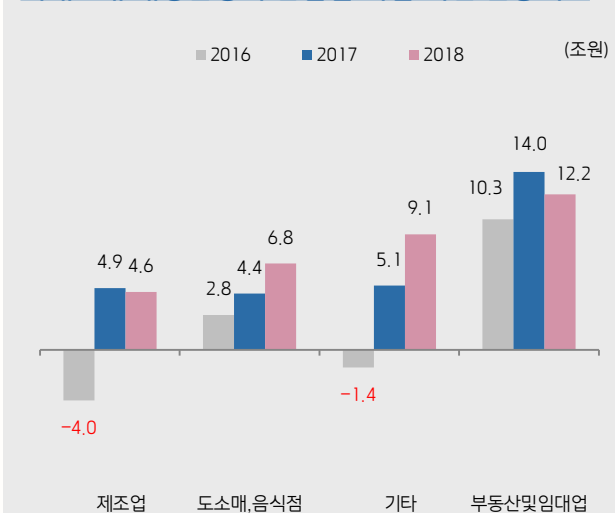
- 경험손실률 중심의 충당금 적립 방식은 은행의 대출태도에 영향을 미침으로써 자금 공급의 왜곡을 유발함
  - 지난 2~3년 간 은행은 취약 기업 비중이 높은 부동산 임대업, 도소매 등에 대해 여신 공급을 확대해 왔음
- 부동산 임대업, 도소매, 음식 숙박업 등 비제조업 여신 공급을 은행이 늘린 이유는 ?
  - 부동산 시장 호황 지속에 따른 담보가치 안정, 가계의 투자 수요 증가, 여신 공급 증가에 따른 연체율 하락이 주된 이유
  - 기업의 채무상환 능력보다는 부도율, 회수율 등 경험치를 기준으로 건전성을 분류한 결과 한계 기업 대부분이 정상기업으로 분류
- 차주의 채무상환능력을 평가하여 충당금을 적립하는 IFRS 9 도입 확대 시 한계 기업 구조조정 가속화 불가피할 것으로 예상
  - IFRS 9 적용 한도를 확대할 경우 여신 규모가 작아 제외되었던 부동산, 음식 숙박업 등 개인사업자에 대한 구조조정 본격화 예상

국내 5대 대형은행의 기업 여신 구성



자료: 금융감독원 금융통계정보 시스템, 2018년은 '17년 9월~'18년 9월 기준  
주: KB, 신한, 우리, 하나, 농협은행 기준

국내 5대 대형은행의 산업별 기업 여신 순증비교



자료: 금융감독원 금융통계정보 시스템, 2018년은 '17년 9월~'18년 9월 기준  
주: KB, 신한, 우리, 하나, 농협은행 기준

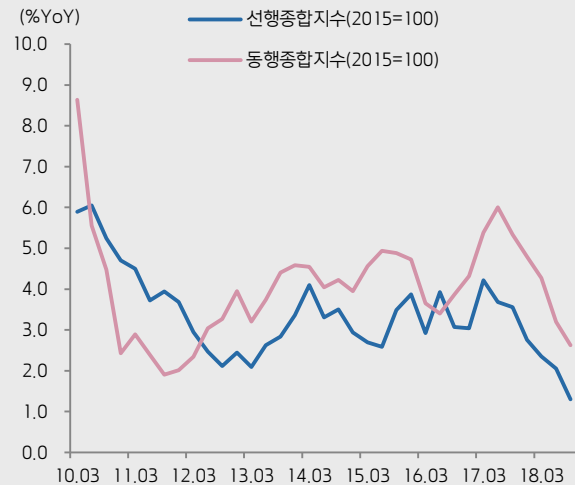


## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

### ◎ 전반적인 경기 침체 심화, 기업 구조조정 필요성 증대요인

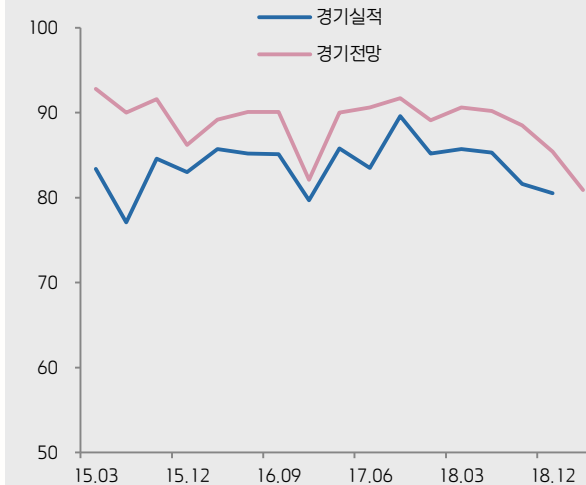
- 경기 침체가 가속화되면서 한계기업에 대한 구조조정 요구 점차 증가할 것으로 예상  
→ 선제적 구조조정을 통해 자금이 경쟁력 있는 기업에 집중될 수 있도록 해야 할 필요성 높아짐
- 정부, 기술 혁신 기업 등에 대한 적극적인 자금 지원 및 육성 전략 추진하려 함  
→ 경기 침체 속도가 빨라질 경우 은행 주도의 기업 구조조정 속도 더 빨라질 가능성이 높음

경기 선행지수, 동행지수 증가율 추이



자료: 통계청

중소기업 건강도지수(SBHI) 추이



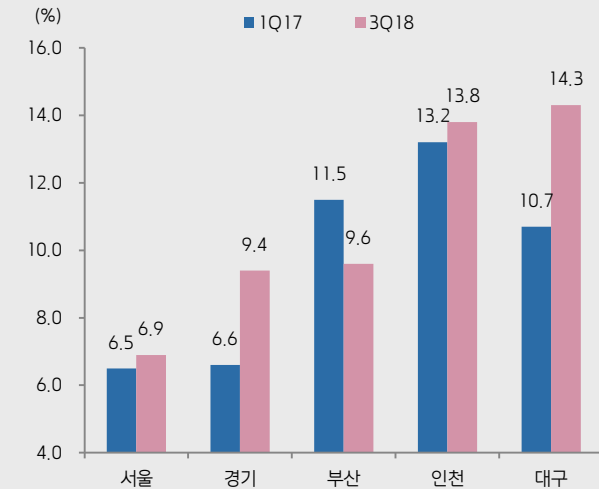
자료: 중소기업중앙회

## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

### ◎ 부동산 임대업, 대표적인 구조조정 대상 영역이 될 전망

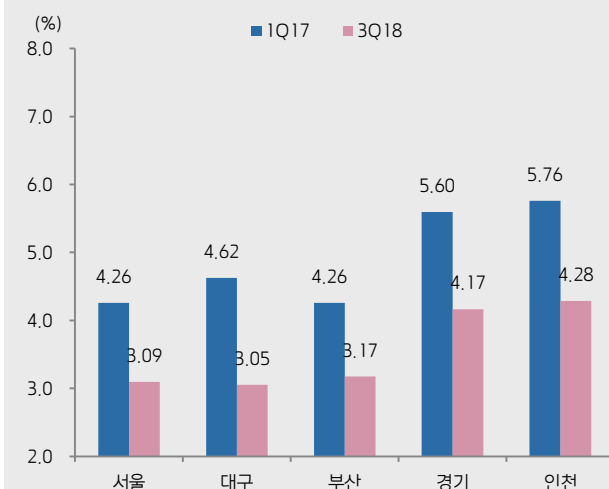
- 서울 지역 상가 기준 매장의 임대수익률은 대출금리를 하회, 대다수 매장의 이자보상배율이 1배를 하회하는 것으로 추정  
→ 서울 지역 임대수익률 : 중대형 2015년 3분기 3.57% → 3.09%, 소형 2015년 3분기 2.98% → 2.38% 기록
- 자영업 경기 악화, 상가 공급 물량 증가로 상가 공실률, 경기와 인천 지역을 중심으로 가파르게 상승  
→ 경기 9.4%, 인천 13.8%, 대구 14.3%로 상대적으로 높게 형성되고 있음
- 경기 및 인천 지역의 경우 임대수익률을 낮추어 공실률을 낮출 수 있는 개연성이 존재함  
→ 경기 및 인천 지역의 임대수익률은 4.17%, 4.28%로 서울 지역 대비 1%p 이상 높은 것으로 나타나

공급 증가로 상가 공실률 가파르게 상승



자료: 한국감정원, 중대형 상가 기준

과잉공급 문제 심화되면서 소득수익률 하락



자료: 한국감정원

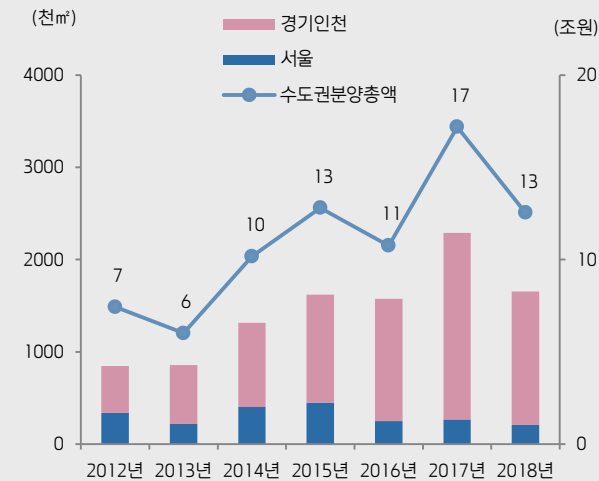


## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

## ◎ 낮은 투자수익률에도 지속적인 공급 확대, 부동산 임대업 구조조정이 필요한 이유

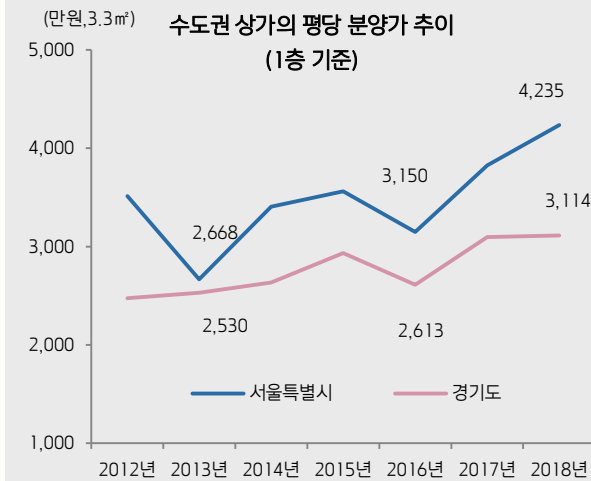
- 경기 침체와 공급 증가에도 은행, 부동산업체의 적극적인 Sales 영향으로 분양 물량 지속적으로 증가함  
→ 2017년 수도권 분양 물량 총액이 17조원에 달했으며 2018년에도 13조원에 달하는 것으로 추정
- 상가 분양가격은 경기 여건과 상관없이 가파르게 상승하고 있는 것으로 나타나  
→ 서울 지역 1층 평균 분양가격은 2018년 3.3㎡ 당 4,235만원으로 2016년 대비 34% 상승함  
→ 높은 분양가는 높은 임대료의 원인으로 작용, 궁극적으로 공실률 상승에 기여하는 것으로 추정
- 상가 임대차 보호법 개편, 임대료 인하 등 공실을 위한 자발적 조정을 제약하는 요인으로 작용  
→ 2019년 1월 : 세입자의 재계약 요구권이 5년에서 10년으로 확대, 권리금 보호 기간이 3개월에서 6개월로 확대  
→ 2018년 1월 : 월세 인상률 9% → 5%로 인하, 서울 4억 → 6.1억 원, 과밀 억제권 3억 → 5억 이하 등으로 대상범위 확대

투자 수요 물리면서 상가 분양 물량 급증



자료: 부동산114

투자 수요 증가하면서 분양가도 동반 급등



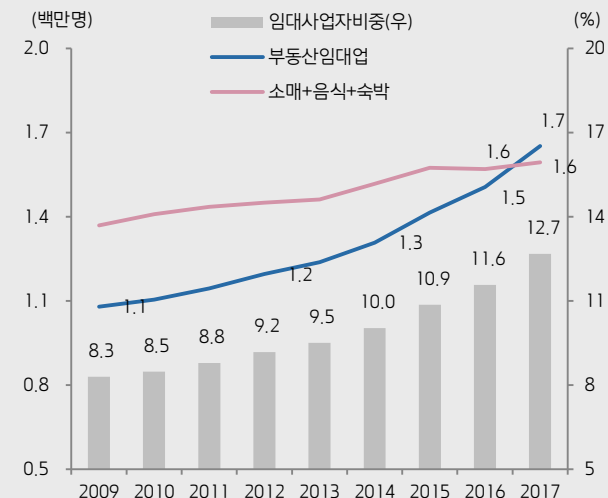
자료: 부동산114

## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

### ◎ 부동산 거래 위축되면서 정부 주도 구조조정 필요성 증가

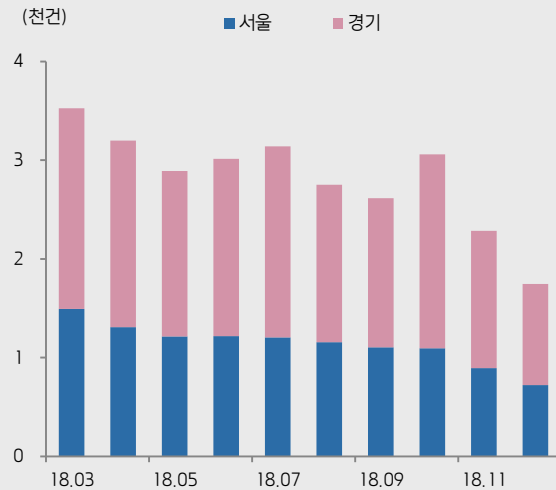
- 저금리 장기화로 투자수요 증가로 상업용 부동산 가격 상승, 거래 증가하면서 임대사업자 신규 진입 급증
  - '18년 1분기 수도권 상업용 부동산 거래 건수는 5만 7천 8백 건으로 '13년 1분기 대비 221% 증가함
  - 임대수익률을 목적으로 하는 전통적인 수익형 부동산 투자자 보다 자본 이득 목적의 고위험 투자자가 늘어났음을 시사함
  - 상업용부동산 투자가 증가하면서 임대사업자의 창업률이 최근 3년 간 17%를 상회한 것으로 나타나
- 거래 증가로 은퇴자의 신규 진입이 증가한 이후 최근 상가 거래가 급감, 매각을 통한 자발적 구조조정이 어려워짐
  - 12월 서울 및 경기 지역의 상가 거래 건수는 1,747건으로 '18년 3월 대비 절반 수준으로 감소함
  - 경기 침체가 장기화되면서 한계 임대사업자에 대한 은행 주도 구조조정의 필요성이 높아질 것으로 예상

임대사업자와 자영업자 추이 비교



자료: 국세청

부동산경기·내수 부진으로 상가거래 급감



자료: 국토교통부  
주: 계약기준

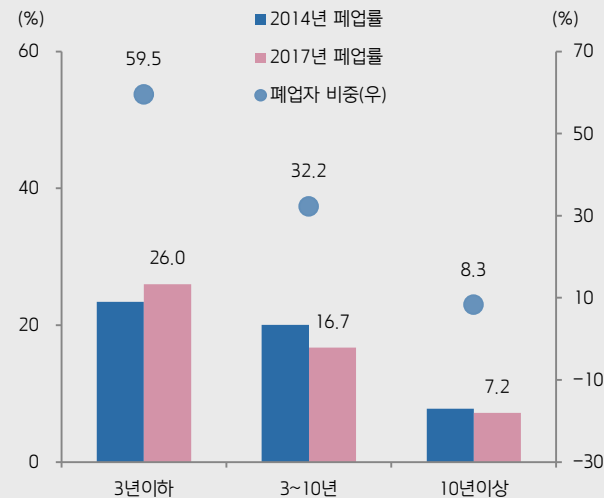


## II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

### ◎ 경기 침체로 창업을 대비 폐업률이 가파르게 상승할 것으로 예상

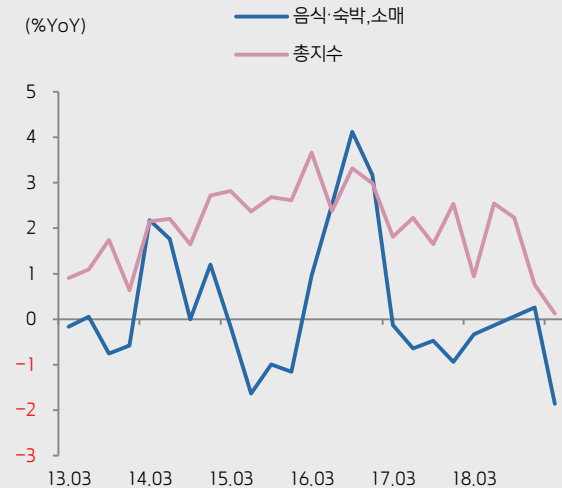
- 자영업 업황 악화로 창업을 대비 폐업률이 높아지는 현상 지속됨  
→ 2016년과 2017년 창업률은 각각 17.8%, 17.5%를 기록한 반면 폐업률은 각각 20.4%, 19.5%를 기록함
- 문제의 핵심은 낮은 진입 장벽으로 인한 높은 창업률로 폐업자의 59.5%가 3년 이하 창업자 인 것으로 나타나  
→ 3년 이하 폐업률 26%, 3~10년 16.7%로 크게 하락함
- 부동산 거래 침체, 수출 부진 등 전반적 경기 부진으로 자영업 경기 급격히 악화되고 있는 것으로 추정  
→ 자영업 신규 진입 억제, 한계 자영업자의 구조조정 등을 통한 경쟁 환경 완화 필요성 증대

소매+음식+숙박업의 영업 기간별 폐업률 비교



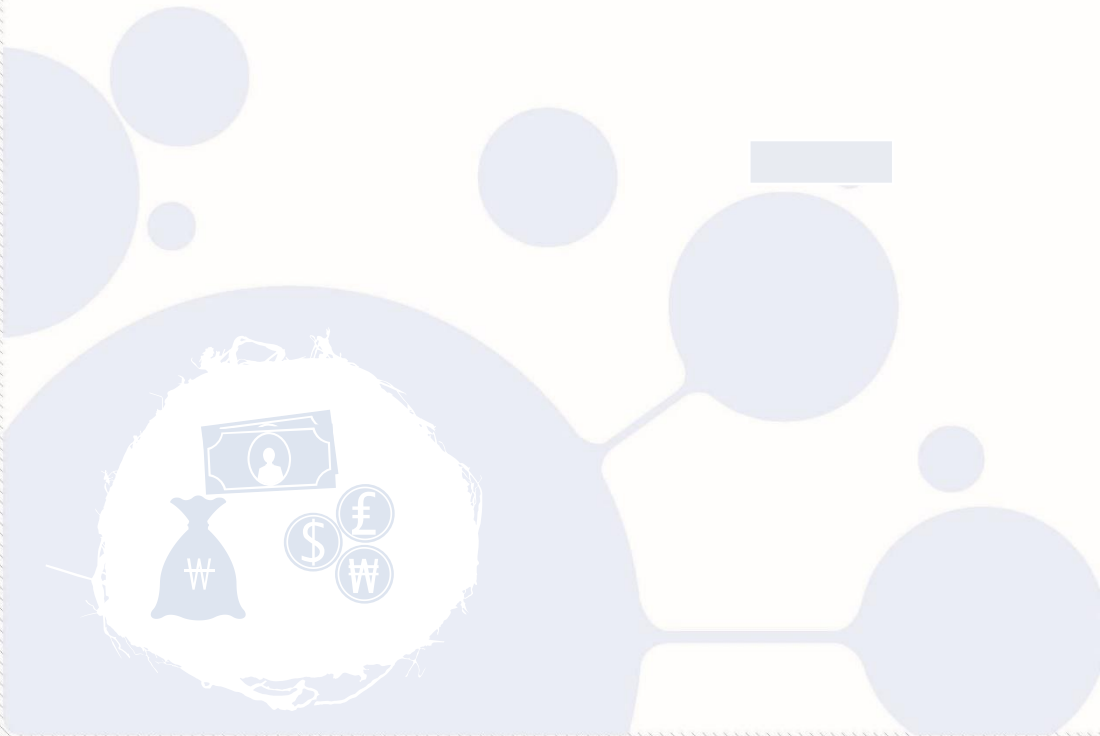
자료: 국세청, 일반사업자 기준

서비스업 활동지수 증가율 추이



자료: 통계청

## Part III 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문



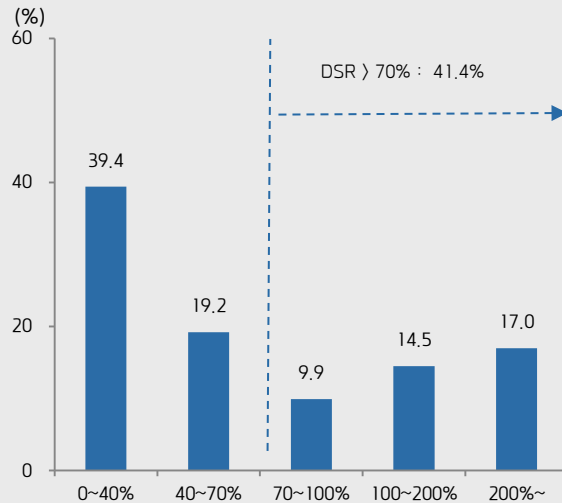


### III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

#### ◎ 별제권 제한이 가시화되면서 가계부채 구조조정 필요성이 빠르게 대두될 것으로 예상

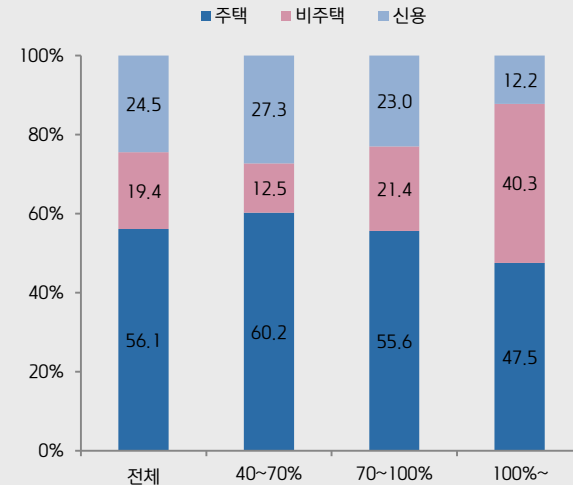
- 구조조정의 출발점은 LTV (담보가치)중심의 여신 관리에서 DSR (소득) 중심으로 여신 체계를 변경하는 것
- 정부, 담보대출의 별제권을 제한하는 한편 담보대출과 신용대출을 통합하여 채무 재조정하도록 제도를 변경함에 따라 은행은 여신관리를 LTV 중심에서 DSR 중심으로 변경하는 것이 불가피해짐
  - 법원 개인회생의 채무조정과 신복위의 주담대 채무조정을 연계함으로써 금융회사의 담보대출에 대한 별제권이 상당 폭 제한됨
- DSR 중심으로 여신 관리를 변경한다는 것은 담보 및 대출 건 별 관리에서 차주별 위험 관리로 변경함을 의미
- DSR 중심으로 여신의 관리 체계 변경 시 여신 상당 차주가 채무상환 능력이 낮아 채무 재조정 필요한 것으로 평가
  - DSR > 70 % 인 가계가 차지하는 비중이 41.4%로 전체 여신의 1/3을 상회하는 것으로 나타나
  - DSR > 70 % 차주의 대부분이 담보대출과 신용대출을 병행하여 보유해 별제권 제한 시 차주의 채무재조정 신청 급증 예상

은행 가계대출 중 DSR 분포 비교



자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

DSR 수준별 담보 및 신용 대출 비중



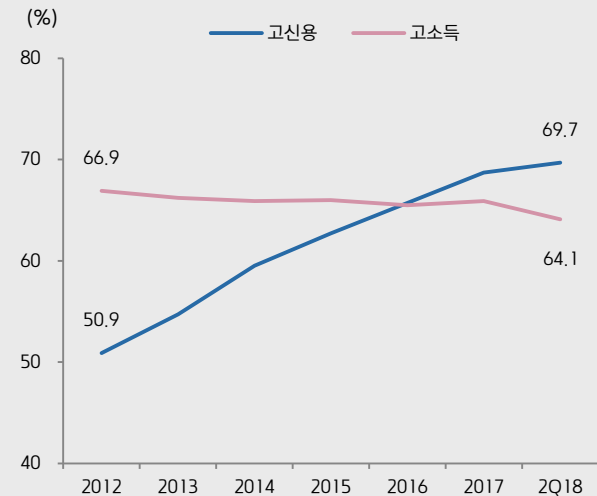
자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

### III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

#### ◎ DSR 중심으로 관리 기준 변경 시 구조조정 대상은 고신용자 계층

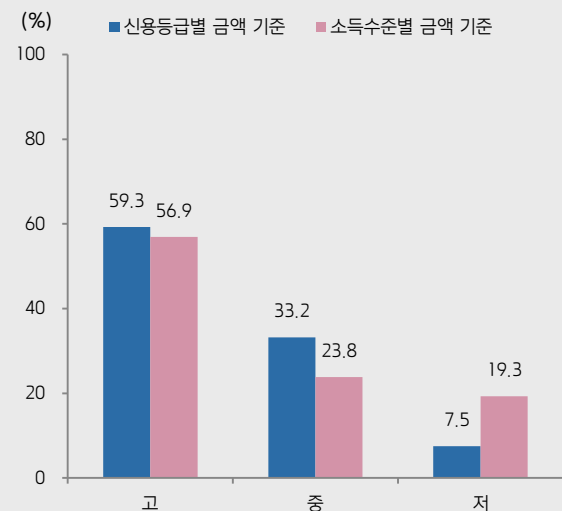
- 담보대출과 신용대출의 채무상환 불이행 위험을 별건 관리한 결과 고신용자에 대한 은행의 과도한 대출 공급 전개됨
  - 고 신용자의 가계대출 비중은 2012년 50.9%에서 2018년 69.7%까지 증가함
  - 저금리 기조 하에서 은행간 과도한 대출 경쟁이 전개되면서 우량 차주에 대한 신용등급 세일이 전개된 것이 근본적인 이유
- 고신용자, 고소득층에 대한 완화적 대출 태도로 인당 대출 규모의 인플레이션 현상 발생
  - DSR 100% 상회하는 차주의 60% 내외가 고소득층, 고신용자인 것으로 나타나
  - 담보가치, 또는 신용등급만을 믿고 소득 대비 무리하게 대출을 제공한 것이 한국 가계 부채 문제의 근원적 배경

고소득, 고신용 차주의 가계대출 비중



자료 : 한국은행 금융안정보고서

DSR 100% 초과 차주의 등급 및 소득 분포



자료 : 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

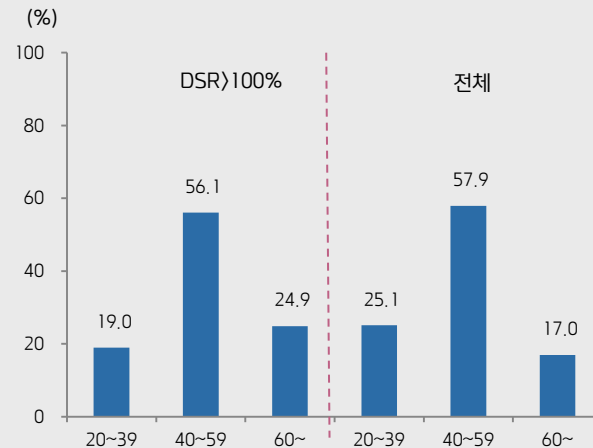


### III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

#### ◎ 가계부채 구조조정의 주요 대상은 취약 계층이 아니라 고연령 계층의 다주택자

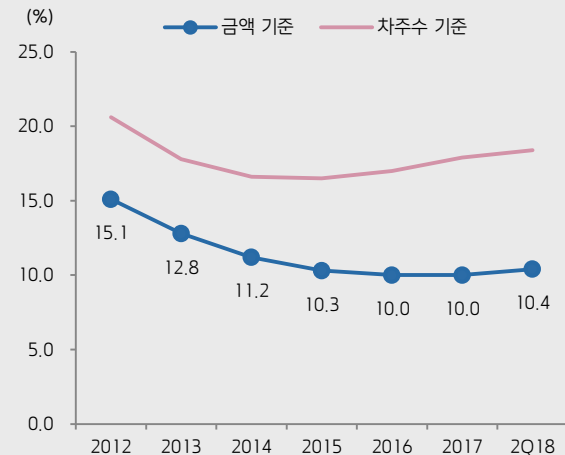
- 가계부채 구조조정의 핵심 대상은 고신용자 ≡ 고소득층 ≡ 40~60대 연령층 ≡ 다주택자 or 임대사업자  
→ 은퇴 후 노후 대비를 위해 주택담보대출, 임대사업자대출, 전세자금대출 등 은행 대출과 전세보증금 등을 활용하여 높은 레버리지로 부동산에 투자한 세대로 추정
- 해당 계층의 구조조정 필요성
  - 고 연령층의 경우 주거용 주택보다 투자 목적의 주택을 보유, 전세보증금, 임대사업자대출 등 실질 DSR이 매우 높다는 점임
  - 고 연령층은 향후 은퇴 등의 요인으로 소득의 감소 시 DSR의 상승 가능성이 높다는 점임
  - 자산 가격 하락, 거래 감소 등 자산 시장 침체로 자발적 구조조정의 여력이 낮아지고 있다는 점임
  - 다주택자가 부실화될 경우 이에 따른 피해가 은행뿐만 아니라 임차인까지 확산될 가능성이 높기 때문
- 취약계층, 구조조정 대상이지만 전체 여신의 10.4%로 부실화 전개 시 금융시장 등에 미치는 영향은 제한적임

DSR 100% 초과 차주의 연령별 분포



자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

취약계층이 은행 여신에서 차지하는 비중



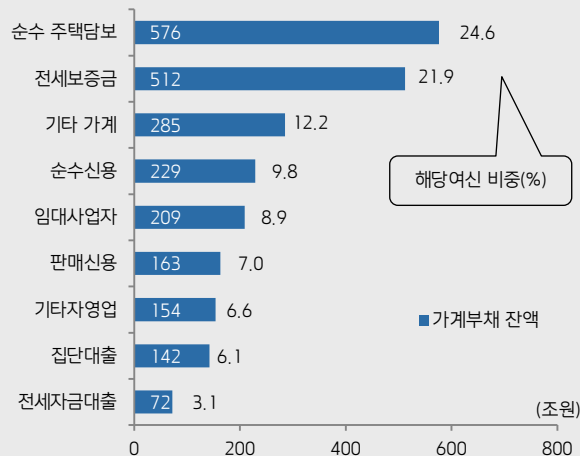
자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

### III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

#### ◎ 다주택자의 부동산 투자 목적 부채, 구조조정의 대상이 될 것으로 예상

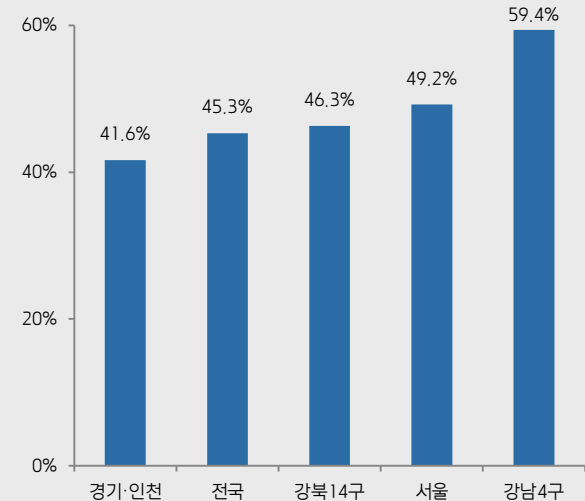
- 다주택자의 부채의 양과 질, 1주택자 등 일반적 차주에 비해 매우 열위에 있는 것으로 평가
  - 레버리지 수준이 1 주택자 차주와 비교해 볼 때 과도하게 높다는 점임
  - 순수 주택담보대출 비중이 낮고 전세보증금, 집단대출, 임대사업자대출, 전세자금대출 등이 비중이 높아 부채의 질이 낮음  
→ 순수 주택담보대출을 제외한 기타 레버리지 수단은 만기가 1~2년 이내로 짧고 이자만 상환하는 구조임
  - 전체 자산에서 부동산이 차지하는 비중이 높고 소득 내에서도 자산 소득 의존도가 높아 자산 가격 하락 영향을 상대적으로 많이 받는 구조라는 점임
- 가계대출 구조를 볼 때 순수 주택담보대출은 전체 가계 대출의 ¼에 불과한 것으로 분석 (2018년 3월 말 기준)

부문별 가계 부채 잔액과 구성 ('18년 3월 기준)



자료: 한국은행, 금융감독원, 집단대출은 017년 2/4분기 비중을 고려해 추정

거주지별 주택소유자가 임대중인 주택 수 비교



자료: 국토교통부 임대차통계시스템, 키움증권 정리



### III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

#### ◎ 다주택자가 보유한 가계 부채, 전체 부채의 절반 이상을 차지하는 것으로 추정

- 주택을 보유한 1천 391만 명 가운데 44.1%인 6,145 천 명이 투자 목적(임대중인) 주택을 보유함
  - 투자목적 부동산 보유한 가계는 당초 통계청 발표 수치인 290만 명에서 임대차 시스템 확인 결과 615만 명으로 증가함
  - 전체 주택 1천 527만 채 가운데 50.5%인 772만 채를 투자목적으로 소유
- 2채 이상 주택에 투자한 가계는 총 873천 명으로 전세보증금 포함 시 400조원 이상의 부채를 보유한 것으로 추정
  - 전세가율이 70~80%까지 상승하면서 전세 보증금 LTV가 주택담보대출 LTV보다 높아진 점이 다주택자 증가의 요인으로 작용
  - 전세보증금 이용한 갭투자가 활성화되면서 신용대출, 전세자금대출, 개인사업자대출 등이 주택투자 목적으로 전용되는 사례 증가
- 다주택자가 보유한 부동산과 부채의 구조조정, 향후 구조조정의 핵심 변수가 될 것으로 예상
  - 전세가격 하락, DSR 규제 강화 등으로 인한 차주의 채무 상황 불이행 위험 지속적 증가 전망
  - 주택 거래 활성화를 통한 자발적 구조조정 유도, 정부의 주택 매입 후 임대주택 전환 등이 핵심적 대책이 될 듯

투자 목적 투자자의 주택보유자 현황

|      | 소유자수(천명) | 주택 수 | 주택수(천호) | 자산가격(십억원) | 부채금액(십억원) |
|------|----------|------|---------|-----------|-----------|
| 1채   | 5,272    | 1    | 5,272   | 1,581,482 | 948,889   |
| 2채   | 633      | 2    | 1,265   | 379,590   | 227,754   |
| 3채   | 117      | 3    | 352     | 105,658   | 63,395    |
| 4채   | 38       | 4    | 154     | 46,194    | 27,716    |
| 5채이상 | 85       | 8    | 677     | 203,006   | 121,804   |
| 2채이상 | 873      |      | 2,448   | 734,449   | 440,669   |
| 합계   | 6,145    |      | 7,720   | 2,315,930 | 1,389,558 |

주택을 보유한 가계  
가운데 44%에 해당

자료: 국토교통부 임대차통계시스템, 자산가격, 부채금액은 키움증권 추정

### III. 부채 구조조정 필요성 (2) : 가계 부문

◎ 부동산 투자 예시 : 나이 40세, 연 소득 : 6천만 원, 현금 : 3억 원 보유 가정

▪ 나 평범 차장 : 강북 주택 보유자 + 주택담보대출로 경기 지역 아파트를 구매한 사례

- 1) 2015.12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m<sup>2</sup> 아파트를 5 억 원에 구매 ( 주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)
  - 2) 2017년 3월 한강 신도시 한라비발디 105.3 m<sup>2</sup> 아파트 4.5억 원에 구매 ( 주택담보대출 3억 원, 신용대출 7천 만원, 현금 8천 만원 )
  - 3) 상기 아파트를 월세 140만원, 보증금 1천 만원에 임차함
  - 4) 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 4천 만원은 보유 현금으로 지출함
- 보유 아파트 가격은 매입시점 9.5억 원에서 '18년 12월 총 12억 원으로 상승해 2.5 억 원의 이익 실현, 레버리지 배수는 3.6배에서 2.4배로 하락

▪ 김대법 차장 : 강북 주택 보유자 + 경기 지역 Apt 와 서울 목동 지역 Apt를 전세보증금+신용대출을 활용하여 구매한 사례

- 1) 2015.12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m<sup>2</sup> 아파트를 5 억 원에 구매 ( 주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)
  - 2) 2017년 3월 한강 신도시 한라비발디 105.3 m<sup>2</sup> 아파트 4.5억 원에 구매 ( 전세보증금 3.1억 원, 신용대출 1억 원, 현금 4천만 원 )
  - 3) 2017년 9월 목동 청구한신 59.9 m<sup>2</sup> 아파트를 8억 원에 구매 ( 전세보증금 6억 원, 임대사업자대출 1.8억 원, 현금 2천만 원 )
  - 4) 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 5천 만원은 보유 현금으로 지출함
- '전체 아파트 가격은 매입 시점 17.5억 원에서 '18년 12월 현재 22억 원으로 상승, 4.5 억 원 이익 실현함. 레버리지배수는 7.0배에서 2.9배로 하락

▪ 박 무리차장 : 강북 주택 보유자 + 서울 마포와 성동 지역의 Apt 를 전세자금 대출+ 전세보증금+ 신용대출을 활용하여 구매한 사례

- 1) 2015년12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m<sup>2</sup> 아파트를 5 억 원에 구매 ( 주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)
  - 2) 2017년 3월 상기 아파트를 4.8억 원에 임대 후 다시 같은 가격의 동일 아파트를 임차함. 임차 전세자금 대출 3.8억 원을 차입, 주택담보대출 상환  
→ 주택담보대출을 전세자금대출로 전환할 경우 대출 한도를 높일 수 있으며 원금 상환 부담을 줄일 수 있어 레버리지 확대 용이
  - 3) '17년 3월 은행에 신용한도 대출 1.2억 원의 한도를 받은 후 서울 숲 푸르지오 59.9 m<sup>2</sup> 아파트를 6억 원에 구매( 전세보증금 5억 원, 현금 1억 원 )
  - 4) 사업자 등록 후 '17년 9월 공덕 레미안 2차 59.9 m<sup>2</sup> 아파트를 6.3억 원에 구매( 전세보증금 4.5억 원, 임대사업자대출 1억 원, 신용대출 8천만 원 )
  - 5) 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 7천 만원은 보유 현금과 신용대출로 지출함
- 보유 아파트 가격은 매입 시 22.8억 원에서 '18년 12월 현재 총 31.9원으로 9.1 억 원 평가 이익 실현, 레버리지배수는 9.7배에서 3.2배로 하락

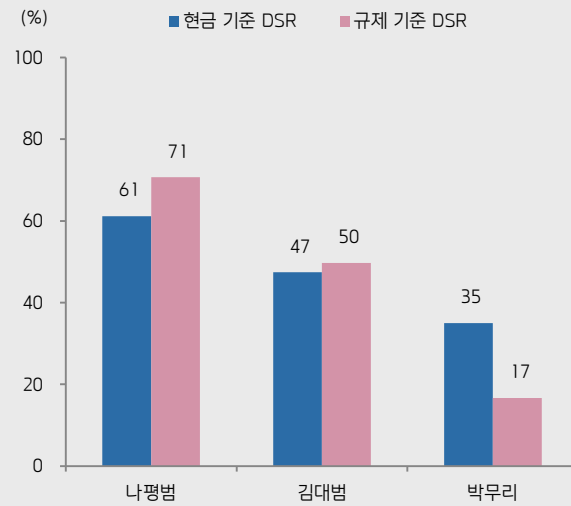


### III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

#### ◎ DSR 산정 기준의 변경, 다주택자 부채 구조조정의 변수가 될 것임

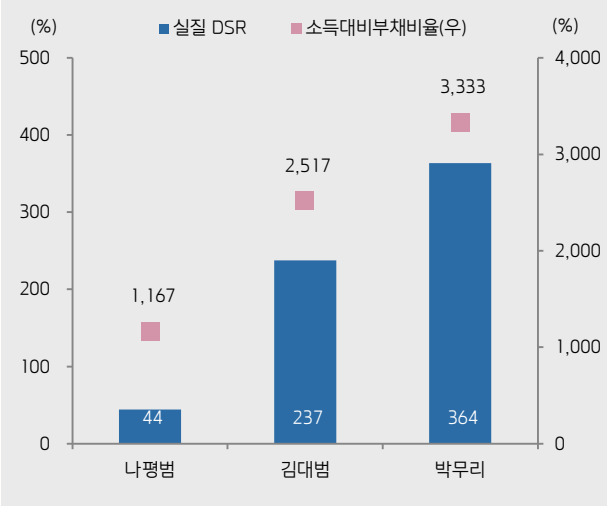
- 정부 기준 DSR, 차주의 실질적인 위험 수준을 반영하지 못하는 것으로 평가
  - 다주택자가 선호하는 차입 수단인 전세보증금, 전세자금대출, 임대사업자대출 등이 DSR 산정 시 대상에서 제외, 다주택자의 DSR이 실질 DSR 대비 과소 계상, 규제외 왜곡 현상이 발생
- 순수 주택담보대출의 경우 원금 상환 부담, LTV 규제 등으로 다주택자가 선호하지 않는 차입 수단
  - 주택담보대출을 이용해 주택을 추가로 구매한 나 평범 차장의 실질 DSR은 44%에 불과, 정부 기준 DSR은 71%로 규제 대상
  - 전세보증금, 전세자금대출, 임대사업자 대출 등을 활용한 상회하는 임대법, 박무리 차장의 경우 실질 DSR이 200% 이상임에도 규제 기준으로는 50%, 17%에 불과함
- 정부의 구조조정 취지를 고려해 볼 때 궁극적으로 규제 기준 변경을 통해 다주택자에 대한 부채 구조조정을 유도할 것으로 판단

대표적 부동산 투자자 3인의 규제 DSR 비교



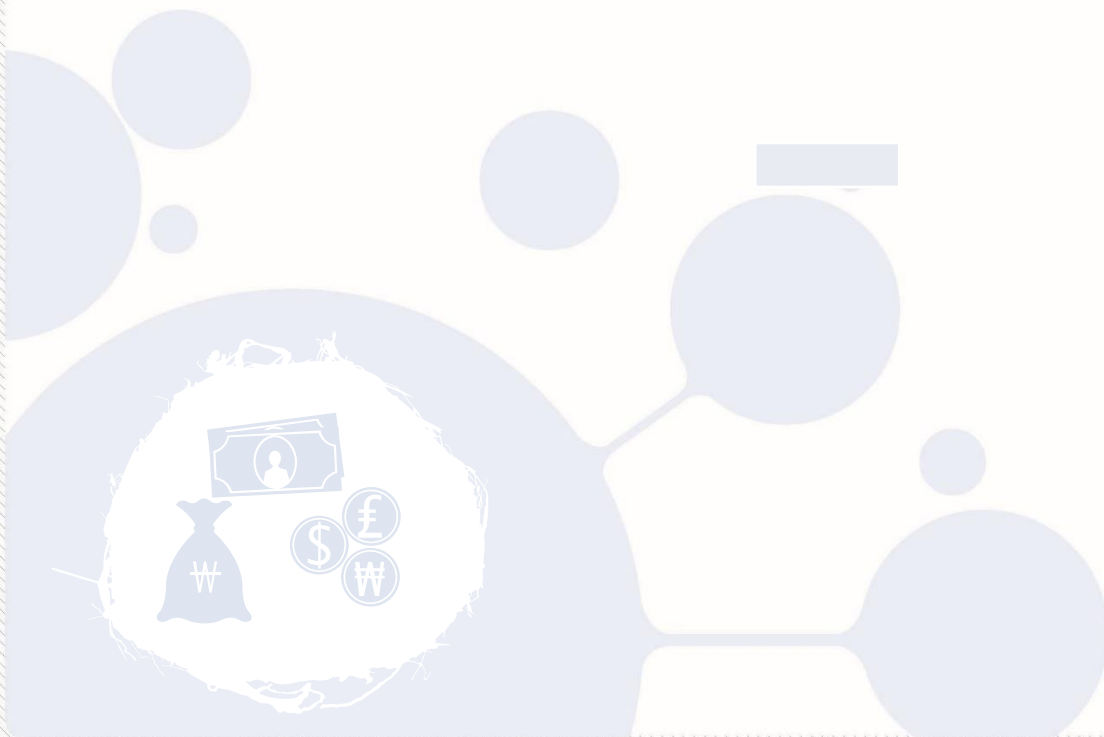
자료: 키움증권, 주: 상세한 재무제표 및 비율은 Appendix 참조

대표적 부동산 투자자 3인의 실질 위험 비교



자료: 키움증권, 주: 상세한 재무제표 및 비율은 Appendix 참조

## Part IV 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장





## IV. 부채 구조조정의 변수

## 1. 전세시장

- 전세가격 ↓ → 다주택자 유동성 ↓ → 다주택자 채무상환 능력 악화 → 가계여신 부실화 위험 ↑
- 단기부채인데다 가계 부채에서 차지하는 비중이 높아 가격 하락 시 가장 영향이 큰 변수
- 정부의 구조조정 속도, 범위 등을 결정짓는 결정적인 변수가 될 것임

## 2. 주택시장 (거래부문)

- 주택거래 감소 → 호가 갭 확대 → 자발적 구조조정 지연 → 경매 증가 → 채무 불이행 위험 ↑
- 부동산 거래 활성화 시 시장 주도 구조조정이 가능하지만 현행 체계에서는 거래 급감 불가피
- 거래 감소 시 내수 전반적에 부정적 영향을 미치는 점은 구조조정 추진 시 정책적 부담 요인

## 3. 주택시장 (가격부문)

- 주택가격 ↓ → 경매낙찰가율 → 채무 불이행 위험 ↑ → 금융회사손실 ↑ → 대출태도 보수화 ↑
- 주택가격 ↓ → 전세가격 ↓ / 주택거래 감소 → 담보가치 하락 → 금융회사손실 ↑
- 주택가격 하락 장기화 시 경제 전반에 부정적 영향 미칠 수 있다는 점에서 변수가 될 듯

## 4. 은행 원화유동성

- 저원가성 예금 ↓ → 조달금리 ↑ → 대출금리 ↑ → 차주 채무상환 능력 악화 ↑
- 예대율 규제 강화 (2020년) → 조달금리 ↑ → 대출금리 ↑ → 차주 채무상환 능력 악화 ↑
- 경기 침체 과정에서 기준금리 인상 기조로 저원가성 예금이 고원가성 자금으로 이탈하면서 발생

## 5. 은행 외화유동성

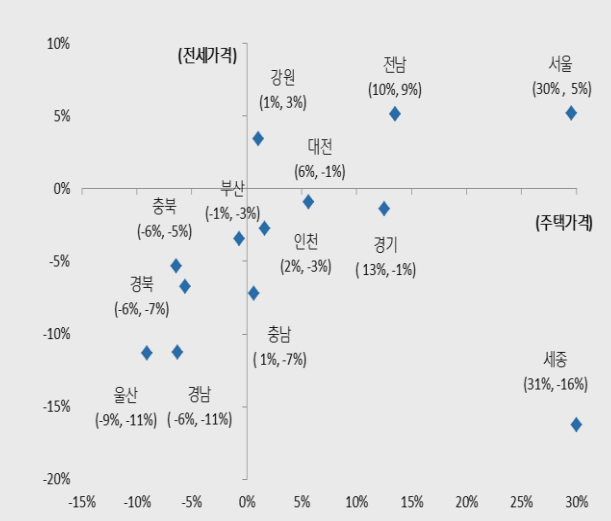
- FX 스왑레이트의 정상화 → 외국인 채권 매도 ↑ → 은행 외화유동성 악화 → 대출태도 보수화
- 은행 유동성 악화 → 한은 기준금리 인상 → 은행 원화 유동성 악화 → 대출금리 ↑
- 외국인 국내 주식 투자 축소 시 외국인 채권자금 이탈 문제 부각될 가능성 높음

## IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

## ◎ 전세 시장 : 공급 과잉에 경기 침체가 맞물리면서 전세가격 하락 가속화

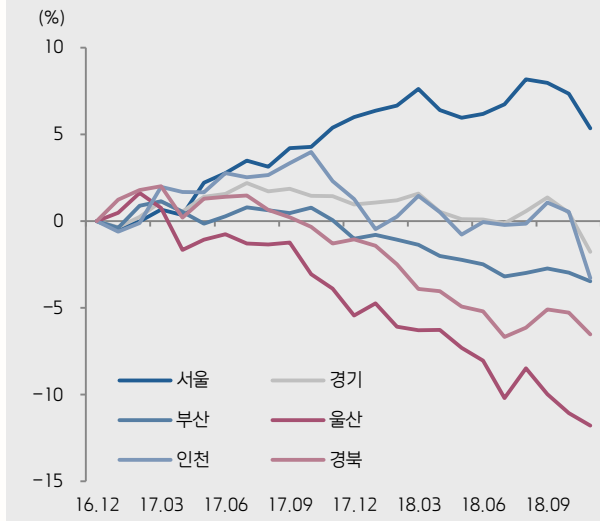
- 향후 전세가격 하락, 다주택자 중심 가계 부채 부실화의 변수가 될 것으로 예상  
→ 전세 재계약 시 재계약 가격이 최초 계약 시점 대비 하락 할 경우 다주택자의 자금 압박 심화될 수 있기 때문
- 역 전세난 심화 중 : 2016년 말 대비 전세가격이 하락한 지역이 전체 지역의 2/3를 넘는 것으로 나타나
- 주택가격 하락이 가속화될 경우 주택가격이 전세가격에 근접하거나 역전되는 사례 초래, 다주택자 자금 압박 확대 예상  
→ 전체의 1/3 지역이 전세가격과 주택가격이 동시에 하락하는 지역인 것으로 나타나
- 2019년 입주물량 감안 시 전세 가격 하락은 당분간 지속될 것으로 예상됨
- 전세가격 하락 지속은 다주택자의 매도 물량 증가의 요인으로 작용, 향후 주택가격 하락의 변수가 될 것으로 예상  
\* 전세가격 하락 → 다주택자 자금 부담 증가 → 주택 매도 물량 증가 → 주택가격 하락 → 전세가격 하락 심화

주요 지역 주택가격과 전세가격 변동률



자료: 부동산114, 실거래가지수 기준, 2016년 말 대비 2018년 11월 변동률

주요 지역 전세가격 변동률 추이



자료: 부동산114

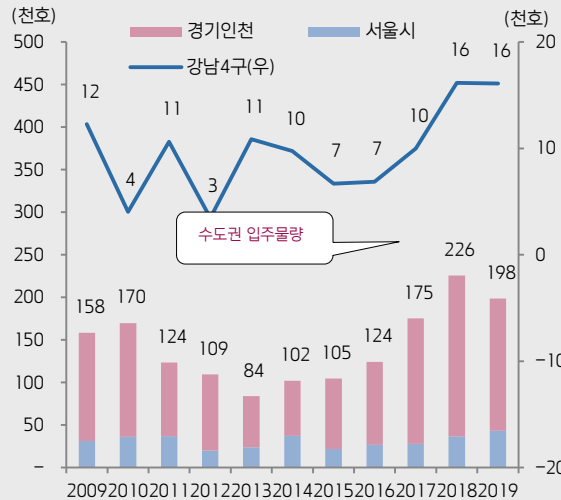


## IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

## ◎ 입주물량 증가 + 주택 구매 가능 가구수 감소 전세가격 하락 장기화 요인

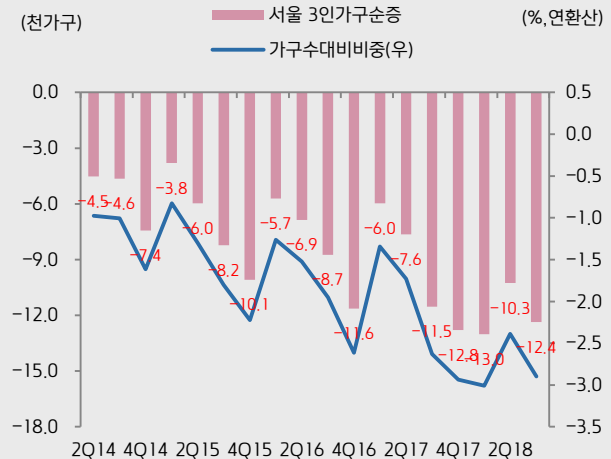
- 2019년 수도권 입주물량 증가, 2018년에 이어 지속, 전세 가격 하락 요인으로 작용할 전망
  - 2019년 198천 호로 2018년 226천 호에 이어 10년 사이 두 번째로 많은 것으로 평가
  - 강동구 지역을 중심으로 입주물량 증가해 서울 지역 전세가격 하락 지속 전망
- 가계 선호지역의 주택가격 급등과 더불어 교통 및 주거환경 개선 등으로 특정 지역 아파트 선호 현상 점진적으로 해소 중
  - 지방 아파트 공급과 맞물려 아파트 주 수요계층인 서울 거주 3인 이상 가구가 경기 지역 등으로 이전하고 있음
  - '17년 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
- 재건축 규제 완화에 따른 멸실주택 증가 시 전세시장의 상승 반전 기대되나 단기적으로 정책 기조 변화를 기대하기는 어려움

지속적으로 증가하는 아파트 입주물량



자료:부동산114, 강남4구 : 강남구, 서초구, 송파구, 강동구

주택가격 상승으로 서울을 이탈하는 가구 급증



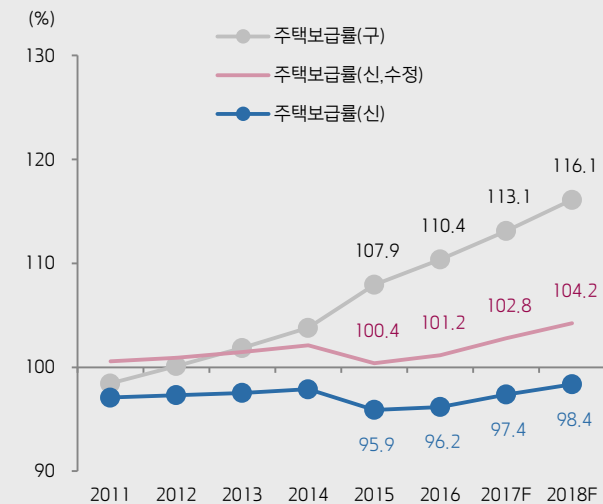
자료:통계청, 가구수 대비 비중은 연 환산 수치임

## IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

## ◎ 1~2인 가구를 위한 실수요 목적 주택 증가, 전세시장 안정화 요인으로 작용

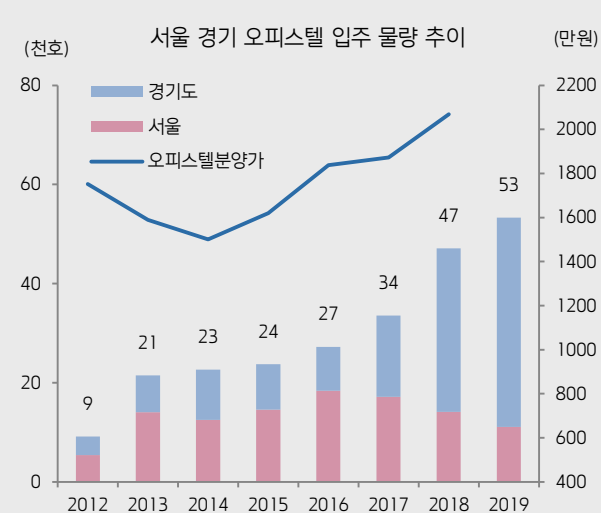
- 서울 및 수도권 1~2인 가구 급증에 맞추어 오피스텔 공급이 늘어나면서 청년층의 실수요를 충족함  
→ 서울 경기지역의 오피스텔 입주물량은 2018년 47천호, 2019년 53천호로 지속적으로 증가함
- 오피스텔을 포함한 수정 주택보급률은 서울 기준으로 2018년 기준으로 104%를 상회하는 것으로 추정  
→ 오피스텔 등이 부족한 전세 물량을 해소하면서 전반적인 전세 시장 안정화에 기여할 것으로 예상

서울, 수요 대비 주택은 초과 공급 상태



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

1~2인 가구용 주택공급 급증



자료:부동산114, 공급 기준으로 3.3㎡ 당 가격

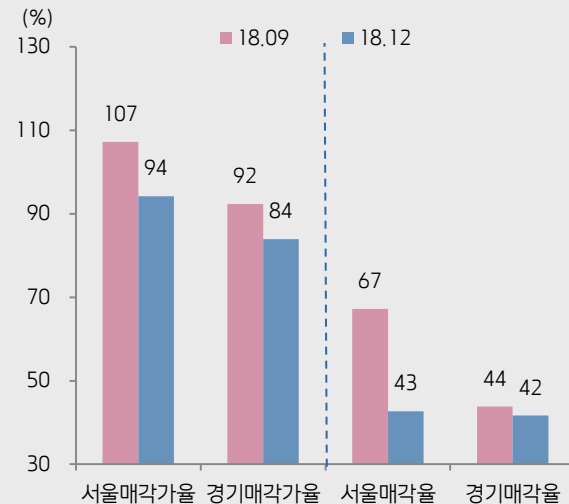


## IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

## ◎ 주택 거래 위축 : 다주택자의 부채 부실화 증가 요인

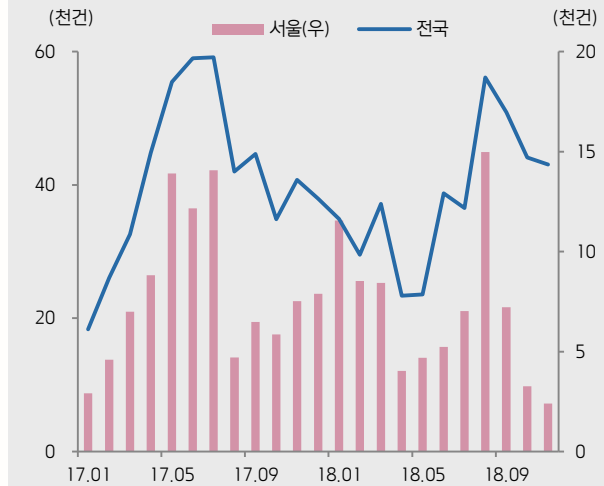
- 부동산 시장 침체 가속화되면서 경매시장의 낙찰가율 가파르게 하락함
  - 감정이 대비 서울 94.2%, 인천 85.2%, 경기 83.9%로 하락한 것으로 나타나
- 상당수 경기지역의 전세가율(LTV)가 80% 내외인 점 감안 시 낙찰가율이 80% 초반으로 하락하면 경매 진행 시 전세보증금까지 손실까지 확대될 가능성 높음
- 주택 거래의 급감, 다주택자의 자율적 구조조정 제약 요인으로 작용
  - 경매 시장 침체, 부동산 시장 거래 침체 지속 시 다주택자의 유동성 부족 사태로 다주택자 중심의 부채 부실화 확대 예상

아파트 월별 감정이 대비 낙찰가율과 낙찰율 비교



자료: 서울지방법원

호가 갭이 확대되면서 부동산 거래 감소



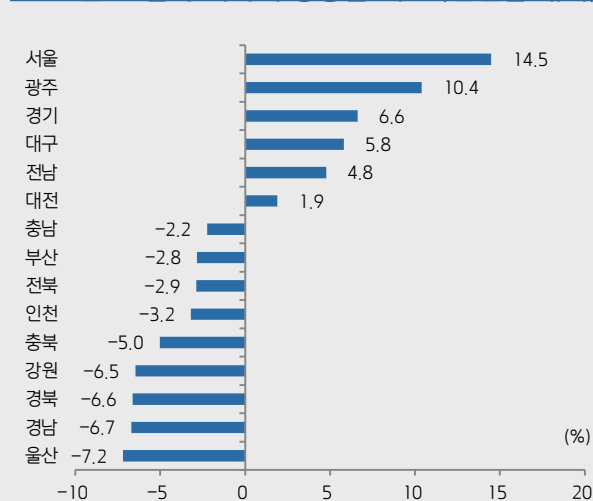
자료: 한국감정원, 국토교통부, 부동산114

## IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

### ◎ 주택가격 하락, 정부의 가계 부채 구조조정 추진 가속화의 계기로 작용 전망

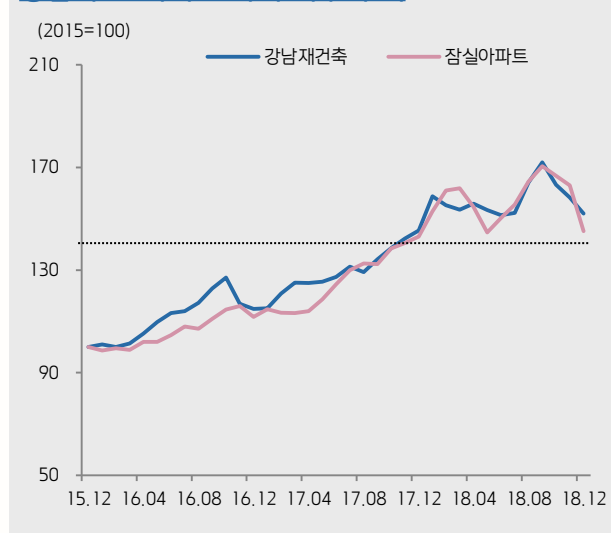
- 9.13 대책의 효과가 가시화되면서 부동산 가격 하락 추세 가속화되고 있음
  - 과도한 공급 물량, 다주택자에 대한 대출 규제, 세제 강화 등이 투자 심리를 냉각시킬 것으로 판단
- 강남의 재건축 아파트와 잠실 아파트를 중심으로 부동산 가격 하락 추세 가속화되고 있음
  - 해당 지역의 실거래가는 고점 대비 12%, 15% 하락, 2017년 말 수준에서 거래되고 있음
  - 서울 핵심 지역 아파트가격이 12월 기준 전년 말 수준으로 하락한 점 감안 시 실질적으로는 전국적인 현상으로 평가
- 주택시장 및 전세시장 침체는 다주택자 중심의 가계부채 구조조정을 가속화하는 계기가 될 것임
  - 구조조정 지연 시 부실 확대로 은행 및 경제에 미치는 충격이 증가할 수 밖에 없기 때문

2018년 11월 주택가격 상승률 비교 (전년말 대비)



자료: 부동산 114, 실거래가지수 기준

강남 주요 아파트 가격 지수 추이



자료: 국토교통부

주: 강남 재건축 아파트는 은마아파트 84㎡와 잠실주공아파트 76.5㎡ 평균  
잠실아파트는 리센츠 84㎡와 트리움아파트 84㎡ 평균



## IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

### ◎ 주거 복지 중심의 부동산 정책 기조, 부동산 가격 하락 기여 예상

- 현 정부 정책 기조의 핵심은 주택을 투자 자산 대상에서 주거 대상으로 변경하는 것으로 평가
  - 최근 제시되는 정책의 핵심 내용은 그 동안 암묵적으로 묵인해 왔던 부동산 투자자를 위한 각종 편법적 혜택을 차단하는 것
  - 합법적 자금만으로 주택 구매가 가능하도록 제한, 불법적 증여, 상속 차단
- 1. 분양권 투자자 대상 : 분양권 소유자, 주택 소유자로 인정, 배우자 이월 과세 적용 대상에 분양권도 포함
- 2. 주택임대사업자 대상 : 양도세 비과세 요건 강화, 의무 미준수 과태료 강화 등
- 3. 보유세 인상 : 공정시장가액 비율 단계적 상향 조정
- 4. 주택투자자금 출처 조사 강화 : 자금조달 계획서 신고 항목 개선
- 정부 정책 기조를 고려해 볼 때 단기간 내에 부동산 시장 침체에 따른 정책 기조 전환을 기대하기는 어려운 상황

### 최근 발표한 정부의 부동산 시장 관련 대책 주요 내용 요약

|                   | 항목  | 주요 내용   | 효과  |
|-------------------|---|---|---|
| 18.12.7<br>(국토부)  | 분양권 소유자 무주택자에서 제외   | 공급계약 체결일부터 주택 소유자로 함<br>주택담보대출, 주택 보유 여부 기입   | 다주택자의 분양권 투자 수요 감소<br>다주택자 여부, 전세보증금 활용 여부 확인                         |
| 18.12.10<br>(국토부) | 자금조달 계획서 신고항목 개선  | 상속 및 증여 여부 기입<br>주택담보대출, 주택 보유 여부 기입  | 자금의 출처 불분명한 가계의 주택 구매 제한<br>다주택자 여부, 전세보증금 활용 여부 확인                   |
| 19.01.08<br>(기재부) | 1세대 1주택 양도세 비과세 요건 강화<br>배우자 이월과세 적용대상 자산범위 확대<br>공정시장가액 비율 단계적 상향 조정<br>주택임대사업자 임대료 증액제한 요건 추가 | 최종적으로 1주택 보유한 시점부터산입<br>분양권, 입주권 등에 대해 이월과세 적용<br>(‘19)85% → (‘20)90% → (‘21)95% → (‘22)100%<br>임대사업자 기간 내내 연 5% 준수 의무 부과 | 배우자 증여를 통한 편법적 투자 제한<br>보유세 인상 통해 투자 수요 억제<br>세금 혜택을 목적으로 한 편법적 등록 제한 |
| 19.01.08<br>(국토부) | 주택임대사업자 거주주택 양도세 비과세 요건 강화<br>임대사업자 의무 미준수 과태료 강화   | 최초 거주주택 양도하는 경우에만 허용<br>현행 1천만원에서 최대 5천만원까지 상향  | 세금 혜택을 목적으로 한 편법적 등록 제한   |

자료: 국토교통부, 기획재정부, 금융증권 정리

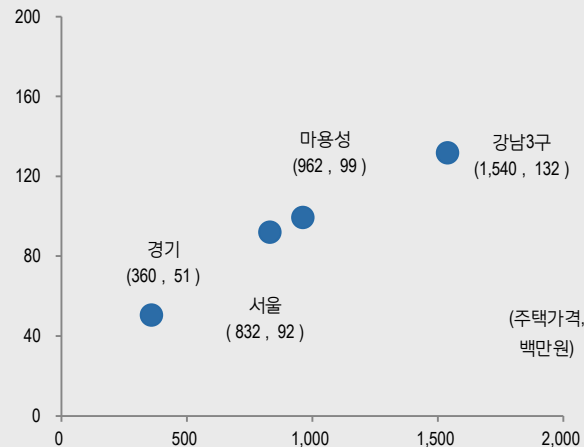
## IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

### ◎ 자금 출처 조사 강화, DSR 적용 확대는 실수요자 구매 수요를 약화시키는 요인

- 정부의 부동산 정책의 핵심은 다주택자의 주택 구매를 제한하는 한편 실수요자의 주택 구매 수요를 제한함
- DSR 기준으로 서울 지역 아파트를 구매할 수 있는 서울 거주자는 전체 거주자의 10% 내외로 추정되기 때문
  - DSR 40% 비율, 신용대출 1억 5천만 원, 대출 금리 3.8%, 대출 만기 30년 가정
  - 서울 지역의 평균 주택가격은 8억 3천 2백 만원으로 LTV를 통해 역산한 요구 소득은 92백 만원으로 추정
- 강남 아파트 구매 가능 인구는 2.3%인 28천 명으로 실수요 관점에서 매우 적음
  - 레버리지 규제 강화할 경우 고가 아파트를 구매할 수 있는 인원은 극히 제한적일 전망
- 별제권 제한이 정착될 경우 은행 자발적으로 주택담보대출 과정에서 DSR 을 적극적으로 반영할 것으로 예상

지역별 평균 아파트 가격과 구매 가능 연 소득

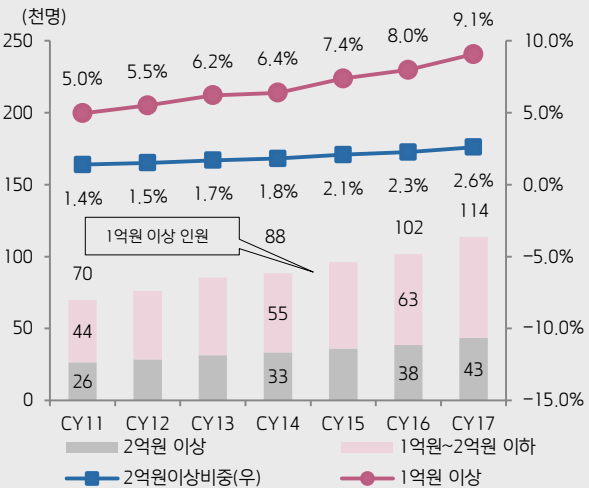
(주택구매 가능소득, 백만원)



자료: 부동산 114, 키움증권 추정

주: 대출만기 30년, 대출금리 3.8%, LTV 40%, DSR 40% 가정  
신용대출 서울은 1.5억원, 경기도는 1억 원, 금리 4.0% 가정

서울 거주자의 소득 별 인구 비중



자료: 국세청



Part V 부채 구조조정의 변수 (2)  
: 은행의 원화 및 외화 유동성

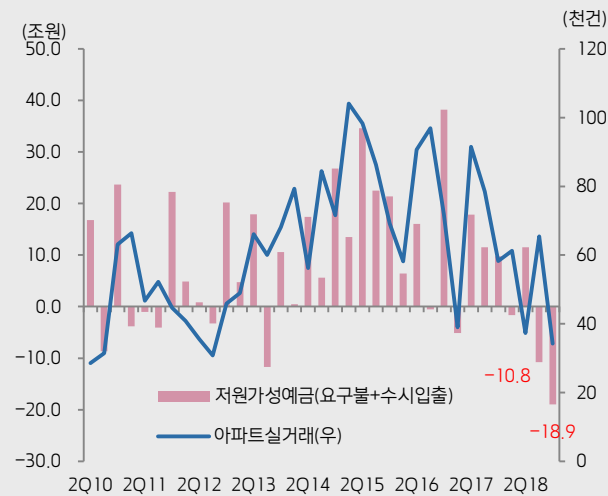


## V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

## ◎ 부동산 거래 위축되면서 은행 유동성 감소 추세 가속화 되고 있음

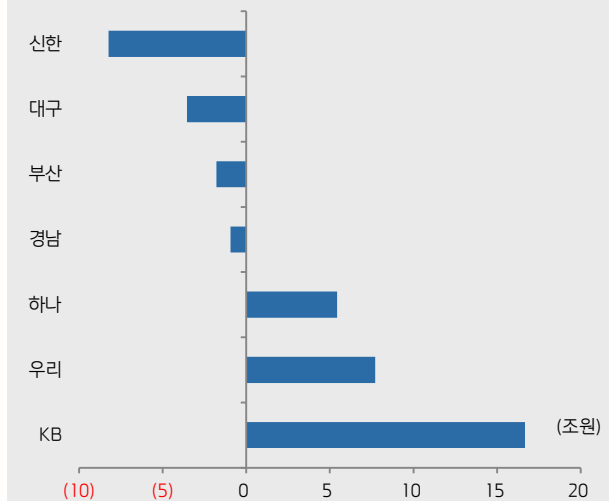
- 부동산 거래 감소, 경기 침체 영향으로 저원가성 예금 이탈
  - 그 동안 부동산 경기 호황으로 유입되었던 저원가성 예금이 경기 침체로 반전하면서 저원가성 예금 이탈하는 것으로 평가
- 정부의 기준금리 인상, 고원가성 예금의 가격 장점을 부각시켜 저원가성 예금이 이탈을 가속화 하는 요인으로 작용할 전망
  - 경기 침체로 기준금리를 인하해야 하는 시점에 기준 금리를 인상할 경우 저원가성 예금 이탈 속도는 빨라질 전망
- 2020년부터 예정된 예대율 변화로 상당 수 시중은행은 예금을 추가로 예치해야 할 것으로 추정 ('18년 3분기 기준 30조원 추정)
  - 2020년부터 예대율 산정 시 가계대출에 대해 15% 가중치, 기업대출에 대해 -15% 가중치를 부여해야 하기로 함

부동산 거래 침체 이후 저원가성 예금 이탈



자료: 한국은행, 부동산114 주: 4분기는 11월 수치.  
주: 12월 12조원의 자금이 유입되었으나 계절적 요인으로 1월 대부분 유출된 것으로 추정

수정 예대율 적용 시 필요 예금 추정('18년 3분기)



자료: 각 은행, 적정 예대율을 98%로 가정함

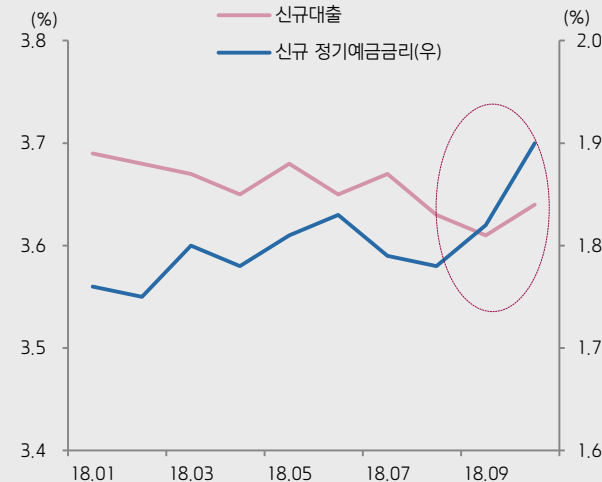


## V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

## ◎ 은행 저원가성 예금 이탈로 은행의 예금금리 빠르게 상승

- 금리 인상 이전임에도 저원가성이 본격적으로 이탈되기 시작한 '18년 7월 이후 정기예금 금리 인상 가속화 되고 있음  
→ '18년 11월 은행 평균 신규 정기예금금리는 1.9%로 '18년 7월 말 대비 11bp 상승
- 기준금리 인상 이후 은행간 예금금리 경쟁 가속화, 은행의 저원가성 예금 이탈 가속화 영향 미칠 것으로 예상  
→ 하나, 우리 등 시중은행 역시 특별 판매를 통해 예금 금리 경쟁에 뛰어들 것으로 나타나
- 원화예금에 이어 외화예금 금리 경쟁이 가속화되고 있는 점이 향후 은행간 금리 경쟁 가속화 요인으로 작용할 가능성 높음  
→ 한투증권, 1년 만기 외화 발행어음 금리를 일반 정기예금 금리 대비 1%p 높은 연 3.5%까지 제공, 금리 경쟁력 높임

저원가성 예금 이탈로 정기예금 금리 상승



자료: 한국은행 예대금리차 동향

은행 원화 및 외화 정기예금 금리 추이

|        | 원화정기예금 |        |        | 외화예금   |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| (%)    | 1월 3주  | 11월 4주 | 순증(%p) | 1월 21일 |
| 한국투자증권 | 2.50   |        |        | 3.50   |
| 카카오은행  | 2.50   | 2.20   | 0.30   |        |
| 농협     | 2.35   | 2.11   | 0.24   | 2.90   |
| 하나은행   | 2.35   | 1.75   | 0.60   | 2.21   |
| SC제일은행 | 2.00   | 2.00   | 0.00   | 2.80   |
| 우리은행   | 2.40   | 1.70   | 0.70   | 2.55   |
| 국민은행   | 2.35   | 1.50   | 0.85   | 2.44   |
| 신한은행   | 1.95   | 1.35   | 0.60   | 2.57   |

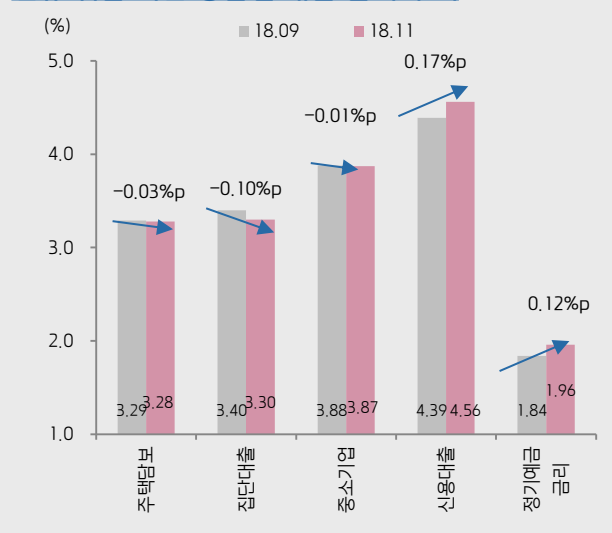
자료: 각은행, 은행연합회, 금융감독원 자료

## V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

## ◎ 은행 대출 태도 변화 여부, 신용대출 통해 파악이 가능

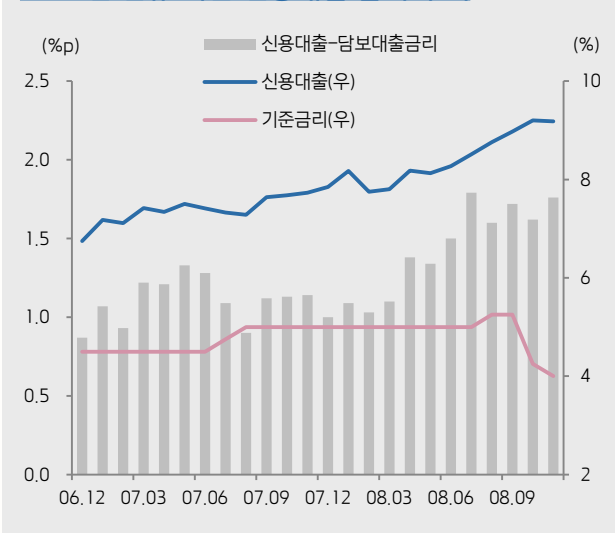
- 은행 예금금리의 가파른 상승, 은행 전반적인 대출태도에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상
- 예금금리 상승하자 대출태도에 민감하게 반응하는 신용대출 금리도 동반하여 가파르게 상승함
  - '18년 11월 주택담보대출금리는 3bp 인하한 반면 신용대출 금리는 전월 대비 17bp 인상함
  - 기준 금리 인상 이후 신용 대출 금리를 보다 더 적극적으로 인상할 것으로 예상됨
- 2008년 사례에서도 국내 은행은 신용대출부터 대출금리를 공격적으로 인상한 것으로 나타남
  - 주택담보대출의 경우 만기가 길어 인상 효과가 적은 데다 정부 규제 영향을 상대적으로 많이 받기 때문

신규 취급 기준 상품별 대출 금리 추이



자료:한국은행 예대금리차 동향

2008년 신규 기준 신용대출 금리 추이



자료:한국은행 예대금리차 동향

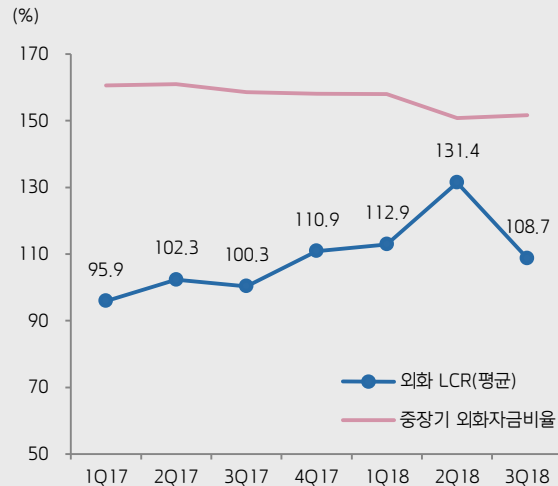


## V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

## ◎ 은행 외화 유동성은 외환시장의 외화 수급에 민감하게 영향을 받음

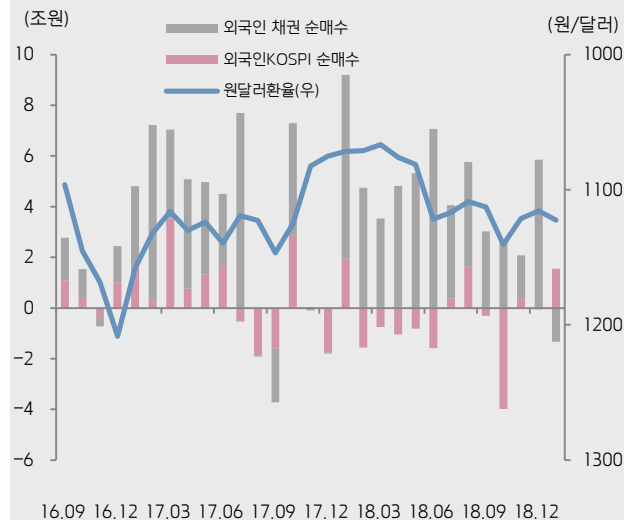
- 원화 조달과 달리 외화 조달은 예금 비중이 56%('18년 2분기 기준)로 낮아 외환 시장의 외화 수급에 민감하게 영향을 받음
  - 국내 은행의 '18년 3분기 외화 LCR은 108.7%로 '17년 4분기 이전 수준으로 하락함
  - 외화 LCR 비율이 하락한 이유는 9월 외국인의 주식 및 채권 매도에 따른 자금이탈 때문으로 추정
- 2008년 기준 금리 인상 시점에 신용대출금리를 공격적으로 인상한 바 있음.
  - 주택담보대출의 경우 만기가 길고 부실률이 낮아 대출태도 보수화 영향이 상대적으로 적은 것으로 평가

은행 유동성 지표, 외국인 투자 추이에 영향



자료: 한국은행 금융안정보고서

외국인투자자의 채권 및 주식 투자자금 추이



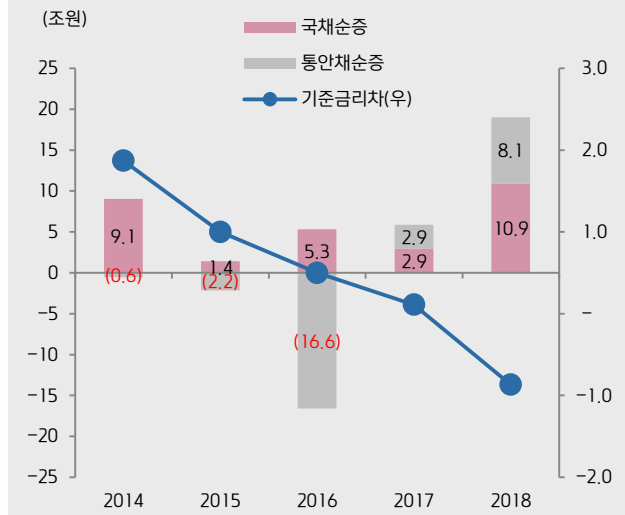
자료: Quantwise, BondWeb

## V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

## ◎ 외국인의 채권 투자 확대 요인은 1) 재정차익 증가와 2) 채권의 상대 수익률 개선 때문

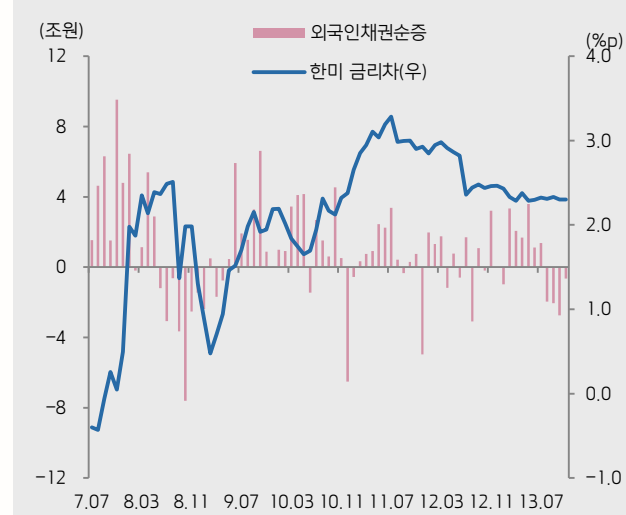
- 일반적으로 외국인 채권 투자, 한미간 금리차 변화에 영향을 많이 받는 것으로 나타나
- 2017년 이후 한미간 금리차 역전 및 확대에도 외국인투자자, 국내 채권을 적극 매수한 것으로 나타남
- 한미간 금리차 확대에도 외국인이 국내 채권 투자를 늘렸던 이유는 단기 채권의 경우 재정차익 (arbitrage gain) 확대 때문
  - 미국 기준금리가 인상되면서 한미간 금리차가 확대됨에도 Swap rate이 하락하면서 외국인 투자자의 실질적인 재정차익은 비교적 양호한 수준을 기록한 것으로 나타나
  - 외국인 투자자는 통안채를 2017년 2.9조원 순매수한데 이어 2018년에도 8.1조원 순매수한 것으로 나타남
- 외국인투자자, 장기 채권 투자를 늘린 이유는 미국의 채권 가격 하락으로 인해 국내 채권의 상대 수익률이 개선되었기 때문
  - 외국인 투자자는 2017년 2.9조원에 이어 2018년에도 10.9조원을 순매수한 것으로 나타나

외국인의 종목별 채권 순매수 순증과 한미 기준금리차



자료: Bondweb

외국인투자자의 채권 순매수 추이

자료: Bondweb, 한국은행  
주: 만기도래액 포함



## V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

## ◎ Swap Rate, 단기 투자 시 외국인 채권 투자의 변수로 작용

- 단기 목적 외국인투자자의 실질적 투자 차익은 한미간 금리차와 스왑 비용 차이에 의해 결정됨
- 미국 금리 인상으로 한미간 금리차가 확대된 부분보다 스왑레이트 하락 폭이 커지면서 재정차익이 증가한 점이 외국인의 단기 투자 비중 확대 요인으로 작용

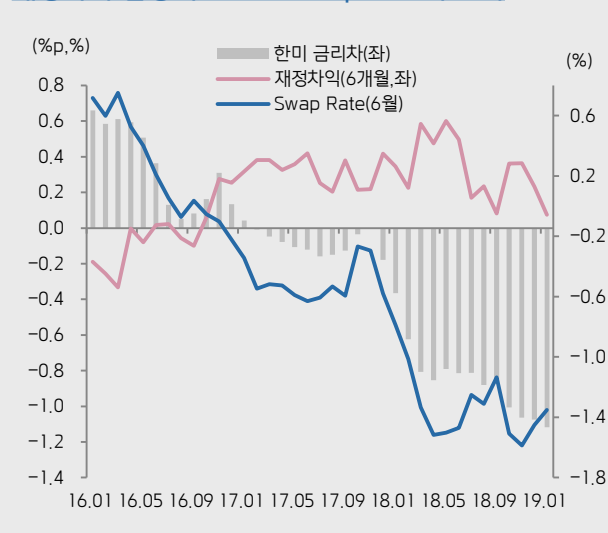
→ 외국인 투자자의 재정차익 = 한미간 금리차 (1.75% - 2.69%) - Swap rate ( -1.81%) =0.87%

- Swap rate 하락 요인

- 1) 보험사, 운용사 등의 해외채권 투자 확대에 따른 헷지수요 증가
- 2) 미국 금리 인상 등으로 인한 외국인투자자의 국내 투자 비중 축소

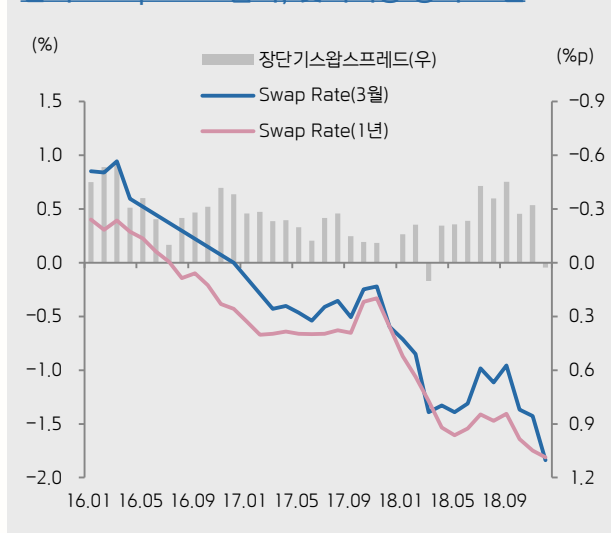
→ 3개월~6개월물의 단기 Swap 수요 증가하면서 장기보다 단기 Swap rate 하락 폭 확대

재정차익 발생의 요인은 Swap rate의 변화



자료: 본드웹 주: 1년 만기 기준  
외국인투자자의 재정차익 = 한미간 채권 금리차 - Swap rate

단기 Swap rate 급락, 헷지비용 증가 요인



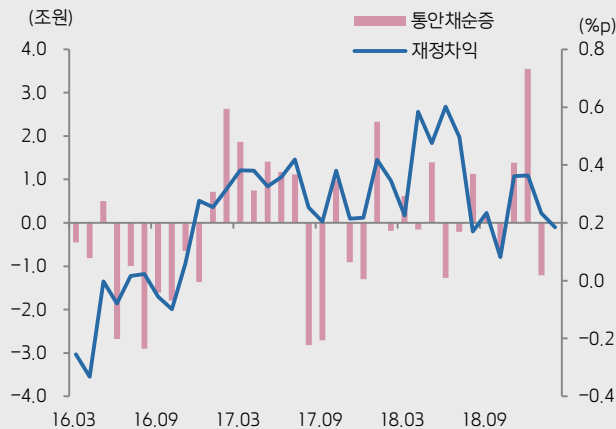
자료:본드웹

## V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

## ◎ Swap rate 상승 반전 시 재정차익 감소 요인으로 외국인 자금 이탈 가능성 높음

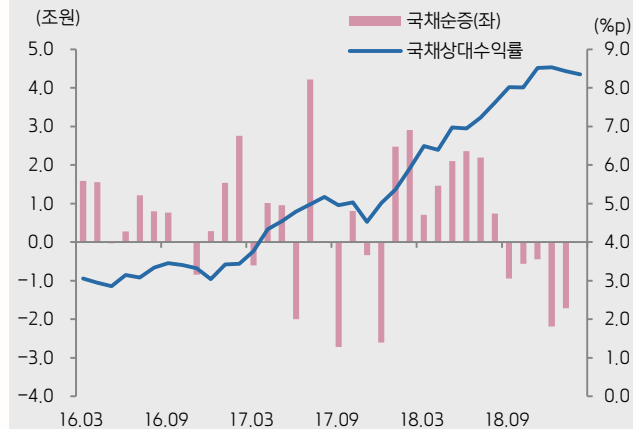
- 외국인 투자자, 국채에 대해서는 '18년 9월 이후 연속적으로 비중을 줄이고 있는 것으로 나타나  
→ 국채의 가격에 대한 장점 사라진 반면 미국 국채의 가격 장점이 부각되면서 보유 비중을 줄이는 것으로 추정
- 1월 이후 외환 스왑 레이트 상승하면서 외국인투자자의 재정차익 가파르게 하락하는 것으로 나타나  
→ 6개월 만기 Swap rate이 '12월 15일 -1.8%에서 1월 7일 1.3%로 하락, 재정차익은 0.73%에서 0.42%로 하락
- 재정차익 하락할 경우 외국인 투자자의 채권 투자, 순매수에서 순매도로 전환될 가능성이 높음  
→ 재정차익 하락하면서 외국인투자자의 통안채 투자, 순매도로 전환
- 스왑 레이트 상승 요인
  - 은행 및 증권사의 외환예금 판매 확대 : 최대 3.5%까지 높임
  - 보험사 헷지수요 축소, 스왑 레이트 상승 요인으로 작용

외국인의 통안채 순증과 재정차익 추이



자료: Bondweb, 재정차익은 6개월 만기 기준  
외국인투자자의 재정차익 = 한미간 채권 금리차 - Swap rate

외국인의 월별 국채 투자 순증 추이



자료: Bondweb

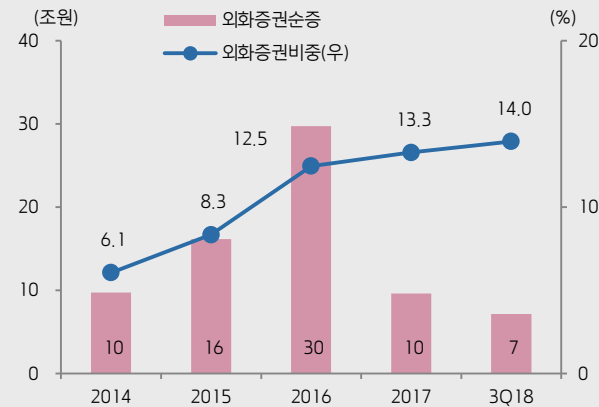


## V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

## ◎ 보험 및 운용사, 높은 헷지비용으로 해외자산 비중을 축소할 가능성 높음

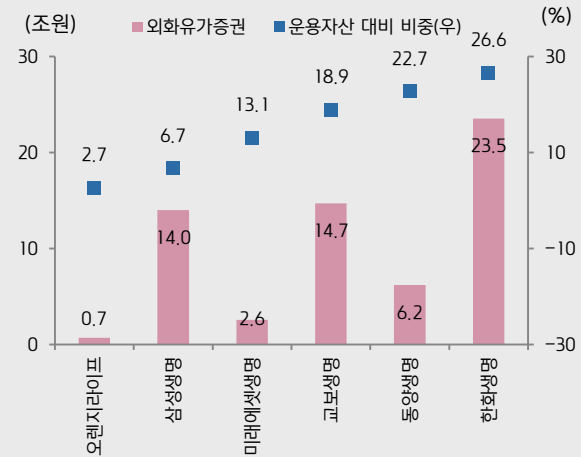
- 보험사, 스왑 레이트의 급락으로 헷지비용이 급증할 것으로 추정.
  - 3분기말 생보사와 손해보험사의 외화증권 규모는 각각 94.3조원 3,199억 원에 달함.
  - Swap rate 1%p 하락 가정 시 1조원 가량의 추가 비용 발생 추정 (9월 말 대비 12 월 말 3개월 스왑 레이트는 0.88%p 하락)
- 보험사의 해외투자 시 외화자산에 대해 헷지를 사실상 의무화한 점이 문제의 출발
  - 외화채권에 대해 헷지를 해야만 위험가중치를 원화 채권과 동일한 기준으로 적용한 것이 문제의 출발
  - 2017년 하반기부터 보험사 외화유가증권에 대한 환 헷지에 대해 단기물로 roll-over 할 수 있도록 한 점이 문제 악화 요인
- 과도한 헷지 비용을 고려해 볼 때 해외투자 자산의 투자 매력도는 크게 하락한 것으로 추정
  - 보험사 등 외화 자산 투자회사, 해외투자 비중을 점진적으로 축소할 것으로 예상

생명보험사 외화증권 순증 현황



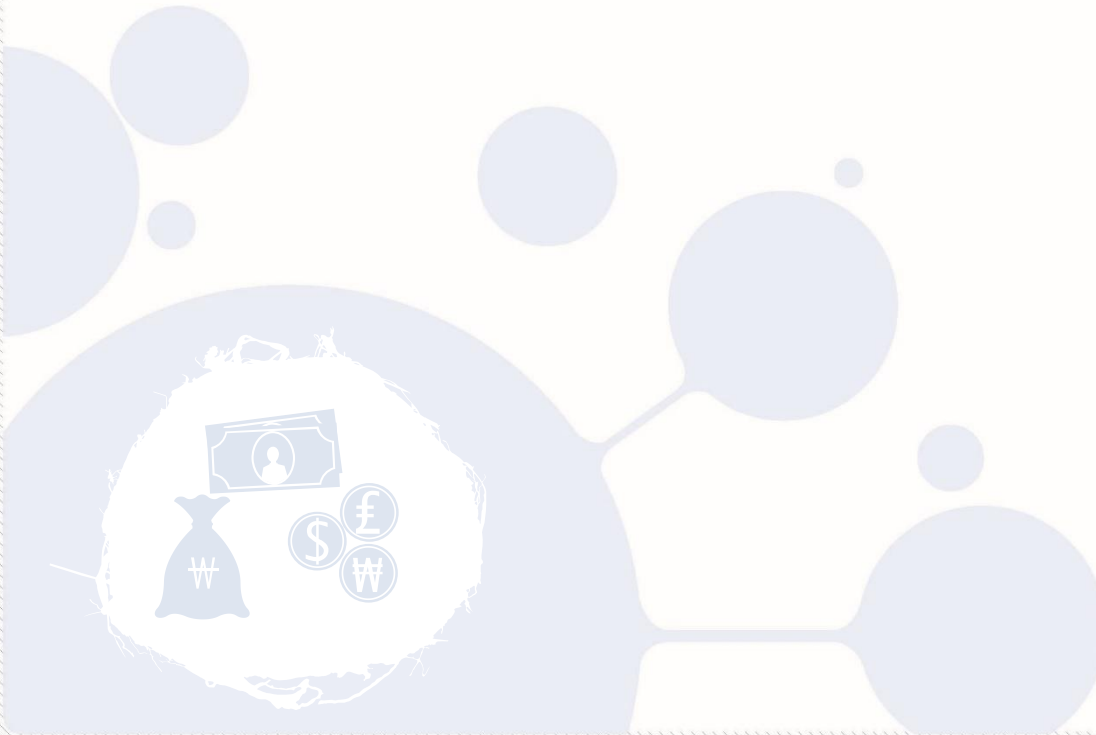
자료: 생명보험협회  
주: 외화증권 비중은 운용자산 대비 비중

생명보험사 별 외화유가증권 보유 현황



자료: 생명보험협회  
주: 외화증권 비중은 운용자산 대비 비중

## Part VI 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준



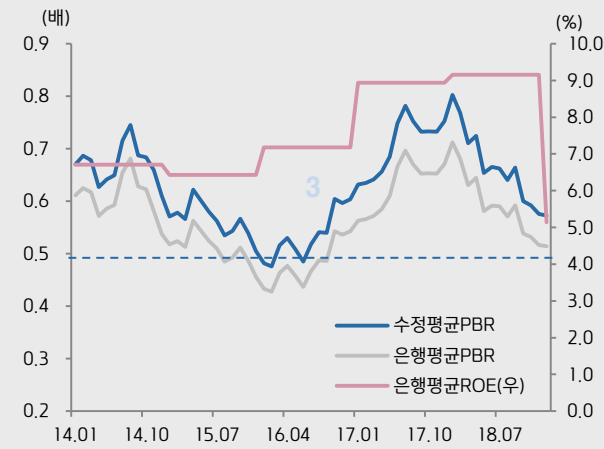


## VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

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

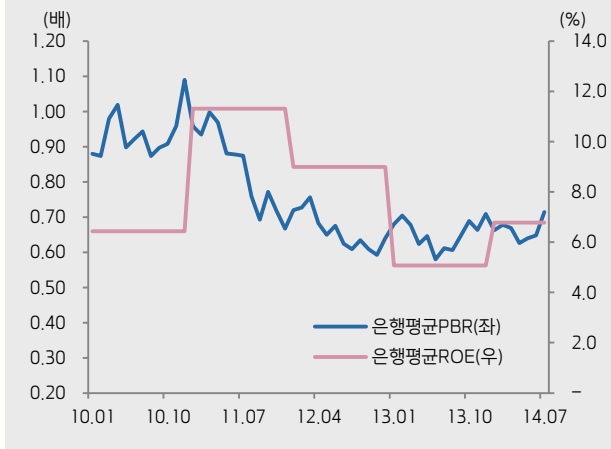
- 시중은행의 평균 PBR 수준은 0.51배로 최근 5년 평균 0.56배 대비 다소 낮은 수준임
  - 과거 ROE 적용 시 매력적이나 시장 여건, 부채 부실 문제, 정부 정책 기조 전환 고려 시 매력적이라 단언하기 어려움
- 구조조정 과정에 따른 ROE 하락 요인을 고려해 볼 때 단기적으로 역사적 저점 수준까지 하락 가능성 감안, 하락 시 저점 매수 관점 접근 권고
  - 2016년 2월 역사적 수정 PBR 저점의 하단은 0.48배('16년 2월)로 현재 수정 PBR 0.57배 대비 17% 낮음
  - 2018년 금융위기 시점의 수정 PBR 저점은 2009년 2월 0.51배로 현재 PBR 대비 11% 낮음  
(비교의 정확성을 위해 대손준비금을 자기자본에서 차감하여 산출한 수정 PBR 사용)
- 향후 구조조정 지연 시 역사적 저점을 계속 낮추어왔다는 점을 감안해 볼 때 구조조정 추진 과정에서 향후 은행업종 주가의 저점은 2008년 수준이 될 가능성이 높은 것으로 판단

시중은행 평균 PBR과 ROE 비교



자료: Dataguide

구조조정 미룰 경우 Valuation 하락 지속



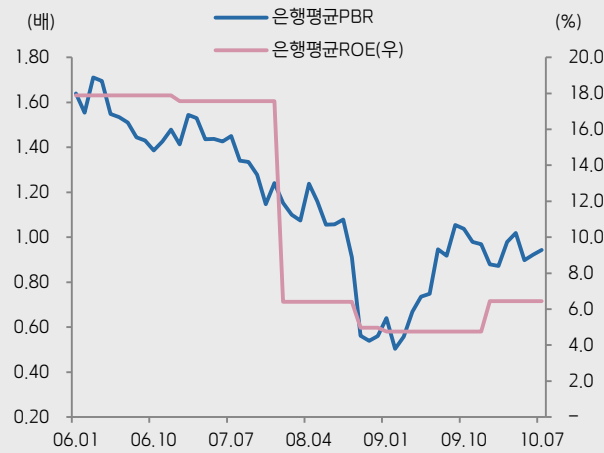
자료: Dataguide, 키움증권

## VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

### ◎ 2008년 금융위기 사례의 시사점 : 구조조정 추진 시 조정 후 정책적 지원 기대로 반등 예상

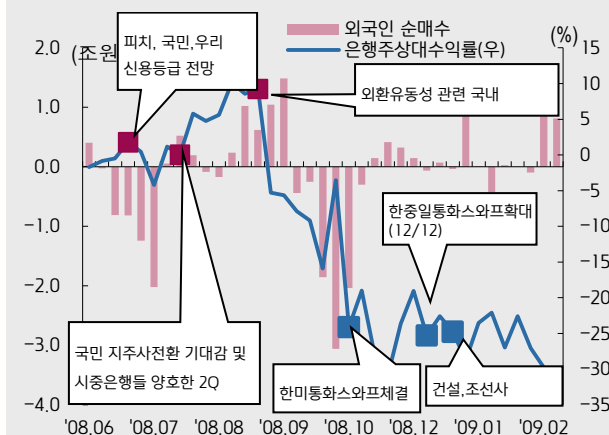
- 2008년 국내 은행은 유동성위기에 직면하면서 적극적인 구조조정을 추진하게 됨
  - 건설, 조선사 구조조정 발표, 외화 유동성 문제 개선을 위해 한중일 통화스왑 체결함
- 유동성 문제 발생에 따른 시장의 변동성 확대는 정부의 구조조정 속도를 높이는 요인으로 작용
  - 2016년 주가가 2008년보다 낮았던 이유는 정부의 구조조정 지연에 따른 실망 매물이 늘어났기 때문
- 정부의 기업 및 가계의 구조조정 정책은 시장의 예상을 뛰어넘는 선제적 조치로 구체화 될 경우 주가에 긍정적 작용 전망
- 구조조정의 전개 방식은 은행 및 민간 주도로 진행될 가능성이 높으며 추진 동력을 유지하기 위해 인센티브 부여 전망
  - 정부는 구조조정이 일단락되는 시점에 구조조정에 따른 은행의 피해를 보전하기 위한 수단, 금융산업의 안정성 제고 수단 차원에서 금리, 수수료 등 가격 통제 수준을 완화할 것으로 기대

2008년 위기 전후 은행업종 ROE와 PBR 추이



자료: 키움증권, 시중은행

외국인의 주식 순매수 동향과 은행주 상대수익률



자료: Bondweb, Dataguide

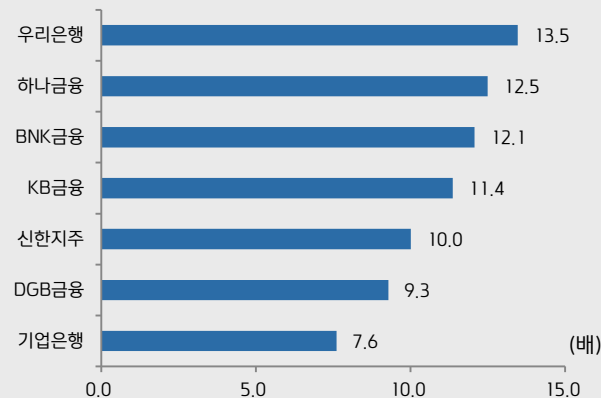


## VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

### ◎ 기업은행, DGB금융지주, BNK금융지주 상대적으로 매력적

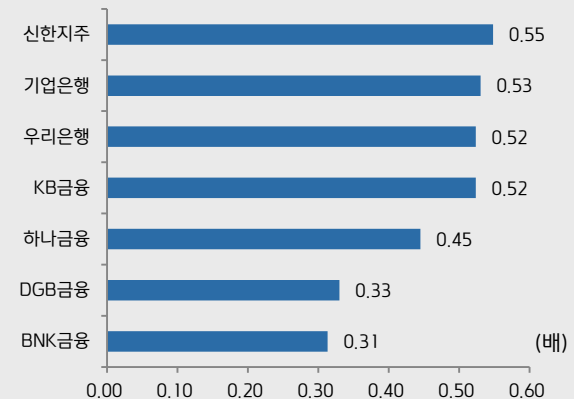
- 은행업종 주가 반등은 법인 비중이 높은 기업, DGB금융지주, BNK금융지주 먼저 전개될 것으로 예상
  - 1) 구조조정은 법인사업자(제조업 등) → 개인사업자 → 가게 순서로 진행될 것으로 예상
    - IFRS 9 적용을 외감기업에서 시작하여 비외감기업, 개인사업자로 확대할 것으로 예상
    - 상대적으로 충당금 적립이 용이한 지방은행부터 적극적인 충당금 적립이 예상됨
  - 2) 가게 및 개인사업자 비중이 낮아 시중은행 대비 상기 은행이 구조조정의 영향이 적을 수 있기 때문
    - 경기 침체로 제조업 부실화 우려가 높지만 장기간 지속된 사항이어서 시장 우려와 달리 영향은 제한적 전망
    - 조선, 자동차 등 일부 부진 산업이 점진적으로 개선됨에 따라 하반기 이후 자금 수요 증가 예상
  - 3) 제조업 경기 악화 우려가 과도하게 반영, 해당 은행주의 밸류에이션 매력도가 높아짐

은행별 2019년 예상 PER 비교



자료: 키움증권

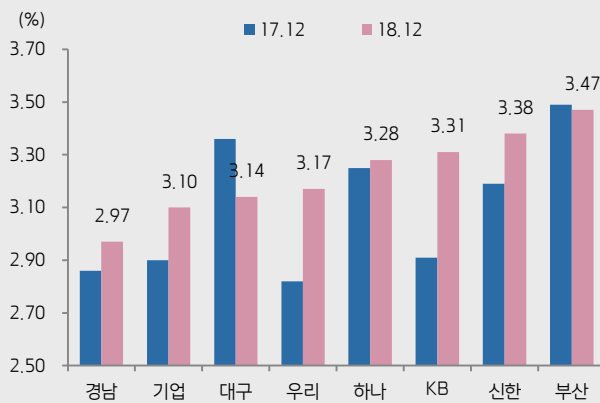
은행별 2019년 말 PBR 비교



자료: 키움증권

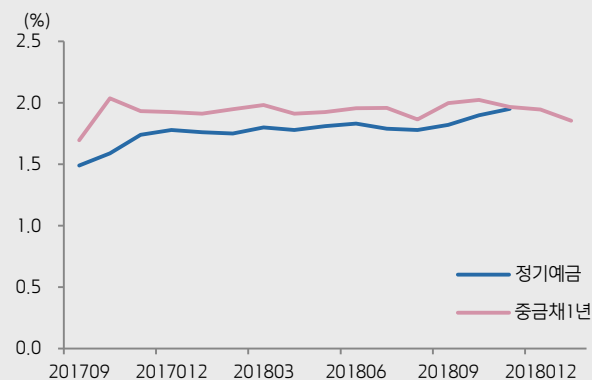
## VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

은행별 중기 담보대출금리비교 (1등급 기준)



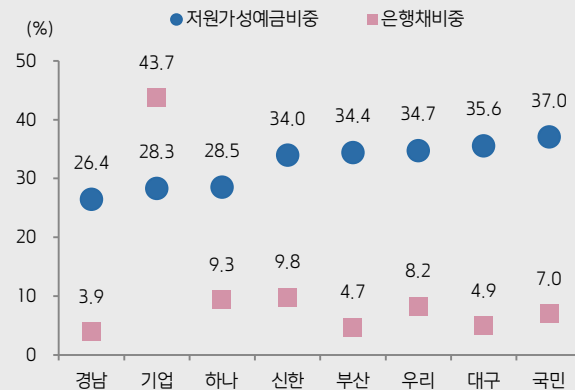
자료: 은행연합회

정기예금금리와 중금채 금리 추이



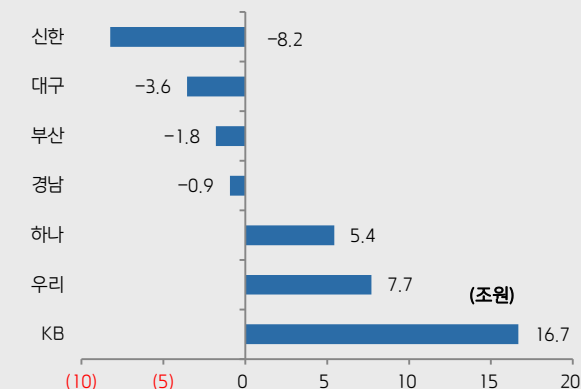
자료: BondWeb

은행별 저원가성 예금 비중과 은행채 비중



자료: 각 은행, 2018년 3분기 기준

수정 예대율 적용 시 필요 예금 추정('18년 3분기)



자료: 각 은행, 적정 예대율을 98%로 가정함

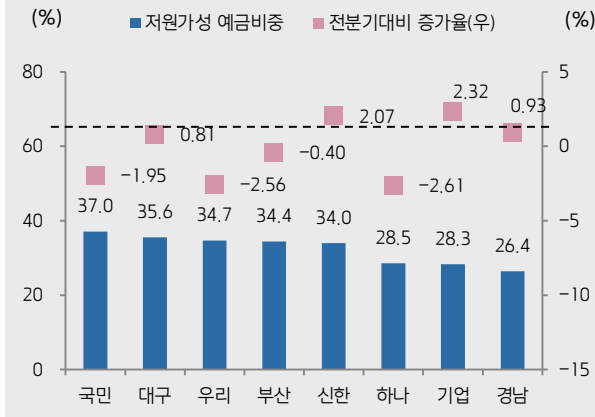


## VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

### ◎ 저원가성 예금의 비중이 높은 은행의 매력도 부각 예상

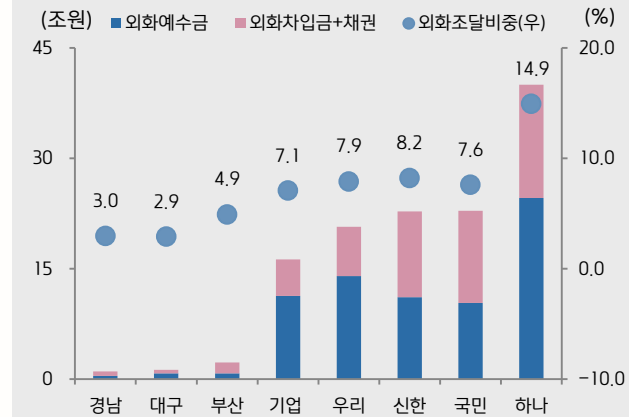
- 은행의 원화 및 외화 유동성 위험이 높아질 것으로 예상, 저원가성 예금 비중이 높은 은행의 상대적 매력도 높아질 듯
  - 기업은행은 저원가성 예금과 중금채 조달 비중이 높아 유동성 risk 증가 영향 적을 것으로 예상
  - DGB금융, 신한지주 등도 상대적으로 유동성 위험 노출 가능성 낮음
- 외화 유동성 위험 증가 영향, 지방은행과 기업은행 등이 상대적으로 적을 것으로 추정
  - 전체 조달에서 외화가 차지하는 비중은 KEB하나, 우리, 신한 순으로 높음
  - 외화 유동성 문제 발생 시 조달비용 상승 요인으로 작용할 수 있음

'18년 3분기 저원가성 예금 증가율 비교



자료: 각 은행, 전체 조달대비 저원가성 예금 비중

은행별 외화자금 조달 비중 비교



자료: 각 은행, 전체 조달에서 외화조달이 차지하는 비중

## VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

## ◎ 부채구조조정 정도에 따라 은행 수익성과 Valuation 크게 달라짐

- 은행 별로 일률적으로 가계, 제조업, 개인사업자 대출 잔액의 5%를 Stage 2에 편입할 것이라는 가정하에 손익을 추정함
- 상대적으로 가계 및 개인사업자대출 비중이 낮은 은행, 비은행 비중이 높은 은행이 부실률 변화에 따른 손익 변동 폭이 작음

부실률 가정에 따른 은행별 시나리오 (단위: 십억원, %, 배)

| (십억원,<br>%, 배) | 부실률 0% 가정 |       |         | 부실률 3% 가정 |       |         | 부실률 5% 가정<br>(기본가정) |              |              | 부실률 7% 가정 |       |         | 부실률 10% 가정 |       |         |
|----------------|-----------|-------|---------|-----------|-------|---------|---------------------|--------------|--------------|-----------|-------|---------|------------|-------|---------|
|                | 순이익       | %YoY  | 19F PER | 순이익       | %YoY  | 19F PER | 순이익                 | %YoY         | 19F PER      | 순이익       | %YoY  | 19F PER | 순이익        | %YoY  | 19F PER |
| KB금융           | 2,483.8   | -22.1 | 7.44    | 1,969.6   | -38.2 | 9.39    | <b>1,626.7</b>      | <b>-49.0</b> | <b>11.36</b> | 1,283.9   | -59.7 | 14.40   | 769.6      | -75.9 | 24.02   |
| 신한지주           | 2,617.0   | -12.6 | 7.35    | 2,199.3   | -26.5 | 8.74    | <b>1,920.9</b>      | <b>-35.8</b> | <b>10.01</b> | 1,642.4   | -45.1 | 11.71   | 1,224.8    | -59.1 | 15.70   |
| 하나금융           | 1,579.1   | -29.2 | 7.19    | 1,176.7   | -47.3 | 9.65    | <b>908.3</b>        | <b>-59.3</b> | <b>12.49</b> | 640.0     | -71.3 | 17.73   | 237.5      | -89.4 | 47.78   |
| 우리은행           | 1,302.1   | -35.0 | 7.65    | 883.0     | -55.9 | 11.29   | <b>603.6</b>        | <b>-69.9</b> | <b>16.51</b> | 324.2     | -83.8 | 30.74   | -94.9      | 적.전.  |         |
| 기업은행           | 1,742.4   | -3.3  | 5.17    | 1,353.1   | -24.9 | 6.66    | <b>1,093.7</b>      | <b>-39.3</b> | <b>8.24</b>  | 834.2     | -53.7 | 10.81   | 444.9      | -75.3 | 20.26   |
| BNK<br>금융지주    | 314.1     | -34.6 | 7.21    | 238.3     | -50.4 | 9.51    | <b>187.7</b>        | <b>-60.9</b> | <b>12.07</b> | 137.1     | -71.5 | 16.52   | 61.3       | -87.3 | 36.98   |
| DGB<br>금융지주    | 270.1     | -11.4 | 5.22    | 199.2     | -34.7 | 7.08    | <b>151.9</b>        | <b>-50.2</b> | <b>9.28</b>  | 104.7     | -65.7 | 13.48   | 33.8       | -88.9 | 41.73   |

자료: 각사



## 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 9월 기준 은행별 대출 규모 및 성장률 비교 (단위: 십억원, %)

|               | KEB하나          | 우리             | KB국민           | 기업            | 신한             | BNK           | 대구            |
|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>부동산임대업</b> | <b>28,214</b>  | <b>28,406</b>  | <b>26,731</b>  | <b>2,963</b>  | <b>21,749</b>  | <b>10,716</b> | <b>5,211</b>  |
| 3년 순증         | 10,747         | 5,666          | 7,206          | -2,344        | 3,466          | 3,390         | 1,697         |
| CAGR          | 17.3%          | 7.7%           | 11.0%          | -17.7%        | 6.0%           | 13.5%         | 14.0%         |
| 자기자본 대비 비중    | 116.7%         | 129.6%         | 100.4%         | 14.2%         | 92.1%          | 129.6%        | 117.8%        |
| 원화대출금 대비 비중   | 14.2%          | 13.9%          | 10.6%          | 1.6%          | 10.6%          | 15.7%         | 14.9%         |
| <b>가계대출</b>   | <b>105,130</b> | <b>109,432</b> | <b>137,556</b> | <b>32,838</b> | <b>103,153</b> | <b>21,901</b> | <b>9,676</b>  |
| 3년 순증         | 20,130         | 20,596         | 25,920         | 3,784         | 19,807         | 6,028         | 1,485         |
| CAGR          | 7.3%           | 7.2%           | 7.2%           | 4.2%          | 7.4%           | 11.3%         | 5.7%          |
| 자기자본 대비 비중    | 434.8%         | 499.4%         | 516.7%         | 157.6%        | 436.6%         | 264.8%        | 218.9%        |
| 원화대출금 대비 비중   | 52.8%          | 53.6%          | 54.7%          | 17.2%         | 50.5%          | 32.1%         | 27.7%         |
| <b>제조업 대출</b> | <b>22,929</b>  | <b>26,389</b>  | <b>34,154</b>  | <b>49,058</b> | <b>32,335</b>  | <b>18,308</b> | <b>10,358</b> |
| 3년 순증         | -4,362         | -2,404         | 5,051          | -16           | 4,128          | -1,972        | 358           |
| CAGR          | -5.6%          | -2.9%          | 5.5%           | 0.0%          | 4.7%           | -3.4%         | 1.2%          |
| 자기자본 대비 비중    | 94.8%          | 120.4%         | 128.3%         | 235.4%        | 136.9%         | 221.4%        | 234.3%        |
| 원화대출금 대비 비중   | 11.5%          | 12.9%          | 13.6%          | 25.7%         | 15.8%          | 26.8%         | 29.6%         |

자료: 각사

## VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

은행지주별 분기 손익 비교 (단위: 십억원, %)

| 분기 손이익  | 1Q19E | %QoQ  | 2Q19E | %QoQ  | 3Q19E | %QoQ   | 4Q19E | %QoQ     | 2019E | %YoY  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|----------|-------|-------|
| 신한지주    | 562   | 43.5  | 585   | 4.1   | 376   | -35.7  | 471   | 25.2     | 1,994 | -34.3 |
| KB금융    | 518   | 62.8  | 506   | -2.4  | 214   | -57.7  | 389   | 81.5     | 1,627 | -49.0 |
| 우리은행    | 350   | 48.8  | 209   | -40.2 | -21   | -110.1 | 202   | -1,051.2 | 740   | -65.5 |
| 하나금융    | 373   | 18.7  | 304   | -18.7 | -36   | -111.9 | 297   | -924.3   | 938   | -57.5 |
| 기업은행    | 140   | -68.2 | 284   | 102.6 | 364   | 28.0   | 397   | 9.2      | 1,185 | -37.4 |
| 5대그룹    | 1,944 | -84.4 | 1,888 | -2.9  | 897   | -52.5  | 1,755 | 95.7     | 6,484 | -48.0 |
| 자기자본이익률 |       |       |       |       |       |        |       |          |       |       |
| 신한지주    | 6.44  | -2.59 | 6.67  | 0.24  | 4.16  | -2.52  | 5.19  | 1.04     | 5.58  |       |
| KB금융    | 5.79  | -3.34 | 5.63  | -0.16 | 2.36  | -3.27  | 4.25  | 1.89     | 4.48  |       |
| 우리은행    | 6.84  | -4.19 | 3.74  | -3.10 | -1.15 | -4.89  | 3.50  | 4.66     | 4.48  |       |
| 하나금융    | 5.91  | -3.16 | 4.75  | -1.16 | -0.69 | -5.44  | 4.60  | 5.29     | 3.62  |       |
| 기업은행    | 2.56  | -7.40 | 5.64  | 3.08  | 7.16  | 1.52   | 7.72  | 0.56     | 4.48  |       |
| 5대그룹    | 5.51  | -4.14 | 5.29  | -0.22 | 2.37  | -2.92  | 5.05  | 2.69     | 4.53  |       |

자료: 각사



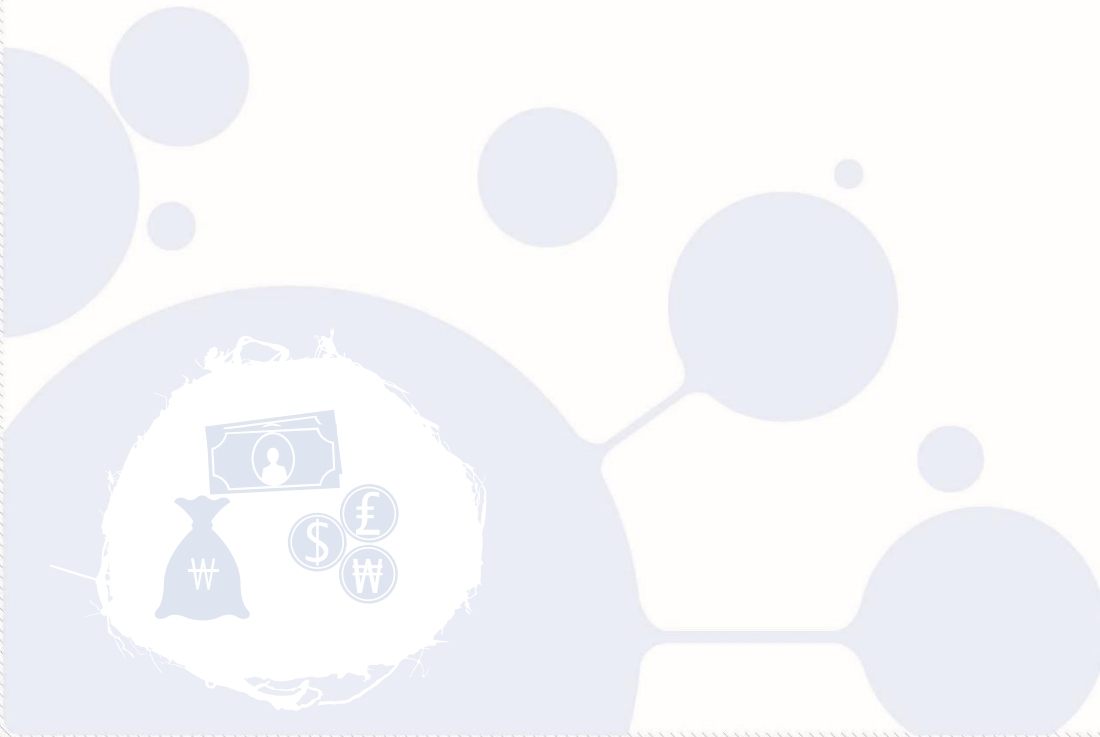
## VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

은행별 분기 손익 비교 (단위: 십억원, %)

| 분기 손익   | 1Q19E | %QoQ     | 2Q19E | %QoQ  | 3Q19E | %QoQ   | 4Q19E | %QoQ    | 2019E | %YoY  |
|---------|-------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|-------|-------|
| 신한은행    | 358   | 26.7     | 334   | -6.7  | 132   | -60.4  | 214   | 61.5    | 1,038 | -52.8 |
| 국민은행    | 308   | 33.1     | 295   | -4.1  | 4     | -98.7  | 167   | 4,233.2 | 774   | -66.5 |
| 우리은행    | 316   | 56.9     | 176   | -44.5 | -55   | -131.3 | 168   | -405.6  | 605   | -69.8 |
| KEB하나은행 | 341   | 9.9      | 271   | -20.5 | -69   | -125.3 | 263   | -483.1  | 806   | -60.8 |
| 기업은행    | 117   | -71.9    | 261   | 122.6 | 341   | 30.5   | 374   | 9.8     | 1,094 | -39.3 |
| 부산은행    | 51    | -1,543.5 | 46    | -9.1  | 49    | 5.5    | 27    | -45.5   | 173   | -53.1 |
| 경남은행    | 11    | -401.9   | 25    | 116.4 | 13    | -46.0  | 20    | 52.0    | 70    | -59.2 |
| 대구은행    | 45    | 157.9    | 38    | -15.9 | 37    | -1.2   | 22    | -41.1   | 142   | -51.5 |
| 5대 은행   | 1,440 | -0.2     | 1,337 | -7.2  | 354   | -73.6  | 1,185 | 235.2   | 4,316 | -58.4 |
| 순이자마진   |       |          |       |       |       |        |       |         |       |       |
| 신한은행    | 1.60  | 0.00     | 1.58  | -0.02 | 1.59  | 0.00   | 1.59  | 0.00    | 1.59  | -0.03 |
| 국민은행    | 1.68  | -0.02    | 1.67  | -0.01 | 1.68  | 0.01   | 1.67  | 0.00    | 1.67  | -0.04 |
| 우리은행    | 1.50  | -0.02    | 1.49  | -0.01 | 1.49  | 0.00   | 1.49  | 0.00    | 1.49  | -0.03 |
| KEB하나은행 | 1.53  | 0.00     | 1.53  | -0.01 | 1.52  | -0.01  | 1.51  | -0.01   | 1.52  | -0.03 |
| 기업은행    | 1.92  | -0.01    | 1.92  | 0.00  | 1.92  | 0.00   | 1.92  | 0.00    | 1.92  | -0.02 |
| 부산은행    | 2.19  | -0.02    | 2.17  | -0.02 | 2.16  | -0.01  | 2.16  | 0.00    | 2.17  | -0.15 |
| 경남은행    | 2.07  | -0.03    | 2.06  | -0.01 | 2.05  | -0.01  | 2.05  | 0.00    | 2.06  | -0.10 |
| 대구은행    | 2.21  | -0.03    | 2.19  | -0.02 | 2.19  | 0.00   | 2.18  | -0.01   | 2.19  | -0.07 |
| 5대그룹    | 1.65  | -0.01    | 1.64  | -0.01 | 1.64  | 0.00   | 1.64  | 0.00    | 1.64  | -0.03 |

자료: 각사

## Part VII 투자유망종목



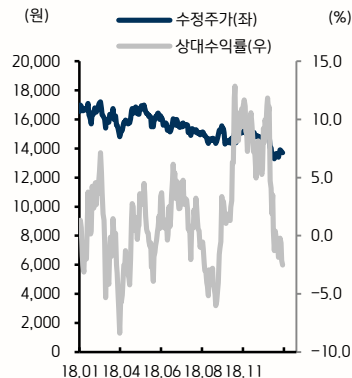


## 기업은행(024110) : 국책은행의 장점이 부각되는 시점

BUY(Maintain)

주가(1/21): 13,700원 / TP: 19,000원

|               |            |         |        |
|---------------|------------|---------|--------|
| KOSPI(1/21)   | 2,124.61pt |         |        |
| 시가총액          | 76,717억원   |         |        |
| 52주 주가동향      | 최고가        | 최저가     |        |
|               | 17,200원    | 13,300원 |        |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -20.35%    | 3.01%   |        |
| 상대수익률         | 절대         | 상대      |        |
|               | 1M         | -10.2%  | -12.8% |
|               | 6M         | -12.2%  | -5.4%  |
|               | 1Y         | -18.0%  | -2.7%  |
| 발행주식수         | 657,951천주  |         |        |
| 일평균거래량(3M)    | 958천주      |         |        |
| 외국인 지분율       | 23.52%     |         |        |
| 배당수익률(19E)    | 4.7%       |         |        |
| BPS(19.E)     | 29,528원    |         |        |



## ◎ 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적은 은행

- 임대사업자대출, 가계 대출 비중이 적어 부채 구조조정 과정에서 가장 영향을 적게 받을 것으로 예상
- 제조업 중심의 법인사업자부터 구조조정을 추진, 선제적 구조조정의 수혜 예상
- 한계기업 구조조정을 선제적으로 전개, IFRS 9 도입으로 인한 추가 비용 부담 폭 제한적 전망

## ◎ 국책은행의 핸디캡보다 장점이 부각되는 시점

- 중금채 금리 안정화로 조달 부문 경쟁 우위를 차지해 기업 여신 시장의 경쟁 우위 유지 전망
- 자영업자 대출 등 공익 목적의 노마진 대출 확대, 순이자마진에 부정적이나 영향은 제한적 전망

## ◎ 목표주가를 19,000원으로 하향 조정, 업종 내 Top-Pick 의견 유지

- 이익 안정성 높고 2018년 말 예상 PBR 0.55배로 Valuation 상 매력도 높음
- 가계부채 구조조정의 우려 높아지는 시점에서 방어주 역할 할 수 있음
- 개성공단 가동 재개 등 중소기업 영업환경 재개될 경우 대출 수요 증가, 대손비용률 하락 등 기대 가능
- 부채 구조조정에 따른 비용 부담요인을 반영하여 목표주가를 하향 조정

| 투자지표(십억원, %) | FY2015  | FY2016  | FY2017  | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 총전총이익        | 4,576   | 4,663   | 5,160   | 5,721   | 5,698   | 5,848   |
| 증감율(%YoY)    | 7.0     | 1.9     | 10.7    | 10.9    | -0.4    | 2.6     |
| 영업이익         | 1,341   | 1,301   | 1,763   | 2,145   | 1,060   | 1,962   |
| 지배주주순이익      | 1,143.0 | 1,157.5 | 1,501.4 | 1,802.7 | 1,093.7 | 1,617.0 |
| 증감율(%YoY)    | 11      | 1       | 30      | 26      | -39     | 48      |
| 총당금적립전이익     | 2,752.3 | 2,856.4 | 3,180.2 | 2,677.3 | 3,625.6 | 3,694.3 |
| 보통주EPS(원)    | 1,747   | 1,759   | 2,282   | 2,876   | 1,802   | 2,597   |
| 증감율(%YoY)    | 10.8    | 0.7     | 29.7    | 26.1    | -37.4   | 44.1    |
| BPS(원)       | 23,451  | 24,360  | 26,564  | 28,516  | 29,528  | 31,346  |
| 수정PER(배)     | 8.9     | 8.7     | 5.8     | 5.2     | 7.6     | 5.3     |
| PBR(배)       | 0.59    | 0.56    | 0.44    | 0.52    | 0.46    | 0.44    |
| 수정PBR(배)     | 0.67    | 0.63    | 0.50    | 0.60    | 0.53    | 0.50    |
| ROE          | 7.7     | 7.3     | 8.9     | 10.0    | 5.8     | 8.1     |
| ROA          | 0.51    | 0.49    | 0.60    | 0.69    | 0.40    | 0.58    |
| 배당수익률        | 2.9     | 3.1     | 4.6     | 4.4     | 4.7     | 4.7     |

## 기업은행(024110)

| 손익계산서    | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 이자순이익    | 4,859 | 5,193 | 5,331 | 5,476 | 5,635 |
| 이자수익     | 7,473 | 8,333 | 8,762 | 9,004 | 9,282 |
| 이자비용     | 2,613 | 3,139 | 3,431 | 3,528 | 3,647 |
| 비이자이익    | 301   | 528   | 367   | 371   | 378   |
| 수수료      | 721   | 735   | 690   | 702   | 717   |
| 기타영업수수료  | 445   | 435   | 400   | 401   | 405   |
| 수익증권     | 35    | 34    | 33    | 34    | 35    |
| 방카       | 64    | 65    | 65    | 67    | 69    |
| 유가증권손익   | -280  | 273   | 113   | 118   | 123   |
| 외환손익     | 366   | 41    | 125   | 125   | 125   |
| 신탁보수     | 77    | 97    | 103   | 109   | 116   |
| 기타영업비용   | -583  | -618  | -664  | -683  | -703  |
| 충전총이익    | 5,160 | 5,721 | 5,698 | 5,848 | 6,013 |
| 판매관리비    | 2,024 | 2,127 | 2,193 | 2,277 | 2,367 |
| 충전영업이익   | 3,136 | 3,595 | 3,505 | 3,571 | 3,646 |
| 대손상각비    | 1,373 | 1,450 | 2,445 | 1,609 | 1,476 |
| 영업이익     | 1,763 | 2,145 | 1,060 | 1,962 | 2,169 |
| 영업외이익    | -71   | -27   | 0     | 0     | 0     |
| 경상이익     | 1,692 | 2,118 | 1,060 | 1,962 | 2,169 |
| 지배주주순이익  | 1,501 | 1,893 | 1,185 | 1,709 | 1,770 |
| 총당금적립전이익 | 1,433 | 1,803 | 1,094 | 1,617 | 1,678 |

| 주요지표           | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 건전성(%)         |       |       |       |       |       |
| BIS기준 자기자본비율   | 14.2  | 14.5  | 14.4  | 14.7  | 14.9  |
| Tier-1 비율      | 11.6  | 12.3  | 12.3  | 12.6  | 12.9  |
| 고정이자여신비율       | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| 고정이하 총당비율      | 89.6  | 87.6  | 85.6  | 83.6  | 81.6  |
| 시장점유율(%)       |       |       |       |       |       |
| 은행예수금 점유율      | 7.9   | 7.2   | 7.3   | 7.4   | 7.4   |
| 원화대출금 점유율      | 13.8  | 13.8  | 13.9  | 13.9  | 13.9  |
| 성장성(%)         |       |       |       |       |       |
| 은행자산증가율        | 6.1   | 4.3   | 2.9   | 2.6   | 2.9   |
| 원화대출금 증가율      | 5.3   | 6.0   | 3.0   | 2.6   | 3.0   |
| 이자순이익증가율       | 6.5   | 6.9   | 2.7   | 2.7   | 2.9   |
| 수수료순이익증가율      | 10.5  | 2.0   | -6.1  | 1.7   | 2.2   |
| 충전영업이익증가율      | 18.0  | 14.6  | -2.5  | 1.9   | 2.1   |
| EPS 증가율        | 28.9  | 26.1  | -37.4 | 44.1  | 3.6   |
| 효율성 및 생산성(%)   |       |       |       |       |       |
| 예대율            | 204.8 | 230.2 | 235.3 | 236.1 | 238.3 |
| 비용률            | 39.2  | 37.2  | 38.5  | 38.9  | 39.4  |
| 충전이익대비 이자순이익비중 | 85.9  | 86.2  | 87.1  | 87.1  | 87.1  |

| 대차대조표         | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계          | 256,131 | 267,167 | 275,030 | 282,228 | 290,466 |
| 현금및예치금        | 10,927  | 11,102  | 11,102  | 11,102  | 11,102  |
| 유가증권          | 40,801  | 45,452  | 47,229  | 49,078  | 51,002  |
| 단기매매증권        | 2,743   | 6,818   | 7,095   | 7,383   | 7,683   |
| 매도+만기         | 36,377  | 36,938  | 38,438  | 39,999  | 41,623  |
| 지분법주식         | 1,680   | 1,696   | 1,696   | 1,696   | 1,696   |
| 대출채권          | 193,966 | 203,594 | 209,729 | 215,126 | 221,487 |
| (대손충당금)       | -2,157  | -2,501  | -2,603  | -2,708  | -2,818  |
| 유형자산          | 2,887   | 3,044   | 2,996   | 2,948   | 2,901   |
| 기타자산          | 7,550   | 3,974   | 3,974   | 3,974   | 3,974   |
| 부채총계          | 237,126 | 246,890 | 254,087 | 260,090 | 267,077 |
| 예수금           | 108,945 | 102,886 | 103,728 | 105,986 | 108,161 |
| 차입금           | 115,212 | 128,845 | 135,200 | 138,945 | 143,758 |
| 기타부채          | 12,969  | 15,159  | 15,159  | 15,159  | 15,159  |
| 자본총계          | 19,005  | 20,277  | 20,943  | 22,138  | 23,389  |
| 자본금           | 3,290   | 3,290   | 3,290   | 3,290   | 3,290   |
| 자본잉여금         | 545     | 545     | 545     | 545     | 545     |
| 이익잉여금         | 12,463  | 13,480  | 14,146  | 15,342  | 16,592  |
| 자본조정+기타포괄손익누계 | 675     | 581     | 581     | 581     | 581     |
| 지배주주자본        | 16,973  | 17,896  | 18,562  | 19,757  | 21,008  |
| 이자수익자산(평잔)    | 223,935 | 237,911 | 247,568 | 255,198 | 263,125 |
| 이자비용부채(평잔)    | 215,721 | 227,570 | 235,740 | 242,355 | 248,845 |

| 주요지표        | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)     |        |        |        |        |        |
| 보통주 EPS     | 2,282  | 2,876  | 1,802  | 2,597  | 2,689  |
| 주당총당금적립전이익  | 23,476 | 24,812 | 25,824 | 27,641 | 30,192 |
| BPS         | 26,850 | 28,516 | 29,528 | 31,346 | 33,896 |
| 주당순자산       | 23,476 | 24,812 | 25,824 | 27,641 | 30,192 |
| 주당배당금       | 617    | 650    | 640    | 650    | 660    |
| 배당성향        | 27.0   | 22.6   | 35.5   | 25.0   | 24.5   |
| 주익성(%)      |        |        |        |        |        |
| 총마진 (총자산대비) | 2.06   | 2.18   | 2.09   | 2.09   | 2.09   |
| 순이자마진       | 1.94   | 1.98   | 1.96   | 1.96   | 1.96   |
| 비이자마진       | 0.12   | 0.20   | 0.13   | 0.13   | 0.13   |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.55   | 0.55   | 0.90   | 0.58   | 0.51   |
| 일반관리비/평균총자산 | 0.81   | 0.81   | 0.81   | 0.81   | 0.82   |
| 영업이익/평균총자산  | 0.70   | 0.82   | 0.39   | 0.70   | 0.75   |
| ROA         | 0.57   | 0.69   | 0.40   | 0.58   | 0.58   |
| ROE         | 8.32   | 9.96   | 5.78   | 8.06   | 7.73   |
| 레버리지배수      | 15.09  | 14.93  | 14.82  | 14.28  | 13.83  |
| 주익성 II (%)  |        |        |        |        |        |
| NIM         | 1.94   | 1.94   | 1.92   | 1.92   | 1.91   |
| NIM(카드 제외)  | 1.33   | 1.33   | 0.93   | 1.29   | 1.35   |
| NIS         | 1.91   | 1.91   | 1.87   | 1.86   | 1.85   |

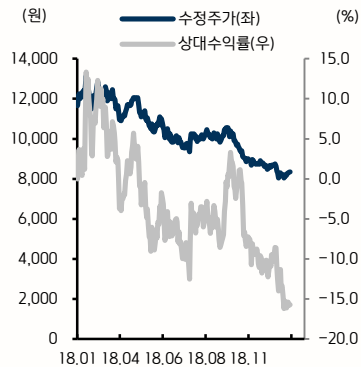


## DGB금융지주(139130) : 부채 구조조정 영향이 적은 금융지주

BUY(Initiate)

주가(1/21): 8,340원 / TP: 11,000원

|               |            |        |
|---------------|------------|--------|
| KOSPI(1/21)   | 2,124.61pt |        |
| 시가총액          | 14,107억원   |        |
| 52주 주가동향      | 최고가        | 최저가    |
|               | 13,150원    | 8,050원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -36.58%    | 3.60%  |
| 상대수익률         | 절대         | 상대     |
|               | 1M         | -4.2%  |
|               | 6M         | -13.4% |
|               | 1Y         | -28.4% |
| 발행주식수         | 169,146천주  |        |
| 일평균거래량(3M)    | 749천주      |        |
| 외국인 지분율       | 64.91%     |        |
| 배당수익률(19E)    | 4.2%       |        |
| BPS(19.E)     | 25,261원    |        |



## ◎ 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적은 은행

- 임대사업자대출, 가계 대출 비중이 적어 부채 구조조정 과정에서 가장 영향을 적게 받을 것으로 예상
- 충성도 높은 고객 비중 높아 원화 유동성 risk, 외화 유동성 risk 확대의 영향이 상대적으로 적음
- 성장보다는 마진 및 건전성 관리에 주력해 와 경기 침체 영향이 상대적으로 적을 것으로 예상

## ◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 11,000원 제시

- 동사의 2019년 PBR과 PER은 각각 0.33배, 9.3배로 상대적으로 양호한 수익성 유지에도 불구하고 장기간 주가 수익률 부진으로 밸류에이션 매력도가 높음
- 지주회장이 대구은행장을 겸임하기로 결정, 지배구조에 대한 우려가 어느 정도 희석될 것으로 예상
- 상장 은행 중 가장 적극적으로 기업 구조조정을 추진, 구조조정에 다른 불확실성 해소로 주가 차별화 예상
- 목표주가 11,000원으로 투자 의견 BUY 제시함. 은행업종 Top-Pick 의견 제시

| 투자지표(십억원, %) | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 자회사이익        | 308.3  | 301.9  | 316.3  | 320.2   | 173.8   | 275.7   |
| 증감율(%YoY)    | 26.5   | -2.1   | 4.8    | 1.2     | -45.7   | 58.6    |
| 지배주주순이익      | 294.1  | 287.7  | 302.2  | 305.6   | 158.3   | 259.3   |
| 증감율(%YoY)    | 28.0   | -2.2   | 5.0    | 1.1     | -48.2   | 63.8    |
| 보통주EPS(원)    | 1,760  | 1,702  | 1,787  | 1,802   | 898     | 1,495   |
| 증감율(%YoY)    | 2.7    | -3.3   | 5.0    | 0.9     | -50.2   | 66.5    |
| BPS(원)       | 20,624 | 21,773 | 23,088 | 24,363  | 25,261  | 26,756  |
| PER(배)       | 5.8    | 5.9    | 6.0    | 4.8     | 9.3     | 5.6     |
| PBR(배)       | 0.49   | 0.46   | 0.46   | 0.35    | 0.33    | 0.31    |
| 수정 PBR(배)    | 0.54   | 0.50   | 0.50   | 0.40    | 0.38    | 0.36    |
| ROE          | 8.6    | 7.9    | 7.9    | 7.6     | 3.7     | 5.8     |
| ROA          | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.5     | 0.3     | 0.4     |
| 배당수익률        | 2.7    | 3.0    | 3.2    | 4.1     | 4.2     | 4.2     |

## DGB금융지주(139130)

## 대구은행

| 손익계산서    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 이자이익     | 1,092.6 | 1,156.2 | 1,129.3 | 1,135.1 | 1,149.1 |
| 비이자이익    | 45.3    | 32.8    | 70.1    | 70.3    | 76.5    |
| 수수료      | 140.8   | 150.4   | 147.6   | 151.1   | 159.5   |
| 신탁보수     | 12.6    | 15.3    | 14.8    | 15.7    | 16.6    |
| 유가증권     | -21.4   | 3.5     | 14.0    | 13.0    | 15.0    |
| 외환손익     | 41.0    | -8.4    | 16.5    | 18.0    | 17.5    |
| 기타영업비용   | -127.7  | -128.1  | -122.9  | -127.5  | -132.1  |
| 총전총이익    | 1,137.9 | 1,189.0 | 1,199.4 | 1,205.4 | 1,225.6 |
| 판매관리비    | 577.4   | 611.8   | 637.9   | 662.5   | 687.5   |
| 총영업이익    | 560.5   | 577.2   | 561.5   | 542.9   | 538.1   |
| 대손상각비    | 179.9   | 192.9   | 369.5   | 220.8   | 219.9   |
| 법인세      | 88.0    | 86.6    | 49.9    | 83.8    | 82.7    |
| 당기순이익    | 293.5   | 295.0   | 142.1   | 238.4   | 235.5   |
| 총당금적립전이익 | 591.0   | 621.4   | 618.6   | 601.3   | 597.7   |
| 대차대조표    |         |         |         |         |         |
| 자산총계     | 48,056  | 50,139  | 50,132  | 51,127  | 52,444  |
| 대출채권     | 36,553  | 36,932  | 36,713  | 37,491  | 38,587  |
| 부채총계     | 44,287  | 45,279  | 45,147  | 45,878  | 46,935  |
| 예수금      | 36,266  | 37,309  | 38,622  | 39,818  | 40,635  |
| 자본총계     | 3,769   | 4,860   | 4,986   | 5,249   | 5,509   |
| 자본금      | 681     | 681     | 681     | 681     | 681     |
| 지배주주자본   | 3,480   | 4,271   | 4,397   | 4,660   | 4,920   |

| 주요지표        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 원화대출금 점유율   | 2.9   | 2.8   | 2.7   | 2.7   | 2.7   |
| 예수금(말잔) 점유율 | 3.1   | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 3.0   |
| 원화대출금 증가율   | 6.5   | 1.7   | -0.7  | 2.1   | 3.0   |
| 원화예수금 증가율   | 7.2   | 2.3   | 3.5   | 3.1   | 2.1   |
| 이자이익증가율     | 8.1   | 5.8   | -2.3  | 0.5   | 1.2   |
| 예대출         | 94.8  | 93.7  | 89.9  | 89.0  | 89.8  |
| 비용률         | 50.7  | 51.5  | 53.2  | 55.0  | 56.1  |
| 고정아하여신비용    | 1.2   | 1.4   | 1.6   | 1.8   | 2.0   |
| 고정아하 총당비용   | 125.5 | 130.5 | 135.5 | 140.5 | 145.5 |
| NIM         | 2.21  | 2.26  | 2.19  | 2.17  | 2.15  |
| NIS         | 2.16  | 2.20  | 2.11  | 2.08  | 2.06  |
| 총마진 (총자산대비) | 2.36  | 2.38  | 2.40  | 2.38  | 2.36  |
| 순이자마진       | 2.26  | 2.32  | 2.26  | 2.24  | 2.21  |
| 비이자마진       | 0.09  | 0.07  | 0.14  | 0.14  | 0.15  |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.37  | 0.39  | 0.74  | 0.44  | 0.42  |
| 일반관리비/평균총자산 | 1.20  | 1.23  | 1.27  | 1.31  | 1.32  |
| ROA         | 0.61  | 0.59  | 0.28  | 0.47  | 0.45  |
| ROE         | 8.43  | 7.43  | 3.55  | 5.95  | 5.71  |
| 레버리지배수      | 13.81 | 11.74 | 11.40 | 10.97 | 10.66 |

## DGB금융지주

| 손익계산서     | 2017     | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 자회사별 이익   | 316.3    | 320.2    | 173.8    | 275.7    | 275.3    |
| 은행        | 294.1    | 298.5    | 141.9    | 238.4    | 235.5    |
| 증권        | 0.0      | 10.0     | 20.0     | 25.0     | 27.0     |
| 캐피탈       | 16.9     | 15.2     | 14.4     | 14.9     | 15.3     |
| 보험        | 12.6     | 4.0      | 5.2      | 5.5      | 5.7      |
| 기타        | -7.3     | -7.5     | -7.7     | -8.0     | -8.2     |
| 지주회사 순수익  | -13.8    | -14.6    | -15.5    | -16.4    | -17.4    |
| 지배주주순이익   | 302.2    | 305.6    | 158.3    | 259.3    | 257.9    |
| 대차대조표(연결) |          |          |          |          |          |
| 자산총계      | 56,733.8 | 59,332.5 | 59,326.2 | 60,320.3 | 61,638.2 |
| 대출채권      | 39,083.9 | 39,567.6 | 39,349.5 | 40,126.7 | 41,222.6 |
| 부채총계      | 52,538.0 | 54,572.2 | 54,414.0 | 55,155.2 | 56,221.5 |
| 예수부채      | 37,839.8 | 38,634.6 | 39,992.7 | 41,230.0 | 42,075.1 |
| 자본총계      | 4,195.8  | 4,760.3  | 4,912.2  | 5,165.1  | 5,416.6  |
| 자본금       | 845.7    | 845.7    | 845.7    | 845.7    | 845.7    |
| 주요주주 자본총계 | 3,905.2  | 4,120.9  | 4,272.8  | 4,525.7  | 4,777.3  |
| 수정자기자본    | 3,601.2  | 3,627.5  | 3,739.4  | 3,952.4  | 4,163.9  |

| 주요지표              | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총자산 성장률           | 6.1    | 4.6    | 0.0    | 1.7    | 2.2    |
| EPS 증가율           | 5.0    | 0.9    | -50.2  | 66.5   | -0.5   |
| EPS               | 1,787  | 1,807  | 936    | 1,533  | 1,525  |
| BPS               | 23,088 | 24,363 | 25,261 | 26,756 | 28,243 |
| NAIPS(원) 대손준비금 제외 | 21,291 | 21,446 | 22,108 | 23,367 | 24,617 |
| 주당 배당금            | 340    | 350    | 350    | 350    | 350    |
| 배당성향(%)           | 19.0   | 19.4   | 37.4   | 22.8   | 23.0   |
| ROE(%)            | 7.9    | 7.6    | 3.7    | 5.8    | 5.5    |
| 자회사별 이익 구성(%)     |        |        |        |        |        |
| 은행                | 93.0   | 93.2   | 81.6   | 86.4   | 85.5   |
| 증권                | 0.0    | 3.1    | 11.5   | 9.1    | 9.8    |
| 캐피탈               | 5.3    | 4.8    | 8.3    | 5.4    | 5.6    |
| 보험                | 4.0    | 1.2    | 3.0    | 2.0    | 2.1    |
| 기타                | -2.3   | -2.3   | -4.5   | -2.9   | -3.0   |
| BIS기준자기자본비율       | 86.42  | 88.07  | 88.43  | 88.97  | 89.46  |
| Tier I            | 81.13  | 72.86  | 70.70  | 67.37  | 64.36  |
| 보통주비율             | 13.58  | 11.93  | 11.57  | 11.03  | 10.54  |

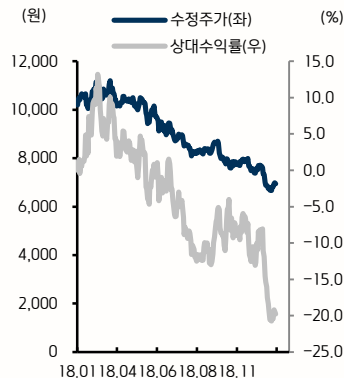


## BNK금융지주(138930) : 적극적인 총당금 적립, 장기적 호재 전망

BUY(Upgrade)

주가(1/21): 6,950원 / TP: 9,000원

|               |            |        |        |
|---------------|------------|--------|--------|
| KOSPI(1/21)   | 2,124.61pt |        |        |
| 시가총액          | 22,653억원   |        |        |
| 52주 주가동향      | 최고가        | 최저가    |        |
|               | 11,200원    | 6,670원 |        |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -37.95%    | 4.20%  |        |
| 상대수익률         | 절대         | 상대     |        |
|               | 1M         | -9.4%  | -12.1% |
|               | 6M         | -20.5% | -14.3% |
|               | 1Y         | -32.2% | -19.6% |
| 발행주식수         | 325,935천주  |        |        |
| 일평균거래량(3M)    | 953천주      |        |        |
| 외국인 지분율       | 53.17%     |        |        |
| 배당수익률(19E)    | 2.9%       |        |        |
| BPS(19.E)     | 22,181원    |        |        |



## ◎ 선제적 구조조정, 장기적으로 주가에 호재로 작용 전망

- 4분기 선제적 구조조정에 따른 총당금 부담 증가, 불확실성 해소 요인으로 작용할 것으로 예상
- 대규모 선제적 총당금 적립, M&A 등 불확실성을 낮추는 요인으로 작용할 것으로 예상
- 예대율 규제 변경으로 취약한 수신 기반 문제, 다소 완화될 것으로 예상
- 수주 증가에 따른 조선 및 기계 산업의 점진적 개선, 전반적 업황 개선의 요인으로 작용할 것으로 예상

## ◎ 투자의견 BUY로 상향, 목표주가는 9,000원으로 하향

- 단기 급락으로 동사의 2019년 PBR은 각각 0.31배로 2007년 이후 저점에 도달, 밸류에이션 매력도가 크게 개선됨
- 상장 은행 중 가장 적극적으로 기업 구조조정을 추진, 구조조정에 따른 불확실성 해소에 주가 차별화 예상
- 선제적 총당금 적립 요인을 감안하여 목표주가는 9,000원으로 하향. 불확실성 해소, 밸류에이션 매력도 개선 요인으로 고려하여 투자의견을 BUY로 상향.

| 투자지표(십억원,%) | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 자회사이익       | 542.6  | 578.7  | 481.3  | 592.2   | 301.7   | 515.2   |
| 증감율(%YoY)   | -36.4  | 6.7    | -16.8  | 23.0    | -49.0   | 70.8    |
| 지배주주순이익     | 485.5  | 501.6  | 403.1  | 502.3   | 210.9   | 419.0   |
| 증감율(%YoY)   | -40.0  | 3.3    | -19.6  | 24.6    | -58.0   | 98.7    |
| 보통주EPS(원)   | 1,917  | 1,502  | 1,200  | 1,474   | 576     | 1,214   |
| 증감율(%YoY)   | -49.4  | -21.6  | -20.1  | 22.8    | -60.9   | 110.9   |
| BPS(원)      | 21,983 | 20,012 | 20,857 | 21,855  | 22,181  | 23,195  |
| PER(배)      | 4.5    | 5.9    | 8.0    | 5.2     | 12.1    | 5.7     |
| PBR(배)      | 0.39   | 0.44   | 0.46   | 0.35    | 0.31    | 0.30    |
| 수정PBR(배)    | 0.43   | 0.48   | 0.50   | 0.38    | 0.34    | 0.33    |
| ROE         | 8.9    | 7.6    | 5.8    | 6.8     | 2.6     | 5.3     |
| ROA         | 0.5    | 0.5    | 0.4    | 0.5     | 0.2     | 0.4     |
| 배당수익률       | 1.8    | 2.6    | 2.4    | 3.3     | 2.9     | 3.3     |

## BNK금융지주(138930)

## BNK부산은행

| 손익계산서    | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 이자이익     | 1,197  | 1,217  | 1,188  | 1,208  | 1,240  |
| 비이자이익    | 58     | 146    | 88     | 88     | 88     |
| 수수료      | 158    | 169    | 176    | 178    | 181    |
| 신탁보수     | 24     | 23     | 20     | 22     | 23     |
| 유가증권     | 33     | 90     | 41     | 44     | 47     |
| 외환손익     | 48     | 22     | 21     | 21     | 21     |
| 기타영업비용   | -206   | -158   | -170   | -177   | -183   |
| 총전총이익    | 1,255  | 1,363  | 1,277  | 1,296  | 1,329  |
| 판매관리비    | 567    | 629    | 632    | 659    | 693    |
| 총전영업이익   | 688    | 734    | 644    | 637    | 636    |
| 대손상각비    | 408    | 230    | 409    | 254    | 281    |
| 법인세      | 58     | 126    | 62     | 102    | 94     |
| 당기순이익    | 203    | 369    | 173    | 282    | 261    |
| 중당금적립전이익 | 637    | 764    | 686    | 675    | 672    |
| 대차대조표    |        |        |        |        |        |
| 자산총계     | 50,841 | 54,125 | 54,718 | 55,975 | 57,454 |
| 대출채권     | 38,919 | 41,038 | 41,432 | 42,483 | 43,753 |
| 부채총계     | 46,394 | 49,267 | 49,687 | 50,662 | 51,881 |
| 예수금      | 37,799 | 38,883 | 40,001 | 40,465 | 41,296 |
| 자본총계     | 4,447  | 4,858  | 5,031  | 5,313  | 5,574  |
| 자본금      | 977    | 977    | 977    | 977    | 977    |
| 지배주주자본   | 4,374  | 4,785  | 4,958  | 5,240  | 5,501  |

| 주요지표        | 2017 | 2018  | 2019 | 2020  | 2021  |
|-------------|------|-------|------|-------|-------|
| 원화대출금 점유율   | 2.8  | 2.8   | 2.8  | 2.9   | 2.9   |
| 예수금(말잔) 점유율 | 2.9  | 2.9   | 2.9  | 2.9   | 2.9   |
| 원화대출금 증가율   | 1.9  | 5.1   | 0.8  | 2.5   | 3.0   |
| 원화예수금 증가율   | 2.0  | 3.8   | 2.9  | 1.2   | 2.1   |
| 이자이익증가율     | 4.3  | 1.7   | -2.4 | 1.7   | 2.7   |
| 예대출         | 98.7 | 100.9 | 98.9 | 100.2 | 101.1 |
| 비용률         | 45.2 | 46.1  | 49.5 | 50.8  | 52.2  |
| 고정이자하여신비용   | 1.1  | 1.9   | 2.1  | 2.3   | 0.2   |
| 고정이자하 중당비용  | 86.8 | 93.9  | 98.9 | 103.9 | 5.0   |
| NIM         | 2.30 | 2.32  | 2.17 | 2.16  | 2.16  |
| NIS         | 2.24 | 2.24  | 2.09 | 2.08  | 2.07  |
| 총마진 (총자산대비) | 2.41 | 2.58  | 2.35 | 2.34  | 2.33  |
| 순이자마진       | 2.30 | 2.31  | 2.18 | 2.18  | 2.18  |
| 비이자마진       | 0.11 | 0.28  | 0.16 | 0.16  | 0.16  |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.79 | 0.44  | 0.75 | 0.46  | 0.49  |
| 일반관리비/평균총자산 | 1.09 | 1.19  | 1.16 | 1.19  | 1.22  |
| ROA         | 0.39 | 0.70  | 0.32 | 0.51  | 0.46  |
| ROE         | 4.65 | 7.91  | 3.53 | 5.46  | 4.80  |
| 레버리지배수      | 8.75 | 8.98  | 9.19 | 9.49  | 9.70  |

## BNK금융지주

| 손익계산서    | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021   |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 자회사별 이익  | 481.3 | 592.2 | 301.7 | 515.2 | 500.3  |
| 은행       | 424.7 | 540.1 | 243.5 | 455.2 | 438.5  |
| 증권       | 1.9   | 6.8   | 10.1  | 10.4  | 10.7   |
| 캐피탈      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| 기타       | 62.6  | 59.5  | 56.5  | 58.2  | 59.9   |
| 지주회사 손이익 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| 지배주주손이익  | -7.9  | -8.1  | -8.4  | -8.6  | -8.9   |
| 신종자본증권이자 | -78.2 | -89.9 | -90.8 | -96.3 | -102.1 |
| 보통주주이익   | 403.1 | 502.3 | 210.9 | 419.0 | 398.2  |

## 대차대조표(연결)

| 자산총계      | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 대출채권      | 94,350 | 100,776 | 101,369 | 102,626 | 104,105 |
| 대출채권      | 73,273 | 76,825  | 77,218  | 78,270  | 79,539  |
| 부채총계      | 86,694 | 92,345  | 92,832  | 93,758  | 94,938  |
| 예수부채      | 69,825 | 73,029  | 74,210  | 74,700  | 75,577  |
| 자본총계      | 7,656  | 8,431   | 8,537   | 8,867   | 9,168   |
| 자본금       | 1,630  | 1,630   | 1,630   | 1,630   | 1,630   |
| 주요주주 자본총계 | 6,798  | 7,123   | 7,229   | 7,560   | 7,860   |
| 수정자기자본    | 6,249  | 6,555   | 6,641   | 6,952   | 7,232   |

| 주요지표              | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총자산 성장률           | 0.9    | 6.8    | 0.6    | 1.2    | 1.4    |
| EPS 증가율           | -20.1  | 22.8   | -60.9  | 110.9  | -5.2   |
| EPS               | 1,237  | 1,541  | 647    | 1,285  | 1,222  |
| BPS               | 20,857 | 21,855 | 22,181 | 23,195 | 24,115 |
| NAVPS(원)_대손준비금 제외 | 19,175 | 20,112 | 20,376 | 21,329 | 22,188 |
| 주당 배당금            | 230    | 250    | 200    | 230    | 250    |
| 배당성향(%)           | 18.6   | 16.2   | 30.9   | 17.9   | 20.5   |
| ROE(%)            | 5.8    | 6.8    | 2.6    | 5.3    | 4.8    |
| 자회사별 이익 구성(%)     |        |        |        |        |        |
| 은행                | 88.2   | 91.2   | 80.7   | 88.4   | 87.6   |
| 증권                | 0.4    | 1.1    | 3.4    | 2.0    | 2.1    |
| 캐피탈               | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                | 13.0   | 10.0   | 18.7   | 11.3   | 12.0   |
| BIS기준자기자본비율       | -1.6   | -1.4   | -2.8   | -1.7   | -1.8   |
| Tier I            | 13.07  | 14.05  | 14.21  | 14.69  | 14.69  |
| 보통주주비율            | 10.62  | 11.62  | 11.78  | 12.26  | 12.26  |



## BNK금융지주(138930)

## BNK경남은행

| 손익계산서    | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 이자이익     | 846.5  | 863.1  | 839.1  | 855.2  | 889.6  |
| 비이자이익    | 12.0   | 50.8   | 49.4   | 50.9   | 53.9   |
| 수수료      | 98.8   | 116.0  | 137.0  | 143.1  | 149.5  |
| 신탁보수     | 7.1    | 8.9    | 8.8    | 9.4    | 9.9    |
| 유가증권     | 6.1    | 3.3    | -3.5   | -3.6   | -3.8   |
| 외환손익     | 12.1   | 3.0    | 12.0   | 12.0   | 12.0   |
| 기타영업비용   | -112.2 | -94.6  | -105.0 | -110.0 | -113.7 |
| 총전환이익    | 858.5  | 914.0  | 888.5  | 906.1  | 943.5  |
| 판매관리비    | 420.4  | 450.1  | 451.8  | 468.2  | 482.9  |
| 총전환이익    | 438.1  | 463.8  | 436.6  | 437.9  | 460.6  |
| 대손상각비    | 148.0  | 240.2  | 341.1  | 202.0  | 218.7  |
| 법인세      | 54.0   | 52.0   | 25.3   | 62.5   | 64.1   |
| 당기순이익    | 221.8  | 172.1  | 70.2   | 173.4  | 177.8  |
| 중당금적립전이익 | 425.8  | 494.9  | 463.1  | 464.1  | 482.1  |
| 대차대조표    |        |        |        |        |        |
| 자산총계     | 36,633 | 38,234 | 38,287 | 39,576 | 41,190 |
| 대출채권     | 29,496 | 30,461 | 30,384 | 31,539 | 33,016 |
| 부채총계     | 33,525 | 34,950 | 35,019 | 36,221 | 37,739 |
| 예수금      | 25,018 | 30,274 | 31,852 | 32,839 | 33,782 |
| 자본총계     | 3,109  | 3,284  | 3,268  | 3,355  | 3,450  |
| 자본금      | 432    | 432    | 432    | 432    | 432    |
| 지배주주자본   | 2,759  | 2,835  | 2,819  | 2,906  | 3,002  |

| 주요지표        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 원화대출금 점유율   | 2.4   | 2.4   | 2.3   | 2.3   | 2.4    |
| 예수금(말잔) 점유율 | 2.4   | 2.4   | 2.5   | 2.5   | 2.5    |
| 원화대출금 증가율   | 4.8   | 3.5   | -0.3  | 3.8   | 4.7    |
| 원화예수금 증가율   | 4.6   | 6.6   | 5.2   | 3.1   | 2.9    |
| 이자이익증가율     | 8.0   | 2.0   | -2.8  | 1.9   | 4.0    |
| 예대출         | 100.0 | 98.2  | 93.1  | 93.7  | 95.4   |
| 비용률         | 49.0  | 49.3  | 50.9  | 51.7  | 51.2   |
| 고정이자여신비용    | 0.9   | 1.5   | 1.7   | 1.9   | 0.2    |
| 고정이자 중당비용   | 77.7  | 70.9  | 75.9  | 80.9  | 5.0    |
| NIM         | 2.20  | 2.16  | 2.06  | 2.05  | 2.05   |
| NIS         | 2.14  | 2.08  | 1.97  | 1.96  | 1.96   |
| 총마진 (총자산대비) | 2.34  | 2.42  | 2.33  | 2.32  | 2.32   |
| 순이자마진       | 2.31  | 2.28  | 2.20  | 2.19  | 2.19   |
| 비이자마진       | 0.03  | 0.13  | 0.13  | 0.13  | 0.13   |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.40  | 0.64  | 0.89  | 0.52  | 0.54   |
| 일반관리비/평균총자산 | 1.15  | 1.19  | 1.18  | 1.20  | 1.19   |
| ROA         | 0.60  | 0.46  | 0.18  | 0.44  | 0.44   |
| ROE         | 8.06  | 5.75  | 2.36  | 5.96  | -35.59 |
| 레버리지배수      | 13.28 | 13.49 | 13.58 | 13.62 | 13.72  |

## BNK금융지주

| 손익계산서    | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021   |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 자회사별 이익  | 481.3 | 592.2 | 301.7 | 515.2 | 500.3  |
| 은행       | 424.7 | 540.1 | 243.5 | 455.2 | 438.5  |
| 증권       | 1.9   | 6.8   | 10.1  | 10.4  | 10.7   |
| 캐피탈      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| 기타       | 62.6  | 59.5  | 56.5  | 58.2  | 59.9   |
| 지주회사 손이익 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| 지배주주순이익  | -7.9  | -8.1  | -8.4  | -8.6  | -8.9   |
| 신종자본증권이자 | -78.2 | -89.9 | -90.8 | -96.3 | -102.1 |
| 보통주순이익   | 403.1 | 502.3 | 210.9 | 419.0 | 398.2  |

## 대차대조표(연결)

| 자산총계      | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계      | 94,350 | 100,776 | 101,369 | 102,626 | 104,105 |
| 대출채권      | 73,273 | 76,825  | 77,218  | 78,270  | 79,539  |
| 부채총계      | 86,694 | 92,345  | 92,832  | 93,758  | 94,938  |
| 예수부채      | 69,825 | 73,029  | 74,210  | 74,700  | 75,577  |
| 자본총계      | 7,656  | 8,431   | 8,537   | 8,867   | 9,168   |
| 자본금       | 1,630  | 1,630   | 1,630   | 1,630   | 1,630   |
| 주요주주 자본총계 | 6,798  | 7,123   | 7,229   | 7,560   | 7,860   |
| 수정자기자본    | 6,249  | 6,555   | 6,641   | 6,952   | 7,232   |

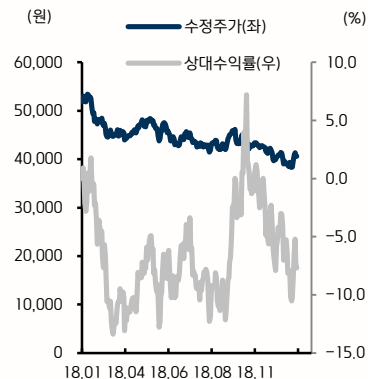
| 주요지표              | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총자산 성장률           | 0.9    | 6.8    | 0.6    | 1.2    | 1.4    |
| EPS 증가율           | -20.1  | 22.8   | -60.9  | 110.9  | -5.2   |
| EPS               | 1,237  | 1,541  | 647    | 1,285  | 1,222  |
| BPS               | 20,857 | 21,855 | 22,181 | 23,195 | 24,115 |
| NAVPS(원)_대손준비금 제외 | 19,175 | 20,112 | 20,376 | 21,329 | 22,188 |
| 주당 배당금            | 230    | 250    | 200    | 230    | 250    |
| 배당성향(%)           | 18.6   | 16.2   | 30.9   | 17.9   | 20.5   |
| ROE(%)            | 5.8    | 6.8    | 2.6    | 5.3    | 4.8    |
| 자회사별 이익 구성(%)     |        |        |        |        |        |
| 은행                | 88.2   | 91.2   | 80.7   | 88.4   | 87.6   |
| 증권                | 0.4    | 1.1    | 3.4    | 2.0    | 2.1    |
| 캐피탈               | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                | 13.0   | 10.0   | 18.7   | 11.3   | 12.0   |
| BIS기준자기자본비율       | -1.6   | -1.4   | -2.8   | -1.7   | -1.8   |
| Tier I            | 13.07  | 14.05  | 14.21  | 14.69  | 14.69  |
| 보통주비용             | 10.62  | 11.62  | 11.78  | 12.26  | 12.26  |

## 신한지주(055550) : 4대 금융지주 중 투자 매력도 높음

BUY(Maintain)

주가(1/21): 40,600원 / TP: 55,000원

|               |            |         |       |
|---------------|------------|---------|-------|
| KOSPI(1/21)   | 2,124.61pt |         |       |
| 시가총액          | 192,525억원  |         |       |
| 52주 주가동향      | 최고가        | 최저가     |       |
|               | 53,400원    | 38,350원 |       |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -23.97%    | 5.87%   |       |
| 상대수익률         | 절대         | 상대      |       |
|               | 1M         | -1.9%   | -4.8% |
|               | 6M         | -8.8%   | -1.7% |
|               | 1Y         | -23.3%  | -9.0% |
| 발행주식수         | 474,200천주  |         |       |
| 일평균거래량(3M)    | 1,120천주    |         |       |
| 외국인 지분율       | 67.17%     |         |       |
| 배당수익률(19E)    | 3.7%       |         |       |
| BPS(19.E)     | 74,050원    |         |       |



## ◎ 4대 금융지주 중 부채 구조조정의 영향이 가장 적은 금융회사

- 증권, 보험, 카드, 캐피탈 등 비 은행 비중이 상대적으로 높아 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적음
- ING생명 인수를 성공적으로 마무리, 이익의 안정화에 기여할 것으로 예상

## ◎ 자체 경상 이익 수준은 3분기 기점으로 둔화될 가능성 높아

- 증시 침체 지속으로 은행 수수료 이익 및 금융투자 순이익이 4분기에도 둔화될 것
- 정부 대출 규제로 이자부문 이익 증가율 둔화 예상. 더불어 카드 및 가계부문 총당금 수준 증가할 우려

## ◎ 4대 금융지주 중 가장 투자 매력도 높음. 목표주가는 55,000원으로 하향 조정

- 향후 가계부채 부실화 등 신용위험 상승 영향 상대적으로 적을 것으로 예상
- 오렌지라이프 인수로 둔화되는 이익 성장률 상쇄할 수 있을 것으로 예상
- 목표주가는 구조조정에 따른 추가 총당금 발생 가능성을 고려해 55,000원으로 하향 조정함

| 투자지표(십억원,%) | FY2015  | FY2016  | FY2017  | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자회사이익       | 2,590.5 | 3,003.3 | 3,099.3 | 3,262.0 | 2,227.9 | 2,915.2 |
| 증감율(%YoY)   | 8.5     | 15.9    | 3.2     | 5.2     | -31.7   | 30.9    |
| 지배주주순이익     | 2,367.2 | 2,774.8 | 2,917.7 | 3,035.0 | 1,994.1 | 2,679.1 |
| 증감율(%YoY)   | 13.7    | 17.2    | 5.2     | 4.0     | -34.3   | 34.3    |
| 보통주EPS(원)   | 4,757   | 5,610   | 6,107   | 6,319   | 4,055   | 5,501   |
| 증감율(%YoY)   | 14.3    | 17.9    | 8.9     | 3.5     | -35.8   | 35.7    |
| BPS(원)      | 63,481  | 64,554  | 68,389  | 71,497  | 74,050  | 78,050  |
| PER(배)      | 8.5     | 8.5     | 8.3     | 6.4     | 10.0    | 7.4     |
| PBR(배)      | 0.63    | 0.74    | 0.74    | 0.56    | 0.55    | 0.52    |
| 수정PBR(배)    | 0.68    | 0.80    | 0.82    | 0.62    | 0.60    | 0.57    |
| ROE         | 7.6     | 8.9     | 9.1     | 9.0     | 5.6     | 7.2     |
| ROA         | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.4     | 0.6     |
| 배당수익률       | 3.0     | 3.0     | 2.8     | 3.7     | 3.7     | 3.7     |



## 신한지주(055550)

## 신한은행

| 손익계산서    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 이자이익     | 4,521   | 5,012   | 5,139   | 5,246   | 5,412   |
| 비이자이익    | 881     | 857     | 749     | 789     | 835     |
| 수수료      | 1,126   | 1,170   | 1,128   | 1,185   | 1,244   |
| 신탁보수     | 185     | 186     | 134     | 141     | 148     |
| 유가증권     | -39     | 431     | 365     | 380     | 395     |
| 외환손익     | 502     | 89      | 170     | 170     | 170     |
| 기타영업비용   | -893    | -1,019  | -1,048  | -1,086  | -1,121  |
| 총전총이익    | 5,403   | 5,869   | 5,888   | 6,035   | 6,247   |
| 판매관리비    | 2,867   | 2,877   | 2,966   | 3,082   | 3,222   |
| 총전영업이익   | 2,535   | 2,992   | 2,923   | 2,953   | 3,025   |
| 대손상각비    | 490     | 327     | 1,642   | 762     | 763     |
| 법인세      | 395     | 696     | 339     | 580     | 599     |
| 당기순이익    | 1,608   | 1,980   | 941     | 1,610   | 1,663   |
| 중당금적립전이익 | 2,607   | 3,222   | 3,272   | 3,309   | 3,388   |
| 대자대조표    |         |         |         |         |         |
| 자산총계     | 302,937 | 328,034 | 333,804 | 341,376 | 350,172 |
| 대출채권     | 216,558 | 231,386 | 235,542 | 241,463 | 248,566 |
| 부채총계     | 280,748 | 304,224 | 311,213 | 319,415 | 326,428 |
| 예수금      | 197,496 | 215,793 | 223,871 | 231,304 | 236,559 |
| 자본총계     | 22,189  | 23,811  | 22,590  | 21,961  | 23,744  |
| 자본금      | 7,928   | 7,928   | 7,928   | 7,928   | 7,928   |
| 지배주주자본   | 21,520  | 23,312  | 22,091  | 21,462  | 23,245  |

| 주요지표        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 원화대출금 점유율   | 14.9  | 14.9  | 14.9  | 14.9  | 14.9  |
| 예수금(말잔) 점유율 | 16.3  | 16.5  | 16.5  | 16.6  | 16.6  |
| 원화대출금 증가율   | 5.9   | 6.6   | 1.7   | 2.5   | 3.0   |
| 원화예수금 증가율   | 6.1   | 5.6   | 3.7   | 3.3   | 2.3   |
| 이자이익증가율     | 9.5   | 10.9  | 2.5   | 2.1   | 3.2   |
| 예대출         | 99.0  | 96.6  | 94.7  | 93.9  | 94.6  |
| 비용률         | 53.1  | 49.0  | 50.4  | 51.1  | 51.6  |
| 고정이자여신비용    | 0.5   | 0.7   | 0.9   | 1.1   | 0.2   |
| 고정이자 총당비용   | 114.0 | 147.7 | 152.7 | 157.7 | 5.0   |
| NIM         | 1.56  | 1.62  | 1.59  | 1.58  | 1.59  |
| NIS         | 1.48  | 1.52  | 1.49  | 1.49  | 1.49  |
| 총마진 (총자산대비) | 1.81  | 1.83  | 1.78  | 1.78  | 1.80  |
| 순이자마진       | 1.51  | 1.56  | 1.55  | 1.55  | 1.56  |
| 비이자마진       | 0.30  | 0.27  | 0.23  | 0.23  | 0.24  |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.16  | 0.10  | 0.50  | 0.23  | 0.22  |
| 일반관리비/평균총자산 | 0.96  | 0.90  | 0.90  | 0.91  | 0.93  |
| ROA         | 0.57  | 0.69  | 0.31  | 0.48  | 0.48  |
| ROE         | 8.35  | 9.86  | 5.11  | 8.47  | 9.06  |
| 레버리지배수      | 14.08 | 14.07 | 15.11 | 15.91 | 15.06 |

## 신한지주

| 손익계산서     | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자회사별 이익   | 3,099   | 3,262   | 2,228   | 2,915   | 3,011   |
| 은행        | 1,711   | 2,199   | 1,038   | 1,629   | 1,664   |
| 증권        | 914     | 503     | 513     | 523     | 533     |
| 카드        | 212     | 233     | 210     | 252     | 289     |
| 캐피탈       | 88      | 105     | 100     | 103     | 108     |
| 손해보험      | 121     | 157     | 149     | 150     | 153     |
| 기타        | 54      | 65      | 69      | 69      | 71      |
| 지주회사 순수익  | -182    | -227    | -234    | -236    | -241    |
| 지배주주순이익   | 2,918   | 3,035   | 1,994   | 2,679   | 3,011   |
| 대자대조표(연결) |         |         |         |         |         |
| 자산총계      | 426,306 | 461,850 | 467,619 | 475,192 | 483,987 |
| 대출채권      | 275,566 | 296,599 | 300,756 | 306,676 | 313,780 |
| 부채총계      | 392,603 | 425,424 | 429,822 | 435,303 | 441,632 |
| 예수부채      | 249,854 | 263,552 | 272,407 | 280,554 | 286,314 |
| 자본총계      | 33,703  | 36,426  | 37,797  | 39,889  | 42,355  |
| 자본금       | 2,645   | 2,645   | 2,645   | 2,645   | 2,645   |
| 주요주주 자본총계 | 32,395  | 33,867  | 35,077  | 36,971  | 39,198  |
| 수정자기자본    | 29,510  | 30,982  | 32,192  | 34,086  | 36,313  |

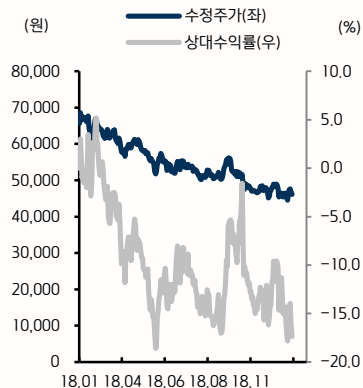
| 주요지표               | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총자산 성장률            | 7.7    | 8.3    | 1.2    | 1.6    | 1.9    |
| EPS 증가율            | 8.9    | 3.5    | -35.8  | 35.7   | 12.7   |
| EPS                | 6,160  | 6,407  | 4,210  | 5,656  | 6,357  |
| BPS                | 68,389 | 71,497 | 74,050 | 78,050 | 82,751 |
| NAIPS(원) _대손준비금 제외 | 62,299 | 65,406 | 67,960 | 71,959 | 76,660 |
| 주당 배당금             | 1,450  | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 1,500  |
| 배당성장률(%)           | 23.5   | 23.4   | 35.6   | 26.5   | 23.6   |
| ROE(%)             | 9.1    | 9.0    | 5.6    | 7.2    | 7.7    |
| 자회사별 이익 구성(%)      |        |        |        |        |        |
| 은행                 | 55.2   | 67.4   | 46.6   | 55.9   | 55.3   |
| 신한카드               | 29.5   | 15.4   | 23.0   | 17.9   | 17.7   |
| 증권                 | 6.8    | 7.1    | 9.4    | 8.6    | 9.6    |
| 보험                 | 3.9    | 4.8    | 6.7    | 5.2    | 5.1    |
| 기타                 | 1.8    | 2.0    | 3.1    | 2.4    | 2.3    |
| BIS기준자기자본비율        | 14.74  | 15.52  | 15.93  | 16.58  | 17.33  |
| Tier1              | 13.28  | 14.13  | 14.56  | 15.23  | 16.00  |
| 보통주비율              | 12.84  | 13.73  | 14.16  | 14.84  | 15.62  |

## KB금융(105560) : 이자부문 성장으로 기대에 부합한 실적 시현

Outperform(Maintain)

주가(1/21): 46,100원 / TP: 55,000원

|               |            |         |        |
|---------------|------------|---------|--------|
| KOSPI(1/21)   | 2,124.61pt |         |        |
| 시가총액          | 192,749억원  |         |        |
| 52주 주가동향      | 최고가        | 최저가     |        |
|               | 68,600원    | 44,550원 |        |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -32.80%    | 3.48%   |        |
| 상대수익률         | 절대         | 상대      |        |
|               | 1M         | -5.8%   | -8.6%  |
|               | 6M         | -14.5%  | -7.8%  |
|               | 1Y         | -31.3%  | -18.5% |
| 발행주식수         | 418,112천주  |         |        |
| 일평균거래량(3M)    | 1,229천주    |         |        |
| 외국인 지분율       | 68.80%     |         |        |
| 배당수익률(19E)    | 3.4%       |         |        |
| BPS(19.E)     | 88,051원    |         |        |



## ◎ 부채 구조조정, 향후 주가 상승의 변수

- 가계 및 개인사업자 비중이 높아 구조조정 본격 진행 시 상대적으로 영향이 클 것으로 예상
- 향후 제한적일 가계부문 성장을 타 분야에서 이끌어야 하는 것에서 동사의 위험관리능력 및 시장지배력 등이 시험대에 오르는 시점임

## ◎ 투자 의견 Outperform, 목표주가 55,000원 하향 조정

- 동사는 가계 익스포저가 가장 많음에도 양호한 건전성 관리를 유지해오고 있음
- 향후 가계부채 구조조정이 본격화되는 시점에서 동사 위험관리 능력이 시험대에 오를 것으로 판단
- 가계 및 개인사업자 익스포저가 많아 부채 구조조정 진행 시 상대적으로 영향이 큼
- 부채 구조조정에 따른 추가 충당금 요인을 감안하여 목표주가를 55,000원으로 하향 조정

| 투자지표(십억원, %) | FY2015  | FY2016  | FY2017  | FY2018E | FY2019E | FY2020E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자회사이익        | 1,993.5 | 2,080.9 | 3,912.7 | 3,349.6 | 1,790.6 | 2,572.6 |
| 증감율(%YoY)    | -4.7    | 4.4     | 88.0    | -14.4   | -46.5   | 43.7    |
| 지배주주순이익      | 1,936.9 | 2,143.7 | 3,311.9 | 3,187.4 | 1,626.7 | 2,405.5 |
| 증감율(%YoY)    | -5.3    | 10.7    | 54.5    | -3.8    | -49.0   | 47.9    |
| 보통주EPS(원)    | 5,013   | 5,381   | 8,259   | 7,948   | 4,057   | 5,999   |
| 증감율(%YoY)    | -5.3    | 7.3     | 53.5    | -3.8    | -49.0   | 47.9    |
| BPS(원)       | 74,235  | 74,138  | 81,411  | 85,860  | 88,051  | 92,204  |
| PER(배)       | 6.8     | 8.1     | 7.7     | 6.0     | 11.5    | 7.8     |
| PBR(배)       | 0.46    | 0.59    | 0.78    | 0.56    | 0.53    | 0.51    |
| 수정PBR(배)     | 0.50    | 0.64    | 0.86    | 0.61    | 0.58    | 0.55    |
| ROE          | 6.9     | 7.2     | 10.1    | 9.1     | 4.5     | 6.4     |
| ROA          | 0.6     | 0.6     | 0.8     | 0.7     | 0.3     | 0.5     |
| 배당수익률        | 2.9     | 2.9     | 3.0     | 3.6     | 3.4     | 3.4     |



## KB금융(105560)

## KB국민은행

| 손익계산서    | 2017    | 2018     | 2019    | 2020     | 2021     |
|----------|---------|----------|---------|----------|----------|
| 이자이익     | 5,393.1 | 5,944.6  | 6,098.7 | 6,210.9  | 6,370.4  |
| 비이자이익    | 997.2   | 992.3    | 908.5   | 914.0    | 942.2    |
| 수수료      | 1,482.1 | 1,437.6  | 1,275.0 | 1,290.3  | 1,307.3  |
| 신탁보수     | 306.0   | 285.1    | 167.2   | 174.2    | 181.3    |
| 유가증권     | -167.3  | 247.8    | 282.6   | 297.0    | 312.2    |
| 외환손익     | 373.2   | 125.5    | 163.0   | 168.0    | 163.0    |
| 기타영업비용   | -996.9  | -1,103.8 | -979.4  | -1,015.5 | -1,021.5 |
| 총전총이익    | 6,390.3 | 6,936.9  | 7,007.2 | 7,124.9  | 7,312.6  |
| 판매관리비    | 3,632.5 | 3,729.3  | 3,881.0 | 4,011.4  | 4,156.4  |
| 총영업이익    | 2,757.8 | 3,207.6  | 3,126.2 | 3,113.5  | 3,156.2  |
| 대손상각비    | 113.0   | 176.1    | 2,071.3 | 1,039.6  | 1,054.8  |
| 법인세      | 427.6   | 833.5    | 279.6   | 549.6    | 556.9    |
| 당기순이익    | 2,262.9 | 2,293.9  | 775.4   | 1,524.3  | 1,544.5  |
| 총당금적립전이익 | 3,158.9 | 3,600.0  | 3,440.8 | 3,421.7  | 3,458.3  |
| 대차대조표    |         |          |         |          |          |
| 자산총계     | 323,419 | 356,671  | 362,824 | 370,855  | 380,355  |
| 대출채권     | 248,884 | 277,916  | 282,897 | 289,727  | 297,999  |
| 부채총계     | 298,178 | 329,913  | 335,975 | 343,122  | 351,072  |
| 예수금      | 234,303 | 241,836  | 259,904 | 272,087  | 291,787  |
| 자본총계     | 25,241  | 26,758   | 26,849  | 27,733   | 29,283   |
| 자본금      | 2,022   | 2,022    | 2,022   | 2,022    | 2,022    |
| 지배주주자본   | 25,241  | 26,758   | 26,849  | 27,733   | 29,283   |

| 주요지표        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 원화대출금 점유율   | 17.9  | 18.2  | 18.2  | 18.2  | 18.2  |
| 예수금(말잔) 점유율 | 18.0  | 18.5  | 18.5  | 18.5  | 18.5  |
| 원화대출금 증가율   | 6.5   | 9.8   | 1.8   | 2.5   | 3.0   |
| 원화예수금 증가율   | 7.1   | 8.3   | 6.2   | 3.6   | 2.1   |
| 이자이익증가율     | 10.8  | 10.2  | 2.6   | 1.8   | 2.6   |
| 예대출         | 100.0 | 101.1 | 95.9  | 93.9  | 94.7  |
| 비용률         | 56.8  | 53.8  | 55.4  | 56.3  | 56.8  |
| 고정이자여신비용    | 0.6   | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.5   |
| 고정이자 총당비용   | 99.7  | 99.7  | 102.7 | 105.7 | 110.7 |
| NIM         | 1.71  | 1.71  | 1.67  | 1.66  | 1.66  |
| NIS         | 1.67  | 1.68  | 1.64  | 1.62  | 1.62  |
| 총마진 (총자산대비) | 2.03  | 2.00  | 1.94  | 1.94  | 1.94  |
| 순이자마진       | 1.71  | 1.72  | 1.69  | 1.69  | 1.69  |
| 비이자마진       | 0.32  | 0.29  | 0.25  | 0.25  | 0.25  |
| 대손상각비/평균총자산 | 0.04  | 0.05  | 0.57  | 0.28  | 0.28  |
| 일반관리비/평균총자산 | 1.15  | 1.08  | 1.08  | 1.09  | 1.10  |
| ROA         | 0.69  | 0.67  | 0.21  | 0.41  | 0.41  |
| ROE         | 9.62  | 9.63  | 3.15  | 6.04  | 5.77  |
| 레버리지배수      | 12.81 | 13.33 | 13.51 | 13.37 | 12.99 |

## KB금융

| 손익계산서     | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자회사별 이익   | 3,912.7 | 3,349.6 | 1,790.6 | 2,572.6 | 2,606.1 |
| 은행        | 2,175.0 | 2,310.7 | 773.9   | 1,524.2 | 1,544.5 |
| 증권        | 271.7   | 198.3   | 228.1   | 250.9   | 258.4   |
| 카드        | 296.8   | 282.0   | 233.8   | 229.1   | 217.6   |
| 캐피탈       | 120.8   | 111.1   | 100.0   | 103.0   | 106.1   |
| 손해보험      | 330.3   | 303.9   | 306.9   | 313.1   | 322.4   |
| 기타        | 718.1   | 143.6   | 147.9   | 152.4   | 156.9   |
| 지주회사 손이익  | -600.8  | -162.2  | -163.8  | -167.1  | -168.8  |
| 지배주주순이익   | 3,311.9 | 3,187.4 | 1,626.7 | 2,405.5 | 2,437.3 |
| 대차대조표(연결) |         |         |         |         |         |
| 자산총계      | 436,786 | 483,583 | 489,736 | 497,767 | 507,267 |
| 대출채권      | 290,123 | 322,511 | 327,491 | 334,322 | 342,594 |
| 부채총계      | 402,741 | 447,676 | 452,913 | 459,206 | 466,938 |
| 예수부채      | 255,874 | 277,536 | 294,258 | 304,452 | 310,509 |
| 자본총계      | 34,045  | 35,908  | 36,824  | 38,560  | 40,328  |
| 자본금       | 2,091   | 2,091   | 2,091   | 2,091   | 2,091   |
| 주요주주 자본총계 | 34,039  | 35,899  | 36,815  | 38,552  | 40,320  |
| 수정자기자본    | 30,890  | 32,944  | 33,744  | 35,364  | 37,016  |

| 주요지표              | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총자산 성장률           | 16.3   | 10.7   | 1.3    | 1.6    | 1.9    |
| EPS 증가율           | 53.5   | -3.8   | -49.0  | 47.9   | 1.3    |
| EPS               | 8,259  | 7,948  | 4,057  | 5,999  | 6,078  |
| BPS               | 81,411 | 85,860 | 88,051 | 92,204 | 96,433 |
| NAIPS(원) 대손준비금 제외 | 73,881 | 78,793 | 80,706 | 84,581 | 88,532 |
| 주당 배당금            | 1,920  | 1,700  | 1,600  | 1,600  | 1,600  |
| 배당성향(%)           | 23.2   | 21.4   | 39.4   | 26.7   | 26.3   |
| ROE(%)            | 10.1   | 9.1    | 4.5    | 6.4    | 6.2    |
| 자회사별 이익 구성(%)     |        |        |        |        |        |
| 은행                | 55.6   | 69.0   | 43.2   | 59.2   | 59.3   |
| 카드                | 6.9    | 5.9    | 12.7   | 9.8    | 9.9    |
| 증권                | 7.6    | 8.4    | 13.1   | 8.9    | 8.4    |
| 보험                | 3.1    | 3.3    | 5.6    | 4.0    | 4.1    |
| 기타                | 18.4   | 4.3    | 8.3    | 5.9    | 6.0    |
| BIS기준자기자본비율       | 15.24  | 15.67  | 15.95  | 16.53  | 16.31  |
| Tier I            | 14.61  | 15.11  | 15.39  | 15.98  | 16.54  |
| 보통주비율             | 14.61  | 14.52  | 14.80  | 15.40  | 15.96  |

## Appendix

## ◎ 부동산 투자 예시 1)

▪ 나 평범 차장: 나이 40세, 연 소득 : 6천만 원, 현금 : 3억 원 보유

I. 2015.12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m<sup>2</sup> 아파트를 5 억 원에 구매 ( 주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)

II. 2017년 3월 한강 신도시 한라비발디 105.3 m<sup>2</sup> 아파트 4.5억 원에 구매 ( 주택담보대출 3억 원, 신용대출 7천 만원, 현금 8천 만원 )

III. 상기 아파트를 월세 140만원, 보증금 1천 만원에 임차함

IV. 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 4천 만원은 보유 현금으로 지출함

→ 보유 아파트 가격은 매입시점 9.5억 원에서 '18년 12월 총 12억 원으로 상승해 2.5 억 원의 이익 실현, 레버리지 배수는 3.6배에서 2.4배로 하락

## 나 평범 차장의 재무상태 추정 (2017년 9월 기준)

| 자산 (백만원) |     | 부채와 자본 (백만원) |     |
|----------|-----|--------------|-----|
| 현금       | 20  | 주택담보대출       | 320 |
| 주거주택     | 500 | LTV(%)       | 66  |
| 투자주택     | 450 | 신용대출         | 70  |
|          |     | 주택담보대출 II    | 300 |
|          |     | LTV(%)       | 67  |
| 총 자산     | 970 | 전세보증금        | 10  |
|          |     | 총부채          | 700 |
|          |     | 순자산          | 270 |
| 신용한도     | 10  | 레버리지배수       | 3.6 |

자료: 키움증권

## 나 평범 차장의 손익과 주요 지표

| 소득        |      | DSR 만기  | 주요 지표                        |         |
|-----------|------|---------|------------------------------|---------|
| 연소득       | 60.0 |         | 소득대비부채(%)                    | 1,166.7 |
| 주담대출원리금   | 33.9 | 30년     | Cash DSR I                   | 61.2    |
| 신용대출      | 2.8  | 10년     | (주담대출, 신용대출만 반영)             |         |
|           |      |         | DSR II                       | 70.7    |
| 총 비용      | 36.7 |         | (정부 Guide line: 주담대출, 신용대출 ) |         |
| 비용 후 소득   | 23.3 |         | DSR III                      | 44.3    |
| 월세수익      | 16.8 | 월세 140만 | (실질 기준, 기타대출 10년 가정)         |         |
| 신용한도 + 현금 | 30.0 |         |                              |         |
| 소비 가능금액   | 70.1 |         |                              |         |

자료: 키움증권



## Appendix

## ◎ 부동산 투자 예시 2)

■ 김대범 차장 : 나이 40세, 연 소득 : 6천만 원, 현금 : 3억 원 보유

I. 2015.12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m<sup>2</sup> 아파트를 5 억 원에 구매 ( 주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)

II. 2017년 3월 한강 신도시 한라비발디 105.3 m<sup>2</sup> 아파트 4.5억 원에 구매 ( 전세보증금 3.1억 원, 신용대출 1억 원, 현금 4천만 원 )

III. 2017년 9월 목동 청구한신 59.9 m<sup>2</sup> 아파트를 8억 원에 구매 ( 전세보증금 6억 원, 임대사업자대출 1.8억 원, 현금 2천만 원 )

IV. 주택 구매 과정에서 취득등록세, 중개수수료., 이사 비용, 기타 비용 등 5천 만원은 보유 현금으로 지출함

→ '전체 아파트 가격은 매입 시점 17.5억 원에서 '18년 12월 현재 22억 원으로 상승, 4.5 억 원 이익 실현함. 레버리지배수는 7.0배에서 2.9배로 하락

## 김 대범 차장의 재무상태 추정 (2017년 9월 기준)

| 자산 (백만원) |       | 부채와 자본 (백만원) |       |
|----------|-------|--------------|-------|
| 현금       | 10    | 주택담보대출       | 320   |
| 주거주택     | 500   | LTV(%)       | 66    |
| 투자주택 I   | 450   | 신용대출         | 100   |
| 투자주택 II  | 800   | 임대사업자대출      | 180   |
|          |       | 전세보증금 I      | 310   |
| A. 총 자산  | 1,760 | 전세보증금 II     | 600   |
|          |       | B. 총부채       | 1,510 |
|          |       | C. 순자산       | 250   |
| 신용한도     | 20    | 레버리지배수       | 7.0   |

자료: 키움증권

## 김 대범 차장의 손익과 주요 지표

| 소득        | DSR 만기 | 주요 지표                          |         |
|-----------|--------|--------------------------------|---------|
| 연소득       | 60.0   | 소득대비부채(%)                      | 2,516.7 |
| 주담대출원리금   | 17.8   | 30년 Cash DSR I                 | 47.4    |
| 신용대출      | 4.0    | 10년 (주담대출, 신용대출만 반영)           |         |
|           |        | DSR II                         | 49.7    |
| 임대사업자대출   | 6.7    | 제외 (정부 Guide line: 주담대출, 신용대출) |         |
| 총 비용      | 28.5   | DSR III                        | 237.3   |
| 비용 후 소득   | 31.5   | (실질 기준, 기타대출 10년 가정)           |         |
| 신용한도 + 현금 | 30.0   |                                |         |
| 소비 가능금액   | 61.5   |                                |         |

자료: 키움증권

## Appendix

## ◎ 부동산 투자 예시 3)

▪ 박 무리차장 : 나이 40세, 연 소득 : 6천만 원, 현금 : 3억 원 보유

I. 2015년 12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 ㎡ 아파트를 5 억 원에 구매 ( 주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)

II. 2017년 3월 상기 아파트를 4.8억 원에 임대 후 다시 같은 가격의 동일 아파트를 임차함. 임차 전세자금 대출 3.8억 원을 차입, 주택담보대출 상환  
→ 주택담보대출을 전세자금대출로 전환할 경우 대출 한도를 높일 수 있으며 원금 상환 부담을 줄일 수 있어 레버리지 확대 용이

V. '17년 3월 은행에 신용한도 대출 1.2억 원의 한도를 받은 후 서울 숲 푸르지오 59.9 ㎡ 아파트를 6억 원에 구매( 전세보증금 5억 원, 현금 1억 원 )

VI. 사업자 등록 후 '17년 9월 공덕 레미안 2차 59.9 ㎡ 아파트를 6.3억 원에 구매( 전세보증금 4.5억 원, 임대사업자대출 1억 원, 신용대출 8천만 원 )

V. 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 7천 만원은 보유 현금과 신용대출로 지출함

→ 보유 아파트 가격은 매입 시 22.8억 원에서 '18년 12월 현재 총 31.9원으로 9.1 억 원 평가 이익 실현, 레버리지배수는 9.7배에서 3.2배로 하락

## 박 무리 차장의 재무상태 추정 (2017년 9월 기준)

| 자산 (백만원) |       | 부채와 자본 (백만원) |       |
|----------|-------|--------------|-------|
| 현금       | 20    | 주택담보대출       | -     |
| 주거주택     | 500   | 신용대출         | 100   |
| 투자주택 I   | 600   | 전세자금대출       | 380   |
| 투자주택 II  | 630   | 임대사업자대출      | 100   |
| 전세보증금    | 480   | 전세보증금 A      | 480   |
| A. 총 자산  | 2,230 | 전세보증금 B+C    | 950   |
|          |       | B. 총부채       | 2,000 |
|          |       | C. 순자산       | 230   |
| 신용한도     | 20    | 레버리지배수       | 9.7   |

자료: 키움증권

## 박 무리 차장의 손익과 주요 지표

| 소득        |      | DSR 만기 | 주요 지표                        |         |
|-----------|------|--------|------------------------------|---------|
| 연소득       | 60.0 |        | 소득대비부채(%)                    | 3,333.3 |
| 주담대출원리금   | -    | 30년    | Cash DSR I                   | 35.0    |
| 신용대출      | 4.0  | 10년    | (주담대출, 신용대출만 반영)             |         |
| 전세자금대출    | 13.3 | 제외     | DSR II                       | 16.7    |
| 임대사업자대출   | 3.7  | 제외     | (정부 Guide line: 주담대출, 신용대출 ) |         |
| 총 비용      | 21.0 |        | DSR III                      | 363.5   |
| 비용 후 소득   | 39.0 |        | (실질 기준, 기타대출 10년 가정)         |         |
| 신용한도 + 현금 | 40.0 |        |                              |         |
| 소비 가능금액   | 79.0 |        |                              |         |

자료: 키움증권



# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## ◎ Compliance Notice

- > 당사는 1월 22일 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 초과이익 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 (2018/01/01~2018/12/31)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 181 | 96.28% |
| 중립   | 6   | 3.19%  |
| 매도   | 1   | 0.53%  |

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

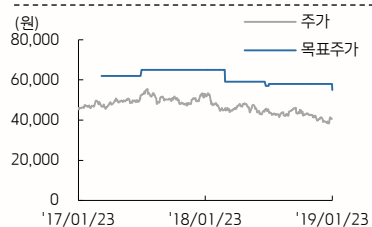
| 종목명                | 일자         | 투자의견                   | 목표주가    | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|--------------------|------------|------------------------|---------|----------------------|------------|------------|
|                    |            |                        |         |                      | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 신한지주<br>(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     |
| 담당자변경              | 2018/01/09 | BUY(Maintain)          | 65,000원 | 6개월                  | -22.04     | -14.77     |
|                    | 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                  | -22.53     | -17.97     |
|                    | 2018/07/16 | BUY(Maintain)          | 57,000원 | 6개월                  | -21.33     | -19.82     |
|                    | 2018/07/25 | BUY(Maintain)          | 58,000원 | 6개월                  | -25.82     | -23.71     |
|                    | 2018/09/03 | BUY(Maintain)          | 58,000원 | 6개월                  | -25.05     | -20.43     |
|                    | 2018/10/24 | BUY(Maintain)          | 58,000원 | 6개월                  | -25.01     | -20.43     |
|                    | 2018/10/25 | BUY(Maintain)          | 58,000원 | 6개월                  | -26.89     | -20.43     |
|                    | 2019/01/23 | BUY(Maintain)          | 55,000원 | 6개월                  |            |            |
|                    | 2019/01/23 | BUY(Maintain)          | 55,000원 | 6개월                  |            |            |
| KB금융<br>(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     |
|                    | 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                  | -16.42     | -11.69     |
| 담당자변경              | 2018/07/16 | Outperform(Maintain)   | 63,000원 | 6개월                  | -13.45     | -12.06     |
|                    | 2018/07/20 | Outperform(Maintain)   | 63,000원 | 6개월                  | -16.55     | -10.79     |
|                    | 2018/10/24 | Outperform(Maintain)   | 63,000원 | 6개월                  | -16.58     | -10.79     |
|                    | 2018/10/26 | Outperform(Maintain)   | 63,000원 | 6개월                  | -20.20     | -10.79     |
|                    | 2019/01/23 | Outperform(Maintain)   | 55,000원 | 6개월                  |            |            |
|                    | 2019/01/23 | Outperform(Maintain)   | 55,000원 | 6개월                  |            |            |
|                    | 2019/01/23 | Outperform(Maintain)   | 55,000원 | 6개월                  |            |            |
|                    | 2019/01/23 | Outperform(Maintain)   | 55,000원 | 6개월                  |            |            |
| 하나금융지주<br>(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     |
|                    | 2018/01/16 | BUY(Maintain)          | 67,000원 | 6개월                  | -25.13     | -17.16     |

| 종목명                 | 일자         | 투자의견                   | 목표주가    | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|---------------------|------------|------------------------|---------|----------------------|------------|------------|
|                     |            |                        |         |                      | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 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                  | -14.51     | -9.31      |
|                     | 2018/07/16 | Outperform(Maintain)   | 50,000원 | 6개월                  | -14.46     | -12.10     |
|                     | 2018/07/23 | Outperform(Maintain)   | 50,000원 | 6개월                  | -12.79     | -7.20      |
|                     | 2018/10/24 | Outperform(Maintain)   | 50,000원 | 6개월                  | -13.02     | -7.20      |
|                     | 2018/10/29 | Outperform(Maintain)   | 50,000원 | 6개월                  | -18.23     | -7.20      |
|                     | 2019/01/23 | Outperform(Maintain)   | 45,000원 | 6개월                  |            |            |
| 우리은행<br>(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                  | -14.36     | -10.00     |
|                     | 2018/07/16 | Outperform(Downgrade)  | 19,000원 | 6개월                  | -14.22     | -10.00     |
|                     | 2018/07/23 | Outperform(Maintain)   | 19,000원 | 6개월                  | -13.70     | -9.74      |
|                     | 2018/10/24 | Outperform(Maintain)   | 19,000원 | 6개월                  | -13.73     | -9.74      |
|                     | 2018/10/29 | Outperform(Maintain)   | 19,000원 | 6개월                  | -14.10     | -9.74      |
|                     | 2019/01/23 | Outperform(Maintain)   | 16,000원 | 6개월                  |            |            |
| 기업은행<br>(024110)    | 2018/03/21 | BUY(Reinitiate)        | 20,000원 | 6개월                  | -20.95     | -16.25     |
|                     | 2018/04/27 | BUY(Maintain)          | 22,000원 | 6개월                  | -20.66     | -19.05     |
|                     | 2018/05/23 | BUY(Maintain)          | 23,000원 | 6개월                  | -30.99     | -28.48     |
|                     | 2018/07/16 | BUY(Maintain)          | 22,000원 | 6개월                  | -31.72     | -27.95     |
|                     | 2018/10/24 | BUY(Maintain)          | 21,000원 | 6개월                  | -30.36     | -29.76     |
|                     | 2018/10/26 | BUY(Maintain)          | 21,000원 | 6개월                  | -28.79     | -26.90     |
|                     | 2018/12/11 | BUY(Maintain)          | 21,000원 | 6개월                  | -30.57     | -26.90     |
|                     | 2019/01/23 | BUY(Maintain)          | 19,000원 | 6개월                  |            |            |
| BNK금융지주<br>(138930) | 2018/05/23 | BUY(Reinitiate)        | 14,000원 | 6개월                  | -31.54     | -26.43     |
|                     | 2018/07/16 | BUY(Maintain)          | 13,000원 | 6개월                  | -31.88     | -30.85     |
|                     | 2018/08/01 | Outperform(Downgrade)  | 13,000원 | 6개월                  | -35.22     | -30.85     |
|                     | 2018/10/24 | Outperform(Maintain)   | 13,000원 | 6개월                  | -38.29     | -30.85     |
|                     | 2019/01/23 | BUY(Upgrade)           | 9,000원  | 6개월                  |            |            |
| DGB금융지주<br>(139130) | 2019/01/23 | BUY(Initiate)          | 11,000원 | 6개월                  |            |            |

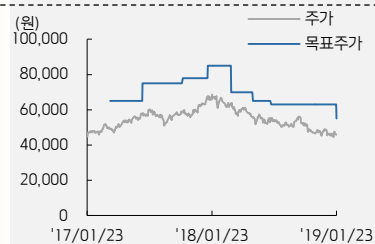


## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

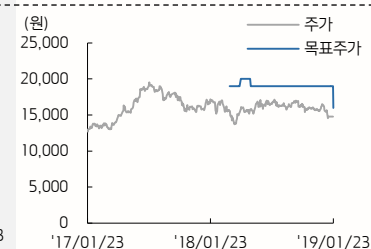
신한지주 (055550)



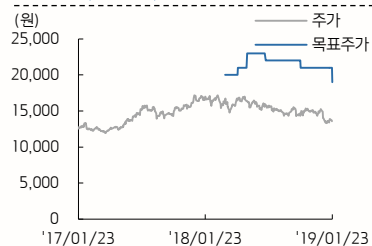
KB금융 (105560)



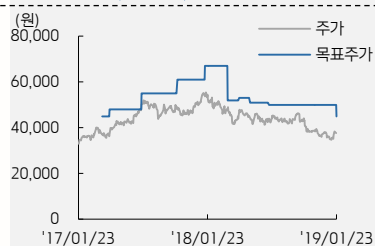
우리은행 (000030)



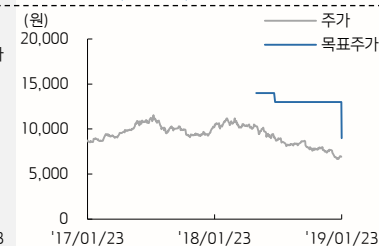
기업은행 (024110)



하나금융지주 (086790)



BNK금융지주(138930)



DGB금융지주(139130)

