



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

은행

실적 기대는 다소 낮춰야 할 1 분기

커버리지 은행 5 사의 1Q19 합산 이익은 3.4 조원 (-6% YoY)으로 컨센서스 4% 하회 전망. 기대치 하회의 원인은 비은행 업황의 부진과 하나금융 및 우리금융의 일회성 요인을 반영했기 때문. 최근 주요 은행주의 평균 할인율은 19%로 금리 하락 장기화 구간의 최대 할인율을 상회했으며, 한국 은행주의 PER 또한 주요국 중 가장 낮은 수준. 본질가치 대비 과락한 주가로 대형 은행주 평균 기대 배당수익률은 4.6%까지 높아짐. 경기 회복 시그널 포착 시 은행주의 반등 여지는 매우 높다고 판단함

1Q19 은행 실적: 시장 컨센서스 평균 4% 하회 전망

커버리지 은행 5 사의 1Q19 합산 지배주주 순이익은 3 조 3,679 원 (-6.3% YoY, +127.9% QoQ)으로 시장 컨센서스를 4% 하회할 전망이다. 은행별로는 일회성 요인이 존재하는 하나금융 및 우리금융이 컨센서스를 9%대 하회하고 KB 금융이 5% 하회, 기업은행과 신한지주는 각각 2.5%, 1.2% 상회할 것으로 예상됨. 1Q18 주식시장 호황과 신탁잔고 증가로 수수료수익(브로커리지+신탁보수)이 역대 최대 수준이었던 점과 조달비용률 상승에 따른 이자마진 부진을 고려하면 YoY 감익은 불가피한데, 이는 예상되었던 부분. 기존 기대치를 하회하는 가장 큰 원인은 비은행 업황의 부진과 일부사의 일회성 요인에 따른 것으로 판단. 1Q19 순이자마진은 시중은행 4 곳이 1~2 bp QoQ 하락, 기업은행은 전분기와 같은 수준으로 가정했고 은행 원화대출 성장률은 2018 년 높은 대출증가를 나타낸 국민은행과 하나은행이 1% QoQ 미만, 우리은행과 기업은행은 1%대 중반 QoQ, 신한은행이 2% QoQ 로 예상. 5 사 평균 분기 대손비용률은 0.35%로 기저가 낮은 1Q18 대비 4bp 상승할 것으로 추정

이익 안정성 높은 기업은행과 계열사 추가된 신한지주는 증익 전망

주요 은행주의 1Q19 실적 컨센서스는 현재보다 하향 조정될 가능성이 높다는 판단. 신한지주가 오렌지라이프 편입에 따라 이익 전망치가 상향 조정된 반면 KB 금융은 비은행 실적 부진 우려가 반영되고 있고, 하나금융지주의 일회성 인건비용 및 우리금융지주의 회계처리 변경에 따른 변동요인(-)도 추가 반영될 여지가 있기 때문. 전년동기에 대한 기저효과가 제한적인 기업은행은 안정적인 실적을 여전히 유지하며 1Q19 3.5% YoY 의 증익이 전망되고, 신한지주는 연결 실적 증가로 1Q19 3.9% YoY 의 이익 증가가 예상됨

경기 회복의 시그널 포착 시 은행주 반등 여지는 매우 높다는 판단

은행주의 할인율은 여전히 확대 중인데, 주된 원인은 은행 자체의 펀더멘털 및 이익 창출력(bottom)보다 한국 경기 부진(top)에 대한 우려 때문이라는 해석을 유지함. 2018 년 하반기부터 최근까지 은행업종지수와 국채 10 년물 금리, 은행업종지수와 장단기금리차 사이의 연동성은 더욱 높아지는 추세를 보이고 있음. 동시에 한국 주요 은행주의 PER 은 주요국 중 가장 낮은 5 배 수준으로, 동일한 이익에 대해 부여되는 가치 또한 절하됨. 본질가치 대비 과도하게 하락한 주가로 인해 대형 은행 5 사의 평균 기대 배당수익률은 2019 년 4.6%, 2020 년 4.8%까지 높아진 상황. 경기 회복의 시그널이 포착될 때, 은행주의 반등 여지는 매우 높은 것으로 판단함

눈높이는 다소 낮춰야 할 1분기

1Q19 실적 시장 전망치 평균 3% 하회 전망

SK증권 커버리지 은행 5사의 1Q19 합산 지배주주 순이익은 3조 3,679억원 (-6.3% YoY, +127.9% QoQ)으로 시장 컨센서스를 4% 하회할 전망이다. 1Q18 주식시장 호황과 신탁잔고 증가로 수수료수익(브로커리지+신탁보수)이 역대 최대 수준이었던 점과 조달비용률 상승에 따른 이자마진 부진을 고려하면 YoY 감익은 불가피한데, 이는 예상되었던 부분이다. 기존 기대치를 하회하는 가장 큰 원인은 비은행 업황의 부진과 일부사의 일회성 요인에 따른 것으로 판단한다. 1Q19 순이자마진은 시중은행 4곳이 1~2bp QoQ 하락, 기업은행은 전분기와 같은 수준으로 가정했고 은행 원화대출 성장률은 2018년 높은 대출증가를 나타낸 국민은행과 하나은행이 1% QoQ 미만, 우리은행과 기업은행은 1%대 중반 QoQ, 신한은행이 2% QoQ로 예상된다. 5사 평균 분기 대손비용률은 0.35%로 기저가 낮은 1Q18 대비 4bp 상승할 것으로 추정한다.

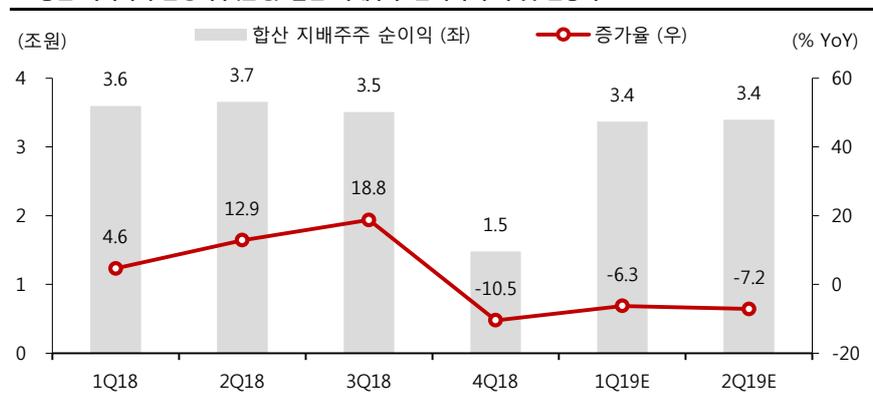
당분기 특이요인으로는 1) 신한지주의 오렌지라이프 편입에 따른 지배 순익 410억원 증가, 2) 하나금융지주의 임금피크제 인원 증가에 따른 인건비 추가 소요 800억원, 3) 하나금융지주의 부의 영업권 상각 감소에 따른 비용 감소 250억원, 4) 우리금융지주의 회계처리 변화에 따른 지배 순익 감소 가능성 등을 반영했다. (상세실적 4p 참조)

SK 증권 커버리지 은행지주(은행)의 1Q19 이익 전망치 및 시장 컨센서스

(단위: 십억원)	1Q19E	4Q18	QoQ (%)	1Q18	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
신한지주	891.4	513.3	73.6	857.5	3.9	881.2	1.2
KB금융	867.9	199.6	334.7	968.2	-10.4	915.1	-5.2
하나금융지주	573.5	346.9	65.3	668.6	-14.2	630.2	-9.0
우리금융지주	506.8	115.6	338.6	589.7	-14.1	561.5	-9.7
기업은행	528.2	302.3	74.8	510.2	3.5	515.4	2.5
5사 합산	3,367.9	1,477.6	127.9	3,594.3	-6.3	3,503.4	-3.9

자료: FnGuide, SK증권

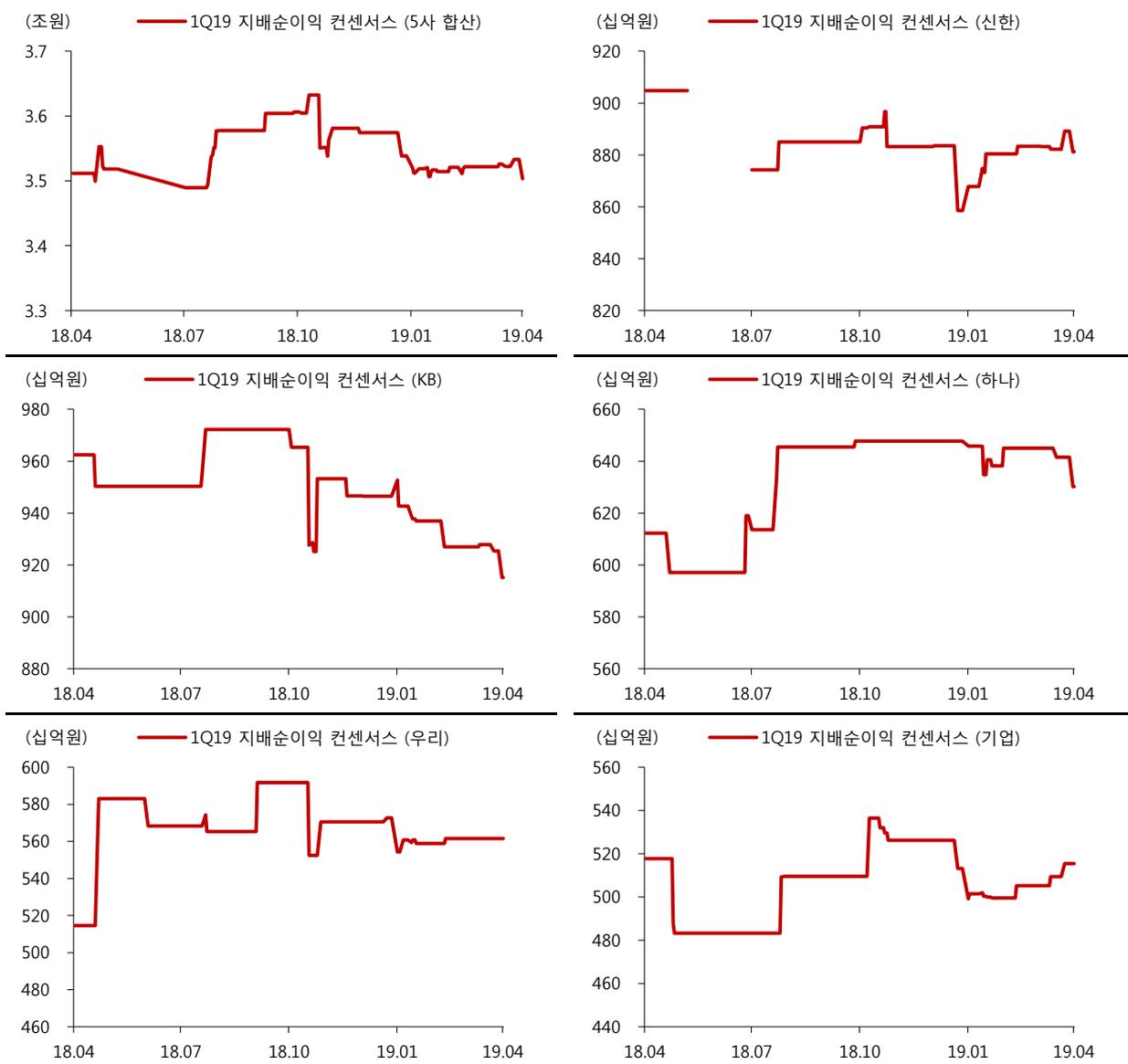
SK 증권 커버리지 은행지주(은행) 합산 지배주주 순이익 추이 및 전망치



자료: 각 사, SK증권

주요 은행주의 1Q19 실적 컨센서스는 현재보다 하향 조정될 가능성이 높다는 판단이다. 신한지주가 오렌지라이프 편입에 따라 이익 전망치가 상향 조정된 반면 KB금융은 비은행 실적 부진 우려가 반영되고 있고, 하나금융지주의 일회성 인건비용 및 우리금융지주의 회계처리 변경에 따른 변동요인(-)도 추가 반영될 여지가 높기 때문이다. 반면 전년동기에 대한 기저효과가 제한적인 기업은행은 안정적인 실적을 여전히 유지할 것으로 전망된다.

커버리지 은행주의 이익 컨센서스: 추가 하향 조정될 것으로 전망



자료 FnGuide, SK 증권

주: 우리금융지주 컨센서스는 구 우리은행(A000030) 데이터로 같음

커버리지 은행지주(은행) 실적지표

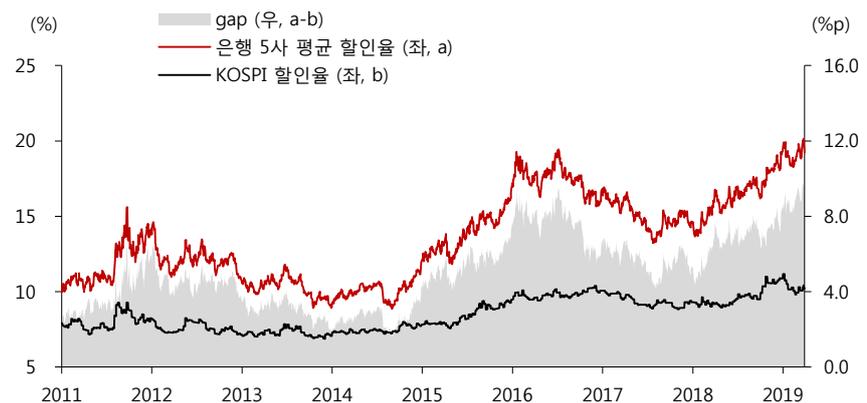
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	% YoY	% QoQ	
신한지주	일반영업이익	2,445	2,629	2,443	2,471	2,592	2,645	2,665	2,605	6.0	4.9
	판매관리비	1,087	1,126	1,089	1,439	1,131	1,149	1,144	1,425	4.0	-21.4
	총전영업이익	1,358	1,503	1,354	1,032	1,462	1,497	1,522	1,180	7.7	41.6
	총당금전입액	182	169	221	175	219	227	241	245	20.3	24.8
	영업이익	1,176	1,334	1,133	857	1,243	1,270	1,280	935	5.7	45.0
	지배 순이익	858	938	848	513	891	910	917	669	3.9	73.6
	은행 NIM (%)	1.61	1.63	1.62	1.61	1.61	1.60	1.59	1.59	-0.01	-0.01
	지주 판관비율 (%)	44.5	42.8	44.6	58.2	43.6	43.4	42.9	54.7	-0.9	-14.6
	지주 대손률 (%)	0.27	0.25	0.32	0.25	0.30	0.31	0.32	0.33	0.03	0.06
KB금융	일반영업이익	2,783	2,793	2,805	2,477	2,827	2,885	2,888	2,840	1.6	14.1
	판매관리비	1,392	1,352	1,331	1,892	1,433	1,433	1,417	1,741	3.0	-24.3
	총전영업이익	1,392	1,441	1,475	585	1,394	1,452	1,471	1,099	0.1	138.3
	총당금전입액	165	117	147	246	200	206	205	252	21.5	-18.7
	영업이익	1,227	1,324	1,328	339	1,194	1,246	1,266	847	-2.7	252.3
	지배 순이익	968	947	954	200	868	906	921	616	-10.4	334.7
	은행 NIM (%)	1.71	1.71	1.72	1.70	1.69	1.69	1.69	1.69	-0.02	-0.01
	지주 판관비율 (%)	50.0	48.4	47.4	76.4	50.7	49.7	49.1	61.3	0.7	-25.7
	지주 대손률 (%)	0.23	0.16	0.19	0.31	0.25	0.26	0.25	0.31	0.02	-0.06
하나금융	일반영업이익	1,895	1,863	1,940	1,849	1,982	2,027	2,046	2,020	4.6	7.2
	판매관리비	915	918	1,039	1,075	1,006	936	1,008	1,064	10.0	-6.4
	총전영업이익	980	946	900	775	976	1,091	1,038	956	-0.5	25.9
	총당금전입액	91	30	67	274	173	174	191	277	89.9	-37.0
	영업이익	889	915	833	501	803	917	847	678	-9.7	60.4
	지배 순이익	669	634	589	347	574	655	605	484	-14.2	65.3
	은행 NIM (%)	1.57	1.57	1.55	1.56	1.55	1.54	1.54	1.54	-0.02	-0.01
	지주 판관비율 (%)	48.3	49.2	53.6	57.4	50.8	46.2	49.3	52.7	2.5	-6.7
	지주 대손률 (%)	0.15	0.05	0.10	0.41	0.26	0.26	0.28	0.40	0.11	-0.16
우리금융	일반영업이익	1,683	1,663	1,668	1,681	1,716	1,722	1,736	1,734	1.9	2.1
	판매관리비	740	828	819	1,238	799	836	835	1,090	8.0	-35.5
	총전영업이익	944	835	849	442	917	886	901	644	-2.8	107.3
	총당금전입액	122	-151	83	274	162	164	165	233	31.9	-40.9
	영업이익	821	986	766	169	755	723	736	411	-8.0	347.2
	지배 순이익	590	716	598	116	507	483	493	259	-14.1	338.6
	은행 NIM (%)	1.50	1.52	1.53	1.53	1.51	1.51	1.51	1.51	0.01	-0.02
	지주 판관비율 (%)	43.9	49.8	49.1	73.7	46.6	48.5	48.1	62.8	2.6	-27.1
	지주 대손률 (%)	0.20	-0.25	0.13	0.45	0.27	0.26	0.26	0.37	0.06	-0.19
기업은행	일반영업이익	1,571	1,555	1,599	1,580	1,641	1,620	1,633	1,568	4.5	3.9
	판매관리비	540	624	530	605	562	649	551	641	4.0	-7.1
	총전영업이익	1,031	931	1,070	975	1,079	971	1,082	927	4.7	10.7
	총당금전입액	333	341	368	569	351	364	369	429	5.2	-38.4
	영업이익	698	590	702	407	729	608	713	498	4.5	79.2
	지배 순이익	510	422	520	302	528	440	517	361	3.5	74.8
	은행 NIM (%)	1.94	1.96	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	0.01	0.00
	지주 판관비율 (%)	34.4	40.1	33.1	38.3	34.2	40.0	33.7	40.9	-0.2	-4.0
	지주 대손률 (%)	0.68	0.68	0.72	1.01	0.67	0.69	0.70	0.80	-0.01	-0.34

자료 SK 증권 주 % YoY 및 % QoQ는 1Q19E 기준

여전히 강한 경기 우려가 은행주 할인율을 확대

은행주의 할인율(ROE 대비 PBR)은 여전히 확대 중이다. 할인율 상승의 주된 원인은 은행 자체의 펀더멘털 및 이익 창출력(bottom)보다 한국 경기 부진(top)에 대한 우려가 주된 주가 변수로 작용하고 있기 때문이라는 판단을 유지한다. 2018년 하반기부터 최근까지 은행업종지수와 국채 10년물 금리, 은행업종지수와 장단기금리차 사이의 연동성은 더욱 높아지는 추세를 보이고 있다. 동시에 한국 주요 은행주의 PER은 주요국 중 가장 낮은 5배 수준으로, 은행의 이익에 대해 부여되는 가치 또한 절하되어 있다. 이익 대비 하락한 주가 수준으로 인해 대형 은행주 5곳의 평균 기대 배당수익률은 2019년 4.6%, 2020년 4.8%까지 높아진 상황이다. 경기 회복의 시그널이 포착될 때, 은행주의 반등 여지는 매우 높은 것으로 판단한다.

커버리지 은행주와 KOSPI 할인율 비교: 은행 할인율 상승 및 KOSPI와의 valuation gap 확대 지속



자료 WiseFn, SK 증권

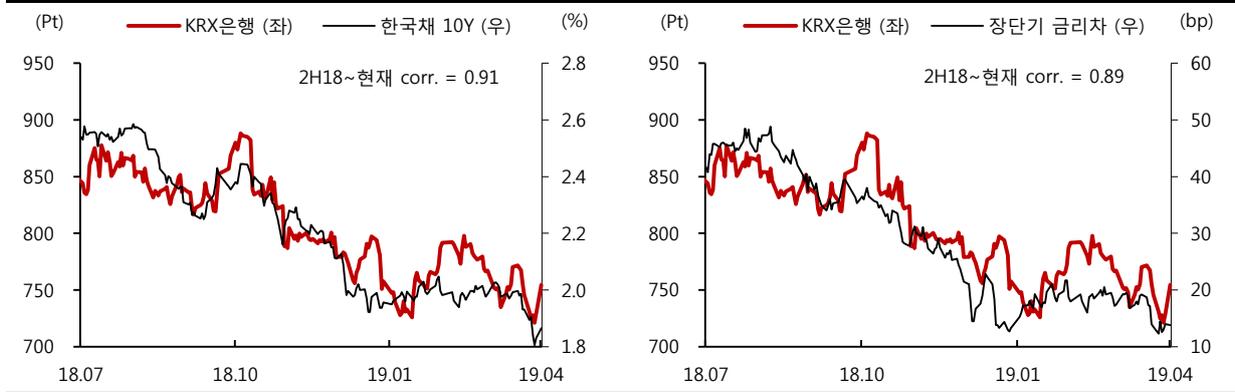
주: 할인율은 FY0~2 평균 ROE/12mf PBR로 산출

금리 하락이 장기화되던 시기의 할인율 최고치를 상회



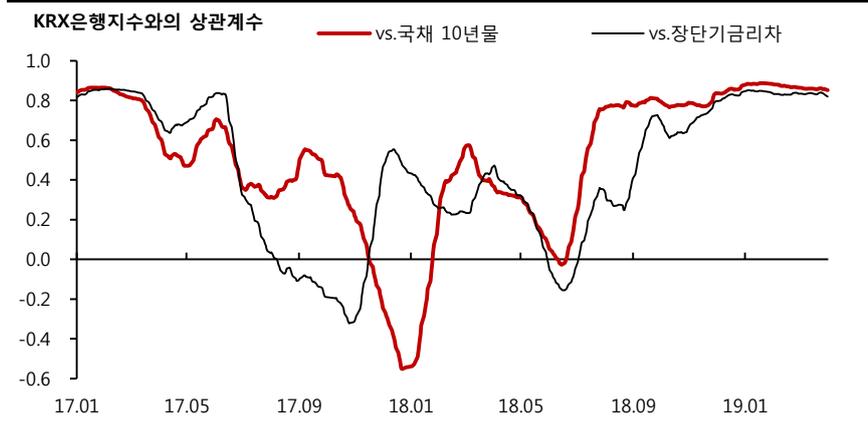
자료 금융투자협회, SK 증권

은행업종지수와 장기금리/장단기금리차: 2H18 이후 상관계수 0.9 지속



자료: 금융투자협회, SK 증권

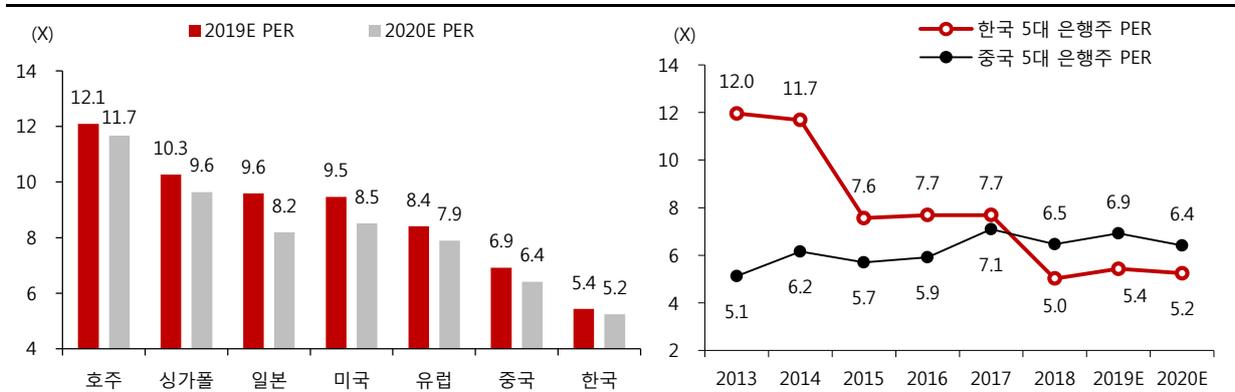
은행업종지수와 경기 전망은 2H18 부터 거의 동일한 움직임



자료: 금융투자협회, SK 증권

주: 직전 120 영업일 간의 상관계수 흐름

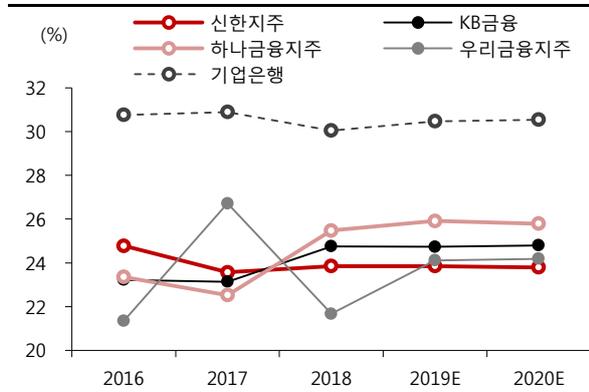
글로벌 은행주 PER 비교: PER의 차이는 곧 동일한 이익에 대해 부여된 가치의 차이... 한국 은행주는 주요국 중 최저 수준



자료: Bloomberg, SK 증권

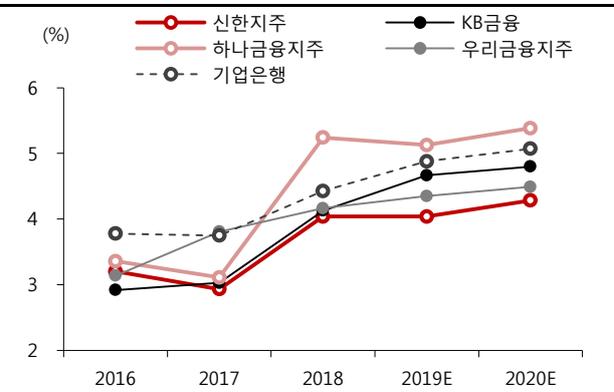
주: 국가별 시총상위 5개 은행주의 평균값 활용 (싱가폴은 3개 은행)

커버리지 은행주 배당성향



자료 WiseFn, SK 증권

커버리지 은행주 배당수익률



자료 WiseFn, SK 증권

주: 기업은행은 별도 배당성향이며, 2018 년은 소액주주 배당을 기준으로 함

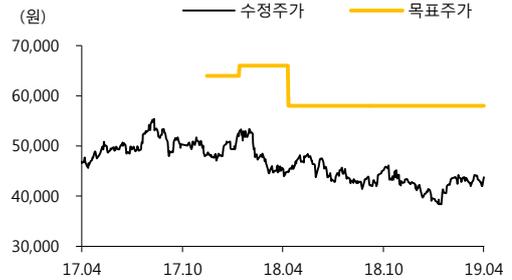
SK 증권 커버리지 은행별 Valuation table

	신한지주	KB금융	하나금융지주	우리금융지주	기업은행
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가 (원)	58,000	63,000	54,000	20,000	20,000
현재주가 (원)	44,800	45,000	39,000	14,250	14,550
상승여력 (%)	29.5	40.0	38.5	40.4	37.5
수정 EPS (원)					
2017	6,117	8,273	6,832	2,064	2,477
2018	6,595	7,748	7,375	2,831	2,902
2019E	7,099	8,490	7,614	2,587	2,972
2020E	7,513	8,709	8,063	2,663	3,111
수정 BPS (원)					
2017	69,210	85,302	80,654	30,249	29,937
2018	75,598	90,261	88,037	32,372	31,625
2019E	80,206	97,453	93,717	29,234	33,220
2020E	86,011	104,062	100,021	31,035	35,468
수정 ROE (%)					
2017	9.1	10.1	8.4	6.8	7.6
2018	9.2	8.8	8.5	9.0	8.3
2019E	9.5	9.0	8.2	8.3	8.2
2020E	9.3	8.6	8.1	8.7	8.0
수정 PER (x)					
2017	8.1	7.7	7.3	7.6	6.6
2018	6.0	6.0	4.9	5.5	4.8
2019E	6.2	5.2	4.9	5.5	4.8
2020E	5.8	5.1	4.7	5.3	4.6
수정 PBR (x)					
2017	0.71	0.74	0.62	0.52	0.55
2018	0.52	0.52	0.41	0.48	0.44
2019E	0.55	0.45	0.40	0.48	0.43
2020E	0.51	0.42	0.38	0.46	0.40

자료 SK 증권

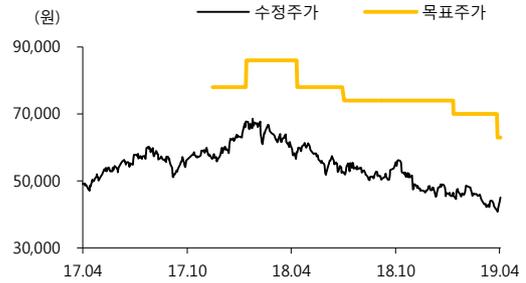
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.02	매수	58,000원	6개월		
2019.02.13	매수	58,000원	6개월	-25.02%	-16.55%
2019.01.14	매수	58,000원	6개월	-24.94%	-16.55%
2018.10.25	매수	58,000원	6개월	-24.63%	-16.55%
2018.10.05	매수	58,000원	6개월	-23.00%	-16.55%
2018.09.06	매수	58,000원	6개월	-22.94%	-16.55%
2018.07.25	매수	58,000원	6개월	-22.54%	-16.55%
2018.07.04	매수	58,000원	6개월	-21.12%	-16.55%
2018.04.22	매수	58,000원	6개월	-20.50%	-16.55%
2018.04.13	매수	58,000원	6개월	-21.24%	-20.52%
2018.02.08	매수	66,000원	6개월	-27.57%	-19.09%

신한지주



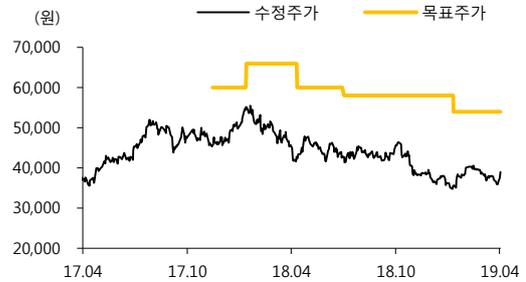
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.02	매수	63,000원	6개월		
2019.04.01	매수	63,000원	6개월	-30.16%	-30.16%
2019.02.10	매수	70,000원	6개월	-35.96%	-30.57%
2019.01.14	매수	70,000원	6개월	-33.29%	-30.57%
2018.10.26	매수	74,000원	6개월	-31.74%	-24.05%
2018.10.05	매수	74,000원	6개월	-28.88%	-24.05%
2018.07.20	매수	74,000원	6개월	-28.92%	-24.19%
2018.07.04	매수	74,000원	6개월	-26.96%	-25.14%
2018.04.20	매수	78,000원	6개월	-27.40%	-21.41%
2018.04.13	매수	78,000원	6개월	-23.69%	-23.08%
2018.02.09	매수	86,000원	6개월	-26.37%	-20.23%
2018.01.15	매수	86,000원	6개월	-23.03%	-20.23%
2017.11.16	매수	78,000원	6개월	-21.70%	-13.21%

KB 금융



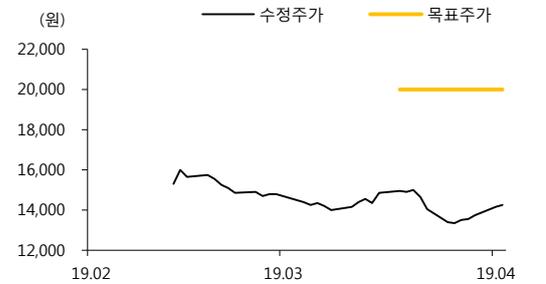
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.02	매수	54,000원	6개월		
2019.02.01	매수	54,000원	6개월	-29.10%	-24.91%
2019.01.14	매수	54,000원	6개월	-29.78%	-26.02%
2018.10.29	매수	58,000원	6개월	-29.24%	-20.00%
2018.10.01	매수	58,000원	6개월	-25.14%	-20.00%
2018.07.23	매수	58,000원	6개월	-25.37%	-21.72%
2018.07.04	매수	58,000원	6개월	-26.15%	-24.22%
2018.04.22	매수	60,000원	6개월	-25.47%	-20.17%
2018.04.13	매수	60,000원	6개월	-26.76%	-25.00%
2018.02.05	매수	66,000원	6개월	-26.21%	-15.91%
2018.01.15	매수	66,000원	6개월	-20.00%	-15.91%
2017.11.16	매수	60,000원	6개월	-18.16%	-8.00%

하나금융지주



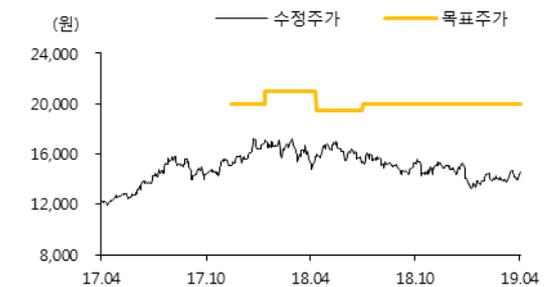
일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.02	매수	20,000원	6개월		
2019.03.20	매수	20,000원	6개월	-30.34%	-25.00%

우리금융지주



일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.02	매수	20,000원	6개월		
2019.02.12	매수	20,000원	6개월	-26.63%	-19.75%
2019.01.14	매수	20,000원	6개월	-26.00%	-19.75%
2018.11.29	매수	20,000원	6개월	-25.37%	-19.75%
2018.10.26	매수	20,000원	6개월	-24.65%	-19.75%
2018.10.01	매수	20,000원	6개월	-24.57%	-19.75%
2018.07.27	매수	20,000원	6개월	-24.12%	-19.75%
2018.07.04	매수	20,000원	6개월	-21.65%	-19.75%
2018.04.27	매수	19,500원	6개월	-17.08%	-12.82%
2018.04.13	매수	19,500원	6개월	-17.23%	-14.10%
2018.02.12	매수	21,000원	6개월	-22.60%	-18.10%
2018.01.15	매수	21,000원	6개월	-20.98%	-18.57%
2017.11.16	매수	20,000원	6개월	-19.45%	-14.00%

기업은행



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----