



INDUSTRY ANALYSIS

은행(비중축소)

PBR이 아닌 배당이 주가를 좌우한다

은행업종 '비중축소' 제시, 배당을 크게 늘리지 않으면 주가 상승 어려울 것
PBR 접근법이 아닌 배당할인모형으로 은행의 주식가치를 평가하자
은행업종 Top Picks는 KB금융과 JB금융지주

금융대체투자. 구경희, 3773-9083

SK INDUSTRY Analysis



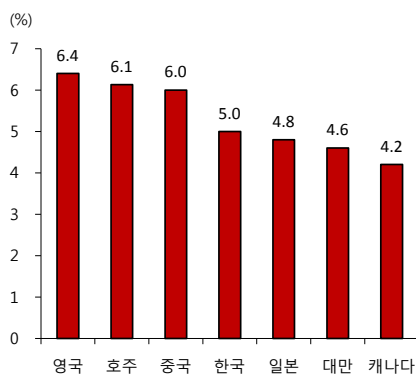
Analyst

구경회

kh.koo@sksec.co.kr

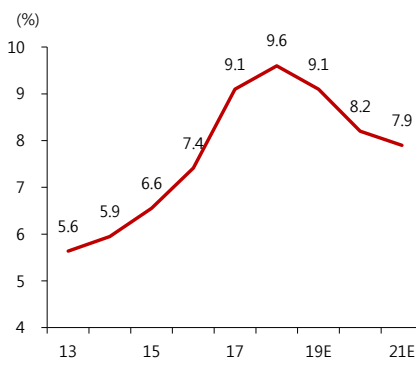
02-3773-9083

주요 국가별 은행주 배당수익률(2019E)



자료: Bloomberg, SK 증권

은행업종 ROE 추이



자료: 각 기업 SK 증권 추정

은행

PBR 이 아닌 배당이 주가를 좌우한다

은행업종에 대해 '비중축소' 의견을 제시. 그 이유는 1) 초저금리 장기화, 2) 이익 모멘텀 열위, 3) 시장 기대치에 부응하지 못하는 배당 등임. 은행주가 지닌 '저가 메리트'라는 강점 하나로 많은 약점들을 상쇄하기는 어려움. 이제 은행주에 대해 PBR 접근법이 아닌 배당할인모형을 적용해야 한다고 판단. Top Picks는 배당 확대 여력이 큰 KB 금융 (105580, TP 54,000 원)과 JB 금융지주(175330, TP 7,400 원)

은행업종에 대해 '비중축소 (Underweight)' 의견을 제시

최근 급락으로 인한 단기 반등이 예상되나, 장기적으로 KOSPI 수익률을 상회하지 못할 전망이다. 부정적인 View를 제시하는 이유는 1) 초저금리 장기화로 미래 성장성에 대한 기대치가 낮아졌고, 2) 2020년 이익 모멘텀이 타 업종에 비해 열위에 있기 때문이다. 그리고 무엇보다 3) 시장 기대치만큼 배당을 늘리기 어렵다는 점이 큰 약점이다. '저가 메리트' 하나로 많은 약점들을 상쇄하기는 힘들다고 판단한다.

PBR 접근법이 아닌 배당할인모형으로 은행의 주식가치를 평가하자

국내 은행주의 문제점은 산업이 성숙기에 진입했음에도 불구하고 주주 배당 확대에 소극적이라는 점이다. 순자산가치가 계속 쌓인다 해도 ROE의 하락 때문에 주주들의 만족도가 높아지기 어렵다. SK 증권 리서치센터는 은행의 주식가치를 평가할 때 배당할인모형 (Dividend Discount Model)을 사용하는 것이 적절하다고 판단한다.

배당을 크게 늘리지 않으면 주가 상승 어려워

은행업종의 2019년 예상 배당수익률이 5.0%에 달하지만, 다른 나라에 비해 메리트가 큰 것은 아니다. 영국과 호주 은행들의 배당수익률은 6%를 상회한다. 국내 은행들의 배당성향이 과거보다 높아진 것은 사실이나, 글로벌 기준으로 보면 아직도 낮은 편에 속한다. 은행들도 투자자들의 높아진 배당 요구에 부응할 필요가 있다.

자본 증가에도 이익 정체가 예상되어 ROE는 하락할 전망

은행업종 순이익은 2019년 13.9조원에서 2020년 13.4조원, 2021년 13.7조원으로 정체될 전망이다. 순이자마진 축소, 대손비용률 상승 등을 감안한 결과다. 자기자본은 늘어나는데 이익이 정체되어 ROE는 하락할 전망이다. 은행업종 ROE는 2018년 9.6%에서 2019년 9.1%, 2020년 8.2%로 점차 낮아질 것으로 예상된다.

은행업종 Top Picks는 KB 금융(105560)과 JB 금융지주(175330)

KB 금융은 국내 대형 은행지주 중에서 주주 환원 정책에 가장 전향적인 자세를 유지 중이다. 자본적정성에 여유가 많아 SK 증권 리서치센터가 중시하는 '장기 배당확대 가능성'이라는 조건에 부합한다. JB 금융지주는 지주회사 전환 이후 자본적정성 문제가 항상 있었으나, 최근 보통주자본비율 상승으로 다소 여유가 생겼다. 2021년에는 배당성향이 20% 이상으로 예상되어 타 은행 대비 배당 증가율이 높은 편이다.

Contents

1. 결론 및 요약	3
2. 은행주 평가의 기준은 배당이 되어야 한다	5
3. 업황은 정체될 전망	14
4. 은행업종 투자의견 '비중축소'	20
Company Analysis	25
KB 금융 (105560, 매수, TP 54,000 원)	26
신한지주 (055550, 중립, TP 47,000 원)	31
하나금융지주 (086790, 중립, TP 38,000 원)	36
우리금융지주 (316140, 중립, TP 13,200 원)	41
기업은행 (024110, 중립, TP 14,000 원)	46
BNK 금융지주 (138930, 중립, TP 7,800 원)	51
DGB 금융지주 (139130, 중립, TP 7,800 원)	56
JB 금융 (175330, 매수, TP 7,400 원)	61

Compliance Notice

- 작성자(구경희)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 결론 및 요약

(1) 은행업종에 '비중축소(Underweight)' 의견 제시

은행업종에 대해 '비중축소(Underweight)' 의견을 제시한다. 그 이유는 1) 초저금리 장기화로 미래 성장성에 대한 기대치가 낮아졌고, 2) 2020 년 이익 모멘텀이 다른 업종에 비해 열위에 있기 때문이다. 그리고 무엇보다 3) 시장이 기대하는 수준으로 배당을 늘리기 어렵다는 점이 가장 큰 약점이다. 그리고 4) 경기에 후행하는 특성상 2020 년 대 손비용이 늘어날 가능성도 있다. 은행주의 대표적인 강점인 '저가 메리트' 하나로 앞에서 거론한 약점들을 모두 상쇄할 수는 없다. 최근 급락으로 인한 단기 반등 가능성은 있으나, 장기적으로 시장 상승률을 상회하기 어려울 것으로 본다.

(2) 은행의 주식가치를 PBR 이 아닌 배당 중심으로 보자

2001~2009 년에는 은행 PBR 이 ROE 와 매우 높은 상관관계를 보였다. 따라서 ROE 와 BPS 를 이용한 PBR 모델이 은행의 주식가치를 평가하는 핵심이었다. 그런데 2013 년 이후 은행업종의 PBR 과 ROE 는 별 연관성을 보이지 못하고 있다. 이는 투자자들이 은행을 평가하는 기준이 과거와 달라졌다는 것을 의미한다.

국내 은행주의 문제점은 산업이 성숙기에 진입했음에도 불구하고 주주 배당 확대에 소극적이라는 점이다. 이는 자기자본(BPS)이 계속 쌓인다 해도 ROE 의 하락을 불러오기 때문에 주주들의 만족도가 낮아질 수 있다. 이제부터는 은행의 주식가치를 평가할 때 BPS, EPS 보다 주당배당금이 더 중요해질 것이다. SK 증권 리서치센터는 은행의 주식가치를 평가할 때 배당할인모형(Dividend Discount Model)을 사용하는 것이 적절하다고 판단한다.

(3) 배당성향을 높이지 않으면 주가 상승 어렵다

국내 은행업종의 2019 년 예상 배당수익률이 5.0%에 달하지만, 다른 나라 은행주와 비교하면 특별한 매력은 없다. 영국과 호주 은행들의 배당수익률은 6%를 상회한다. 국내 은행들의 2019 년 예상 배당성향은 24.8%다. 과거에 비해서 높아진 것은 사실이나 글로벌 기준으로 보면 아직도 낮다. 과거에는 1) 높은 자산성장률, 2) 낮은 자본적정성을 감안하여, 투자자들이 낮은 배당성향을 이해해 주었다. 하지만 이제 국내 은행주는 자본적정성도 충분하고 고성장에 대한 기대감도 낮다. 투자자들은 국내 은행주에 대해 선진국처럼 40% 이상의 배당성향을 기대하고 있다. 은행들도 투자자들의 높아진 배당요구에 부응할 필요가 있다.

(4) 2020 년 순이익의 정체, ROE 의 하락

은행업종의 순이익은 2019 년 14.0 조원에서 2020 년 13.6 조원, 2021 년 13.9 조원으로 정체될 전망이다. 이는 건물 매각 이익 등 1 회성 요인을 제거한 수정순이익 기준이다. 이익 정체는 순이자마진 축소, 대손비용률 상승 등을 감안한 결과다. 자기자본은 지속적으로 늘어나는데 이익이 정체되기 때문에 ROE 는 하락할 전망이다. 은행업종 ROE 는 2018 년 9.6%에서 2019 년 9.1%, 2020 년 8.2%로 점차 낮아질 것으로 예상된다. 이익의 정체 과정에서 ROE 의 하락을 방어하기 위해서는 적극적인 주주환원(배당 증가, 자사주 매입·소각)이 필요하다.

(5) Top Picks: KB 금융, JB 금융지주

은행업종 Top Picks 로 KB 금융(105560, '매수', TP 54,000 원)과 JB 금융지주(175330, '매수', TP 7,400 원)를 제시한다. KB 금융은 국내 대형 은행지주 중에서 배당확대, 자사주 매입 등 주주 환원 정책에 가장 전향적인 자세를 유지 중이다. 보통주자본비율이 14.1%로 D-SIB(시스템적 중요 은행)의 기준치 9%를 크게 상회할 뿐 아니라 장기적인 배당 확대 여력이 넉넉하다. SK 증권 리서치센터가 중시하는 '장기 배당확대 가능성'이라는 조건에 부합한다.

JB 금융은 2018 년 기준으로 가장 낮은 배당성향(14.7%)을 보이고 있다. 이는 지주회사 전환 이후 '낮은 자본적정성' 문제가 계속 남아 있었기 때문이다. 하지만 2019 년 6 월 기준 보통주자본비율이 9.6%로 상승했으며, 장기적으로는 내부등급법을 적용하면 추가 상승할 가능성이 높다. 2021 년 경에는 배당성향이 20% 이상으로 상승하면서 타 은행 대비 배당 증가율이 높을 전망이다.

(6) 투자의견 높이려면 금리 상승, 배당 확대, 부동산 급등이 필요

현재 부정적인 은행업종의 투자의견을 상향조정하기 위해서는 다음과 같은 세가지 조건이 필요하다. 첫째, 금리가 상승 추세로 반전되어야 한다. 둘째, 은행들이 지금까지와는 획기적으로 다른 배당 확대 정책을 주주들에게 제시해야 한다. 셋째, 부동산 가격이 추가로 급등하여 장기적인 대출 성장에 대한 투자자들의 기대감이 확대되어야 한다. 이 세 가지 요인이 어느 정도 충족될 경우 은행업종의 투자 매력도는 크게 개선될 것이다. 이 세 가지 요건 중에서도 가장 중요한 것은 배당 확대다.

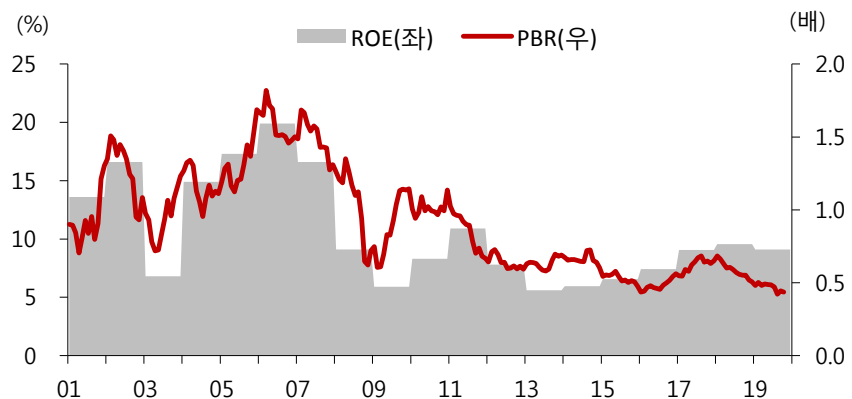
2. 은행주 평가의 기준은 배당이 되어야 한다

(1) PBR 모델의 유효성이 낮아지고 있다

일반적으로 국내 주식시장에서 은행주 (은행, 은행 지주회사)를 평가할 때에는 (1) PBR 또는 (2) RIM (Residual Income Model)을 이용한 밸류에이션이 주로 행해지고 있다. 이 두 가지 방법의 공통점은 주주들의 요구수익률 대비 ROE 가 어느 정도인지에 따라 순자산가치(BPS)에 비례한 멀티플(Multiple)을 적용하는 것이다. 일반 기업에 많이 사용하는 EPS, Free Cash Flow 를 이용하기에는 금융업의 수익 구조가 맞지 않는다는 것도 BPS 와 ROE 를 많이 사용하는 이유다.

그렇다면 ROE 와 BPS 를 중시하는 밸류에이션 모델이 현재 은행의 주가를 잘 설명하고 있을까? 예전에는 국내 은행들에게 PBR 모형은 매우 유효했다. 아래 그림에서 보듯이 2001~2009 년에는 은행들의 PBR 이 ROE 와 매우 높은 상관관계를 보인 바 있다. 은행주의 PBR 등락은 거의 ROE 의 변화에 의해 움직인 셈이다.

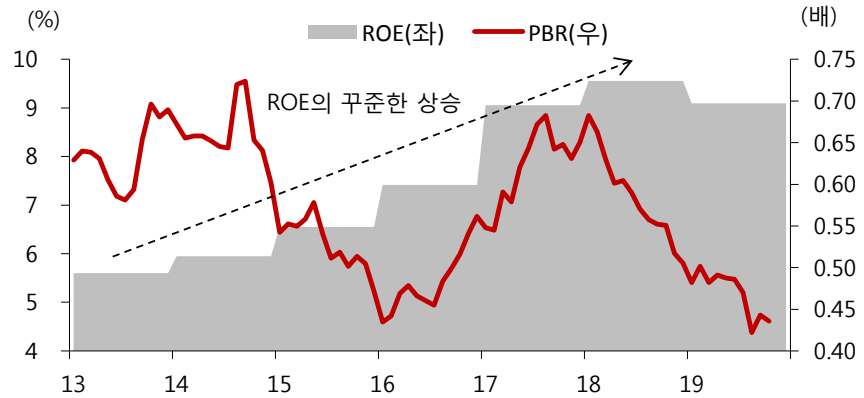
국내 은행업종의 ROE 와 PBR 추이



자료: 각 은행, KRX, SK 증권

그런데 2013 년 이후 은행업종의 PBR 과 ROE 는 별 연관성을 보이지 못하고 있다. 다음 그래프에서 보듯이 은행업종의 ROE 는 2013 년을 바닥으로 2018 년까지 5 년 연속 상승세를 보였다. 그럼에도 불구하고 같은 기간 동안 은행업종의 PBR 은 0.6~0.7 배에서 오히려 0.4~0.5 배로 하락했다. 특히 2014~2016 년의 PBR 하락은 두드러질 정도다. 이는 투자자들이 은행을 평가하는 기준이 BPS 와 ROE 에서 '배당'으로 서서히 변화한 것이라고 생각한다.

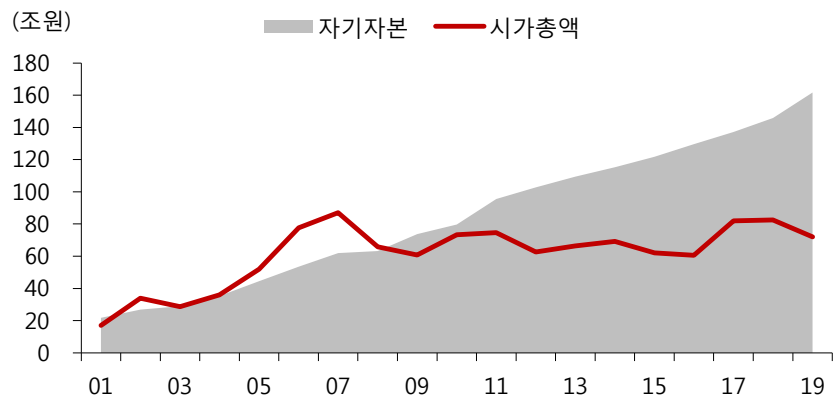
2013 년 이후 국내 은행업종의 ROE 와 PBR 추이



자료: 각 은행 KRX, SK 증권 추정

국내 상장 은행들의 자기자본은 2000 년 이후 매년 꾸준히 증가해 왔다. 이로 인해 은행업종의 시가총액도 2007 년까지 크게 늘어난 바 있다. 그러나 금융위기가 끝난 2010 년 이후 은행업종의 자기자본은 꾸준히 증가한 반면, 시가총액은 96 조원을 고점으로 주로 60~90 조원의 밴드 내에서 움직였을 뿐이다. 2013 년 이후 ROE 의 상승세에도 불구하고 BPS (자기자본)의 증가는 은행 주가에 큰 영향을 미치지 못했다. 이렇기 때문에 SK 증권 리서치센터는 ROE 를 감안한 PBR 로 은행의 주식가치를 평가하는 것에 대해 의구심을 갖게 되었다. PBR 밸류에이션이 주식 가치를 설명하는 중요한 방법이라는 것에는 동의한다. 하지만 투자자들이 은행주를 평가하는 시각의 변화를 감안할 때, 은행주를 “ROE 대비 PBR 이 낮으니 사자”고 추천하는 것에는 동의하기 어렵다.

은행 시가총액과 자기자본 추이



자료: 각 기업 KRX, SK 증권

(2) 장기 PER 지지선도 붕괴

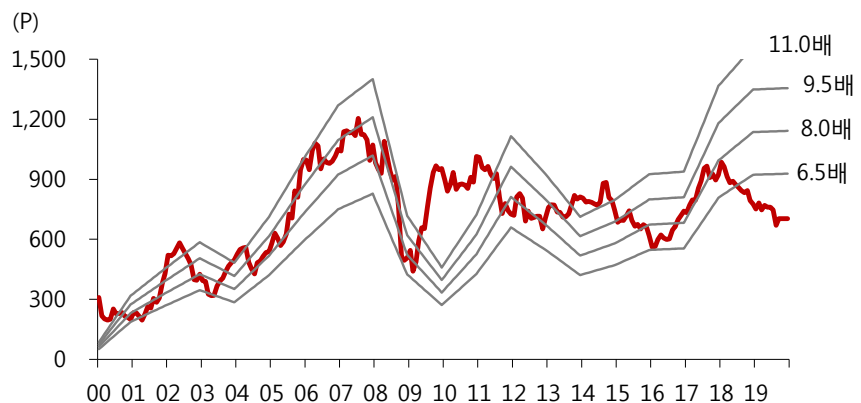
국내에서는 은행주를 평가할 때 PER 를 잘 사용하지 않는다. 금융환경에 따라 순이익의 변화가 컸기 때문이다. 하지만 2010 년 이후에는 이익의 안정성이 높아졌기 때문에 참고 지표로 PER 를 점검해 볼 필요는 있다. PER 로 본 한국의 은행주는 2018 년부터 장기 지지선(6.5 배)이 붕괴되었다. 2000 년 이후 한국의 은행업종은 이익 급감으로 인한 일시적인 시기를 제외하고 PER 밴드가 6.5~11.0 배에서 형성된 바 있다. 하지만 2019 년(E) 은행업종 PER 는 5.0 배로, 기존의 시각으로는 이해하기 힘든 수준이다. SK 증권 리서치센터는 1) 이익 증가율에 대한 기대감 하락과 함께 2) '주주들에게 돌려주지 않는 이익 (내부유보)'에 대한 디스카운트가 급격히 확대된 결과라고 본다.

국내 은행업종 PER 추이



자료: 각 은행 KRX, SK 증권 추정

KRX 은행업종지수와 은행업종 PER 밴드



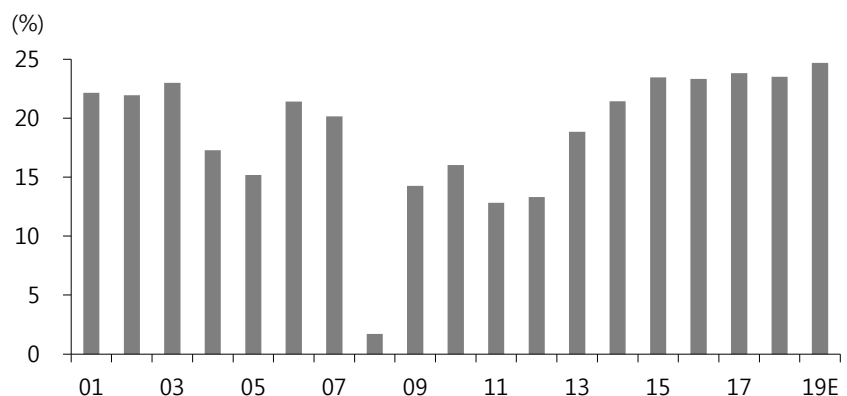
자료: 각 은행 KRX, SK 증권 추정

(3) 배당을 획기적으로 늘릴 필요가 있다

최근 몇 년간 은행의 PBR 밸류에이션이 왜 맞지 않는 것일까? 은행에게 있어서 자기 자본과 ROE가 중요한 것은 자기자본을 바탕으로 레버리지를 일으켜서 이자마진을 얻는 은행 본연의 수익구조상 당연한 일이다. ROE는 자기자본의 증가 속도를 의미하므로 ROE가 높을수록 현재 자기자본(BPS)에 대한 Multiple(PBR)을 높게 주는 것은 합리적이다. ROE는 1) 주주 배당 또는 2) 미래 성장을 위한 재원인 것이다. 그런데 국내 은행주의 문제점은 자기자본을 계속 쌓아 가면서 주주 배당 확대에 소극적이라는 점이다. 국내 은행산업이 성장단계에 있다면 이해할 수 있지만, 성숙기에 들어선지 한참 되었는데도 여전히 평균 배당성향은 20%대에 머무르고 있다. 상장 은행주의 가중평균 배당성향은 2015년 23.5%, 2016년 23.3%, 2017년 23.8%, 2018년 23.5%, 2019년(E) 24.7%로 상승 속도가 느리다.

국내 은행업종의 배당성향이 높아진 것은 사실이다. 하지만 최근의 배당성향은 호황기였던 2000년대 초반과 비슷한 수준일 뿐이다. 과거에는 1) 높은 자산성장률에 대한 기대감, 2) 낮은 자기자본비율을 감안하여 투자자들이 20%대의 낮은 배당성향을 이해해주었다. 하지만 이제 국내 은행주는 자본적정성도 충분하고 고성장에 대한 기대감도 낮다. 투자자들은 국내 은행주에 대해 선진국처럼 40% 이상의 배당성향을 기대하고 있다. 은행들도 투자자들의 높아진 배당요구에 부응할 필요가 있다.

은행업종 배당성향 추이



자료: 각 기업 SK증권 추정

(4) 배당할인모형으로 은행주를 평가하자

투자자들은 국내 은행들의 'BPS 증가'에 대해 더 이상 높은 점수를 주지 않고 있다. 이제 국내 은행주를 평가할 때 BPS, ROE 보다는 배당을 중시할 필요가 있다. SK 증권 리서치센터는 이제부터 은행주를 주식가치를 평가할 때 배당을 감안한 '배당할인모형'을 적용한다. 대략의 밸류에이션 방법은 다음 표와 같다.

국내 은행주를 평가할 때 사용할 배당할인모형

$$P_0 = D_1 / (K_e - g)$$

- P_0 은 현 시점에서의 목표주가
- D_1 은 다음 연도의 배당금
- K_e 는 주주요구수익률 [무위험수익률 + (베타 x 리스크프리미엄)]
- g 는 배당의 영구성장률

자료 SK 증권

(5) 배당수익률이 높으니 사야 한다는 단순 논리를 피하자

2008 년 0.2%를 저점으로 국내 은행들의 배당수익률은 꾸준히 상승했다. 2019 년 SK 증권이 예상하는 은행업종 배당수익률은 5.0%다. 현재 많은 주식분석가들이 국내 기준으로 높은 배당수익률을 근거로 은행주를 사야 한다는 시각을 제시하고 있다.

하지만 일반적으로 주식시장에서 배당수익률이 높을 경우, 그 이유는 배당금의 증가 때문이 아니라 주가가 하락했기 때문인 경우가 많다. 향후 주가에 중요한 것은 현재의 배당수익률이 아니라 '배당금의 성장률을 감안한 배당수익률'이 중요하다. 이를 위해서는 현재의 배당수익률 뿐 아니라 배당금의 성장성을 계산해야 한다. 현재 아무리 배당수익률이 높다고 해도 향후 배당 증가율이 낮거나 감소할 것으로 예상된다면 주가 상승의 가능성이 낮아진다. 현재 은행주가 처한 상황은 이러한 모습에 가깝다.

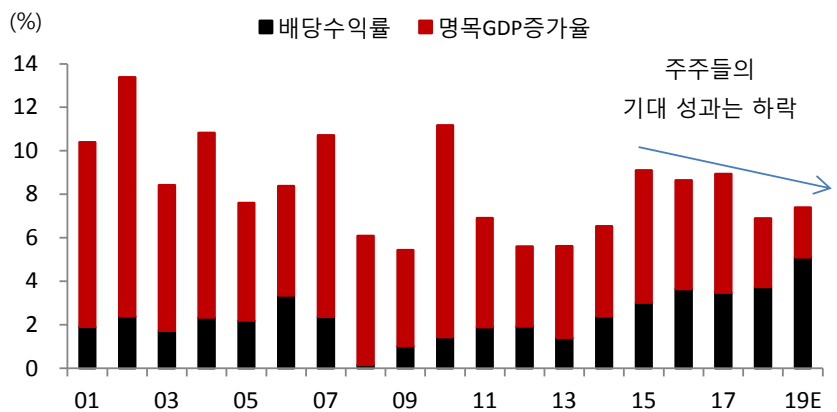
은행업종 평균 배당수익률



자료: 각 기업 SK 증권 추정

단순히 현재 배당수익률로만 투자 여부를 판단하면 안 되는 이유는 다음과 같다. 배당금을 중심으로 은행 주주들의 수익 기대치를 측정하면 (1) 배당수익률과 (2) 배당의 성장률로 나눌 수 있을 것이다. 배당 성장률의 기대치가 명목 GDP 증가율과 같다고 가정해 보자. 아래의 그림은 은행주의 배당수익률과 명목 GDP 증가율을 같이 그린 것이다. 2019년 은행의 배당수익률은 매우 크게 높아졌지만 명목 GDP 증가율이 2015~2017년에 비해 크게 낮아졌다. 그 결과 2015년 이후에 배당수익률이 상승했음에도 불구하고 배당 성장률에 대한 기대감이 낮아지면서 은행 주주들의 총 기대 성과는 낮아진 것이다. 결국 주주에게는 배당금의 증가율이 중요하고, 배당금 증가를 위해서는 거시적인 요인(GDP, 금리 등)과 미시적인 요인(은행의 배당정책)이 동시에 중요한 것이다.

은행업종의 배당수익률과 명목 GDP 증가율의 합

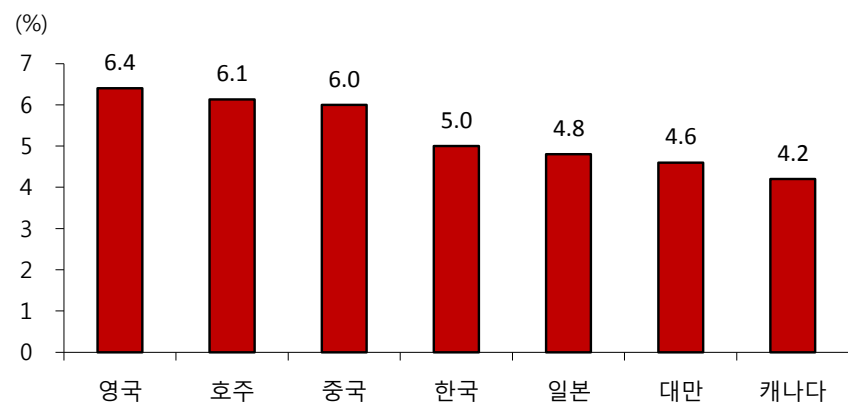


자료: 각 기업 통계청, KRX, SK 증권 추정

(6) 해외 은행들에 비해 돋보이지 않는 배당수익률

일부에서는 은행주의 배당수익률이 5%에 달하니 매우 저평가되어 있다고 보는 시각들이 많다. 그러나 눈을 해외로 돌려보면 주요국들의 은행주 배당수익률은 4%를 넘는 경우가 대부분이고 6%를 상회하는 나라들도 있다. 영국과 호주 은행들의 배당수익률은 6%를 상회하고, 배당성향이 50%대인 대만, 캐나다의 배당수익률도 4%를 상회하고 있다. 한국의 경우에는 중국, 일본과 함께 배당성향이 40%를 하회하는 국가에 속하는데, 한중일 3개국 은행주는 PBR, PER가 낮아서 배당수익률이 높게 나타나는 공통점이 있다. 결론적으로 국내 시장만 보면 은행주의 배당수익률이 매력적으로 보일 수 있으나, 글로벌 은행주 차원에서 판단할 경우 한국의 은행주는 별로 돋보이지 않는다.

주요 국가별 2019년 은행업종의 배당수익률



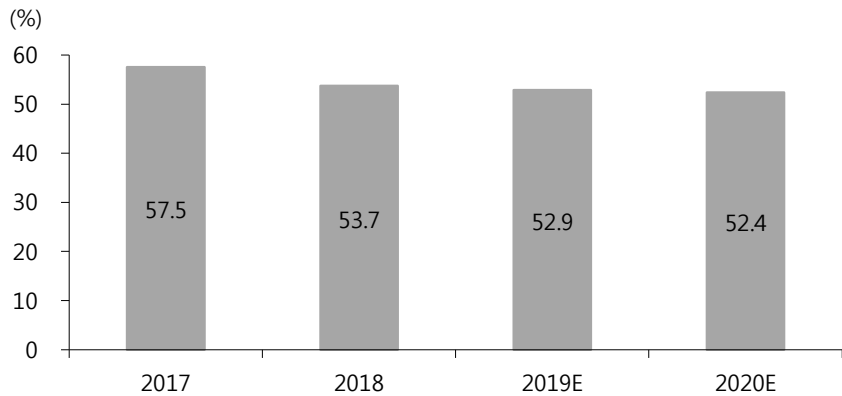
자료 : Bloomberg, 각 회사, SK 증권 추정 (한국)

주: 주가는 10월 14일 기준, 각국별 시총 상위 5개 은행들의 2019년 컨센서스를 가중평균 (한국은 SK 증권 추정치)

국내 은행들의 배당 수준을 해외 은행들과 상세히 비교해볼 필요가 있다. 가급적이면 한국과 비슷한 상황에 처해 있는 국가의 은행주와 비교하는 것이 적절하다. 한국의 은행들과 비슷한 국가를 찾기는 어렵지만, SK 증권 리서치센터의 판단으로는 지리적, 문화적으로 가까운 대만의 은행지주회사들과 비교하는 것이 적절하다고 본다.

대만의 금융주는 은행과 보험업을 겸영하는 금융 지주회사들이 시가총액 상위를 차지하고 있다. 은행업에 대한 의존도가 절대적인 국내 은행지주회사들과는 달리 보험, 증권업 등에 사업 포트폴리오가 분산되어 있는 편이다. 대만 증지에서 시가총액 상위 6개 금융지주사의 배당성향은 2018년 기준으로 한국의 두 배가 넘는 평균 53.7% (가중평균)에 달한다.

대만 6 대 은행주의 연도별 가중평균 배당성향 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

대만 TAIEX 금융보험지수 시가총액 상위 6개사의 EPS와 주당배당금 추정

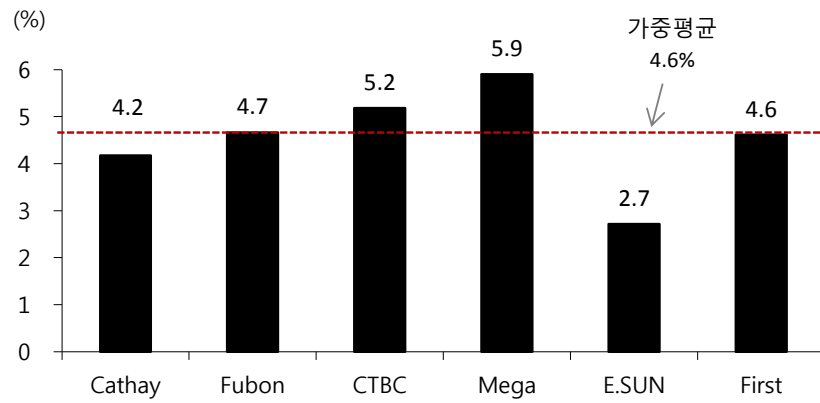
(단위: 대만달러)	항목	2017	2018	2019E	2020E
Cathay Financial Holdings	EPS	4.47	4.10	4.19	4.44
	주당배당금	2.50	1.50	1.73	1.85
Fubon Financial Holdings	EPS	5.19	4.52	4.91	5.26
	주당배당금	2.30	2.00	2.07	2.15
CTBC Financial Holdings	EPS	1.91	1.85	2.06	2.22
	주당배당금	1.08	1.00	1.07	1.13
Mega Financial Holdings	EPS	1.89	2.07	2.16	2.19
	주당배당금	1.50	1.70	1.70	1.70
E.SUN Financial Holdings	EPS	1.31	1.48	1.67	1.79
	주당배당금	0.54	0.66	0.72	0.77
First Financial Holdings	EPS	1.24	1.39	1.50	1.58
	주당배당금	0.88	0.99	1.02	1.08

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 2019~2020 년 추정치는 Bloomberg 컨센서스

2018 년 지배기업순이익이 한화로 약 2 조원 정도인 Cathay Financial 은 은행 자산 60 조원으로 국내 대형은행들에 비해서는 작은 수준이고, 오히려 보험자산이 은행자산을 상회한다. 6 개 대만 금융지주회사들의 2019 년 예상 ROE 는 9% 내외로 한국 (9.1% 추정)과 비슷하다. 그런데도 불구하고 현재 PBR 은 1.0 배로 한국의 두 배에 달한다. 대만 경제의 장기적인 GDP 성장률, 또는 금융자산의 증가율이 한국보다 높다고 보기 힘들다. 이런 상황 하에서 비슷한 ROE 를 가진 대만 은행지주회사들의 PBR 이 한국보다 월등히 높은 이유는 배당 외에 다른 요인으로 설명하기 어렵다.

대만 시가총액 상위 6개 은행주의 가중평균 배당수익률 (2019년)



자료 : Bloomberg, 각 기업

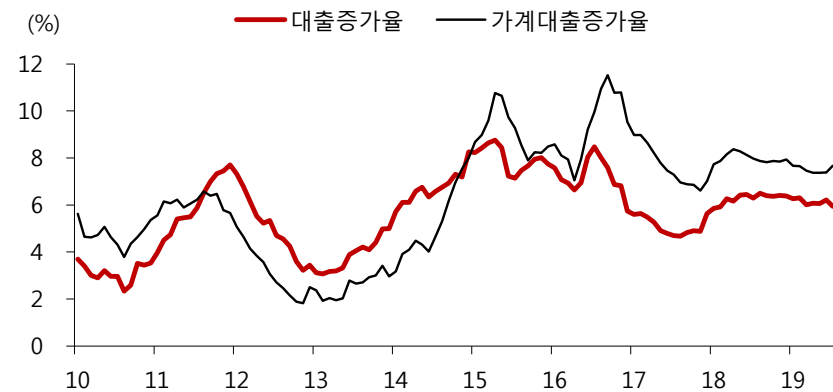
주: 주가는 10월 14일 기준, 2019년 Bloomberg 컨센서스 배당금을 사용

3. 업황은 정체될 전망

(1) 국내 은행의 높은 대출증가율은 주택가격 상승에 기인

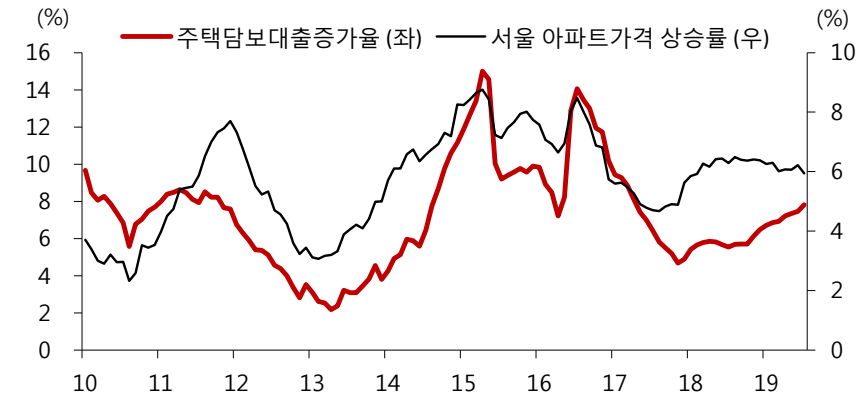
2014년부터 한 단계 상승한 은행의 대출증가율은 2019년 들어서도 높은 수준을 유지 중이다. 2019년 7월 기준 은행 대출증가율은 전년동기대비 5.9%인데, 가계대출증가율은 7.7%로 이를 크게 상회한다. 2014년 이후 국내 은행들의 대출증가율 상승은 서울을 중심으로 한 주택가격 상승으로부터 동력을 얻은 결과다. 2010년 이후 국내 주택담보대출 증가세는 서울지역 아파트 가격 상승률과 동행하고 있다.

국내 은행들의 대출증가율과 가계대출증가율 비교



자료: 한국은행, SK증권

국내 주택담보대출증가율과 서울 아파트가격 상승률 비교

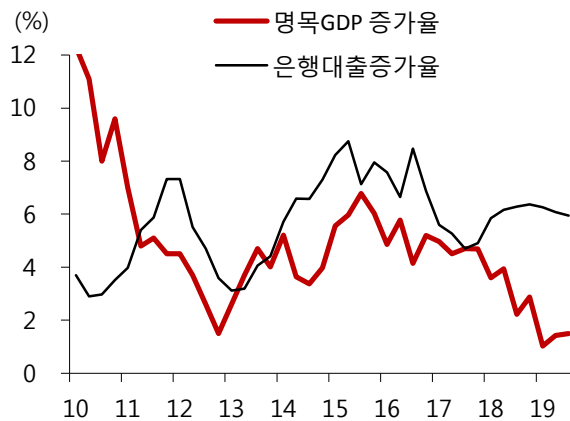


자료: 한국은행, SK증권

(2) 2020 년 대출증가율은 낮아질 전망

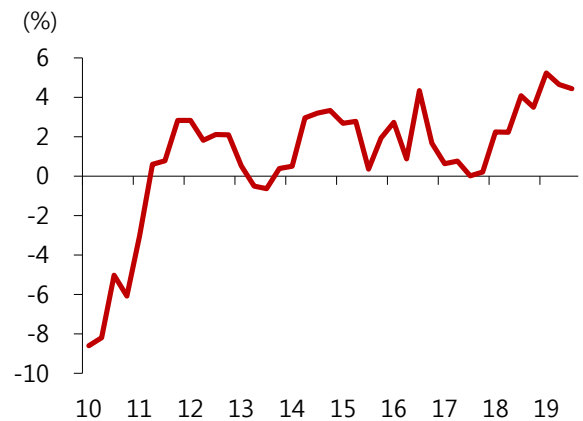
은행 대출 증가세와 관련하여 향후 관건은 국내 경제가 낮은 성장률을 보이는데도 불구하고 주택시장의 호황에 힘입어 높은 은행 대출증가세가 지속될 수 있는가의 여부다. 은행의 대출증가율은 명목 GDP 증가율과 비슷하거나 소폭 높게 유지되는 것이 장기적으로 건전하다. GDP 증가율에 비해 과도한 대출증가율이 장기간 유지된다면 이는 향후 은행의 자산건전성에 나쁜 영향을 주기 때문이다. 최근 은행 대출증가율은 명목 GDP 증가율 대비 +4~5% 사이에서 형성되고 있는데, 이는 2010 년 이후 가장 높은 수준이다.

국내 은행 대출증가율과 명목 GDP 증가율 비교



자료: 한국은행, SK 증권

국내 은행들의 GDP 초과 대출증가율



자료: 한국은행, SK 증권

주: 은행 대출증가율에서 명목 GDP 증가율을 차감한 수치

SK 증권 리서치센터는 국내 명목 GDP 증가율이 2019 년을 저점으로 회복하여, 2020 년에는 3%를 상회할 것으로 예상하고 있다. 그럼에도 2020 년 은행대출증가율은 4.5%로 전년도 (5.1%)보다 낮아질 것으로 본다. 대출증가세는 경기에 후행하는 성격이 있기 때문이다. 향후 국내 주택가격이 현재 수준에서 크게 등락하지 않고 안정적으로 움직인다고 가정할 경우, 주택담보대출 수요는 둔화될 전망이다. 물론 국내 주택가격이 급등할 경우 대출 증가율은 당초 예상보다 크게 상승하겠지만, 현재로서는 그러한 상황을 가정하고 있지는 않다. SK 증권 리서치센터는 2020 년 실질경제성장률을 2.2~2.6%로 예상하고 있다.

상장 은행지주회사들의 대출증가율

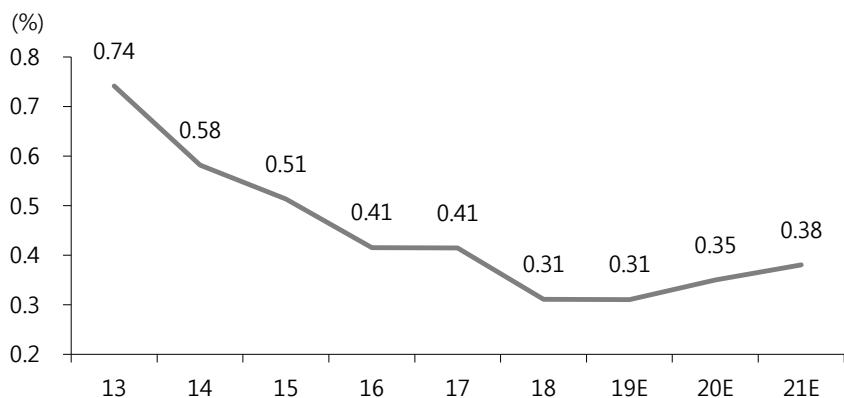


자료: 각 회사, SK 증권 추정

(3) 2020 년 대손비용률은 소폭 상승할 전망

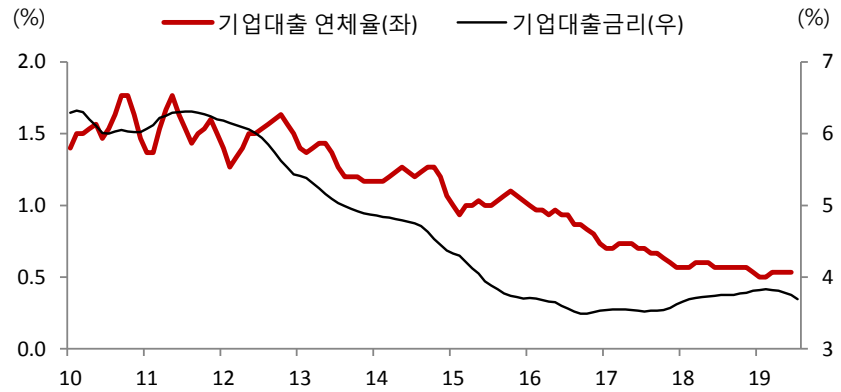
8 개 상장 은행주의 2020 년 대손비용률은 0.35%로 전년 (0.31%) 대비 상승할 전망이다. 그 이유는 1) 경기에 후행하는 은행 자산건전성의 특성상 2019 년 경기 둔화의 영향이 나타날 수 있고, 2) 과거 부실의 충당금 환입이 줄어들고 있기 때문이다. 게다가 3) 최근 급격히 늘어난 메자닌(Mezzanine) 시장의 리스크가 확산될 경우 금융시장 건전성에 영향을 줄 수도 있다. 다만 대손비용률이 소폭 상승하더라도 은행들의 자산건전성이 급격히 악화되지는 않을 전망이다. 여전히 저금리가 유지될 전망이기 때문이다. 은행들의 자산건전성은 금리의 영향을 많이 받는다. 2018 년부터 실질 경제성장률이 3% 미만으로 둔화되었음에도 불구하고 은행들의 연체율은 상승하지 않고 있다.

상장 은행지주회사들의 대손비용률



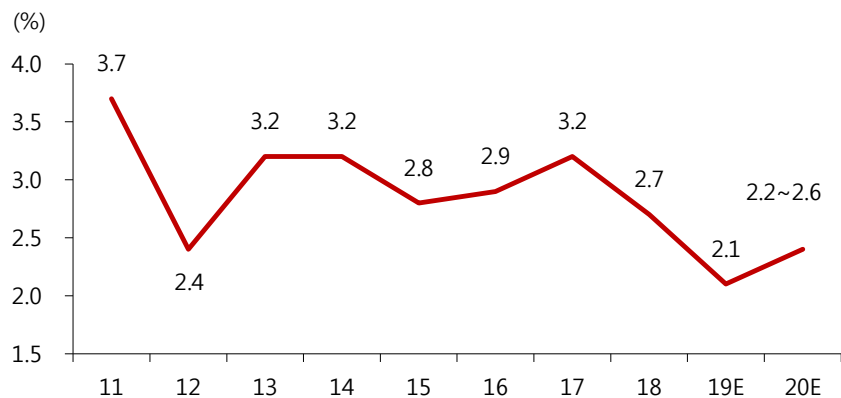
자료: 각 회사, SK 증권 추정

은행들의 기업대출 연체율과 기업대출금리 추이



자료: 한국은행, SK 증권

국내 실질 GDP 증가율



자료: 한국은행, SK 증권 추정

(4) 순이자마진 (NIM)은 하락할 전망

2020년 경제성장률의 회복 및 정부의 국채 발행 증가에도 불구하고 국내 시중금리는 추가 하락할 전망이다. 2020년 연평균 국고채수익률(3년물 기준)은 0.97%로 2019년(E) 1.43%에 비해 더 낮아질 전망이다. 왜냐하면 1) 글로벌 중앙은행들의 금융완화 기조가 추세화되는 가운데 한국도 완화적인 정책에 동조할 가능성이 높고, 2) 금융권의 국채 매수 수요가 여전히 강하기 때문이다. 문제는 금리가 추가 하락할 경우 은행들의 순이자마진(NIM)은 더 하락할 것이라는 점이다.

국고채 수익률(3년물) 추이와 전망

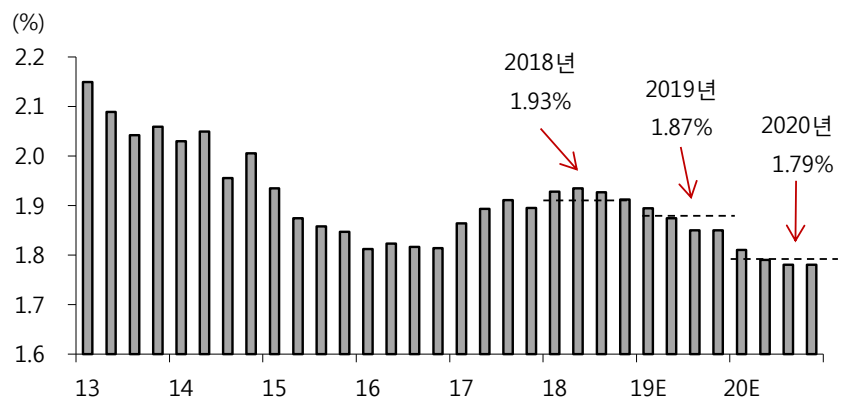
(단위: %)



자료: 한국은행, SK 증권 추정

8 개 상장 은행지주회사의 순이자마진은 2018 년 1.93%를 고점으로 2019 년 1.87%, 2020 년 1.79%로 하락할 전망이다. 은행들은 금리 하락에 따른 순이자마진 방어에 노력하겠지만, 1) 고금리대출을 늘리기 어렵고, 2) 예금을 확대할 필요가 있는 점을 감안할 때 쉽지는 않을 것으로 예상된다.

8 개 상장 은행지주사들의 순이자마진(NIM) 추이

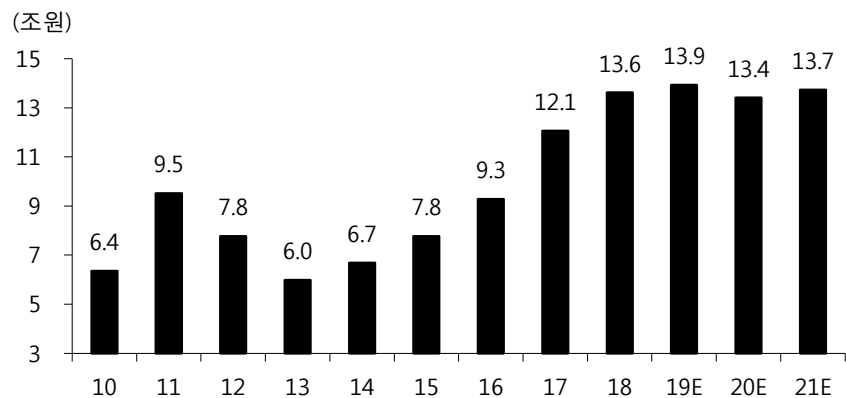


자료: 각 기업, SK 증권 추정

(5) 순이익의 정체, ROE의 하락

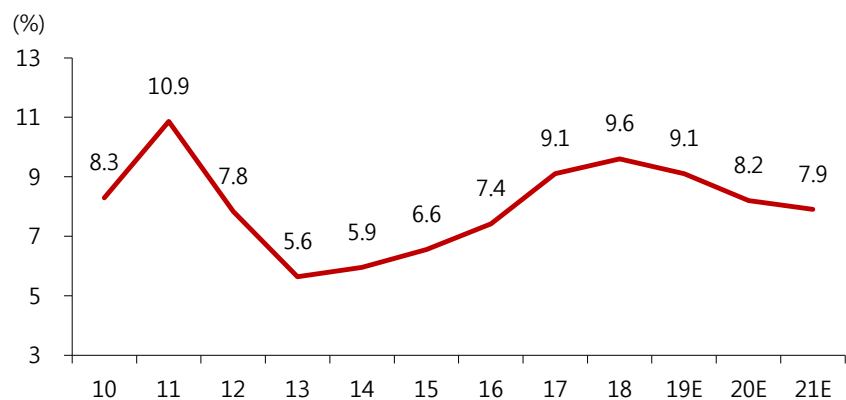
은행업종의 순이익은 2019년 13.9조원에서 2020년 13.4조원, 2021년 13.7조원으로 정체될 전망이다. 이는 건물 매각 이익 등 1회성 요인을 제거한 수정순이익 기준이다. 이익 감소 추정은 순이자마진 축소, 대손비용 상승 등을 감안한 결과다. 자기자본은 지속적으로 늘어나는데 이익이 정체되기 때문에 은행들의 ROE는 하락할 전망이다. 은행업종 ROE는 2018년 9.6%에서 2019년 9.1%, 2020년 8.2%로 점차 낮아질 것으로 예상된다. 이익의 정체 과정에서 ROE의 하락을 방어하기 위해서는 적극적인 주주환원정책(배당 증가, 주식소각)이 필요하다.

8개 상장 은행지주회사들의 순이익 추이



자료: 각 기업 SK증권 추정

8개 상장 은행지주회사들의 ROE 추이



자료: 각 기업 SK증권 추정

주: 건물 매각 등 1회성 요인을 최대한 제거한 수정순이익 기준

4. 은행업종 투자의견 '비중축소'

(1) 상대적으로 투자매력이 높은 편은 아님

은행주는 최근 급락으로 인한 단기 반등이 예상되나, 장기적으로 KOSPI 수익률을 상회하지 못할 전망이다. 은행업종에 대해 '비중축소(Underweight)' 의견을 제시한다. 부정적인 의견을 제시하는 이유는 1) 초저금리 장기화로 미래 성장성에 대한 기대치가 낮아졌고, 2) 2020 년 이익 모멘텀이 다른 업종에 비해 열위에 있기 때문이다. 무엇보다 3) 시장이 기대하는 수준으로 배당을 늘리기 어렵다는 점이 가장 큰 약점이다. 그리고 4) 경기에 후행하는 특성상 2020 년 대손비용이 늘어날 가능성도 있다. 은행주의 대표적인 강점인 '자가 메리트' 하나로 앞에서 거론한 약점들을 상쇄하기는 어렵다고 판단한다.

은행업종에 대해 비중축소 의견을 제시하는 주요 이유

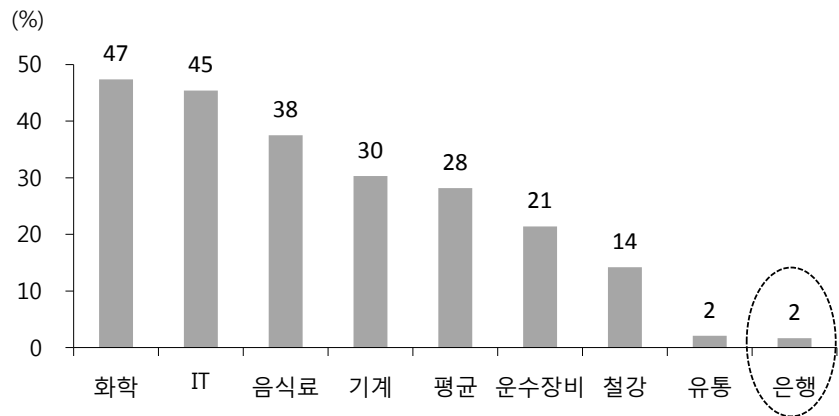
- 1) 초저금리 장기화로 인해 미래 성장성에 대한 기대치가 하락
- 2) 2020 년 이익 모멘텀이 타 업종에 비해 열위
- 3) 시장이 기대하는 수준으로 배당을 늘리기 어려움
- 4) 경기 둔화에 후행하여 2020 년 대손비용이 늘어날 가능성

자료 : SK 증권

앞서 17 페이지에서 거론했듯이 국내 금리는 추가 하락이 예상된다. 이로 인해 은행 순이자마진은 2018 년 1.93%에서 2019 년 1.87%, 2020 년 1.79%로 내려갈 전망이다. 이러한 흐름은 투자자들이 보는 은행주의 장기 성장성(외형, 이익)에 대한 기대치를 낮추는 요인이다. 장기적으로는 제로금리 시대의 도래 가능성과 이에 대한 은행들의 대처 방안에 대해 많은 연구가 필요하다.

둘째, 은행업종은 단기적인 이익 모멘텀도 타 업종에 비해 열위에 있다. FnGuide 컨센서스에 의하면 은행업종의 2019 년 순이익 증가율은 2%(SK 추정치는 -3.7%)로, 주요 업종들 사이에서 하위권에 속할 전망이다. 2020 년 국내 증시 전반적으로는 IT 경기의 턴어라운드 효과로 인해 지금보다 나은 상황이 연출될 가능성이 높다. 경험상 애널리스트들의 이익 추정치가 과도하게 형성되는 경우가 많은 점을 감안하더라도, 2020 년 은행업종의 이익 모멘텀은 하위권일 것으로 추정된다.

주요 업종별 2020 년 순이익 증가율 컨센서스 (FnGuide 집계)



자료: FnGuide

셋째, 현재 은행들의 주가가 상승하기 위해서는 획기적인 배당 확대 정책이 필요한데, 현재 은행들의 입장은 확실하지 않다. 지금과 같이 외국 은행들에 비해 낮은 20%대의 배당성향을 유지할 경우 글로벌 투자자들 뿐 아니라 국내 투자자들의 관심을 끌기에도 한계가 있다. 은행들이 아무리 5%의 높은 배당수익률을 강조해봤자 롯데리츠와 같은 고배당 종목들이 주식시장에 신규 진입하면 ‘저성장-고배당주’의 배당수익률에 대한 투자자들의 눈높이가 올라갈 수 있다. 은행들은 주주들에게 획기적인 장기 배당 확대 정책을 제시할 필요가 있다.

넷째, 경기 부진으로 인한 대손비용률의 상승 가능성이 주가 상승을 저해할 수 있다. 2013 년부터 꾸준히 대손비용률이 하락하면서 대손비용의 중요성은 과거에 비해 낮아진 것은 사실이다. 하지만 여전히 대손비용률이 상승할 경우 은행주 투자심리에는 부정적일 것으로 예상된다.

(2) 향후 상향조정을 위한 조건: 금리 상승, 배당 확대, 부동산 급등

향후에 은행업종의 투자의견을 상향조정하기 위해서는 다음과 같은 세 가지 조건이 필요하다. 첫째, 금리가 상승 추세로 반전되어야 한다. 둘째, 은행들이 지금까지와는 획기적으로 다른 배당 확대 정책을 주주들에게 제시해야 한다. 셋째, 부동산 가격이 추가로 급등하여 장기적인 대출 성장에 대한 투자자들의 기대감이 확대되어야 한다. 이 세 가지 요인이 충족될 경우 SK 증권 리서치센터는 은행업종 투자의견을 ‘비중확대’ 또는 ‘중립’으로 상향조정할 계획이다. 이 중에서도 가장 중요한 것은 배당 확대라고 생각한다.

은행업종 투자의견을 상향조정하기 위한 선행 조건들

- 1) 금리의 상승 추세 전환
 - 2) 지금까지와는 획기적으로 다른 배당 확대 정책 제시
 - 3) 부동산 급등으로 대출 성장에 대한 기대감 확산
-

자료: SK 증권

(3) Top Pick: KB 금융, JB 금융

은행업종 Top Pick 으로 KB 금융 (105560, '매수', TP 54,000 원)과 JB 금융(175330, '매수', TP 7,400 원)을 제시한다.

KB 금융은 국내 대형 은행지주 중에서 배당확대, 자사주 매입 등 주주 환원 정책에 가장 전향적인 자세를 유지 중이다. 보통주자본비율이 14.1%로 D-SIB (시스템적 중요 은행)의 기준치 9%를 크게 상회할 뿐 아니라 장기적인 배당 확대 여력이 넉넉하다. SK 증권 리서치센터가 중시하는 '장기 배당확대 가능성'이라는 조건에 부합한다. 2021 년 까지 배당성향이 완만하게 상승할 것으로 예상된다.

JB 금융은 2018 년 기준으로 가장 낮은 배당성향 (14.7%)을 보이고 있다. 이는 자회 사 전환 이후 '낮은 자본적정성'이라는 문제를 계속 갖고 있었기 때문이다. 하지만 2019 년 6 월 기준 보통주자본비율이 9.6%로 상승했으며, 장기적으로는 내부등급법을 적용하면 추가 상승할 가능성이 높다. 배당성향이 타 지방은행지주 수준인 20% 내외 로만 상승해도 배당수익률은 지금보다 한 단계 높은 6~7%로 상승할 수 있다.

SK 증권 은행업 Coverage 종목 투자지표 요약

		KB금융	신한지주	하나금융지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
주가(원, 10/14)		42,800	42,500	35,000	11,800	12,750	7,080	7,180	5,460
목표주가(원)		54,000	47,000	38,000	13,200	14,000	7,800	7,800	7,400
투자의견		매수	중립	중립	중립	중립	중립	중립	매수
총영업이익(십억원)	2018	10,860	9,984	7,565	6,713	6,212	2,477	1,341	1,250
	2019E	11,306	11,118	8,079	7,003	6,160	2,373	1,561	1,264
	2020E	11,461	11,063	8,306	7,152	6,417	2,452	1,599	1,308
지배주주순이익(십억원)	2018	3,061	3,157	2,233	2,033	1,754	502	384	242
	2019E	3,189	3,450	2,538	2,035	1,762	570	328	324
	2020E	3,115	3,332	2,244	1,768	1,749	561	320	317
수정ROE(%)	2018	8.6	10.6	9.1	11.3	9.7	6.8	9.3	9.6
	2019E	8.4	9.9	8.5	10.6	9.1	7.2	7.4	11.0
	2020E	7.8	8.8	7.8	8.6	8.5	6.7	6.9	9.8
ROA(%)	2018	0.67	0.72	0.61	0.62	0.63	0.61	0.67	0.68
	2019E	0.65	0.73	0.64	0.63	0.59	0.64	0.53	0.74
	2020E	0.60	0.63	0.54	0.52	0.55	0.58	0.48	0.70
수정EPS(원)	2018	7,321	7,189	7,438	3,006	2,666	1,540	2,267	1,226
	2019E	7,626	7,275	7,530	2,992	2,618	1,750	1,939	1,643
	2020E	7,451	7,026	7,473	2,600	2,599	1,721	1,891	1,609
BPS(원)	2018	87,710	70,095	84,761	27,471	28,272	23,405	25,684	14,132
	2019E	93,275	76,942	92,589	29,143	29,860	25,164	26,722	15,678
	2020E	98,679	82,555	98,062	31,331	31,758	26,586	28,443	17,020
주당배당금(원)	2018	1,920	1,600	1,900	650	690	300	360	180
	2019E	2,050	1,800	2,000	650	700	350	380	270
	2020E	2,100	1,800	2,000	650	700	350	380	330
수정PER(배)	2018	7.6	6.3	6.0	5.3	5.9	6.0	4.6	4.9
	2019E	5.6	5.8	4.6	3.9	4.9	4.0	3.7	3.3
	2020E	5.7	6.0	4.7	4.5	4.9	4.1	3.8	3.4
PBR(배)	2018	0.64	0.64	0.52	0.58	0.55	0.39	0.41	0.43
	2019E	0.46	0.55	0.38	0.40	0.43	0.28	0.27	0.35
	2020E	0.43	0.51	0.36	0.38	0.40	0.27	0.25	0.32
배당수익률(%)	2018	3.4	3.5	4.3	4.0	4.4	3.3	3.4	3.0
	2019E	4.8	4.2	5.7	5.5	5.5	4.9	5.3	4.9
	2020E	4.9	4.2	5.7	5.5	5.5	4.9	5.3	6.0
배당성장(%)	2018	26.2	24.0	25.5	21.6	25.9	19.5	15.9	14.7
	2019E	26.9	24.7	23.7	21.7	26.7	20.0	19.6	16.4
	2020E	28.2	25.6	26.8	25.0	26.9	20.3	20.1	20.5
보통주자본비율(%)	2018	14.0	12.6	12.9	11.4	11.9	9.6	9.8	9.0
	2019E	14.1	11.3	12.6	9.6	12.2	9.5	9.6	9.5
	2020E	14.2	11.5	12.8	12.0	12.1	9.6	9.7	9.7
순이자마진(%)	2018	1.99	2.10	1.84	1.80	1.95	2.25	2.26	2.43
	2019E	1.96	2.03	1.79	1.75	1.88	2.07	2.13	2.49
	2020E	1.92	1.99	1.76	1.71	1.85	2.02	2.10	2.49
대손비용률(%)	2018	0.22	0.26	0.18	0.12	0.72	0.59	0.46	0.47
	2019E	0.27	0.40	0.25	0.14	0.54	0.31	0.45	0.37
	2020E	0.29	0.36	0.28	0.29	0.57	0.35	0.49	0.41

자료 각 기업 KRX, SK 증권 추정

주: 주가는 10 월 14 일 기준

(4) 은행 가치평가 Tool: 배당할인모델 사용

SK 증권 리서치센터는 현재 시장의 주된 밸류에이션 모델인 PBR 접근법으로 은행을 평가하는데 한계가 있다고 보고, 배당할인모델 (Dividend Discount Model)을 사용했다. 배당할인모델의 기본 모형은 9 페이지에서 거론한대로 다음 공식과 같다.

$$P_0 = D_1 / (K_e - g)$$

은행 배당금의 영구 증가율(g)을 추정하기 위해서는 미래의 수익, 배당성향을 계산해야 하며 거시경제, 또는 자본규제 등의 많은 변수를 계산하고 가정해야 한다. 따라서 장기 인플레이션 기대치(현재 0.7% 가정)를 사용하고, 개별 은행에 대해서는 이를 기준으로 각자 적절하게 수정 적용했다. 주주요구수익률은 1) Macro Model, 2) 현재 주가를 역산한 모델, 3) '업종배당수익률+영속배당성장률' 등 3 가지를 평균해서 사용했다. 베타(β)는 2000 년 이후 개별 은행들의 배당금 변동성과 최근 5 년간 주식베타를 혼용하여 적용했다. 현실적으로 세부 데이터를 적용할 때 여러 논란이 있을 수 있으나, 최대한 객관적인 데이터를 제시하도록 노력했다.

Ke (주주요구수익률)를 계산한 방법

$$K_e = R_f + \text{Risk Premum}$$

- Rf 는 무위험수익률 (국고채수익률 10 년물 평균인 1.4% 적용)
- Risk Premum 은 $\beta \times (R_m - R_f)$. Rm 은 주식시장 기대수익률
- Rm - Rf 은 Market Risk Premum. 이는 Macro Model 및 현재 배당수익률을 역산하는 방법으로 계산
- Ke 는 다음과 같은 세 가지 모델을 평균해서 적용
 - 1) Macro Model : 각 기업별로 3.0~3.8%
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델: 각 기업별로 5.9~8.2%
 - 3) 업종배당수익률+영속배당성장률: 각 기업별로 4.7~5.4%
- g(배당의 영구성장률)는 0.7%를 기준으로 각 은행마다 개별 적용
- β 는 각 기업마다 배당금 변동성과 최근 5 년간 주식베타를 혼용하여 개별 적용

자료 SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
구경회

kh.koo@sks.co.kr
02-3773-9083

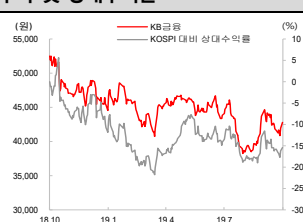
Company Data

자본금	2,091 십억원
발행주식수	41,811 만주
자사주	2,842 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,895 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.50%
자사주	5.23%
외국인지분률	66.80%
배당수익률	4.50%

Stock Data

주가(19/10/14)	42,800 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	52,500 원
52주 최저가	38,250 원
60일 평균 거래대금	40 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.1%	-2.9%
6개월	-5.8%	1.7%
12개월	-18.3%	-14.6%

KB 금융 (105560/KS | 매수(신규편입) | T.P 54,000 원(신규편입))

배당 확대 여력이 가장 큰 대형 은행주

대형 은행지주사 중에서 주주 환원에 가장 전향적이고, 자본적정성이 업계 최상위권이며 장기적으로 배당을 늘려나갈 여력이 충분함. 타 은행들과 마찬가지로 금리 하락 때문에 큰 폭의 이익 증가를 기대할 수는 없지만 안정적인 실적을 유지할 전망. 대형 은행주 중 Top Pick 으로 선정

대형 은행지주사 중에서 주주 환원에 가장 전향적

KB 금융은 국내 대형 은행지주 중에서 배당확대, 자사주 매입 등 주주 환원 정책에 가장 전향적인 자세를 유지 중이다. 6 월말 보통주자본비율이 14.1%로 D-SIB (시스템적 중요 은행)의 기준치 9%를 크게 상회할 뿐 아니라, 배당을 늘려나갈 여력이 충분하다. SK 증권 리서치가 중시하는 장기 배당 확대 가능성이라는 조건에 부합한다.

큰 폭의 이익 증가를 기대할 수는 없지만 안정적인 실적을 예상

현재 배당성향은 2018 년 26.2%, 2019 년(E) 26.9%다. 참고로 과거 호황기였던 2006~2007 년에는 배당성향이 일시적이거나 50%에 달한 적도 있었다. 실적은 안정적이다. 금리하락이라는 환경 변화로 인해 큰 폭의 이익 증가를 기대할 수는 없지만, 자산건전성 및 고객 리스크 관리 등 기초적인 측면에 노력을 많이 한 결과 실적이 크게 악화될 가능성은 낮다.

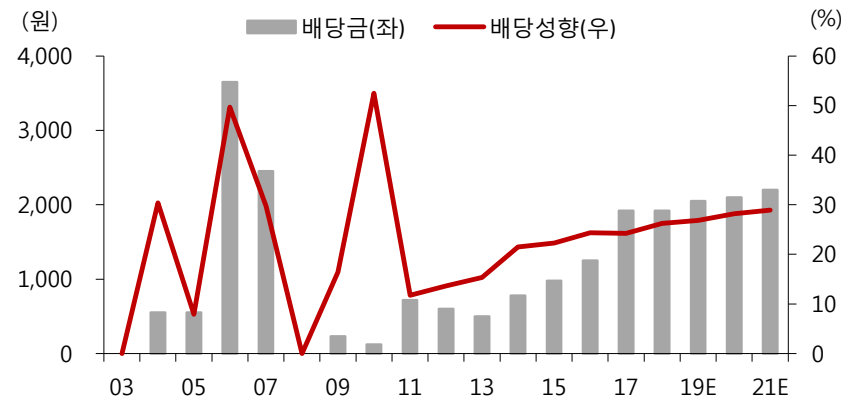
54,000 원의 목표주가와 '매수' 의견 제시, 대형 은행주 중 Top Pick

2020 년 11 월이면 현 CEO (2014.11 취임)의 2 차 임기가 끝나게 된다. 경영 성과가 양호하고 주주 친화적인 정책을 많이 실시한 바 있어 현 경영진에 대한 주식시장의 평가는 상대적으로 좋은 편이다. 배당할인모형을 적용하여 54,000 원의 목표주가와 '매수' 의견을 제시한다. 대형 은행지주사 중에서 Top Pick 이다.

영업실적 및 투자지표

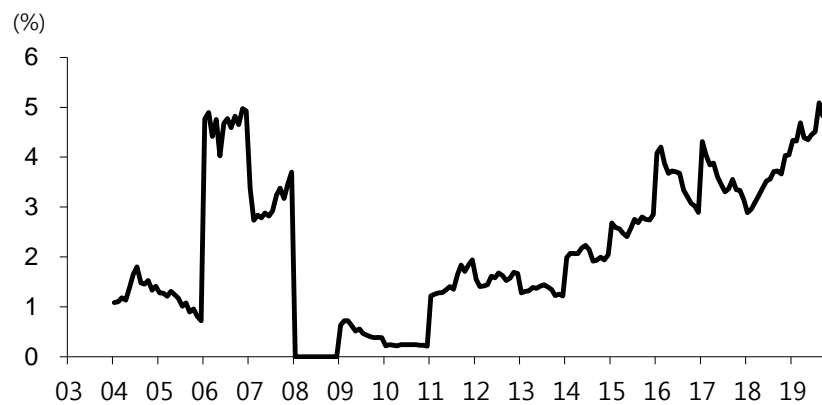
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	7,445	10,192	10,860	11,306	11,461	11,859
YoY	%	0.9	36.9	6.5	4.1	1.4	3.5
영업이익	십억원	1,677	4,015	4,267	4,263	4,161	4,251
YoY	%	-7.9	139.4	6.3	-0.1	-2.4	2.2
지배주주순이익	십억원	2,144	3,311	3,061	3,189	3,115	3,183
YoY	%	26.2	54.5	-7.6	4.2	-2.3	2.2
영업이익/총영업이익	%	22.5	39.4	39.3	37.7	36.3	35.8
총영업이익/자산	%	2.1	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2
수정 ROE	%	6.2	10.0	8.6	8.4	7.8	7.5
ROA	%	0.52	0.82	0.67	0.65	0.60	0.59
배당성향	%	24.4	24.2	26.2	26.9	28.2	29.6
수정 EPS	원	4,405	7,920	7,321	7,626	7,451	7,613
BPS	원	74,645	83,219	87,710	93,275	98,679	104,259
주당배당금	원	1,250	1,920	1,920	2,050	2,100	2,250
수정 PER	배	8.1	6.8	7.6	5.6	5.7	5.6
PBR	배	0.48	0.65	0.64	0.46	0.43	0.41
배당수익률	%	3.5	3.6	3.4	4.8	4.9	5.3

KB 금융의 배당금과 배당성향 추이



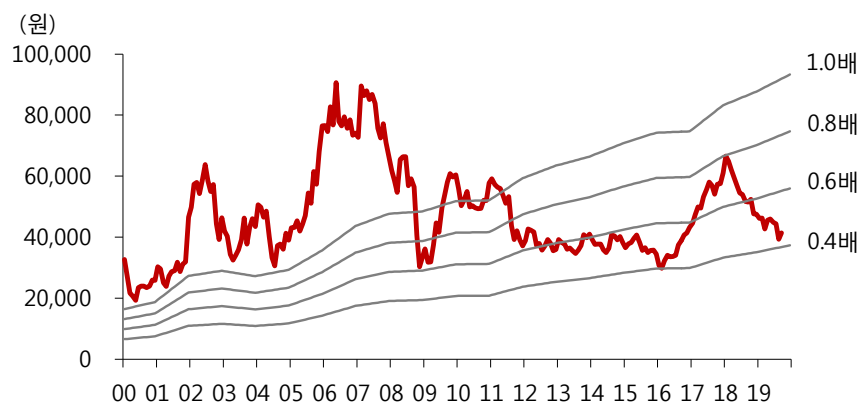
자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융의 배당수익률 추이



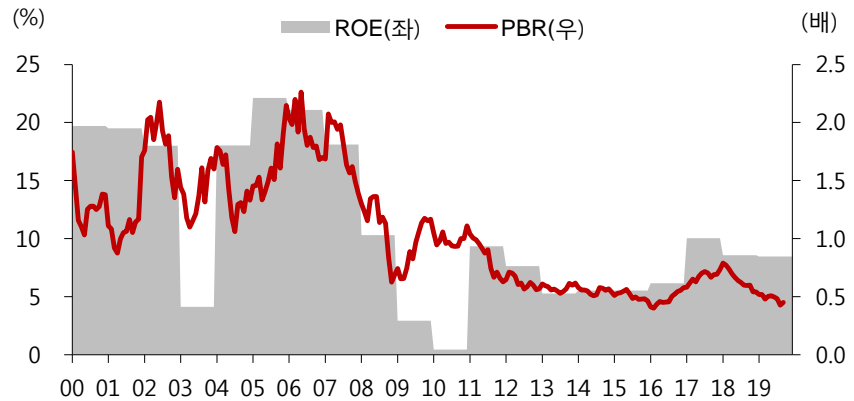
자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융의 주가와 PBR 밴드



자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

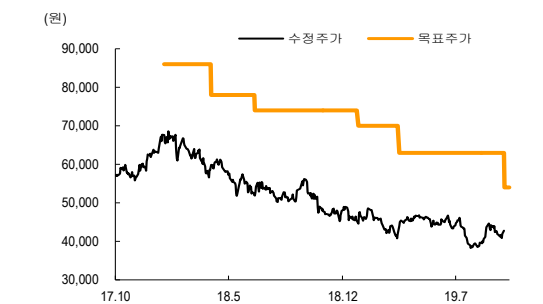
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 2,250 원
- g 는 영구배당성장률 → 국내 TIPs Premium 0.7%
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.20 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균 → 4.9%
 - 1) Macro Model → 3.1%
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델 → 6.2%
 - 3) 업종 배당수익률+영구 배당성장률 → 5.4%

$$\Rightarrow 2,250 \text{ 원} / (4.9\% - 0.7\%) \approx 54,000 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15 (담당자 변경)	매수	54,000원	6개월		
2019.04.24	매수	63,000원	6개월	-30.61%	-25.71%
2019.04.01	매수	63,000원	6개월	-28.02%	-26.51%
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%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 15 일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	19,818	20,274	23,202	24,626	26,137
유가증권	99,171	113,158	116,849	124,056	131,709
대출채권	290,123	319,202	328,985	342,940	362,429
대손충당금	2,110	2,610	2,322	1,817	1,357
유형자산	5,050	6,392	7,650	7,960	8,283
무형자산	2,943	2,756	0	0	0
기타자산	19,681	17,807	27,506	28,944	30,298
자산총계	436,786	479,588	504,192	528,526	558,857
예수부채	255,800	276,770	290,733	305,240	324,284
차입성부채	73,814	86,284	82,256	85,324	89,936
기타금융부채	3,143	15,327	17,455	18,164	18,902
비이자부채	38,183	32,081	40,778	43,089	45,159
부채총계	402,741	443,875	466,035	488,109	516,046
지배주주지분	34,039	35,704	38,145	40,405	42,738
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	0	0	399	399	399
자본잉여금	17,122	17,122	17,123	17,123	17,123
이익잉여금	15,582	17,460	19,691	21,951	24,284
기타자본	-756	-969	-760	-760	-760
비지배주주지분	6	9	11	12	14
자본총계	34,045	35,713	38,156	40,417	42,752

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	10,192	10,860	11,306	11,461	11,859
이자이익	8,247	8,905	9,042	9,193	9,551
이자수익	11,919	13,735	14,541	14,689	15,355
이자비용	3,672	4,830	5,500	5,496	5,804
비이자이익	1,946	1,955	2,264	2,268	2,308
금융상품관련손익	204	351	349	370	280
수수료이익	2,050	2,243	2,317	2,438	2,575
보험손익	594	490	0	0	0
기타이익	-902	-1,130	-402	-540	-546
신용충당금비용	548	674	872	967	1,086
일반관리비	5,629	5,919	6,171	6,332	6,522
종업원관련비용	3,769	3,874	3,915	4,032	4,153
기타 판관비	1,860	2,044	2,256	2,300	2,369
영업이익	4,015	4,267	4,263	4,161	4,251
영업외이익	123	34	120	124	128
세전이익	4,138	4,302	4,383	4,285	4,379
법인세비용	795	1,240	1,193	1,169	1,194
법인세율 (%)	(19.2)	(28.8)	(27.2)	(27.3)	(27.3)
당기순이익	3,343	3,062	3,190	3,117	3,185
지배주주 순이익	3,311	3,061	3,189	3,115	3,183
비지배지분 순이익	32	1	1	1	2

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	10.0	8.6	8.4	7.8	7.5
ROA	0.82	0.67	0.65	0.60	0.59
NIM (순이자마진)	1.99	1.99	1.96	1.92	1.91
대손비용률	0.20	0.22	0.27	0.29	0.31
Cost-Income Ratio	55.2	54.5	54.6	55.2	55.0
ROA Breakdown					
총영업이익	2.51	2.37	2.30	2.22	2.18
이자이익	2.03	1.94	1.84	1.78	1.76
비이자이익	0.48	0.43	0.46	0.44	0.42
신용충당금비용	0.13	0.15	0.18	0.19	0.20
일반관리비	1.39	1.29	1.25	1.23	1.20
총영업이익 구성비					
이자이익	80.9	82.0	80.0	80.2	80.5
비이자이익	19.1	18.0	20.0	19.8	19.5
수수료이익	20.1	20.7	20.5	21.3	21.7
기타	-1.0	-2.7	-0.5	-1.5	-2.2
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	14.6	14.0	14.1	14.2	14.2
Total BIS비율	15.2	14.6	14.8	14.9	14.9
NPL비율	0.69	0.61	0.54	0.60	0.62
충당금/NPL 비율	107.9	138.9	135.1	136.7	138.3

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	16.3	9.8	5.1	4.8	5.7
대출증가율	9.1	10.1	3.0	4.1	5.5
부채증가율	16.9	10.2	5.0	4.7	5.7
BPS증가율	11.5	5.4	6.3	5.8	5.7
총영업이익증가율	36.9	6.5	4.1	1.4	3.5
이자이익증가율	22.8	8.0	1.5	1.7	3.9
비이자이익증가율	166.8	0.5	4.2	-9.3	3.1
일반관리비증가율	15.6	7.6	5.1	4.3	2.6
지배주주순이익증가율	54.5	-7.6	4.2	-2.3	2.2
수정EPS증가율	54.5	-7.6	4.2	-2.3	2.2
배당금증가율	53.6	0.0	6.8	2.4	7.1
주당 지표 (원)					
EPS	7,920	7,321	7,626	7,451	7,613
수정EPS	7,920	7,321	7,626	7,451	7,613
BPS	83,219	87,710	93,275	98,679	104,259
주당배당금	1,920	1,920	2,050	2,100	2,250
배당성향 (%)	24.2	26.2	26.9	28.2	29.6
Valuation 지표					
수정PER(배)	6.8	7.6	5.6	5.7	5.6
PBR(배)	0.65	0.64	0.46	0.43	0.41
배당수익률 (%)	3.6	3.4	4.8	4.9	5.3

자료: KB 금융, SK 증권 추정

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

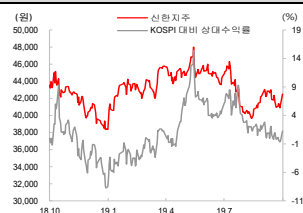
Company Data

자본금	2,733 십억원
발행주식수	49,168 만주
자사주	832 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,154 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.38%
BlackRock Fund Advisors(외13)	6.13%
외국인지분률	65.30%
배당수익률	3.80%

Stock Data

주가(19/10/14)	42,500 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	48,000 원
52주 최저가	38,350 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.6%	-0.3%
6개월	-7.2%	0.2%
12개월	-1.7%	2.8%

신한지주 (055550/KS | 중립(신규편입) | T.P 47,000 원(신규편입))

은행업종 대표주이지만 배당 확대 여력은 다소 부족

은행업종 대표주이지만, 저금리로 인한 수익성 저하를 피해갈 수는 없어 이익은 당분간 정체될 전망. 자본적정성이 부족하지는 않지만 배당을 크게 늘릴 여력은 다소 부족하다고 판단. 47,000 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시

은행업종 대표 우량 기업이지만, 저금리로 인한 수익성 저하를 피할 수는 없음

신한지주는 국내 은행업종을 대표하는 우량주로서, 업종 내 순이익 선두권을 유지 중이다. 자산건전성, 비용효율성, 리스크관리, 자회사 포트폴리오 등 종합적인 측면에서 가장 우량하다는 평가를 받는다. 그럼에도 불구하고 저금리로 인한 은행, 생보사의 기초 수익성 저하 문제로부터 자유로울 수는 없다는 한계가 있다.

자본적정성은 낮지 않지만 자회사 지분 추가 부담이 있음

신한지주의 보통주자본비율은 2019 년 6 월말 현재 11.6%로, 오렌지라이프 인수로 인해 소폭 하락했다. 오렌지라이프의 잔여지분 인수 시 추가 하락할 가능성이 있다. D-SIB (시스템적 중요 은행)의 기준치 9%를 상회하지만, 타사 대비 높은 편은 아니다.

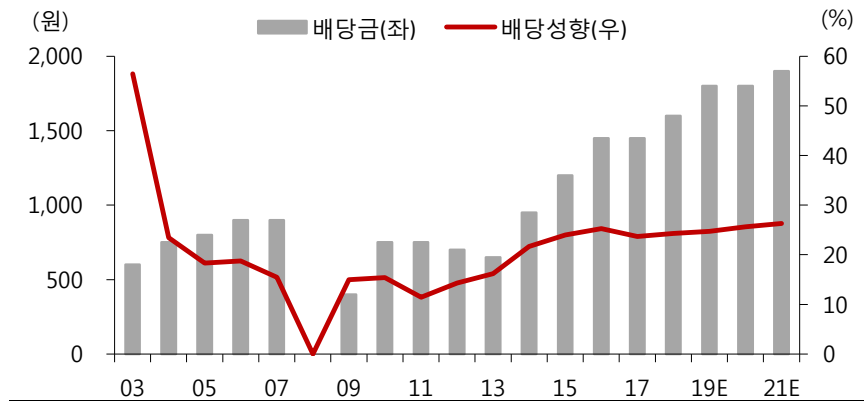
47,000 원의 목표주가와 '중립' 의견 제시

2015 년 이후 24~25%의 배당성향을 유지 중이어서 타 은행들보다 양호한 수준이다. 다만 자회사 지분 확대 등을 감안하면 단기간 내에 배당성향을 한 단계 높일만한 여력은 부족해 보인다. 배당할인모형을 적용하여 47,000 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

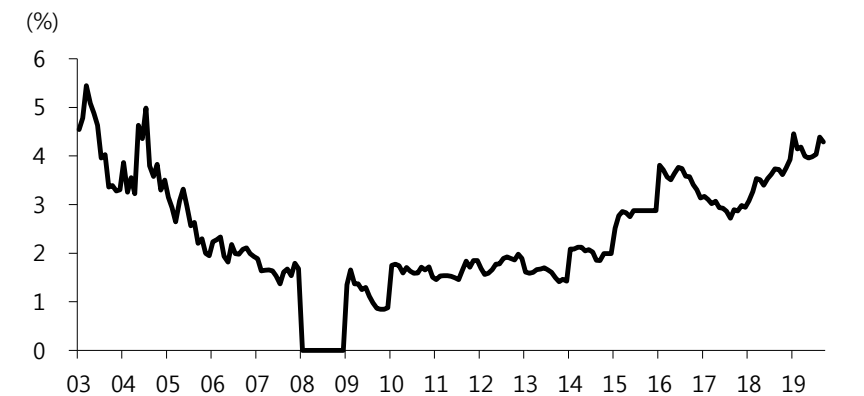
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	8,813	9,655	9,984	11,118	11,063	11,467
YoY	%	14	9.6	3.4	11.4	-0.5	3.7
영업이익	십억원	4,031	3,830	4,494	4,920	4,815	4,941
YoY	%	-9.1	-5.0	17.3	9.5	-2.1	2.6
지배주주순이익	십억원	1,196	2,919	3,157	3,450	3,332	3,422
YoY	%	-3.2	144.1	8.2	9.3	-3.4	2.7
영업이익/총영업이익	%	45.7	39.7	45.0	44.3	43.5	43.1
총영업이익/자산	%	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0
수정 ROE	%	9.5	9.6	10.6	9.9	8.8	8.4
ROA	%	0.72	0.72	0.72	0.73	0.63	0.62
배당성향	%	24.8	23.6	24.0	24.7	25.6	27.0
수정 EPS	원	5,851	6,155	7,189	7,275	7,026	7,217
BPS	원	62,211	65,975	70,095	76,942	82,555	88,361
주당배당금	원	1,450	1,450	1,600	1,800	1,800	1,950
수정 PER	배	7.0	8.0	6.3	5.8	6.0	5.9
PBR	배	0.66	0.74	0.64	0.55	0.51	0.48
배당수익률	%	3.6	3.0	3.5	4.2	4.2	4.6

신한지주의 배당금과 배당성향 추이



자료: 신한지주, SK 증권 추정

신한지주의 배당수익률 추이



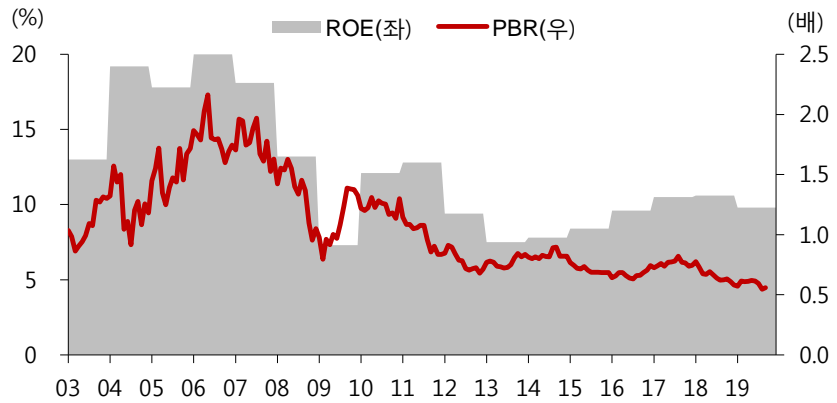
자료: 신한지주, SK 증권 추정

신한지주의 주가와 PBR 밴드



자료: 신한지주, SK 증권 추정

신한지주의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: 신한지주, SK 증권 추정

신한지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 1,950 원
- g 는 영구 배당성장률 → 국내 TIPs Premium 0.7%
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.15 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균 → 4.8%
 - 1) Macro Model → 3.0%
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델 → 6.0%
 - 3) 업종배당수익률+영구 배당성장률 → 5.4%

$$\Rightarrow 1,950 \text{ 원} / (4.8\% - 0.7\%) \approx 47,000 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15 (담당자 변경)	중립	47,000원	6개월		
2019.04.26	매수	58,000원	6개월	-24.83%	-16.55%
2019.02.13	매수	58,000원	6개월	-24.80%	-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%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	22,669	17,349	25,942	27,561	29,280
유가증권	99,151	110,998	151,810	161,299	173,024
대출채권	275,566	299,609	315,157	326,976	342,528
대손충당금	2,311	2,725	2,815	2,912	3,015
유형자산	3,440	3,479	4,101	4,099	4,017
무형자산	4,273	4,320	5,530	5,420	5,312
기타자산	21,208	23,845	39,064	41,284	43,441
자산총계	426,307	459,601	541,605	566,638	597,602
예수부채	249,419	265,000	286,866	301,475	319,906
차입성부채	93,046	93,046	102,459	104,932	107,571
기타금융부채	10,146	9,956	9,260	9,769	10,389
비이자부채	39,992	54,947	100,599	105,253	111,638
부채총계	392,603	422,949	499,184	521,429	549,503
지배주주지분	32,820	35,726	39,664	42,325	45,079
자본금	2,645	2,645	2,732	2,732	2,732
신종자본증권	424	1,532	1,731	1,731	1,731
자본잉여금	9,887	9,895	10,565	10,565	10,565
이익잉여금	20,792	22,959	25,677	28,338	31,092
기타자본	-928	-1,306	-1,042	-1,042	-1,042
비지배주주지분	883	926	2,746	2,929	3,114
자본총계	33,704	36,651	42,410	45,255	48,193

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	9,655	9,984	11,118	11,063	11,467
이자이익	7,843	8,580	9,572	9,800	10,216
이자수익	11,799	13,572	15,715	16,276	16,998
이자비용	3,956	4,992	6,144	6,477	6,782
비이자이익	1,812	1,404	1,646	1,662	1,660
금융상품관련손익	660	577	316	412	313
수수료이익	1,711	1,939	2,072	1,950	1,995
보험손익	-460	-472	-402	-399	-408
기타이익	-99	-640	-340	-300	-240
신용충당금비용	1,014	748	1,230	1,164	1,290
일반관리비	4,811	4,742	4,968	5,084	5,237
종업원관련비용	3,148	3,009	3,225	3,290	3,389
기타 판관비	1,664	1,732	1,742	1,794	1,848
영업이익	3,830	4,494	4,920	4,815	4,941
영업외이익	-32	-28	23	20	21
세전이익	3,798	4,467	4,943	4,835	4,962
법인세비용	848	1,268	1,302	1,320	1,355
법인세율 (%)	(22.3)	(28.4)	(26.3)	(27.3)	(27.3)
당기순이익	2,949	3,198	3,641	3,515	3,607
지배주주 순이익	2,919	3,157	3,450	3,332	3,422
비지배지분 순이익	30	42	191	183	185

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	9.6	10.6	9.9	8.8	8.4
ROA	0.72	0.72	0.73	0.63	0.62
NIM (순이자마진)	2.06	2.10	2.03	1.99	1.98
대손비용률	0.38	0.26	0.40	0.36	0.38
Cost-Income Ratio	49.8	47.5	44.7	46.0	45.7
ROA Breakdown					
총영업이익	2.35	2.25	2.22	2.00	1.97
이자이익	1.91	1.94	1.91	1.77	1.75
비이자이익	0.44	0.32	0.31	0.23	0.21
신용충당금비용	-0.25	-0.17	-0.25	-0.21	-0.22
일반관리비	-1.17	-1.07	-0.99	-0.92	-0.90
총영업이익 구성비					
이자이익	81.2	85.9	86.1	88.6	89.1
비이자이익	18.8	14.1	14.8	15.0	14.5
수수료이익	17.7	19.4	18.6	17.6	17.4
기타	1.0	-5.4	-3.8	-2.6	-2.9
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	12.9	12.6	11.3	11.5	11.6
Total BIS비율	14.8	14.9	14.0	14.2	14.3
NPL비율	0.62	0.53	0.52	0.58	0.59
충당금/NPL 비율	133.7	170.3	161.5	160.3	164.8

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	7.7	7.8	17.8	4.6	5.5
대출증가율	6.4	8.8	5.2	3.7	4.7
부채증가율	7.9	7.7	18.0	4.5	5.4
BPS증가율	6.1	6.2	9.8	7.3	7.0
총영업이익증가율	9.6	3.4	11.4	-0.5	3.7
이자이익증가율	8.8	9.4	11.6	2.4	4.2
비이자이익증가율	12.7	-22.5	17.2	1.0	-0.1
일반관리비증가율	6.7	-1.4	4.8	2.4	3.0
지배주주순이익증가율	5.2	8.2	9.3	-3.4	2.7
수정EPS증가율	5.2	16.8	1.2	-3.4	2.7
배당금증가율	0.0	10.3	12.5	0.0	8.3
주당 지표 (원)					
EPS	6,155	6,657	7,275	7,026	7,217
수정EPS	6,155	7,189	7,275	7,026	7,217
BPS	65,975	70,095	76,942	82,555	88,361
주당배당금	1,450	1,600	1,800	1,800	1,950
배당성향 (%)	23.6	24.0	24.7	25.6	27.0
Valuation 지표					
수정PER(배)	8.0	6.3	5.8	6.0	5.9
PBR(배)	0.74	0.64	0.55	0.51	0.48
배당수익률 (%)	3.0	3.5	4.2	4.2	4.6

자료 신한지주 SK 증권 추정

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

Company Data

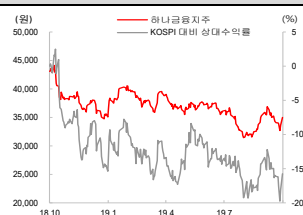
자본금	1,501 십억원
발행주식수	30,024 만주
자사주	190 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,509 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.68%

외국인지분률	66.80%
배당수익률	4.30%

Stock Data

주가(19/10/14)	35,000 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	44,150 원
52주 최저가	31,450 원
60일 평균 거래대금	39 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-1.7%
6개월	-9.8%	-2.5%
12개월	-17.8%	-14.1%

하나금융지주 (086790/KS | 중립(신규편입) | T.P 38,000 원(신규편입))

낮은 밸류에이션을 극복할 모멘텀 부족

수익성을 우선시하는 기업 DNA 는 좋은 평가를 받지만, 고객 리스크 관리에 간혹 약점을 보임. 경쟁사들에 비해 낮은 밸류에이션을 받다 보니 예상 배당수익률이 5%대 후반에 달함. 배당할인모형을 적용하여 38,000 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시

기업 DNA 는 좋은 평가를 받지만, 고객 리스크 관리에 간혹 약점 보임

예전 하나금융지주의 특징은 우수한 자산건전성과 약한 기초수익성이었다. 하지만 수차례의 M&A 를 통해 특징이 많이 희석되었다는 평가를 받는다. 수익성을 우선시하는 기업 DNA 는 주주들에게 좋은 평가를 받지만, 간혹 고객 Risk 관리에 약점을 보이기도 한다. 그룹 포트폴리오 측면에서 보험 부문이 작는데, 지금과 같은 저금리 하에서는 큰 약점은 아니다.

낮은 밸류에이션으로 인해 배당수익률이 높은 특징을 보임

과거에는 경쟁사들에 비해 배당에 소홀했던 측면이 있으나, 2016 년부터 배당성향을 높이면서 25% 내외의 배당성향을 기록 중이다. 경쟁사와 비슷한 배당성향을 보이는데 비해 PER 가 낮다 보니 예상 배당수익률이 5%대 후반에 달한다. 6 월말 현재 보통주자본 비율이 12.6%로 안정권이다.

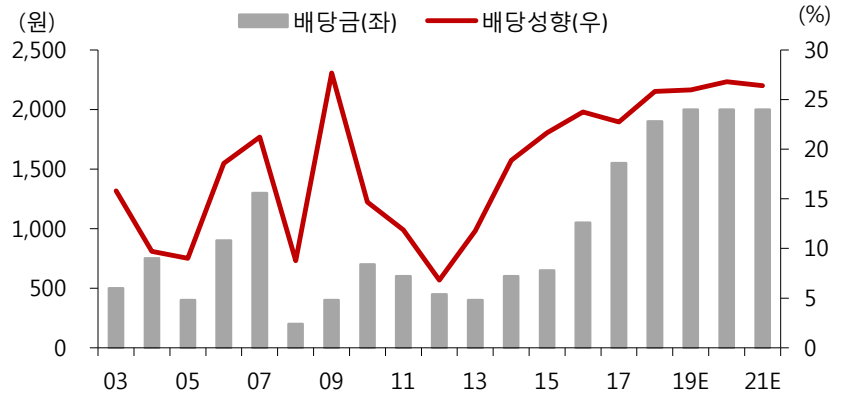
경쟁사에 비해 낮은 밸류에이션을 극복할 계기를 아직 찾지 못함

배당할인모형을 적용하여 38,000 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다. PBR 이 0.4 배로 절대적으로 낮은 수준이지만, 과거부터 경쟁사들에 비해 낮은 밸류에이션을 받아왔다. 현재로서는 이를 극복할 계기를 찾기는 쉽지 않은 상황이다.

영업실적 및 투자지표

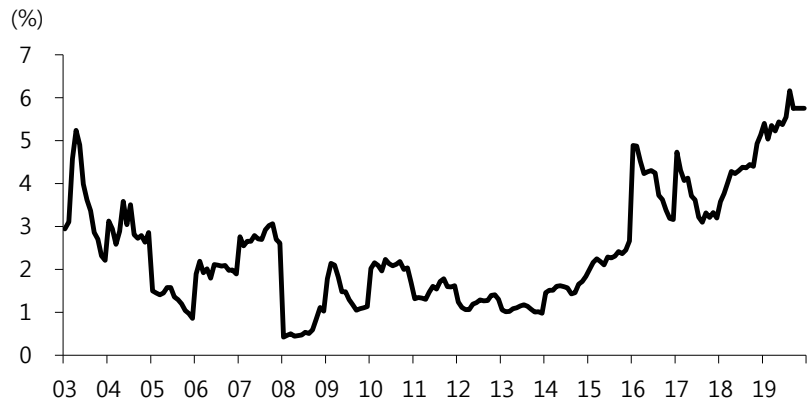
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	6,499	7,705	7,565	8,079	8,306	8,630
YoY	%	-2.5	18.6	-1.8	6.8	2.8	3.9
영업이익	십억원	1,614	2,718	3,152	3,198	3,180	3,214
YoY	%	59.7	68.4	16.0	1.5	-0.6	1.1
지배주주순이익	십억원	1,330	2,037	2,233	2,538	2,244	2,276
YoY	%	46.2	53.1	9.6	13.7	-11.6	1.4
영업이익/총영업이익	%	24.8	35.3	41.7	39.6	38.3	37.2
총영업이익/자산	%	1.9	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9
수정 ROE	%	6.1	9.0	9.1	8.5	7.8	7.5
ROA	%	0.39	0.60	0.61	0.64	0.54	0.52
배당성향	%	23.4	22.5	25.5	23.7	26.8	26.4
수정 EPS	원	4,495	6,881	7,438	7,530	7,473	7,581
BPS	원	74,472	79,154	84,761	92,589	98,062	103,643
주당배당금	원	1,050	1,550	1,900	2,000	2,000	2,000
수정 PER	배	5.9	6.3	6.0	4.6	4.7	4.6
PBR	배	0.36	0.54	0.52	0.38	0.36	0.34
배당수익률	%	3.9	3.6	4.3	5.7	5.7	5.7

하나금융지주의 배당금과 배당성향 추이



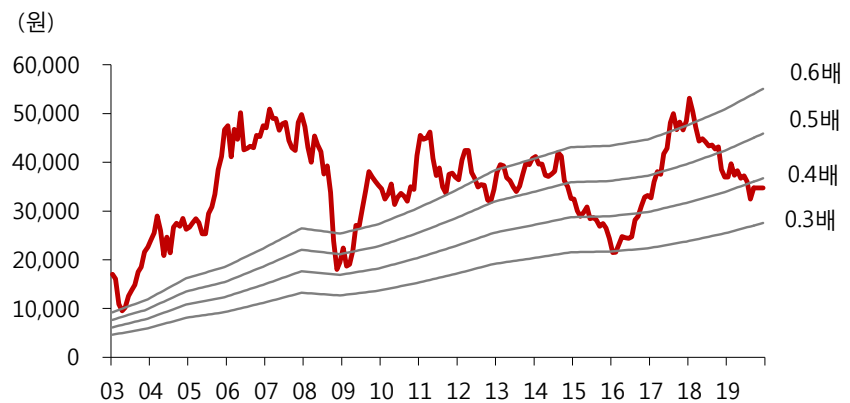
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주의 배당수익률 추이



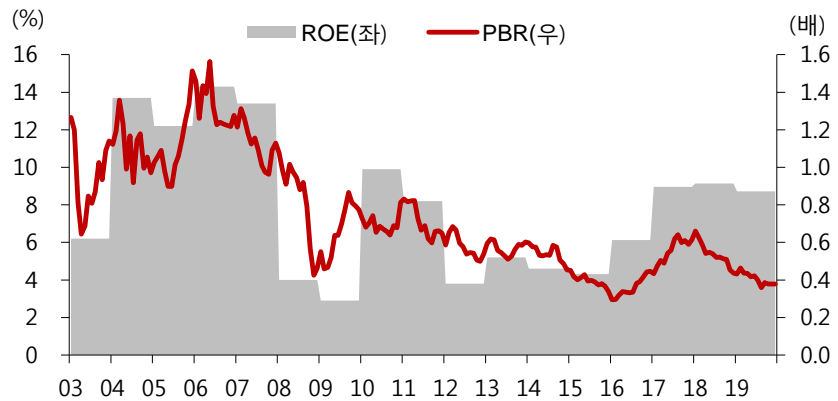
자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

하나금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

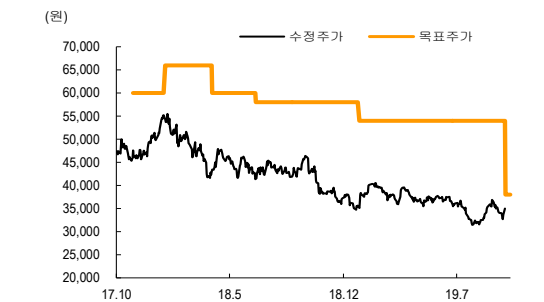
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 2,000 원
- g 는 영구 배당성장률 → 0%
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.55 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균 → 5.3%
 - 1) Macro Model → 3.6%
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델 → 7.6%
 - 3) 업종배당수익률+영구 배당성장률 → 4.7%

$$\Rightarrow 2,000 \text{ 원} / (5.3\% - 0\%) \approx 38,000 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자조건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15 (담당자 변경)	중립	38,000원	6개월		
2019.04.22	매수	54,000원	6개월	-32.37%	-24.91%
2019.02.01	매수	54,000원	6개월	-28.85%	-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%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 15 일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	21,851	24,307	24,195	25,525	26,929
유가증권	79,384	78,928	85,246	89,384	93,748
대출채권	238,943	260,664	274,307	286,514	301,630
대손충당금	2,116	2,295	1,760	1,882	2,028
유형자산	3,628	3,747	3,908	4,197	4,507
무형자산	824	686	650	656	661
기타자산	15,460	16,678	25,040	26,151	27,312
자산총계	360,089	385,009	413,346	432,426	454,786
예수부채	232,166	248,559	260,988	272,913	287,295
차입성부채	55,236	60,200	63,764	66,220	68,972
기타금융부채	16,654	16,665	19,748	20,833	22,199
비이자부채	31,205	32,475	38,932	40,875	43,060
부채총계	335,261	357,900	383,432	400,841	421,525
지배주주지분	23,874	26,429	29,044	30,687	32,363
자본금	1,480	1,501	1,501	1,501	1,501
신종자본증권	444	980	1,245	1,245	1,245
자본잉여금	10,463	10,603	10,589	10,589	10,589
이익잉여금	12,268	14,224	16,289	17,933	19,609
기타자본	-781	-879	-581	-581	-581
비지배주주지분	954	679	871	899	899
자본총계	24,828	27,108	29,914	31,586	33,261

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	7,705	7,565	8,079	8,306	8,630
이자이익	5,091	5,637	5,800	5,888	6,146
이자수익	8,932	10,341	11,198	11,416	11,891
이자비용	3,841	4,704	5,399	5,527	5,745
비이자이익	2,614	1,928	2,279	2,418	2,484
금융상품관련손익	692	373	444	520	520
수수료이익	1,877	2,069	2,149	2,163	2,234
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	45	-514	-314	-265	-270
신용충당금비용	947	466	682	803	962
일반관리비	4,039	3,947	4,198	4,324	4,454
종업원관련비용	2,426	2,375	2,525	2,601	2,679
기타 판관비	1,614	1,572	1,673	1,723	1,775
영업이익	2,718	3,152	3,198	3,180	3,214
영업외이익	81	-2	331	-60	-50
세전이익	2,799	3,150	3,530	3,120	3,164
법인세비용	682	875	963	848	860
법인세율 (%)	(24.4)	(27.8)	(27.3)	(27.2)	(27.2)
당기순이익	2,117	2,275	2,566	2,272	2,304
지배주주 순이익	2,037	2,233	2,538	2,244	2,276
비지배지분 순이익	80	42	28	26	26

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	9.0	9.1	8.5	7.8	7.5
ROA	0.60	0.61	0.64	0.54	0.52
NIM (순이자마진)	1.78	1.84	1.79	1.76	1.76
대손비용률	0.40	0.18	0.25	0.28	0.32
Cost-Income Ratio	52.4	52.2	52.0	52.1	51.6
ROA Breakdown					
총영업이익	2.18	2.03	2.02	1.96	1.95
이자이익	1.44	1.51	1.45	1.39	1.39
비이자이익	0.74	0.52	0.57	0.57	0.56
신용충당금비용	-0.27	-0.13	-0.17	-0.19	-0.22
일반관리비	-1.14	-1.06	-1.05	-1.02	-1.00
총영업이익 구성비					
이자이익	66.1	74.5	71.8	70.9	71.2
비이자이익	33.9	25.5	28.2	29.1	28.8
수수료이익	24.4	27.3	26.6	26.0	25.9
기타	9.6	-1.9	1.6	3.1	2.9
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	12.7	12.9	12.6	12.8	12.9
Total BIS비율	15.0	14.9	14.6	14.9	14.9
NPL비율	0.78	0.59	0.51	0.55	0.59
충당금/NPL 비율	87.4	107.0	110.8	115.1	116.0

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	3.4	6.9	7.4	4.6	5.2
대출증가율	4.6	9.1	5.0	4.5	5.3
부채증가율	3.2	6.8	7.1	4.5	5.2
BPS증가율	6.3	7.1	9.2	5.9	5.7
총영업이익증가율	18.6	-1.8	6.8	2.8	3.9
이자이익증가율	10.8	10.7	2.9	1.5	4.4
비이자이익증가율	37.4	-26.2	18.2	6.1	2.7
일반관리비증가율	-0.9	-2.3	6.4	3.0	3.0
지배주주순이익증가율	53.1	9.6	13.7	-11.6	1.4
수정EPS증가율	53.1	8.1	1.2	-0.7	1.4
배당금증가율	47.6	22.6	5.3	0.0	0.0
주당 지표 (원)					
EPS	6,881	7,438	8,455	7,473	7,581
수정EPS	6,881	7,438	7,530	7,473	7,581
BPS	79,154	84,761	92,589	98,062	103,643
주당배당금	1,550	1,900	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	22.5	25.5	23.7	26.8	26.4
Valuation 지표					
수정PER(배)	6.3	6.0	4.6	4.7	4.6
PBR(배)	0.54	0.52	0.38	0.36	0.34
배당수익률 (%)	3.6	4.3	5.7	5.7	5.7

자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	3,401 십억원
발행주식수	68,016 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,523 십억원
주요주주	
예금보험공사	17.25%
국민연금공단	7.89%
외국인지분률	31.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/14)	11,800 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	16,000 원
52주 최저가	11,200 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.2%	-6.1%
6개월	-17.5%	-10.9%
12개월	%	%

우리금융지주 (316140/KS | 중립(신규편입) | T.P 13,200 원(신규편입))

배당 확대보다는 M&A가 더 중요한 상황

최근의 대손비용 개선은 장점. 낮은 자본적정성은 개선 가능하지만 일시적인 불확실성으로 작용할 것. 비은행 자회사를 인수할 필요성이 큰 상황이어서, 장기적으로는 M&A 성과가 기업가치에 매우 중요할 전망. 향후 2년 정도 이익과 배당 정체 가능성 있어서 '중립' 의견 제시

대손비용 개선은 장점, 낮은 자본적정성은 개선 가능하나 일시적인 불확실성

과거 우리금융은 대기업 의존도가 높아 장기간에 걸친 대기업 부실해소 과정에서 많은 대손비용을 기록한 바 있으나, 최근에는 이러한 약점이 많이 해소되었다. 오히려 환입 금액이 많아 타 은행들에 비해 대손비용률이 오히려 낮다. 6월말 현재 보통주자본비용이 8.4%로 대형 금융지주 중에서 가장 낮다. 향후 내부등급법 적용시 크게 상승하겠지만, 현재의 낮은 자기자본비용은 배당과 관련하여 불확실성으로 작용한다.

비은행 자회사에 대한 M&A 필요성이 큰 상황

예전에는 배당성향이 꾸준하지 않고 당시 상황에 따라 변동 폭이 컸으나, 2014년부터는 꾸준히 20%대 초반의 배당성향을 기록 중이다. 다만 향후 증권사 등 비은행 자회사에 대한 M&A 필요성이 있다는 점을 감안하면 현재보다 배당성향을 큰 폭으로 높일 여력은 부족한 것으로 판단된다.

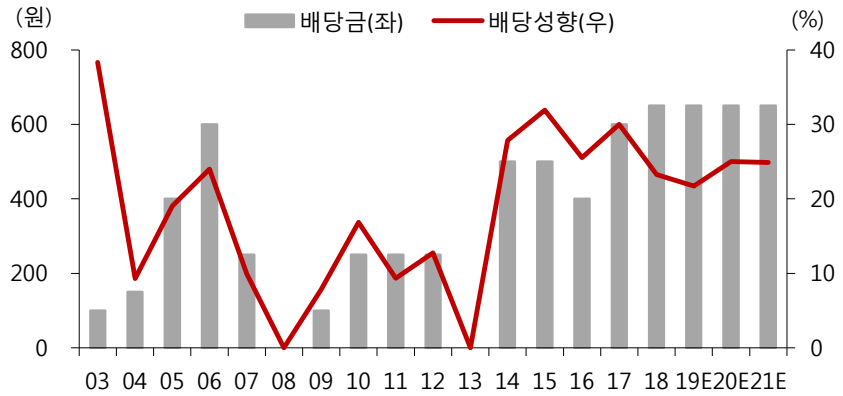
은행에 집중된 수익 구조는 약점, 향후 2년 정도 이익과 배당 정체 가능성

민영화를 위한 기업구조 재편 과정에서 그룹 내 은행업 의존도가 오히려 높아졌다는 것은 약점으로 작용할 전망이다. 2019년 실적을 피크로 향후 2년 정도는 이익과 배당이 정체될 가능성이 높다. 배당할인모형을 적용하여 13,200 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

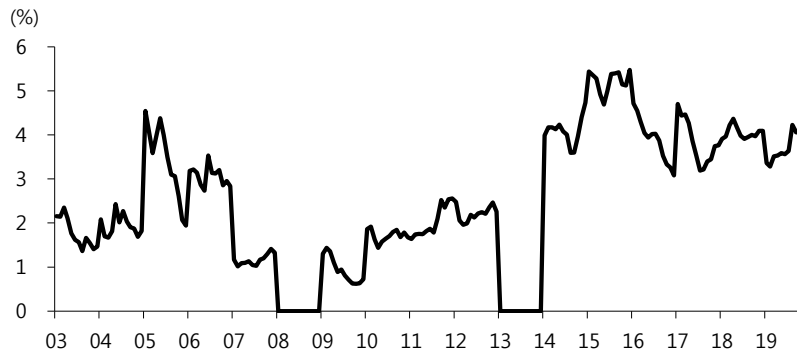
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	5,887	6,473	6,713	7,003	7,152	7,454
YoY	%	7.7	10.0	3.7	4.3	2.1	4.2
영업이익	십억원	3,493	2,157	2,759	3,044	2,649	2,661
YoY	%	-11.3	-38.3	27.9	10.3	-13.0	0.5
지배주주순이익	십억원	834	1,512	2,033	2,035	1,768	1,776
YoY	%	-13.7	81.3	34.5	0.1	-13.1	0.5
영업이익/총영업이익	%	59.3	33.3	41.1	43.5	37.0	35.7
총영업이익/자산	%	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9
수정 ROE	%	7.7	8.9	11.3	10.6	8.6	8.1
ROA	%	0.42	0.49	0.62	0.63	0.52	0.49
배당성향	%	21.4	26.8	21.6	21.7	25.0	26.8
수정 EPS	원	1,865	2,236	3,006	2,992	2,600	2,612
BPS	원	24,858	25,652	27,471	29,143	31,331	33,532
주당배당금	원	400	600	650	650	650	700
수정 PER	배	5.6	7.1	5.3	3.9	4.5	4.5
PBR	배	0.42	0.62	0.58	0.40	0.38	0.35
배당수익률	%	3.8	3.8	4.0	5.5	5.5	5.9

우리금융지주의 배당금과 배당성향 추이



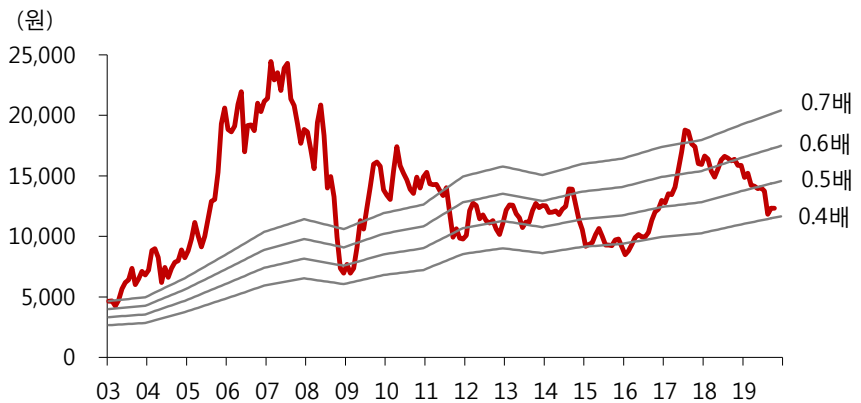
자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주의 배당수익률 추이



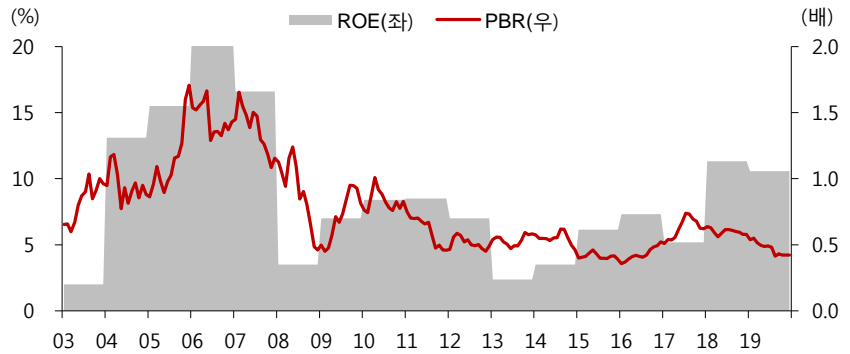
자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

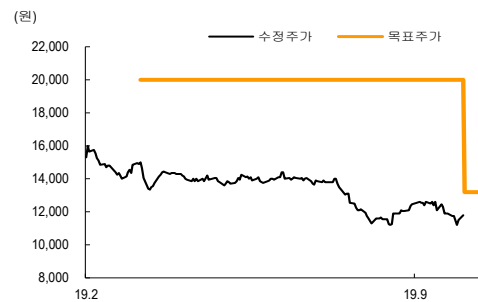
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 700 원
- g 는 영구 배당성장률 → 0%
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.55 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균 → 5.3%
 - 4) Macro Model → 3.6%
 - 5) 현재 주가를 역산한 모델 → 7.6%
 - 6) 업종배당수익률+영구 배당성장률 → 4.7%

$$\Rightarrow 700 \text{ 원} / (5.3\% - 0\%) \approx 13,200 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15 (담당자 변경)	중립	13,200원	6개월		
2019.06.24	매수	20,000원	6개월	-33.51%	-25.00%
2019.04.26	매수	20,000원	6개월	-29.88%	-25.00%
2019.03.20	매수	20,000원	6개월	-29.47%	-25.00%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	6,908	6,748	7,045	7,626	8,327
유가증권	38,362	47,484	55,001	57,867	60,714
대출채권	267,106	282,458	299,618	313,048	330,296
대손충당금	1,770	1,865	1,743	1,854	1,988
유형자산	2,849	2,829	3,580	3,802	4,037
무형자산	519	598	653	674	696
기타자산	551	332	410	440	474
자산총계	316,295	340,447	365,653	382,783	403,848
예수부채	234,695	248,691	260,735	271,456	285,678
차입성부채	42,654	44,939	50,588	53,229	56,366
기타금융부채	17,320	21,443	29,912	31,999	33,995
비이자부채	1,061	3,422	1,161	1,234	1,323
부채총계	295,731	318,494	342,396	357,917	377,363
지배주주지분	20,366	21,740	19,822	21,310	22,807
자본금	3,381	3,381	3,401	3,401	3,401
신종자본증권	3,018	3,162	0	0	0
자본잉여금	286	286	312	312	312
이익잉여금	15,620	17,125	18,218	19,706	21,203
기타자본	-1,939	-2,214	-2,109	-2,109	-2,109
비지배주주지분	199	213	3,435	3,556	3,678
자본총계	20,565	21,953	23,257	24,866	26,485

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	6,473	6,713	7,003	7,152	7,454
이자이익	5,221	5,651	5,886	6,040	6,297
이자수익	8,551	9,684	10,700	11,121	11,659
이자비용	3,330	4,034	4,813	5,081	5,361
비이자이익	1,252	1,062	1,116	1,112	1,156
금융상품관련손익	213	387	283	250	250
수수료이익	1,070	1,070	1,135	1,112	1,156
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-31	-395	-301	-250	-250
신용충당금비용	785	330	399	888	1,069
일반관리비	3,531	3,624	3,560	3,615	3,724
총영업관련비용	2,324	2,028	2,092	2,155	2,219
기타 판관비	1,207	1,596	1,418	1,461	1,504
영업이익	2,157	2,759	3,044	2,649	2,661
영업외이익	-207	46	-32	0	0
세전이익	1,950	2,805	3,011	2,649	2,661
법인세비용	419	753	804	718	722
법인세율 (%)	(21.5)	(26.9)	(26.7)	(27.1)	(27.1)
당기순이익	1,530	2,052	2,207	1,930	1,939
지배주주 순이익	1,512	2,033	2,035	1,768	1,776
비지배주주 순이익	18	18	172	162	163

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	8.9	11.3	10.6	8.6	8.1
ROA	0.49	0.62	0.63	0.52	0.49
NIM (순이자마진)	1.80	1.80	1.75	1.71	1.70
대손비용률	0.30	0.12	0.14	0.29	0.33
Cost-Income Ratio	54.5	54.0	50.8	50.6	50.0
ROA Breakdown					
총영업이익	2.06	2.04	1.98	1.91	1.90
이자이익	1.67	1.72	1.67	1.61	1.60
비이자이익	0.40	0.32	0.32	0.30	0.29
신용충당금비용	-0.25	-0.10	-0.11	-0.24	-0.27
일반관리비	-1.13	-1.10	-1.01	-0.97	-0.95
총영업이익 구성비					
이자이익	80.7	84.2	84.1	84.5	84.5
비이자이익	19.3	15.8	15.9	15.5	15.5
수수료이익	16.5	15.9	16.2	15.5	15.5
기타	2.8	-0.1	-0.3	0.0	0.0
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	11.0	11.4	9.6	12.0	12.1
Total BIS비율	15.4	15.9	11.0	14.0	14.1
NPL비율	0.85	0.54	0.45	0.48	0.49
충당금/NPL 비율	92.9	129.9	135.5	138.3	130.4

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	1.8	7.6	7.4	4.7	5.5
대출증가율	3.3	5.5	6.2	4.5	5.5
부채증가율	13.6	7.7	7.5	4.5	5.4
BPS증가율	3.2	7.1	6.1	7.5	7.0
총영업이익증가율	10.0	3.7	4.3	2.1	4.2
이자이익증가율	4.0	8.2	4.2	2.6	4.3
비이자이익증가율	44.4	-15.2	5.1	-0.4	4.0
일반관리비증가율	1.5	2.6	-1.8	1.5	3.0
지배주주순이익증가율	19.9	34.5	0.1	-13.1	0.5
수정EPS증가율	19.9	34.5	-0.5	-13.1	0.5
배당금증가율	50.0	8.3	0.0	0.0	7.7
주당 지표 (원)					
EPS	2,236	3,006	2,992	2,600	2,612
수정EPS	2,236	3,006	2,992	2,600	2,612
BPS	25,652	27,471	29,143	31,331	33,532
주당배당금	600	650	650	650	700
배당성향 (%)	26.8	21.6	21.7	25.0	26.8
Valuation 지표					
수정PER(배)	7.1	5.3	3.9	4.5	4.5
PBR(배)	0.62	0.58	0.40	0.38	0.35
배당수익률 (%)	3.8	4.0	5.5	5.5	5.9

자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	3,365 십억원
발행주식수	61,979 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,359 십억원
주요주주	
대한민국정부(기획재정부)(외2)	56.53%
국민연금공단	7.91%
외국인지분률	21.90%
배당수익률	5.40%

Stock Data

주가(19/10/14)	12,750 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	15,350 원
52주 최저가	11,800 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-5.0%
6개월	-13.3%	-6.3%
12개월	-11.8%	-7.7%

기업은행 (024110/KS | 중립(신규편입) | T.P 14,000 원(신규편입))

당분간 이익 및 배당의 정체 가능성 있음

중소기업 위주의 대출 포트폴리오를 가진 특수은행으로, 과거보다 타 은행들과의 배당 격차가 축소되었음. 2020년까지 이익 및 배당이 정체될 전망. 14,000 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시

중소기업 위주의 대출 포트폴리오를 가진 특수은행

기업은행은 상장은행 중 유일하게 정부가 대주주인 은행이다. 중소기업 금융을 위한 특수은행이라는 특성상 여전히 중소기업대출 위주의 대출 포트폴리오를 갖고 있다. 일반 은행과 달리 예금보다는 은행채 발행을 통한 자금조달 비중이 높은 특징도 있다.

과거에 비해서는 타 은행들과의 배당 격차가 축소

정부 지분이 높아 고배당에 대한 여론 부담감이 작다는 점은 강점이다. 타 은행들에 비해 배당성향이 높은 수준을 유지한 결과 2016년 이후 27% 내외의 배당성향을 기록했다. 과거에는 타 은행들에 비해 월등히 높은 배당수익률을 보여왔으나, 최근에는 타 은행들의 배당수익률 상승으로 특별히 차별화되어 있지는 않다.

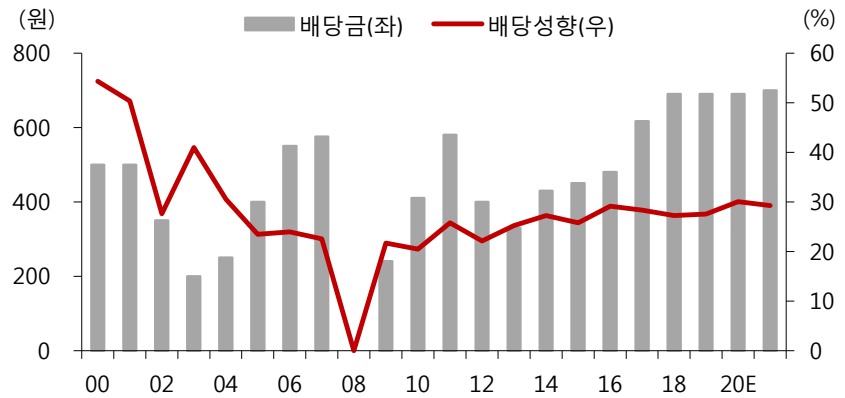
2020년까지 이익 및 배당이 정체될 전망

2018년 실적 호전 이후 2019~2020년에는 이익이 정체될 것으로 예상된다. 순이자마진 감소의 영향이 크며 비이자이익의 추세도 감소할 전망이다. 2021년까지 배당금은 정체될 가능성이 높다. 14,000 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

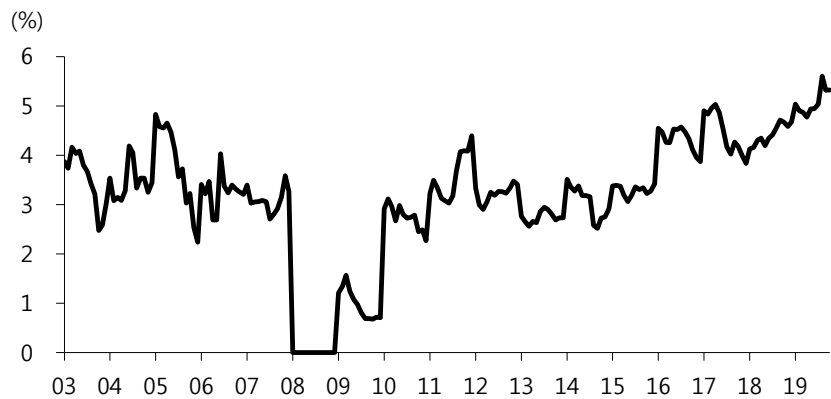
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	4,940	5,648	6,212	6,160	6,417	6,751
YoY	%	2.3	14.3	10.0	-0.8	4.2	5.2
영업이익	십억원	1,533	2,028	2,396	2,406	2,405	2,534
YoY	%	2.1	32.3	18.1	0.4	-0.0	5.4
지배주주순이익	십억원	1,158	1,501	1,754	1,762	1,749	1,842
YoY	%	1.3	29.7	16.8	0.4	-0.7	5.3
영업이익/총영업이익	%	31.0	35.9	38.6	39.1	37.5	37.5
총영업이익/자산	%	2.0	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0
수정 ROE	%	7.1	8.9	9.7	9.1	8.5	8.4
ROA	%	0.47	0.57	0.63	0.59	0.55	0.54
배당성향	%	27.3	27.0	25.9	26.7	26.9	25.6
수정 EPS	원	1,759	2,283	2,666	2,618	2,599	2,737
BPS	원	25,156	26,850	28,272	29,860	31,758	33,796
주당배당금	원	480	617	690	700	700	700
수정 PER	배	6.9	6.1	5.9	4.9	4.9	4.7
PBR	배	0.48	0.52	0.55	0.43	0.40	0.38
배당수익률	%	4.0	4.4	4.4	5.5	5.5	5.5

기업은행의 배당금과 배당성향 추이



자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행의 배당수익률 추이



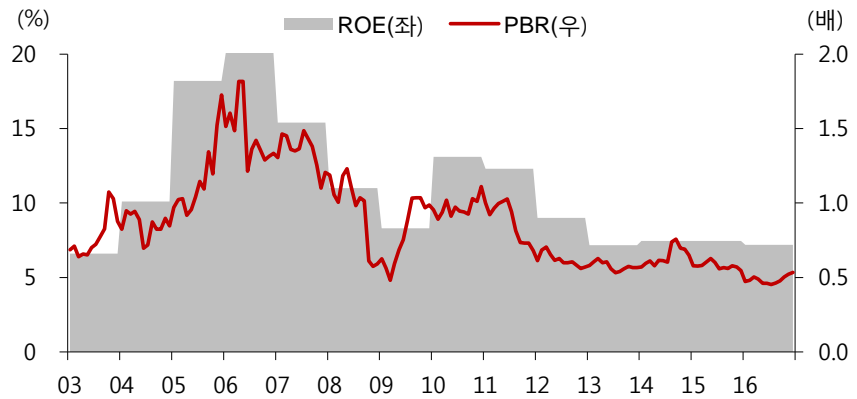
자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행의 주가와 PBR 밴드



자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

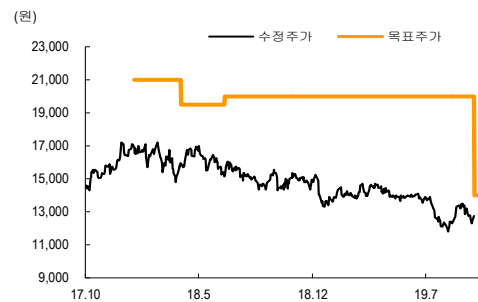
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 700 원
- g 는 영구 배당성장률 → 0%
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.40 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균 → 5.03%
 - 1) Macro Model → 3.4%
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델 → 7.0%
 - 3) 업종배당수익률+영구 배당성장률 → 4.7%

$$\Rightarrow 700 \text{ 원} / (5.0\% - 0\%) \approx 14,000 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15 (담당자 교체)	중립	14,000원	6개월		
2019.04.26	매수	20,000원	6개월	-29.05%	-19.75%
2019.02.12	매수	20,000원	6개월	-26.70%	-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%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 15 일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	12,906	14,628	13,278	14,274	15,344
유가증권	48,145	51,144	58,088	62,085	66,988
대출채권	202,916	214,523	228,157	239,864	253,956
대손충당금	2,318	2,573	2,641	2,909	3,191
유형자산	1,970	1,949	2,225	2,413	2,616
무형자산	214	191	300	312	325
기타자산	7,919	7,075	9,395	9,917	10,474
자산총계	274,070	289,509	311,144	328,552	349,379
예수부채	112,591	109,556	114,301	120,343	128,733
차입성부채	121,540	138,030	149,342	158,185	167,884
기타금융부채	3,725	3,462	3,325	3,508	3,781
비이자부채	16,412	17,367	21,101	22,159	23,249
부채총계	254,268	268,415	288,069	304,194	323,646
지배주주지분	19,697	20,983	22,948	24,226	25,597
자본금	3,290	3,290	3,365	3,365	3,365
신종자본증권	2,032	2,381	2,730	2,730	2,730
자본잉여금	559	551	677	677	677
이익잉여금	13,156	14,253	15,558	16,836	18,207
기타자본	661	508	618	618	618
비지배주주지분	104	111	127	131	136
자본총계	19,802	21,094	23,075	24,357	25,733

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	5,648	6,212	6,160	6,417	6,751
이자이익	5,260	5,632	5,806	6,071	6,393
이자수익	8,076	9,041	9,613	10,065	10,620
이자비용	2,816	3,408	3,807	3,994	4,228
비이자이익	388	580	354	345	358
금융상품관련손익	-97	685	460	450	460
수수료이익	407	451	460	474	488
보험손익	0	-102	-106	-110	-112
기타이익	77	-454	-459	-468	-478
신용충당금비용	1,431	1,517	1,209	1,339	1,411
일반관리비	2,189	2,299	2,545	2,672	2,806
종업원관련비용	1,241	1,334	1,401	1,471	1,545
기타 판관비	947	965	1,144	1,201	1,262
영업이익	2,028	2,396	2,406	2,405	2,534
영업외이익	-75	3	18	0	0
세전이익	1,954	2,399	2,424	2,405	2,534
법인세비용	445	412	654	651	687
법인세율 (%)	(0.0)	(17.2)	(27.0)	(27.1)	(27.1)
당기순이익	1,509	1,764	1,770	1,753	1,847
지배주주 순이익	1,501	1,754	1,762	1,749	1,842
비지배지분 순이익	7	10	8	5	5

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	8.9	9.7	9.1	8.5	8.4
ROA	0.57	0.63	0.59	0.55	0.54
NIM (순이자마진)	1.94	1.95	1.88	1.85	1.84
대손비용률	0.72	0.72	0.54	0.57	0.56
Cost-Income Ratio	38.7	37.0	41.3	41.6	41.6
ROA Breakdown					
총영업이익	2.13	2.20	2.05	2.01	1.99
이자이익	1.98	2.00	1.93	1.90	1.89
비이자이익	0.15	0.21	0.12	0.11	0.11
신용충당금비용	-0.54	-0.54	-0.40	-0.42	-0.42
일반관리비	-0.82	-0.82	-0.85	-0.84	-0.83
총영업이익 구성비					
이자이익	93.1	90.7	94.2	94.6	94.7
비이자이익	6.9	9.3	5.8	5.4	5.3
수수료이익	7.2	7.3	7.5	7.4	7.2
기타	-0.3	2.1	-1.7	-2.0	-1.9
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	11.6	11.9	12.2	12.1	12.0
Total BIS비율	14.2	14.5	14.4	14.3	14.2
NPL비율	1.36	1.32	1.20	1.31	1.33
충당금/NPL 비율	83.6	92.1	95.8	92.0	90.2

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	6.7	5.6	7.5	5.6	6.3
대출증가율	5.4	5.8	6.3	5.2	5.9
부채증가율	6.5	5.6	7.3	5.6	6.4
BPS증가율	6.7	5.3	5.6	6.4	6.4
총영업이익증가율	14.3	10.0	-0.8	4.2	5.2
이자이익증가율	7.7	7.1	3.1	4.6	5.3
비이자이익증가율	587.0	49.4	-38.9	-2.6	3.7
일반관리비증가율	1.6	5.0	10.7	5.0	5.0
지배주주순이익증가율	29.7	16.8	0.4	-0.7	5.3
수정EPS증가율	29.8	16.8	-1.8	-0.7	5.3
배당금증가율	28.5	11.8	1.4	0.0	0.0
주당 지표 (원)					
EPS	2,283	2,666	2,618	2,599	2,737
수정EPS	2,283	2,666	2,618	2,599	2,737
BPS	26,850	28,272	29,860	31,758	33,796
주당배당금	617	690	700	700	700
배당성향 (%)	27.0	25.9	26.7	26.9	25.6
Valuation 지표					
수정PER(배)	6.1	5.9	4.9	4.9	4.7
PBR(배)	0.52	0.55	0.43	0.40	0.38
배당수익률 (%)	4.4	4.4	5.5	5.5	5.5

자료: 기업은행, SK 증권 추정

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

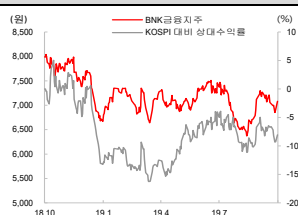
Company Data

자본금	1,630 십억원
발행주식수	32,594 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,308 십억원
주요주주	
부산롯데호텔(외)	11.14%
국민연금공단	10.70%
외국인지분률	52.10%
배당수익률	4.20%

Stock Data

주가(19/10/14)	7,080 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	8,040 원
52주 최저가	6,370 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.6%	-1.4%
6개월	-2.8%	5.1%
12개월	-12.8%	-8.8%

BNK 금융지주 (138930/KS | 중립(신규편입) | T.P 7,800 원(신규편입))

낮은 밸류에이션이 항상 주가 상승을 견인하지는 않는다

배당성향은 20% 내외에 그치고 있으며, 당분간 배당금이 크게 늘어나지는 않을 전망이다. 금리 하락으로 인한 순이자마진 축소 폭이 시중은행들에 비해 커 투자심리가 다소 좋지 못한 편. 7,800 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시

부산, 경남지역을 중심으로 한 지방은행 지주회사

부산은행과 경남은행을 중심으로 한 지방은행 지주회사로서, 지방은행주 중에서 가장 큰 기업이다. 2018 년 이후 금리 하락으로 인한 순이자마진 축소 폭이 시중은행들에 비해 커 투자심리가 다소 좋지 못한 편이다.

20% 내외에 그치고 있는 배당성향, 크게 상승하지는 않을 전망이다

2003~2007 년 당시로서는 파격적인 5 년 연속 30%대의 높은 배당성향을 기록하면서 투자자들의 호평을 받은 적이 있다. 하지만 글로벌 금융위기 이후 지주회사 전환 및 M&A 를 계기로 배당성향이 낮아진 결과 최근 배당성향은 20% 내외에 머물고 있다. 6 월말 현재 보통주자본비율이 9.7%로 기준치 (8%)는 상회하나, 높은 편이라고 할 수는 없다.

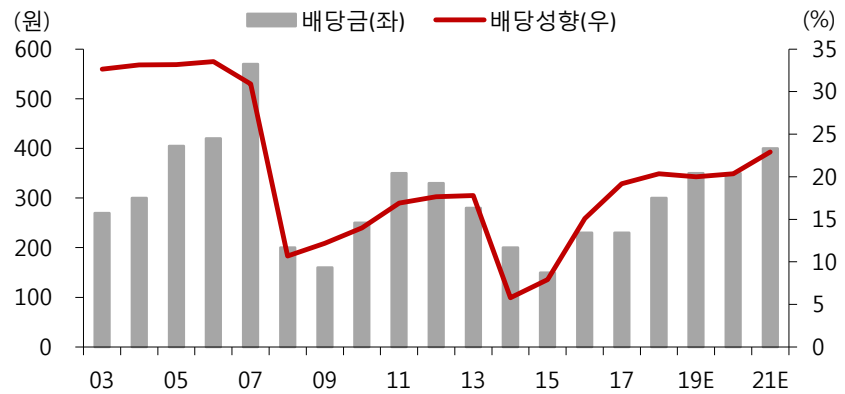
업황 부진으로 인해 향후 실적 정체 예상

순이자마진 하락, 경기 둔화로 인한 대손비용 상승 등을 감안하면 2019 년을 정점으로 향후 2 년 정도는 실적이 정체될 전망이다. 이를 감안하면 배당금이 크게 증가할 가능성은 낮아 보인다. 7,800 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

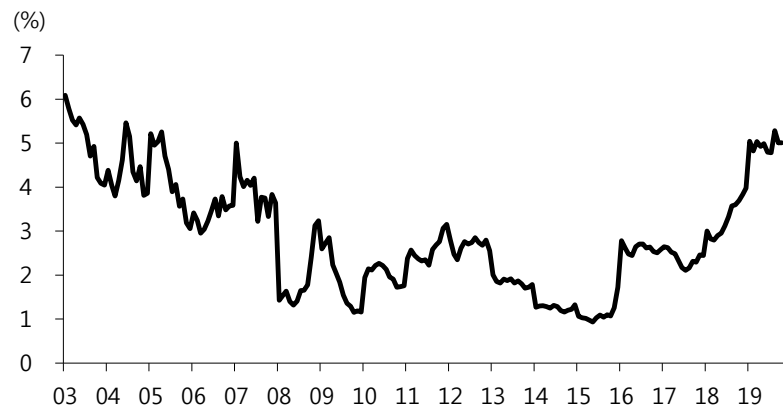
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	2,297	2,428	2,477	2,373	2,452	2,531
YoY	%	2.2	5.7	2.0	-4.2	3.3	3.2
영업이익	십억원	712	594	750	802	784	796
YoY	%	2.3	-16.6	26.2	7.0	-2.3	1.5
지배주주순이익	십억원	502	403	502	570	561	569
YoY	%	3.3	-19.6	24.6	13.6	-1.7	1.5
영업이익/총영업이익	%	31.0	24.5	30.3	33.8	32.0	31.4
총영업이익/자산	%	2.5	2.8	2.8	2.5	2.5	2.4
수정 ROE	%	8.1	5.8	6.8	7.2	6.7	6.4
ROA	%	0.55	0.49	0.61	0.64	0.58	0.56
배당성향	%	14.9	18.6	19.5	20.0	20.3	22.9
수정 EPS	원	1,539	1,237	1,540	1,750	1,721	1,747
BPS	원	20,815	21,658	23,405	25,164	26,586	28,034
주당배당금	원	230	230	300	350	350	400
수정 PER	배	5.7	7.9	6.0	4.0	4.1	4.1
PBR	배	0.42	0.45	0.39	0.28	0.27	0.25
배당수익률	%	2.6	2.4	3.3	4.9	4.9	5.6

BNK 금융지주의 배당금과 배당성향 추이



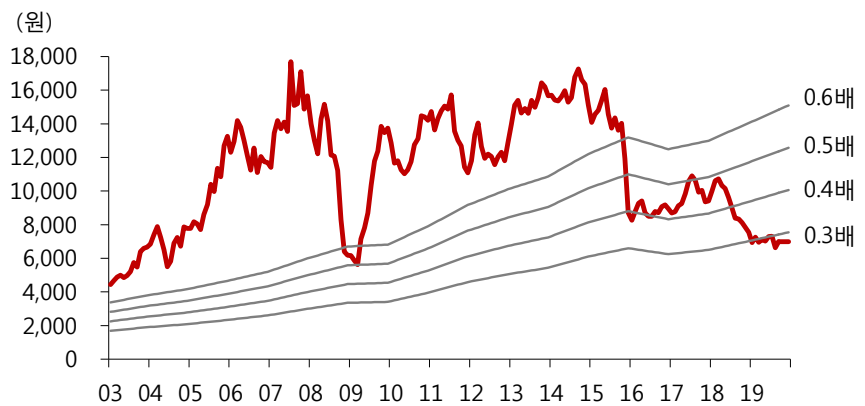
자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

BNK 금융지주의 배당수익률 추이



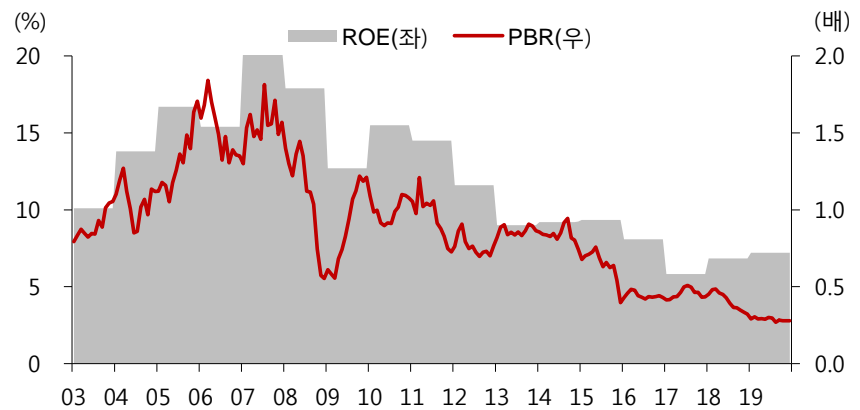
자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

BNK 금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

BNK 금융지주의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

BNK 금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

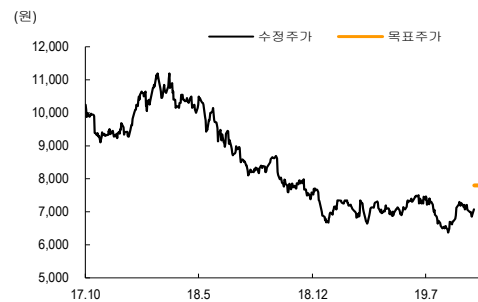
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 400 원
- g 는 영구 배당성장률 → 0%
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.45 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균 → 5.1%
 - 1) Macro Model → 3.5%
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델 → 7.2%
 - 3) 업종배당수익률+영구 배당성장률 → 4.7%

$$\Rightarrow 400 \text{ 원} / (5.1\% - 0\%) \approx 7,800 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15	중립	7,800원	6개월		



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	3,142	3,213	3,246	3,378	3,515
유가증권	13,956	15,767	17,487	18,197	18,936
대출채권	75,292	77,630	82,918	87,759	93,533
대손충당금	759	980	958	988	1,021
유형자산	1,042	1,086	323	336	350
무형자산	313	272	259	259	259
기타자산	605	827	1,821	1,883	1,949
자산총계	94,350	98,794	105,794	111,553	118,282
예수부채	69,825	73,380	75,810	80,173	85,672
차입성부채	13,924	14,207	15,502	16,203	16,794
기타금융부채	0	0	0	0	0
비이자부채	2,946	2,782	5,376	5,602	5,837
부채총계	86,694	90,369	96,688	101,978	108,304
지배주주지분	7,058	7,627	8,200	8,664	9,136
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
신종자본증권	259	509	608	608	608
자본잉여금	787	787	787	787	787
이익잉여금	4,418	4,753	5,222	5,685	6,157
기타자본	-36	-51	-46	-46	-46
비지배주주지분	598	798	897	897	897
자본총계	7,656	8,425	9,098	9,561	10,033

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	2,428	2,477	2,373	2,452	2,531
이자이익	2,281	2,344	2,215	2,262	2,329
이자수익	3,353	3,629	3,688	3,798	3,962
이자비용	1,073	1,285	1,474	1,536	1,633
비이자이익	91	134	158	190	202
금융상품관련손익	53	37	47	30	16
수수료이익	160	204	242	236	257
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-122	-108	-131	-76	-71
신용충당금비용	619	463	255	300	326
일반관리비	1,138	1,265	1,316	1,368	1,409
총영업관련비용	721	818	782	813	838
기타 판관비	416	447	534	555	572
영업이익	594	750	802	784	796
영업외이익	-37	-31	-2	-1	-1
세전이익	558	719	801	783	795
법인세비용	133	180	202	205	209
법인세율 (%)	(23.8)	(25.1)	(25.2)	(26.2)	(26.3)
당기순이익	425	538	599	578	586
지배주주 순이익	403	502	570	561	569
비지배지분 순이익	22	36	29	17	17

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	5.8	6.8	7.2	6.7	6.4
ROA	0.49	0.61	0.64	0.58	0.56
NIM (순이자마진)	2.26	2.25	2.07	2.02	2.01
대손비용률	0.81	0.59	0.31	0.35	0.36
Cost-Income Ratio	46.9	51.1	55.4	55.8	55.7
ROA Breakdown					
총영업이익	2.81	2.80	2.54	2.47	2.41
이자이익	2.64	2.65	2.37	2.28	2.22
비이자이익	0.17	0.15	0.17	0.19	0.19
신용충당금비용	-0.72	-0.52	-0.27	-0.30	-0.31
일반관리비	-1.31	-1.43	-1.41	-1.38	-1.34
총영업이익 구성비					
이자이익	93.9	94.6	93.3	92.2	92.0
비이자이익	3.7	5.4	6.7	7.8	8.0
수수료이익	6.6	8.2	10.2	9.6	10.2
기타	-2.8	-2.8	-3.5	-1.9	-2.2
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	9.6	9.6	9.5	9.6	9.7
Total BIS비율	13.1	13.2	13.1	13.2	13.3
NPL비율	1.32	1.37	1.18	1.30	1.34
충당금/NPL 비율	84.6	93.5	105.3	101.8	100.3

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	0.9	4.7	7.1	5.4	6.0
대출증가율	5.7	-0.5	6.7	5.8	6.5
부채증가율	0.3	4.2	7.0	5.5	6.2
BPS증가율	4.1	8.1	7.5	5.7	5.4
총영업이익증가율	5.7	2.0	-4.2	3.3	3.2
이자이익증가율	6.6	2.8	-5.5	2.1	3.0
비이자이익증가율	-33.1	46.8	18.5	20.0	6.3
일반관리비증가율	1.4	11.2	4.0	4.0	3.0
지배주주순이익증가율	-19.6	24.6	13.6	-1.7	1.5
수정EPS증가율	-19.6	24.6	13.6	-1.7	1.5
배당금증가율	0.0	30.4	16.7	0.0	14.3
주당 지표 (원)					
EPS	1,237	1,540	1,750	1,721	1,747
수정EPS	1,237	1,540	1,750	1,721	1,747
BPS	21,658	23,405	25,164	26,586	28,034
주당배당금	230	300	350	350	400
배당성향 (%)	18.6	19.5	20.0	20.3	22.9
Valuation 지표					
수정PER(배)	7.9	6.0	4.0	4.1	4.1
PBR(배)	0.45	0.39	0.28	0.27	0.25
배당수익률 (%)	2.4	3.3	4.9	4.9	5.6

자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	846 십억원
발행주식수	16,915 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,215 십억원
주요주주	
국민연금공단	5.01%

외국인지분률	53.40%
배당수익률	5.00%

Stock Data

주가(19/10/14)	7,180 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.60
52주 최고가	10,250 원
52주 최저가	6,660 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.2%	-4.1%
6개월	-14.5%	-7.7%
12개월	-31.0%	-27.8%

DGB 금융지주 (139130/KS | 중립(신규편입) | T.P 7,800 원(신규편입))

주가 상승을 위해서는 저평가 외에 다른 모멘텀이 필요

자회사 현황, 이익 추세 등을 감안할 때 배당금이 크게 늘어나기는 어려워 보임. 절대적으로 낮은 밸류에이션을 보이고 있으나, 주가 상승을 위해서는 특별한 계기가 필요하다고 판단. 7,800 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시

지방은행 지주회사 중에서는 자회사 포트폴리오가 가장 다양함

대구, 경북 지역을 중심으로 한 지방은행 지주회사로, 중소기업 위주의 대출 포트폴리오를 갖고 있다. 하이투자증권 인수로 은행업 외에도 증권, 생보, 캐피탈 등 다양한 업종을 영위 중이다.

자회사 현황, 이익 추세 등을 감안할 때 배당금이 크게 늘어나기는 어려워

2003~2007 년 5 년 연속 30% 내외의 높은 배당성향을 기록했으나, 최근에는 20%에 미달하고 있다. DGB 생명은 생보업에서 RBC 비율이 가장 낮기 때문에 지주회사가 증자를 해줘야 하는 부담이 있을 수 있다. 이를 감안하면 향후 배당금이 크게 늘어나기는 어려워 보인다.

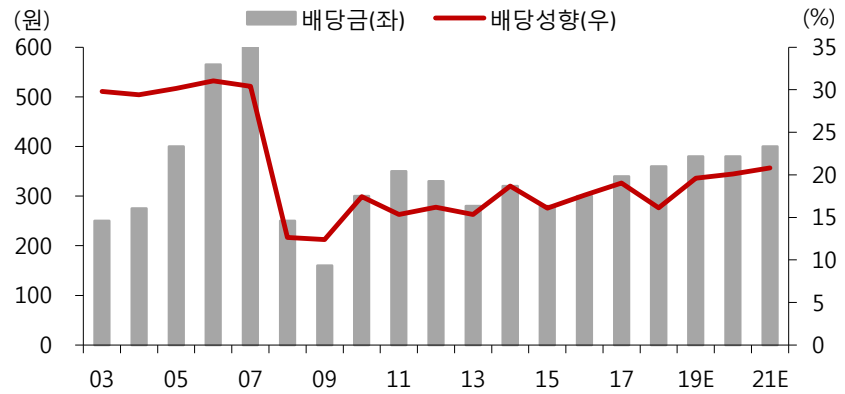
낮은 밸류에이션이 주가 상승을 견인하기 위해서는 특별한 계기가 필요

순이자마진 추세 등을 감안할 때 향후 이익 증가율이 높지는 않을 전망이다. 현재 PER 3.7 배, PBR 0.27 배 등 절대적으로 낮은 밸류에이션을 보유하고 있다. 다만 낮은 밸류에이션이 주가 상승을 견인하기 위해서는 특별한 계기가 필요하다고 판단된다. 7,800 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

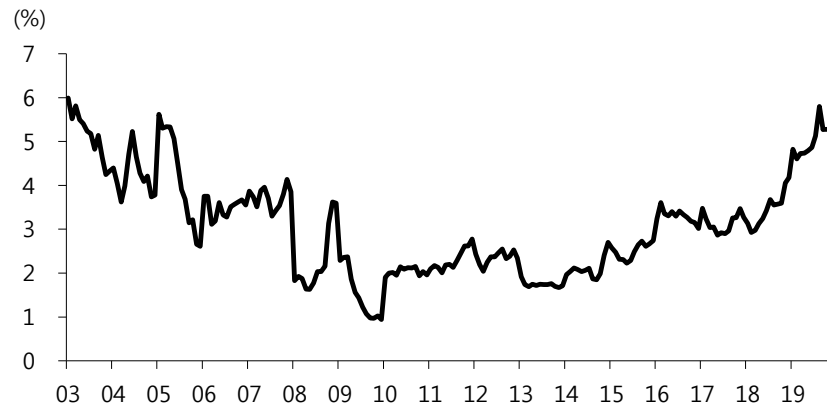
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	1,228	1,275	1,341	1,561	1,599	1,680
YoY	%	2.5	3.8	5.1	16.4	2.4	5.1
영업이익	십억원	387	410	337	460	445	464
YoY	%	12.8	5.8	-17.8	36.7	-3.3	4.3
지배주주순이익	십억원	288	302	384	328	320	325
YoY	%	-2.2	5.1	26.9	-14.5	-2.5	1.7
영업이익/총영업이익	%	31.5	32.1	25.1	29.5	27.8	27.6
총영업이익/자산	%	2.3	2.3	2.2	2.3	2.2	2.1
수정 ROE	%	7.5	7.9	9.3	7.4	6.9	6.6
ROA	%	0.52	0.57	0.67	0.53	0.48	0.46
배당성향	%	17.6	19.0	15.9	19.6	20.1	20.8
수정 EPS	원	1,613	1,787	2,267	1,939	1,891	1,922
BPS	원	21,773	23,088	25,684	26,722	28,443	30,195
주당배당금	원	300	340	360	380	380	400
수정 PER	배	5.7	6.1	4.6	3.7	3.8	3.7
PBR	배	0.42	0.47	0.41	0.27	0.25	0.24
배당수익률	%	3.3	3.1	3.4	5.3	5.3	5.6

DGB 금융지주의 배당금과 배당성향 추이



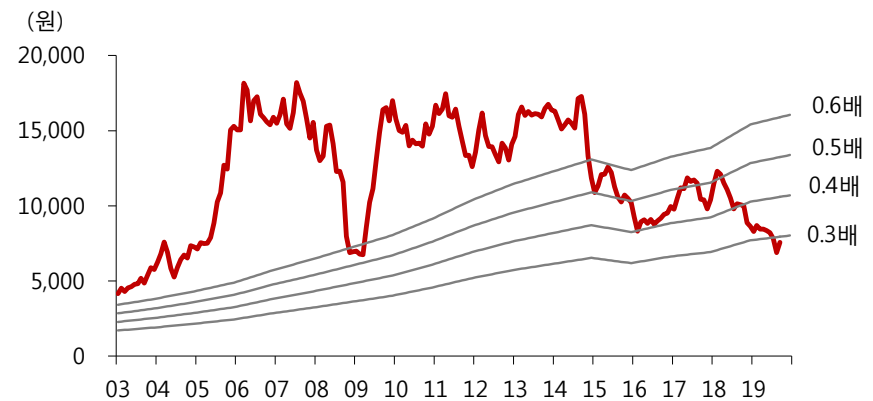
자료: DGB 금융지주, SK 증권 추정

DGB 금융지주의 배당수익률 추이



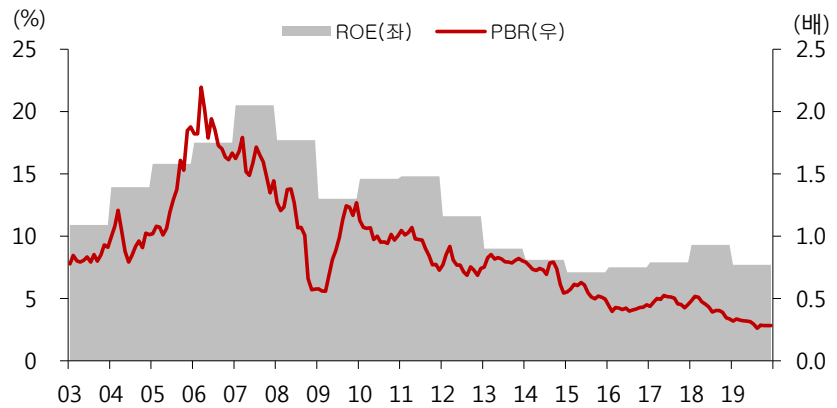
자료: DGB 금융지주, SK 증권 추정

DGB 금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: DGB 금융지주, SK 증권 추정

DGB 금융지주의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: DGB 금융지주, SK 증권 추정

DGB 금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

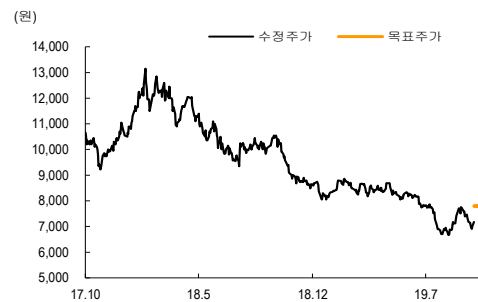
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 400 원
- g 는 영구 배당성장률 → 0%
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.45 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균 → 5.1%
 - 4) Macro Model → 3.5%
 - 5) 현재 주가를 역산한 모델 → 7.2%
 - 6) 업종배당수익률+영구 배당성장률 → 4.7%

$$\Rightarrow 400 \text{ 원} / (5.1\% - 0\%) \approx 7,800 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15	중립	7,800원	6개월		



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 15 일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	2,255	2,601	2,578	2,849	3,148
유가증권	13,151	18,184	20,084	21,733	23,518
대출채권	40,278	40,827	43,615	46,146	49,110
대손충당금	284	339	343	370	403
유형자산	569	957	1,013	1,098	1,191
무형자산	148	200	0	0	0
기타자산	333	2,149	3,614	3,927	4,224
자산총계	56,734	64,918	70,905	75,754	81,190
예수부채	37,840	38,729	41,348	44,404	47,874
차입성부채	7,751	11,746	13,464	14,332	15,330
기타금융부채	94	1,069	933	954	976
비이자부채	6,853	8,310	9,900	10,477	11,092
부채총계	52,538	59,855	65,645	70,167	75,272
지배주주지분	3,905	4,344	4,520	4,811	5,107
자본금	846	846	846	846	846
신종자본증권	0	149	149	149	149
자본잉여금	1,561	1,561	-1	-1	-1
이익잉여금	1,555	1,869	2,150	2,441	2,737
기타자본	-56	-80	1,376	1,376	1,376
비지배주주지분	291	719	740	775	811
자본총계	4,196	5,063	5,260	5,586	5,918

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	1,275	1,341	1,561	1,599	1,680
이자이익	1,291	1,383	1,423	1,490	1,593
이자수익	1,824	2,029	2,221	2,335	2,488
이자비용	533	647	799	845	895
비이자이익	-16	-42	138	109	87
금융상품관련손익	46	70	96	100	92
수수료이익	80	131	251	220	211
보험손익	-63	-94	-85	-88	-90
기타이익	-79	-149	-123	-123	-125
신용충당금비용	189	187	194	223	257
일반관리비	677	817	907	931	959
총업원관련비용	424	523	501	516	531
기타 판관비	253	293	406	415	428
영업이익	410	337	460	445	464
영업외이익	1	151	12	24	12
세전이익	410	488	472	469	476
법인세비용	94	139	110	113	115
법인세율 (%)	(22.9)	(28.4)	(23.4)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	316	406	362	355	361
지배주주 순이익	302	384	328	320	325
비지배주주 순이익	14	22	34	36	36

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	7.9	9.3	7.4	6.9	6.6
ROA	0.57	0.67	0.53	0.48	0.46
NIM (순이자마진)	2.21	2.26	2.13	2.10	2.10
대손비용률	0.48	0.46	0.45	0.49	0.54
Cost-Income Ratio	53.1	60.9	58.1	58.2	57.1
ROA Breakdown					
총영업이익	2.31	2.20	2.30	2.18	2.14
이자이익	2.34	2.27	2.09	2.03	2.03
비이자이익	-0.03	-0.07	0.20	0.15	0.11
신용충당금비용	-0.34	-0.31	-0.29	-0.30	-0.33
일반관리비	-1.23	-1.34	-1.34	-1.27	-1.22
총영업이익 구성비					
이자이익	101.3	103.1	91.2	93.2	94.8
비이자이익	-1.3	-3.1	8.8	6.8	5.2
수수료이익	6.3	9.7	16.1	13.8	12.5
기타	-7.6	-12.9	-7.2	-7.0	-7.3
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	10.2	9.8	9.6	9.7	9.7
Total BIS비율	12.6	12.8	12.6	12.5	12.5
NPL비율	0.82	0.90	0.86	0.90	0.91
충당금/NPL 비율	171.8	150.9	158.3	151.0	155.2

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	6.1	14.4	9.2	6.8	7.2
대출증가율	3.7	7.4	1.5	6.8	5.8
부채증가율	6.2	13.9	9.7	6.9	7.3
BPS증가율	6.0	11.2	4.0	6.4	6.2
총영업이익증가율	3.8	5.1	16.4	2.4	5.1
이자이익증가율	7.4	7.1	2.9	4.7	6.9
비이자이익증가율	적지	적지	흑전	-21.1	-19.9
일반관리비증가율	5.9	20.7	11.0	2.6	3.0
지배주주순이익증가율	5.1	26.9	-14.5	-2.5	1.7
수정EPS증가율	10.8	26.9	-14.5	-2.5	1.7
배당금증가율	13.3	5.9	5.6	0.0	5.3
주당 지표 (원)					
EPS	1,787	2,267	1,939	1,891	1,922
수정EPS	1,787	2,267	1,939	1,891	1,922
BPS	23,088	25,684	26,722	28,443	30,195
주당배당금	340	360	380	380	400
배당성향 (%)	19.0	15.9	19.6	20.1	20.8
Valuation 지표					
수정PER(배)	6.1	4.6	3.7	3.8	3.7
PBR(배)	0.47	0.41	0.27	0.25	0.24
배당수익률 (%)	3.1	3.4	5.3	5.3	5.6

자료: DGB 금융지주, SK 증권 추정

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	985 십억원
발행주식수	19,698 만주
자사주	264 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,076 십억원
주요주주	
삼양사(외3)	10.60%
Jubilee Asia B.V.	6.88%
외국인지분률	40.90%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(19/10/14)	5,460 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	6,300 원
52주 최저가	5,310 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	-6.5%
6개월	-4.0%	3.7%
12개월	-5.0%	-0.7%

JB 금융지주 (175330/KS | 매수(신규편입) | T.P 7,400 원(신규편입))

배당 확대의 여지가 큰 지방은행 지주회사

지난 외형 성장 과정에서 항상 자본적정성에 대한 우려가 있었으나, 2017년부터 선순환 구조에 진입하면서 최근 자본비율에 숨통이 트임. 2021년에는 배당성향이 지방은행 평균인 20% 수준에 도달하면서 배당수익률이 크게 상승할 전망. 목표주가 7,400 원과 '매수' 의견 제시. 중소형 은행주 중 Top Pick

M&A 를 통한 성장 과정에서 항상 자본적정성에 대한 우려가 있었음

JB 우리카페탈, 광주은행 인수로 외형 및 자본, 이익 규모가 크게 확대되었음에도 불구하고 상장 은행지주회사 중에서는 가장 작은 기업이다. M&A 를 통해 성장하다 보니 수 차례 증자에도 불구하고 항상 자본적정성에 대한 우려를 받아왔다. 그 동안 업계에서 가장 낮은 수준의 배당성향을 기록한 것은 이런 이유에서다.

배당성향 올라도 자본적정성 개선 추세는 지속될 것

하지만 2017년부터 경영이 본 궤도에 오르면서 자본적정성이 개선되는 선순환 구조에 진입했다. 2019년 6월 기준 보통주자본비율이 9.6%로 상승했으며, 장기적으로 내부등급법을 적용하면 추가 상승할 가능성이 높다. 주요 주주들은 배당 확대를 반기고 있어 향후 배당성향이 올라갈 가능성이 높다. 배당성향이 타 지방은행지주 수준인 20% 내외로만 상승해도 현 주가 기준 배당수익률은 업종내 최고 수준으로 상승할 수 있다.

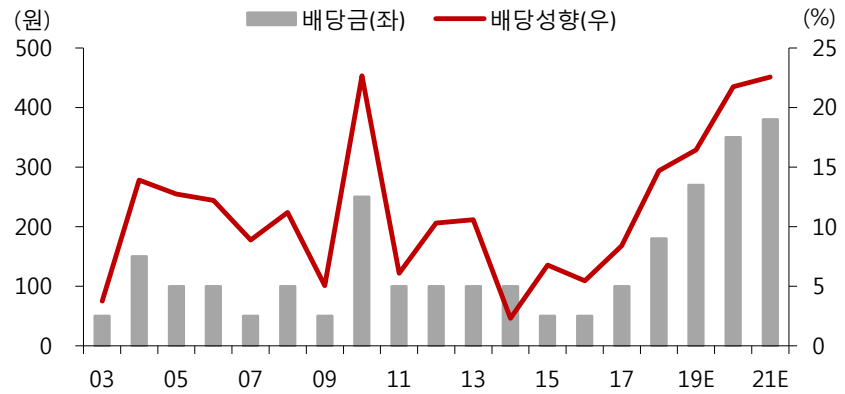
목표주가 7,400 원과 '매수' 의견 제시. 중소형 은행주 중 Top Pick

2021년 예상 배당금 380 원에 5.1%의 적정 배당수익률을 적용한 7,400 원의 목표주가를 제시하면서 '매수' 의견을 제시한다. 중소형 은행주 중 Top Pick 이다.

영업실적 및 투자지표

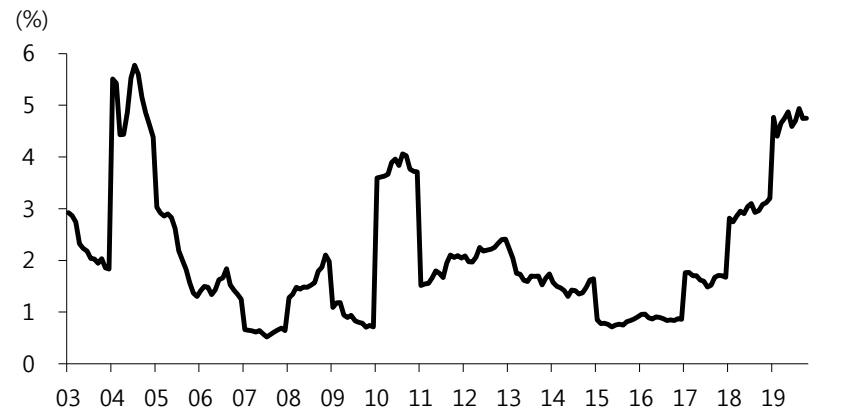
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	1,012	1,052	1,250	1,264	1,308	1,380
YoY	%	12.1	3.9	18.9	1.1	3.5	5.4
영업이익	십억원	253	348	417	462	457	477
YoY	%	28.7	37.7	19.8	10.8	-1.0	4.4
지배주주순이익	십억원	143	185	242	324	317	332
YoY	%	24.4	29.7	30.5	34.0	-2.1	4.7
영업이익/총영업이익	%	25.0	33.1	33.3	36.5	34.9	34.6
총영업이익/자산	%	2.4	2.3	2.6	2.7	2.7	2.6
수정 ROE	%	7.5	3.5	9.6	11.0	9.8	9.5
ROA	%	0.33	0.57	0.68	0.74	0.70	0.69
배당성향	%	5.4	8.4	14.7	16.4	20.5	22.6
수정 EPS	원	918	486	1,226	1,643	1,609	1,685
BPS	원	13,376	14,343	14,132	15,678	17,020	18,379
주당배당금	원	50	100	180	270	330	380
수정 PER	배	62	124	4.9	3.3	3.4	3.2
PBR	배	0.42	0.42	0.43	0.35	0.32	0.30
배당수익률	%	0.9	1.7	3.0	4.9	6.0	7.0

JB 금융지주의 배당금과 배당성향 추이



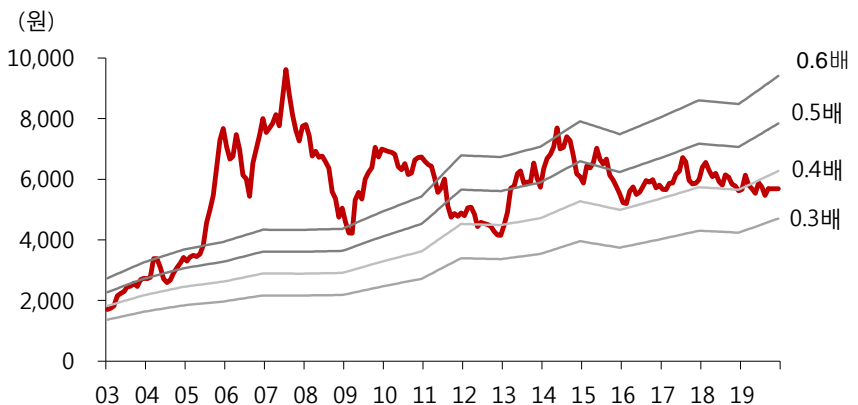
자료: JB 금융지주, SK 증권 추정

JB 금융지주의 배당수익률 추이



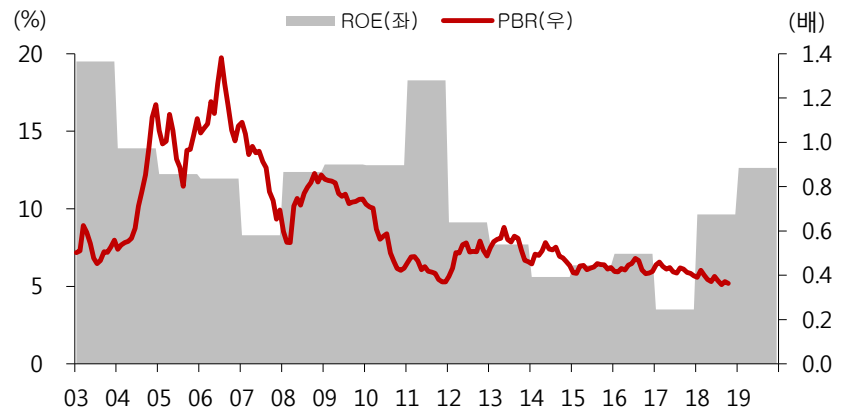
자료: JB 금융지주, SK 증권 추정

JB 금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: JB 금융지주, SK 증권 추정

JB 금융지주의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료 JB 금융지주, SK 증권 추정

JB 금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

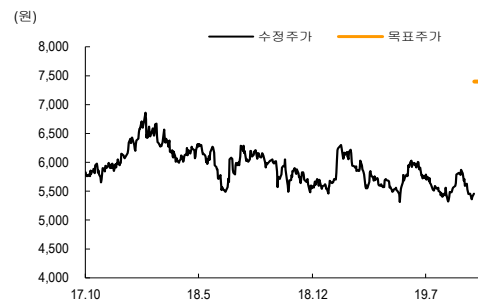
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 380 원
- g 는 영구 배당성장률 → 국내 TIPs Premium 0.7%
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.70 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3 개를 평균 → 5.8%
 - 7) Macro Model → 3.8%
 - 8) 현재 주가를 역산한 모델 → 8.2%
 - 9) 업종배당수익률+영구 배당성장률 → 5.4%

$$\Rightarrow 380 \text{ 원} / (5.8\% - 0.7\%) \approx 7,400 \text{ 원}$$

자료 SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15	매수	7,400원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(구경희)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	2,245	2,346	2,171	2,353	2,549
유가증권	4,892	6,241	6,545	7,087	7,674
대출채권	38,122	36,915	37,759	40,050	42,440
대손충당금	252	317	320	324	327
유형자산	464	414	461	507	557
무형자산	186	172	0	0	0
기타자산	1,685	1,788	687	740	793
자산총계	47,594	46,780	47,623	50,736	54,012
예수부채	34,539	33,994	34,093	36,488	38,879
차입성부채	8,753	8,029	8,320	8,649	8,911
기타금융부채	1	0	1	1	1
비이자부채	1,213	1,298	1,163	1,199	1,237
부채총계	44,507	43,322	43,577	46,337	49,028
지배주주지분	2,429	3,132	3,675	3,940	4,208
자본금	777	985	985	985	985
신종자본증권	200	348	603	603	603
자본잉여금	523	706	705	705	705
이익잉여금	956	1,162	1,440	1,705	1,973
기타자본	-27	-69	-58	-58	-58
비지배주주지분	657	327	355	384	414
자본총계	3,086	3,458	4,030	4,324	4,622

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	1,052	1,250	1,264	1,308	1,380
이자이익	1,162	1,254	1,236	1,306	1,379
이자수익	1,774	1,927	1,906	2,000	2,115
이자비용	612	673	670	694	736
비이자이익	-15	-3	27	2	1
금융상품관련손익	57	22	18	14	14
수수료이익	13	10	52	41	43
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-85	-35	-43	-53	-56
신용충당금비용	176	180	140	162	184
일반관리비	626	654	662	690	719
종업원관련비용	333	356	364	376	388
기타 판관비	293	298	298	314	331
영업이익	348	417	462	457	477
영업외이익	-3	-0	1	0	0
세전이익	345	416	463	457	477
법인세비용	81	95	112	111	115
법인세율 (%)	(23.4)	(22.9)	(24.1)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	264	321	351	346	362
지배주주순이익	185	242	324	317	332
비지배주주순이익	79	79	29	30	30

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	3.5	9.6	11.0	9.8	9.5
ROA	0.57	0.68	0.74	0.70	0.69
NIM (순이자마진)	2.26	2.43	2.49	2.49	2.45
대손비용률	0.46	0.47	0.37	0.41	0.44
Cost-Income Ratio	59.6	52.3	52.4	52.7	52.1
ROA Breakdown					
총영업이익	2.25	2.65	2.68	2.66	2.63
이자이익	2.49	2.66	2.62	2.66	2.63
비이자이익	-0.24	-0.01	0.06	0.00	0.00
신용충당금비용	-0.38	-0.38	-0.30	-0.33	-0.35
일반관리비	-1.34	-1.39	-1.40	-1.40	-1.37
총영업이익 구성비					
이자이익	110.5	100.3	97.8	99.8	100.0
비이자이익	-1.4	-0.3	2.2	0.2	0.0
수수료이익	1.3	0.8	4.1	3.1	3.1
기타	-2.7	-1.1	-2.0	-3.0	-3.0
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	8.6	9.0	9.5	9.7	9.9
Total BIS비율	12.2	13.9	14.1	14.3	14.5
NPL비율	0.96	0.92	0.80	0.83	0.88
충당금/NPL 비율	67.9	92.4	106.8	110.3	110.0

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	3.9	-1.7	1.8	6.5	6.5
대출증가율	7.3	-5.2	2.3	6.0	5.9
부채증가율	3.9	-2.7	0.6	6.3	5.8
BPS증가율	7.2	-1.5	10.9	8.6	8.0
총영업이익증가율	3.9	18.9	1.1	3.5	5.4
이자이익증가율	14.1	7.8	-1.4	5.7	5.5
비이자이익증가율	적전	적지	흑전	-92.7	-66.4
일반관리비증가율	6.2	4.4	1.2	4.2	4.2
지배주주순이익증가율	29.7	30.5	34.0	-2.1	4.7
수정EPS증가율	-47.0	152.2	34.0	-2.1	4.7
배당금증가율	100.0	80.0	50.0	22.2	15.2
주당 지표 (원)					
EPS	1,191	1,226	1,643	1,609	1,685
수정EPS	486	1,226	1,643	1,609	1,685
BPS	14,343	14,132	15,678	17,020	18,379
주당배당금	100	180	270	330	380
배당성향 (%)	8.4	14.7	16.4	20.5	22.6
Valuation 지표					
수정PER(배)	12.4	4.9	3.3	3.4	3.2
PBR(배)	0.42	0.43	0.35	0.32	0.30
배당수익률 (%)	1.7	3.0	4.9	6.0	7.0

자료 JB 금융지주, SK 증권 추정

memo
