



2019년 10월 23일 | 키움증권 리서치센터



산업분석

은행/카드 | Neutral (Maintain)

2020년 은행산업 전망

부제: 금리를 더이상 내리기 어려운 이유!!

금리 인하의 역습이다. 고위험 부채를 기반으로 서울 아파트가격 상승은 지속되는 반면 지방, 수도권 비인기 아파트는 하락 추세가 심화되고 있다. 구조조정 대신 경기부양을 선택한 결과이다. 이대로면 은행의 부담은 갈수록 클 수 밖에 없다.

은행/카드 Analyst 서영수

02-3787-0304 / ysyoun@kiwoom.com

RA 유근탁

02-3787-0334 / ktyoo@kiwoom.com

Contents



I. 은행주 Valuation & 투자판단	3
II. Bank based Financial System이란?	5
III. 기준금리 인하 영향 I: 부동산 시장	8
IV. 기준금리 인하 영향 II: 은행 위험 분석	13
V. 은행 순이자마진 추이 및 전망	19
기업분석	22
> 신한지주 (055550)	23
> 기업은행 (024110)	25
> KB금융 (105560)	27
> 우리금융지주 (316140)	29
> BNK금융지주 (138930)	31

Compliance Notice

- 당사는 10월 22일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식 중 '우리금융지주(316140)'를 1% 이상 보유하고 있으며, 그 밖의 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

추가적 금리인하가 어려운 이유 !!

>>> 외국인 은행주 기피현상 장기화 우려

구조조정보다는 금리 인하 형태의 경기부양책은 금리 하락 고착화를 야기, 은행의 장기적 수익 전망을 악화시킬 수 있다. 정부 정책에 의해 국내 은행이 유럽계 은행과 같이 될지, 구조조정을 통해 미국 은행으로 탈바꿈할지 주목할 부분이다.

>>> 정부의 저금리정책, 부작용 적지 않아

저금리 정책에 따라 늘어난 대출이 기업 설비투자 증가보다는 아파트, 상가 등 부동산에 몰림으로써 버블만 초래한 것으로 평가. 정부 규제를 피할 수 있는 일부 계층만 자금을 이용, 부채와 소비의 상관관계(부의 효과)가 악화됨. 추가적인 금리 인하는 고위험 부채의 증가, 서울 아파트 가격 상승, 지방 및 수도권 비인기 아파트 가격 하락을 유발. 전반적인 금융 안정성을 악화시키는 요인으로 작용할 전망이다.

>>> 은행업, 정책 변화에 주목,

유연한 대처 필요해 보임

구조조정에서 부양책으로 정책 기조가 전환되면서 은행이 정책 수단으로써의 의존도가 더 높아짐. 그 결과 구조조정에 따른 일시적 비용 증가 가능성은 낮아졌지만 마진 하락에 따른 장기적 이익 훼손 우려는 더욱 커지고 있음. 무리한 정책은 계속 유지되기 어려우며 감독당국 역시 전반적인 위험을 낮추기 위한 정책 전환이 불가피해 보임. 단지 배당 투자에 초점을 맞추기보다 향후 정부의 정책 변화 가능성에 주목, 이에 대응한 전략 유연한 대처가 필요해 보임.

	신한지주	기업은행	KB금융	BNK 금융지주	DGB 금융지주	하나 금융지주	우리 금융지주	5대 시중은행
투자판단	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	Outperform	Outperform	Neutral
목표주가	58,000	18,000	56,000	9,000	11,000	46,000	15,000	
(변경전)	59,000	21,000	59,000	10,000			17,000	
FY19F PBR(배)	0.55	0.48	0.48	0.31	0.28	0.39	0.45	0.47
FY19F PER(배)	6.3	5.0	5.7	4.6	4.8	4.9	5.3	5.5
FY19F 보통주EPS 성장률(%)	4.6	-3.8	0.2	7.6	-32.9	-3.0	-21.5	-4.7
FY19F 경상ROE(%)	9.0	8.3	8.3	7.0	9.0	8.2	8.7	8.5
FY19F 배당수익률 (%)	3.7	5.4	4.4	3.9	4.9	5.3	2.0	4.1
2019년 10월 22일(원)	43,400	12,850	44,100	7,250	7,320	35,950	12,600	
시가총액(십억원)	20,580	7,417	18,439	2,363	1,238	10,794	9,101	13,266

자료: 각 사, 카움증권 추정

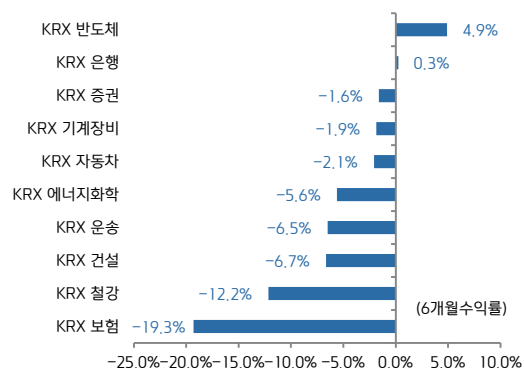
I. 은행주 Valuation & 투자판단

>>> 은행업종 투자 환경은 갈수록 악화 중

정부의 정책 영향으로 은행업 실적 악화 우려가 커짐에도 은행업종은 비교적 선방하고 있다. 제조업 섹터의 부진한 실적과 더불어 은행주에 대한 배당 투자 기대감이 확산되면서 기관 투자자들을 중심으로 매수가 늘어났기 때문으로 해석된다.

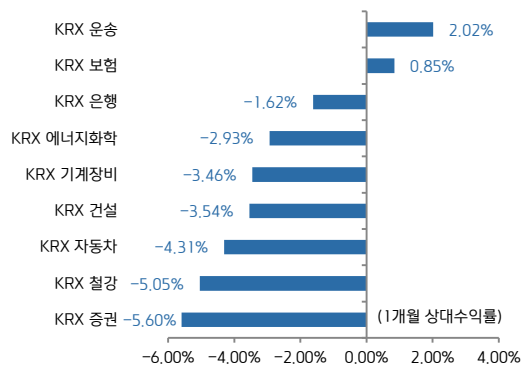
그러나 은행업종 투자 환경은 보다 더 악화되고 있다. 구조조정 중심의 정부 정책이 하반기 이후 경기 부양에 초점이 맞추어 지고 은행을 경기부양을 위한 정책수단으로 이용하면서 이익 훼손이 더욱 심하게 나타나고 있기 때문이다. 정책 기조가 변하지 않으면 마진 하락, 자산관리 수익 감소 등 은행의 이익 감소는 당분간 지속될 수 밖에 없다. 은행업종 주가가 상승 반전하려면 경기부양에서 구조조정 중심으로 정책 기조를 전환해야 한다. 즉, 부채의 구조조정을 통해 부실화 위험을 낮추고 이에 따른 금리, 수수료 등 금융상품 가격의 정상화가 이루어져야 할 것이다. 은행이 부담해야 할 리스크는 커지는데 이를 흡수할 체력(순이자마진)은 갈수록 하락하고 있어 더 이상 감내하기 어려워지는 시점에 직면하고 있다. 무리한 정책은 계속 유지되기 어렵다. 감독당국 역시 전반적인 위험을 낮추기 위한 정책 전환이 불가피해 보인다. 단지 배당 투자에 초점을 맞추기보다 향후 정부의 정책 변화 가능성에 주목, 이에 대응한 전략과 유연한 대처가 필요해 보인다.

섹터별 6개월 상대수익률 비교



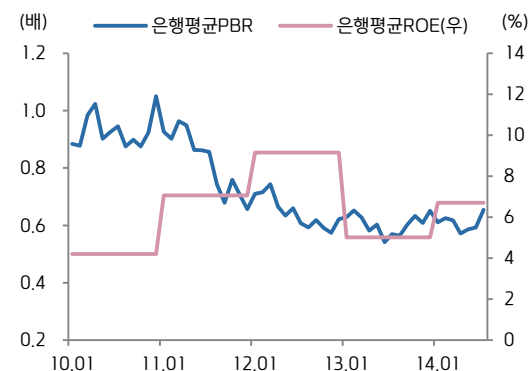
자료: Dataguide, 키움증권
주: 10월 21일 종가 기준

섹터별 1개월 상대 수익률 비교



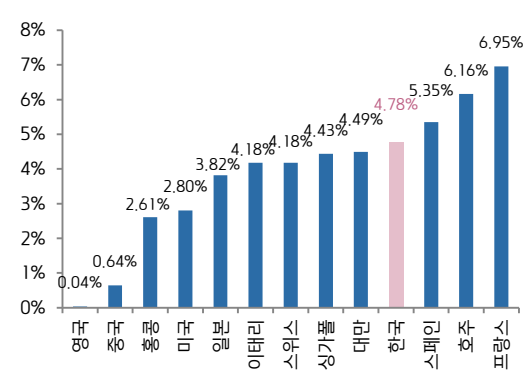
자료: Dataguide, 키움증권
주: 10월 21일 종가 기준

과거 은행주 평균 PBR 및 ROE 추이



자료: Quantwise, 키움증권

국가별 12개월 Trailing 배당수익률 비교



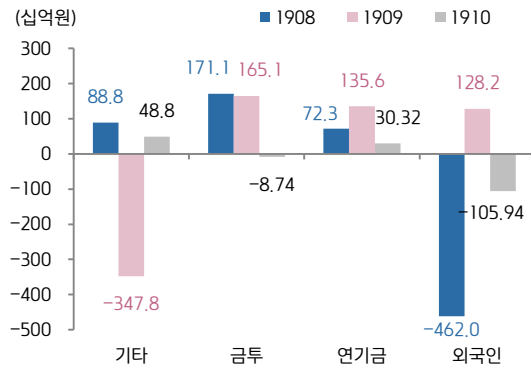
자료: Yahoo Finance, 각 사, 키움증권

>>> 국내 은행의 유럽 은행화 현상, 은행주의 장기적 악재

최근 국내 은행업종 수급상 특징은 은행주에 우호적인 시각을 가졌던 외국인 투자자가 순매도를 지속 하는 것과 2) 금융투자회사와 연기금 등 국내 기관이 은행주를 꾸준히 매수한 것이다. 국내 기관이 은행주를 매수한 이유는 앞서 설명했듯이 배당 매력도가 높아진 탓이다. 그러나 외국인 투자자의 순매도가 장기화될 수 있다는 점은 주시해야 할 사안이다.

한편 외국인이 국내 은행업종을 줄이는 이유를 추정하면 다음과 같다. 첫째, 장단기 금리차 축소를 넘어 글로벌 금융시장의 변동성 증가로 금융위기가 발생할 수도 있을 것이라는 우려 탓이다. 한국의 경우 심각한 가계부채와 부동산 버블 문제를 안고 있어 외국인에게는 매력적인 투자대상이 어려운 것이다. 둘째, 저금리 정책 등 정부의 정책 영향으로 국내 은행이 유럽 은행화되는 현상이 나타나고 있다는 점이다. 한국처럼 은행 중심의 금융시스템을 유지해오고 있는 대부분 유럽 국가는 금융위기 당시 금리 인하, 양적 완화 중심으로 문제를 대처하였다. 이 같은 금리 인하 정책은 대손비용을 낮추는 결과를 낳았지만 구조조정을 지연시킴으로써 저금리 장기화라는 구조적 문제를 낳은 것으로 판단된다. 현 정부 정책 역시 크게 다르지 않다. 그렇다면 국내 은행 역시 유럽은행과 크게 다르지 않을 수 있다는 그들의 시각을 부인하기 어렵다.

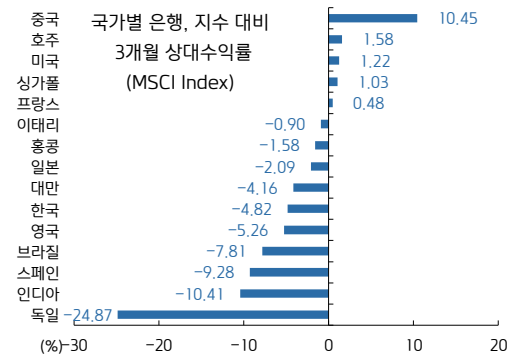
최근 외국인 및 기관 은행주 순매수대금 비교



자료: Quantwise, 키움증권

주: 10월의 경우 KRX은행 지수 기준으로 21일까지의 대금을 합계

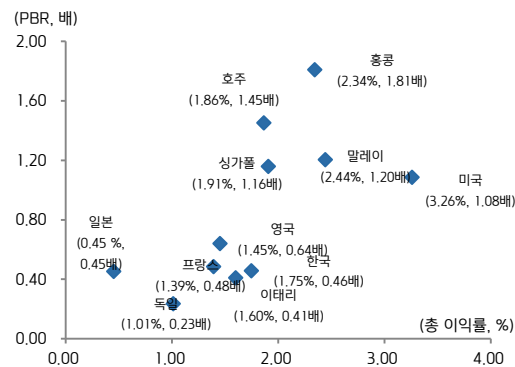
글로벌 은행주 수익률 비교



자료: Thomson Reuters, 키움증권

주: 각 국 은행주 상대 수익률은 각 나라 MSCI 지수를 기준으로 산출 하였음 한국은 KRX 은행업 지수

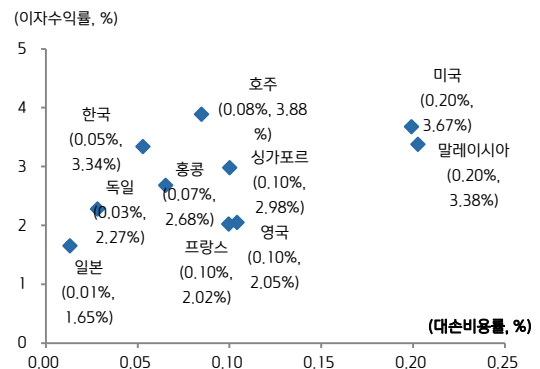
국가별 은행주 PBR과 총이익률 비교



자료: Thomson Reuters

주: 총 이익률이란 총자산대비 이자+비이자이익율을 말함

국가별 은행 이자수익률과 대손비용률 비교



자료: Thomson Reuters

II. Bank based Financial System 이란?

>>> 한국은 Bank based financial system을 채택한 대표적인 국가

한국은 유럽 등과 같이 Bank based Financial System(은행 중심의 금융체계)를 채택한 선진국가 중 하나이다. 참고로 미국은 자본시장(Capital Market) 중심의 금융시스템을 갖고 있는 대표적 국가이다. 한국이 은행 중심의 금융체계를 갖고 있는 것은 은행이 금융산업에 차지하는 자산, 수익 비중 때문만이 아니다. 이보다는 은행, 즉 간접금융시장을 통한 자금 조달이 자본시장 등 직접금융시장에서 조달하는 비중이 절대적으로 많기 때문이다. 실제 정부의 대출 규제로 은행의 자금 조달 규모가 다소 감소했지만 2019년 역시 2/3를 차지하고 있다. 가계대출까지 포함한다면 비중은 더 늘어날 것이다.

미국과 달리 은행 중심의 금융시스템 하에서 기준 금리 인하 정책은 은행의 대출 수요와 공급에 영향을 미침으로서 실물 경제에 영향을 미치는 의도로 볼 수 있다. 금리 인하를 통해 대출자의 이자부담을 완화함으로써 부실화 위험을 낮출뿐만 아니라 장단기 금리차를 확대해 은행의 대출을 늘리도록 유도하는 것이다. 그러나 국내 은행의 현재 여건은 다르다. 최근 다소 상승했지만 연체율이 절대적으로 낮아 건전성 개선 효과는 미미하며 은행의 예대 구조가 변경, 장단기 금리차가 축소되어 전통적 효과는 미미한 것으로 분석된다. 즉 단기 자금을 조달해 장기로 운용해 왔던 과거와 달리 단기로 조달해 단기(변동금리)로 운용하면서 Duration 미스 매칭 현상이 크게 줄어들었기 때문이다.

이에 따라 정부의 금리 인하 정책은 대출 금리 인하 유도에 따른 대출 수요 증가와 은행의 대출태도 완화에 초점이 맞추어졌다. 대출 금리 인하로 마진이 급격히 하락하면 은행은 훼손된 마진을 상쇄하기 위해 대출태도를 완화함으로써 대출을 적극적으로 늘리려 하기 때문이다. 실제 2014년 하반기 출범한 최경환 경제팀의 금리 인하 중심의 경기부양책 후에도 은행의 마진 훼손이 심각하게 진행되었으며 은행은 이를 상쇄하기 위해 대출을 적극적으로 늘렸다.

국내 직접금융시장과 간접금융시장의 비중

비중(%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019.9	
간접금융	간접금융 합	84.8	93.8	70.2	73.0	69.9	66.4
	대기업	30.2	-8.7	-40.7	-6.7	8.2	-3.7
	중소기업	54.6	102.5	110.9	79.7	61.5	70.1
	개인사업자	30.7	57.7	79.6	53.3	40.9	32.6
직접금융	직접금융 합	15.17	6.21	29.82	27.01	30.11	33.63
	회사채 순발행	2.9	-0.2	-24.4	-6.7	8.5	23.8
	CP 순발행	-3.4	-7.2	-3.6	7.1	5.1	2.5
	주식발행	15.7	13.6	57.8	26.6	16.5	7.4
합계	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	

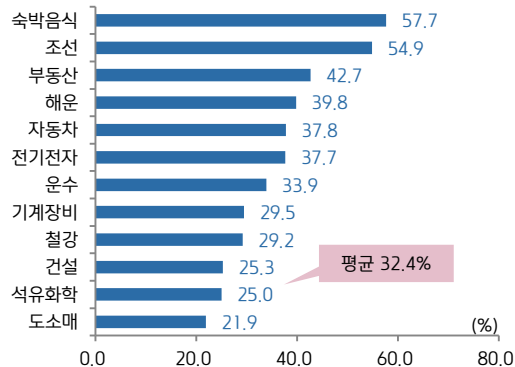
자료: 한국은행

>>> 금리 인하, 한계기업을 늘리는 요인으로 작용

현 시점에서 정부의 금리 인하 정책 효과는 은행의 대출태도 완화, 즉 은행의 대출 증가로 요약된다. 즉 기준금리 인하를 통해 대출금리를 기업의 투자수익률(ROIC) 이하로 낮추어 기업 투자 확대를 유발, 경기를 살리겠다는 의도로 보여진다. 그러나 정부의 의도와 달리 경쟁력 있는 대다수 기업은 충분히 현금을 확보한데다 경기의 불확실성 등으로 금리를 인하해도 신규투자가 늘어나고 있지 않다. 오히려 금리 인하의 부정적 효과만 유발할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 예상되는 금리 인하의 부작용은 다음과 같다.

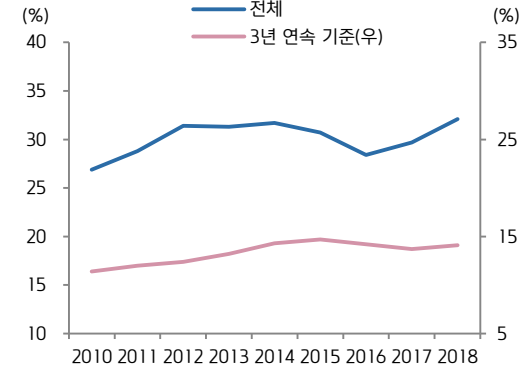
첫째, 금리 인하로 한계기업, 나아가 좀비기업의 구조조정이 지연될 수 있다는 점이다. 구조조정이 지연되면 산업내 과열 경쟁으로 투자수익률은 더욱 하락할 수 밖에 없다. 실제 한국은행 금융안정보고서에 따르면 이자보상배율이 1배 미만 비중이 평균 32.1%, 3년 연속 1배 미만 비중이 14%를 기록하고 있다(중소기업의 경우 각각 34%, 15%). 금리 인하가 시장금리를 떨어뜨려 또다시 금리 인하를 할 수 밖에 없도록 하는 악순환을 초래하고 있는 것이다. 정부 역시 이 사실을 인지하고 2018년말 IFRS9를 적극 도입해 한계기업에 구조조정을 추진하기 시작하였다. 상대적으로 도입이 용이한 지방은행의 경우 여신 10억 원 이상 기업에 대해 IFRS9 도입을 추진하였으며 도입이 어려운 시중은행의 경우 20~30억 원 이상 기업에 대해 추진하기로 한바 있다. 그러나 가이드라인을 하향 조정, 구조조정을 확대하기보다는 정책의 초점이 경기부양에 맞추어지면서 가이드라인을 더 느슨하게 적용하려는 것으로 알려져 있다.

산업 내 이자보상배율 1배 미만 기업 비중



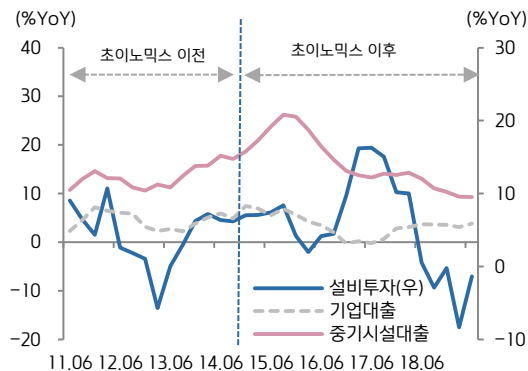
자료: 한국은행 금융안정보고서

이자보상비율 1배 미만 기업 추이



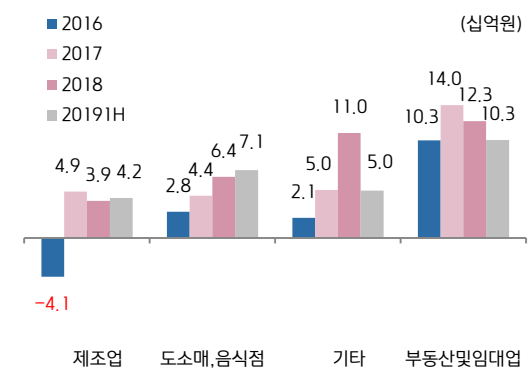
자료: 한국은행 금융안정보고서

설비투자증가율과 중소기업 시설자금대출 관계



자료: 한국은행

5대은행의 산업별 대출금 연간 순증 비교



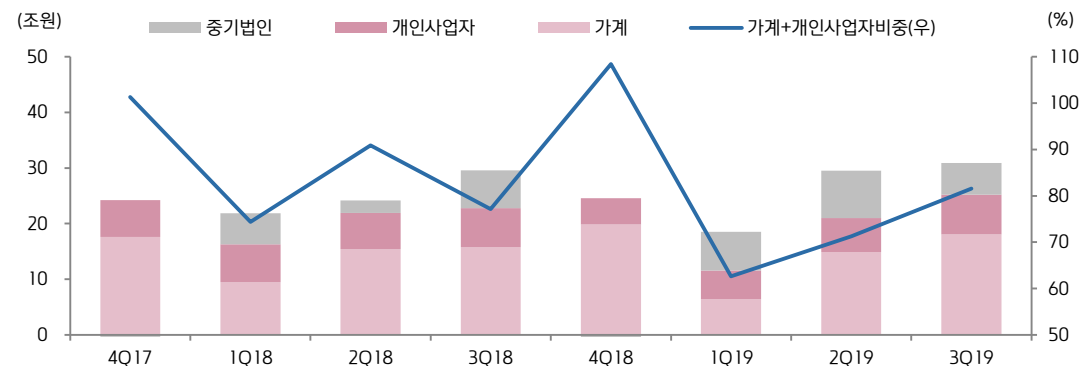
자료: 금융감독원 통계정보시스템, 5대은행(신한, KB, 우리, 하나, 농협)

>>> 금리 인하정책, 부동산 버블이라는 부작용만 초래

둘째, 현 시점에서 금리 인하는 부동산 버블을 초래해 부채 부실화 위험을 높일 수 있다는 점이다. 사업에 대한 기대수익률이 현저히 낮아진 상태에서 금리를 낮추게 되면 경제 주체는 화폐대신에 가치 저장이 가능한 새로운 재화(투자재)를 찾기 마련이다. 즉, 금리 인하로 대출이 용이해진 상황에서 전통적 사업분야의 투자 위험이 커지게 되면 대출자금은 상대적으로 기대수익률이 높은 주식 또는 부동산에 몰릴 수 밖에 없게 된다. 지난 2014년 하반기부터 진행된 정부의 저금리 정책이 가계대출, 부동산임대업 대출 급증을 야기한 현상을 통해 익히 습득한 바이다.

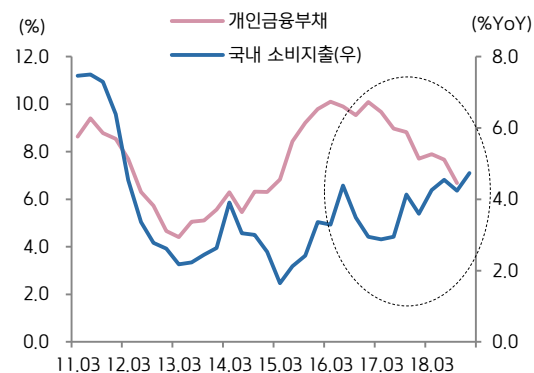
기준금리 인하 등의 영향으로 은행 대출금리가 하락하자 위축되었던 대출순증 규모는 빠르게 증가하고 있다. 실제 국내은행의 3/4분기 가계+중소기업 대출 순증액은 30.9조원으로 2017년 3분기 이후 가장 많은 금액을 기록하였다. 그러나 대출 순증액의 82%가 가계대출과 가계성대출인 개인사업자 대출이다. 기업대출 역시 대부분 부동산 투자와 관련된 대출로 일반법인의 순수 사업 투자에 필요한 대출 비중은 매우 낮은 것으로 추정된다. 한편 자산 가격 부양효과(소위 Wealth Effect) 역시 현 시점에서 경기 부양에도 별다른 영향을 미치지 못할 것으로 판단된다. 그 이유는 1) 자산 가격의 상승에 따른 경기 부양 효과는 거래 증가에 따른 내수 수요 확대인데 과거와 달리 가격 부담 요인 등으로 부동산 거래가 이전 수준으로 회복되기 어렵기 때문이며 2) 자산 시장 양극화로 인해 중산층 소비는 둔화되는 반면 자산가의 경우 해외 소비가 늘어나면서 국내 소비 증가에 미치는 영향은 제한적이기 때문이다.

원화대출 중 가계성 대출 비중 추이



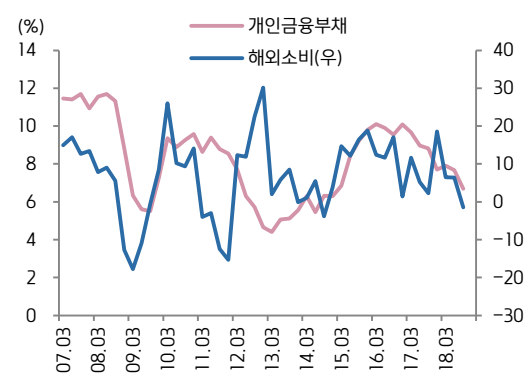
자료: 한국은행, 대기업대출은 제외함

역의 상관관계를 보이는 가계부채와 국내소비



자료: 한국은행

정의 상관관계를 보이는 가계부채와 해외소비



자료: 한국은행

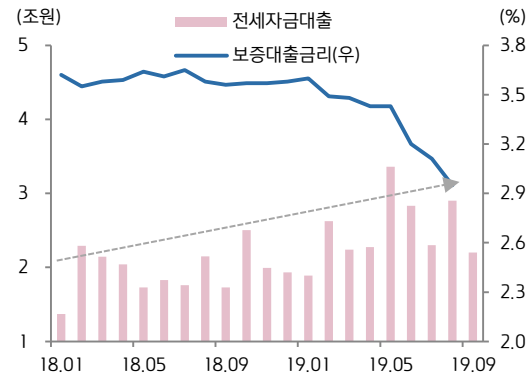
Ⅲ. 기준금리 인하 영향 I: 부동산 시장

>>> 금리 인하, 인기지역 전세가격 상승 요인으로 작용

한국은행은 10월 금리인하에 앞서 지난 7월 기준금리를 1.5%로 0.25%p 인하한 바 있다. 금리 인하 효과는 먼저 서울 아파트 등 인기 지역 전세 시장에 나타났다. 하반기 입주물량 증가 우려로 전세가격 하락 우려가 한 때 컸지만 가파른 상승세로 전환되었다. 지난 9월 서울 실거래 전세가격지수는 6월 대비 0.6% 상승하였다. 전세가격 상승의 원인은 정부의 금리 인하 정책 영향으로 인한 전세자금 대출금리 하락에서 비롯된다. 무주택자의 전세자금대출을 이용한 주거가 보편화됨에 따라 대출금리 인하가 거주가능 주택의 수준을 높였으며 이는 송파, 강동구 등 인기지역 신축주택의 수요 증가로 연결된 것이다. 주거비를 소득의 30% 정도 사용한다고 가정할 때 연봉 4천만원 가계가 거주 가능한 전세주택은 전세자금대출금리 4% 하에서는 3억 7천 5백 만원이지만 2.5%로 낮아지면 6억 원수준까지 상승하게 된다. 이와 같은 현상은 서울시 2인세대 추이에서도 명확히 드러난다. 상대적으로 소득 수준이 높은 마용성 등의 거주자 상당수가 강남4구로 이주했음을 추론해 볼 수 있다.

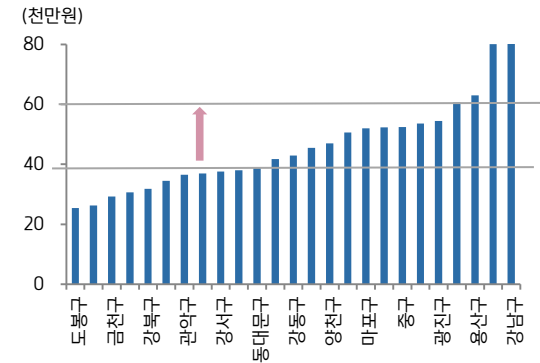
또한 과천, 성남, 광명 등과 3기 신도시 예정지역의 9월 전세가격도 6월말 대비 1.7% 상승하였다. 무주택자가 재고주택을 구입하기 어려운 환경에서 분양가 상한제 도입으로 신축 주택의 매력도가 높아지자 정약을 받기 위해 3기 신도시 주변으로 이주하는 현상 탓으로 보여진다. 전세자금대출금리가 하락하자 경기도 내에서도 인기지역으로의 쏠림현상이 가속화되는 것이다.

대출금리 하락이 전세자금대출 증가로 이어져



자료: 한국은행

서울 자치구별 평균 전세가격 비교



자료: 부동산114

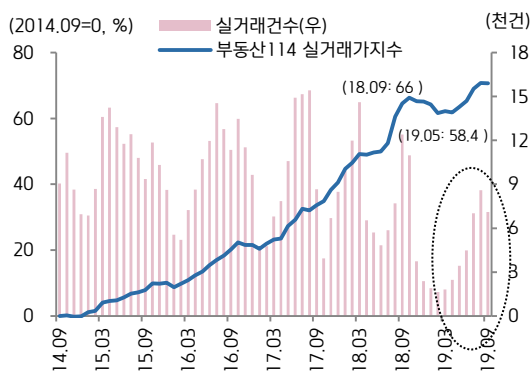
>>> 정부의 부동산시장 보완책, 추세를 전환하기 어려울 것

정부는 10월 1일 급등하는 서울아파트시장 안정화를 위해 관계부처 합동으로 보완책을 발표하였다. 이번 정책은 기존 과다 부채 보유 다주택자가 주택을 매도해 부채 구조조정을 유도하기 보다는 다주택자가 추가로 레버리지를 일으켜 주택을 추가 구매하지 못하도록 한 점이다. 즉 정책 목표가 8.2대책, 9.13 대책과 같이 집값 하락을 유도하는 것이 아니라 상승률을 완화하는 데 있다는 것이다. 따라서 정부의 부동산 시장 보완책이 일시적으로 서울 아파트 등 인기지역 아파트 가격 상승률을 둔화할 수 있으나 추세를 반전시키기는 역부족일 것이다. 여기에 한국은행에서 기준금리를 추가 인하함으로써 투자자들이 규제에 적응한 이후에는 투자(투기)수요 증가로 상승 추세는 가속화될 여지가 많다.

정부 정책의 핵심 내용은 1) 분양가상한제의 보완, 2) 주택 매수자의 자금출처 조사 강화, 3) 대출 규제의 보완이다. 무분별한 우회대출을 차단하기 위해 LTV 규제 적용대상을 개인사업자, 법인사업자, 부동산담보신탁 등으로 확대하였다. 여기에 9억 원 이상 고가주택을 보유한 1주택자의 전세대출 보증을 제한하는 등 전세자금대출 규제를 강화하였다. 우회대출이 정상적 대출보다 많아진 상황에서 정부의 조치는 늦은감이 있지만 적절한 조치이다. 그러나 대출 수요를 자극하는 정책하에서 취해진 대출 규제는 한계가 있을 수 밖에 없다. 보다 근본적인 대책이 제시되지 않는 한 기대수익률이 높아진 상황에서 투자자들은 여전히 규제의 허점을 이용해 부채를 갖고 주택을 투자하려 할 것이다.

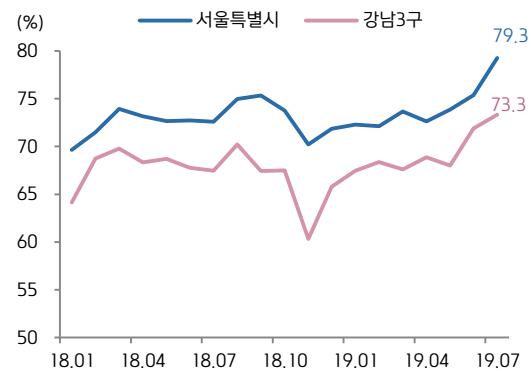
정부가 정책 기조를 경기부양에서 구조조정으로 변경한 것으로 판단하기 위해서는 1) 전세보증금, 전세자금대출, 개인사업자대출을 모두 반영한 DSR 중심의 규제를 강화하던지, 2) 과거 주택가격 부양책 차원에서 이용된 정부의 전세자금대출 보증의 한도 축소를 통해 전세 보증금을 활용한 주택 투자를 억제하고, 3) 완화적 통화정책 기조를 변경, 임대사업자 등 한계 기업의 구조조정과 다주택자의 자발적 구조조정을 유도하는 정책이 제시되었을 때 가능하다.

서울 아파트 실거래지수 추이와 실거래건수



자료: 부동산114, 국토교통부

서울시 및 강남3구 전세거래 비중 추이



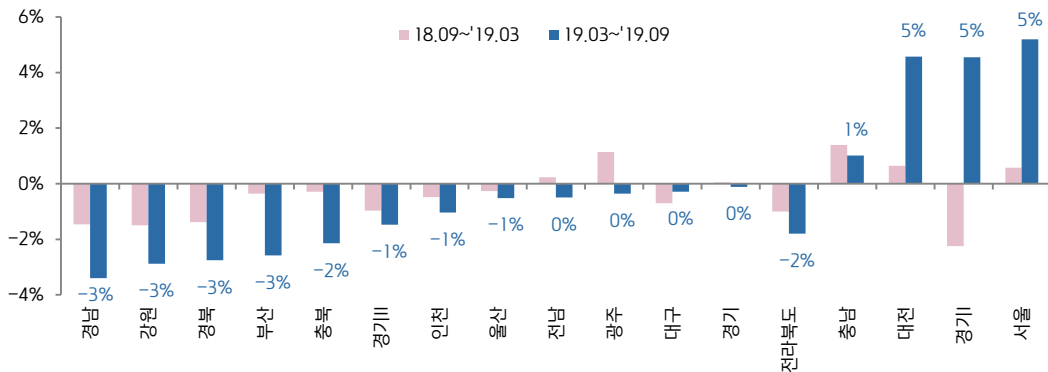
자료: 국토교통부, 부동산114

>>> 정부의 금리 인하 정책, 금융 불안정성 높이는 요인

한국은행의 금리 인하 정책 목표는 물가 안정과 금융 안정이다. 금리 인하 정책은 대출 수요를 늘려 경기를 부양, Deflation 우려를 완화하는 데 긍정적일 수 있다. 그러나 질 나쁜 부채를 늘리고 금융 및 자산시장의 변동성을 높인다면 한국은행의 정책 목표 가운데 하나인 금융 안정에 배치되는 정책이라 할 수 있다. 그 이유는 다음과 같다.

먼저 정부의 금리 인하 정책이 지방 및 수도권 아파트 가격 하락을 가속화시키는 요인으로 작용할 수 있다는 점이다. 무엇보다 우려되는 부분은 경기, 인천 등 비 인기지역 아파트 가격 하락 위험 증가이다. 경기 인천 부동산 시장 침체가 지방 부동산 시장 대비 우려되는 이유는 1) 자가 점유율이 낮은 지역, 즉 서울에 이어 부채가 많은 다주택자의 비중이 높은 지역으로 가격 하락 장기화 시 부실화 위험이 높아질 수 있다는 점이며 2) 은행 및 제2금융권 금융회사의 익스포저가 많아 가격 하락 시 관련 여신의 부실화 가능성이 높아지기 때문이다. 실제 은행 가계여신에서 경기, 인천 지역이 차지하는 비중은 32%에 달하며 증권, 캐피탈 부동산 PF의 각각 절반에 육박한다.

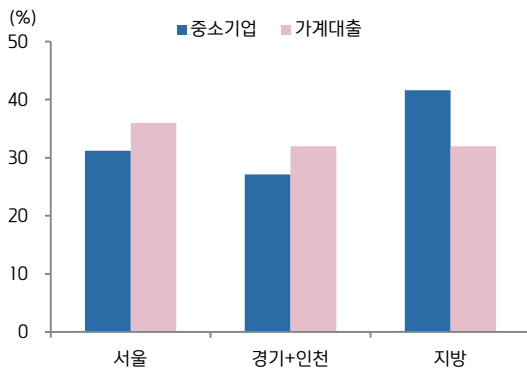
지역별 아파트 실거래매가격 변동률 비교



자료: 부동산114

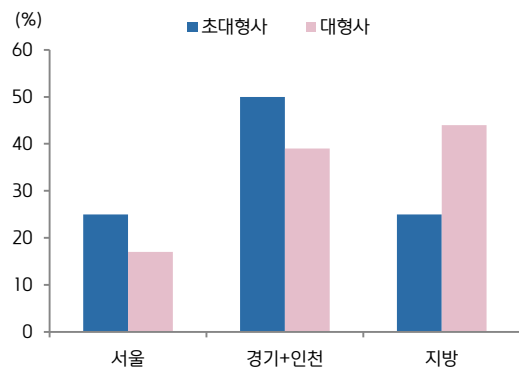
주: 경기 I은 성남, 과천, 광명의 평균. 경기 II는 나머지 경기도 평균, 실거래가 지수 기준

예금은행의 가계대출, 중기대출의 지역별 여신 비중



자료: 한국은행, 2019년 6월 기준

국내 증권사 지역별 PF 비중 비교



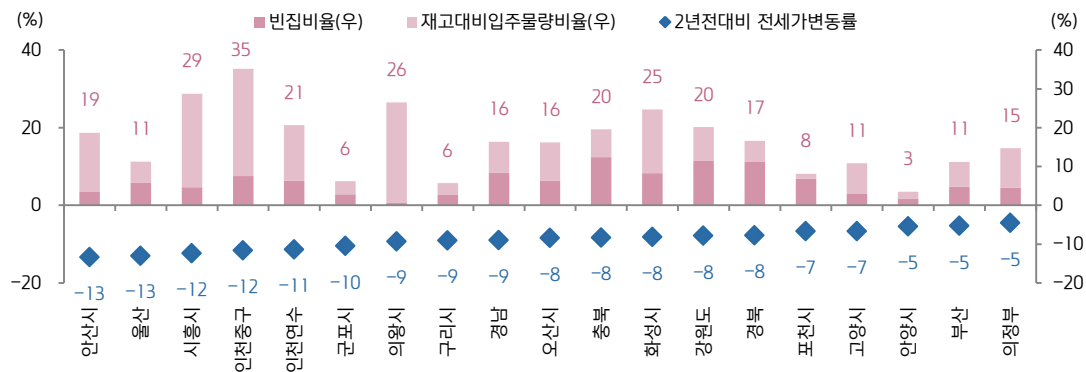
자료: 한국기업평가, 2018년 9월 말 현재

>>> 경기, 인천 비인기지역 아파트가격 하락 가속화 불가피 할 듯

한편 지방에 이어 경기, 인천 지역 아파트의 전세가격과 매매가격 하락 가속화는 정부가 정책기조를 근본적으로 바꾸지 않는 한 지속될 가능성이 높다. 그 이유는 다음과 같다.

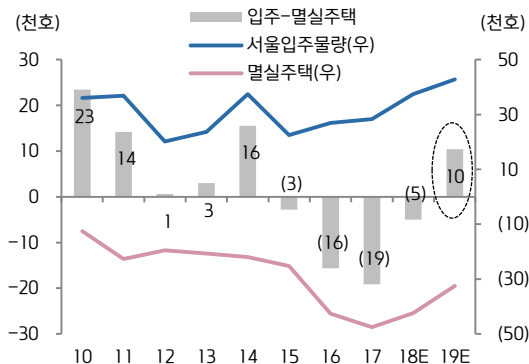
첫째, 아파트 과잉 공급 문제가 갈수록 심화되고 있다는 점이다. 2019년부터 입주물량이 다소 줄어들기는 했지만 여전히 경기, 인천 지역에 아파트가 10만 호 이상 공급이 지속되고 있다. 여기에 주거 여건이 양호한 3기 신도시 착공까지 발표한 바 있어 경기 비인기 지역 공급 과잉 문제는 갈수록 심화될 것이다. 9월 말 기준으로 2년전 대비 5% 이상 전세가격이 하락한 경기, 인천지역을 예를 들어 보자. 2018년 말 기준 빈 아파트와 2019~2020년 새로 공급되는 아파트의 기존 재고아파트 대비 비율은 평균 15% 수준으로 해당 지역의 공급 과잉 문제는 한계 수준을 넘어선 것으로 보여진다. 둘째, 정부의 저금리 정책, 대출 정책이 경기 비인기지역의 수요를 약화시키는 요인으로 작용하고 있다는 점이다. 대출금리가 하락하게 되면 실질적 주거비용이 줄어들어 인기지역에 대한 수요가 늘어나기 마련이다. 서울 및 경기 인기지역에 대한 수요가 늘어나는 상황에서 공급까지 동반하여 상승하면서 경기도로 매년 2만 가구 이주했던 서울거주 가구가 2019년부터 크게 줄어들 것이라는 점이다. 경기 및 지방 아파트 실수요의 감소는 전세가격 하락, 이어서 주택가격 하락으로 연결될 가능성이 높다.

‘19년 9월 아파트 전세 상승률 비교(2년 전 대비)



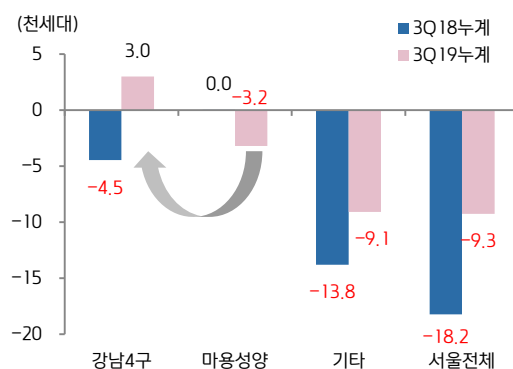
자료: 국토교통부, 부동산 114. 실거래가지수 기준
주: 입주물량은 2019~2020년 합계

서울 아파트 순 공급물량 추이



자료: 통계청, 부동산114

서울 주요 자치구별 2인이상 세대 순증 비교



자료: 서울시
주: 마용성양은 마포구, 용산구, 성동구, 양천구

>>> 부동산정책 부작용의 핵심은 주택시장의 양극화

셋째, 아파트 시장 양극화 현상이 고착화될 것이라는 심리가 비인기지역 아파트의 투자수요를 더욱 약화시킬 것이라는 점이다. 현 정부 출범 이후 8.2 대책, 9.13 대책 등 강력한 부동산 대책을 내놓은 바 있다. 그러나 결과적으로 정부 정책 이후 주택시장은 지역별로 양극화 되었다. 이런 현상은 지방 부유층의 서울 아파트 매수 현상을 가속화할 것이며 반대로 경기 비인기 지역과 지방 아파트의 수요감소 요인으로 작용할 것이다. 지방 아파트는 투자재로서의 가치를 상실할 국면에 놓인 것이다.

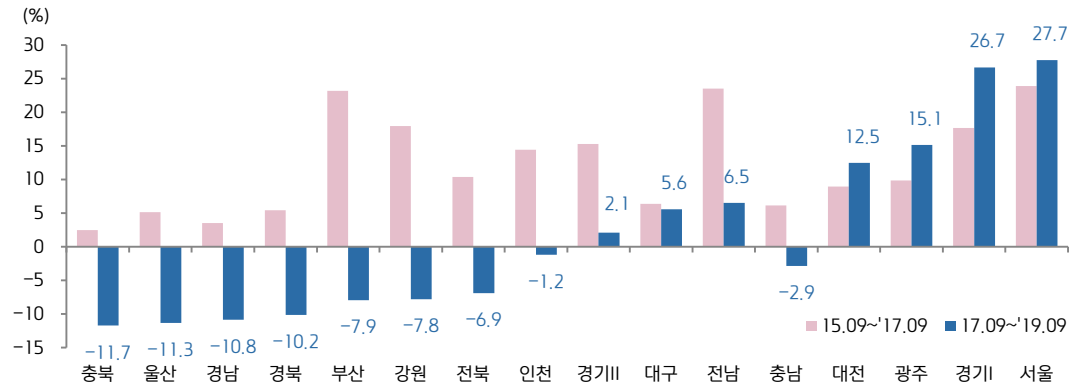
8.2대책 전후 대출상품 별 증가를 비교

	주택담보대출		신용대출		중소기업		대기업	
	수도권	지방	수도권	지방	수도권	지방	수도권	지방
A. 8.2 대책 이전 2년간	9.7	10.2	5.6	12.9	7.7	10.9	1.5	1.1
B. 8.2 대책 이후 2년간	7.0	5.5	11.8	8.6	6.6	7.1	-3.0	-2.1
B-A	-2.7%p	-4.7%p	6.2%p	-4.2%p	-1.1%p	-3.8%p	-4.5%p	-3.2%p

자료: 한국은행

주: 8.2 대책 이전은 2015년 6월~2017년 6월, 8.2 대책 이후는 2017년 6월~2019년 6월

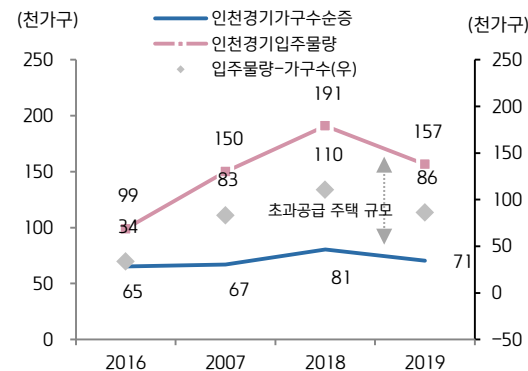
정부의 부동산 정책 전후 아파트 매매가격 변동률 추이



자료: 부동산114 실거래가 지수 기준

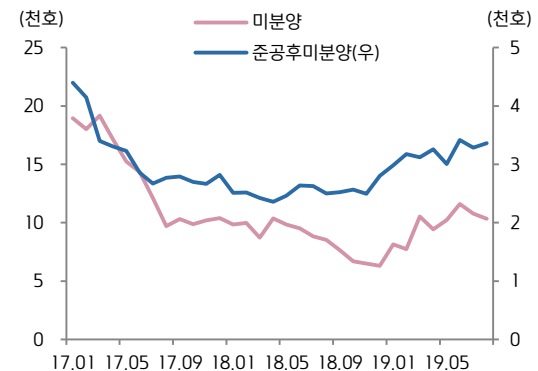
주: 경기I은 성남, 과천, 광명의 평균, 경기III는 성남, 과천, 광명 제외

경기 및 인천 아파트 공급 및 실수요 추이



자료: 부동산114, 통계청

수도권 아파트 미분양 및 준공 후 미분양 추이



자료: 국토교통부

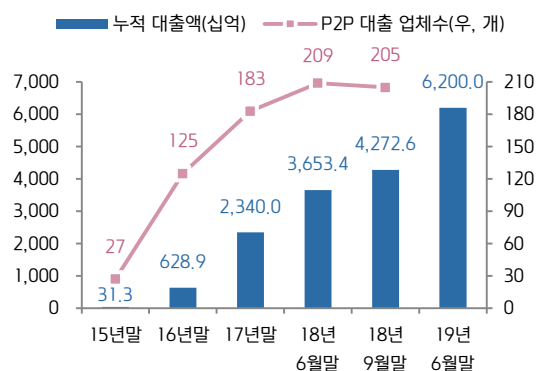
IV. 기준금리 인하 영향 II: 은행 위험 분석

>>> 기준금리 인하, P2P 등 고 위험대출 증가 야기

기준금리를 인하하여 부동산의 투기수요를 자극하는 상황에서 정부가 대출 규제를 강화하면 규제의 효과를 얻기 어렵고 경우에 따라서는 위험을 키우는 결과를 초래할 수 있다. 8.2 대책 이전 대부분 주택 담보대출을 이용해 주택을 구매하였다. 그러나, 규제 이후 전세보증금, 신용대출, 개인사업자대출, 전세자금대출 등 원금을 내지 않고 만기가 짧은 고위험 우회대출으로 주택에 투자하는 사례가 급격히 늘어났다. 정부가 최근 법인대출, 부동산 신탁대출, 개인사업자 대출을 규제했지만 투자자는 여전히 더 위험한 방식의 우회대출을 이용하려 할 것이다. 기준금리 인하로 부동산의 기대수익률이 높아진 한 불가피한 현상이다.

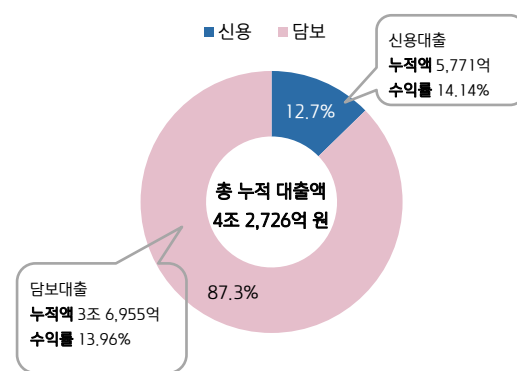
정부는 9억 이상 고가 주택 소유자에게 전세자금대출을 규제했지만 주력 보증사인 서울보증보험의 경우 예외를 두는 등 소극적 규제에 일관했다. 이는 전세자금 대출을 이용한 주택투자를 보다 활발하게 하는 요인이 될 것이다. 또한 최근 급성장하는 P2P 대출에 대해서도 별도의 규제를 두지 않았다. 만일 별도의 추가적인 규제가 없다면 P2P 대출 수요는 크게 늘어날 것이다. 과거 2008년 미국의 MBS를 기반으로 한 CDO, CDS가 금융위기의 직접적 원인이 되었듯이 금융시스템의 위험을 키우는 또다른 요소가 될 수도 있다. 미국 최대 P2P업체인 렌딩클럽과 같이 원리금 분할 상환과 투자목적 대출 제한 조항을 넣지 않는 한 고위험 대출을 늘리는 요인으로 작용할 것이다.

국내 P2P 대출 추이



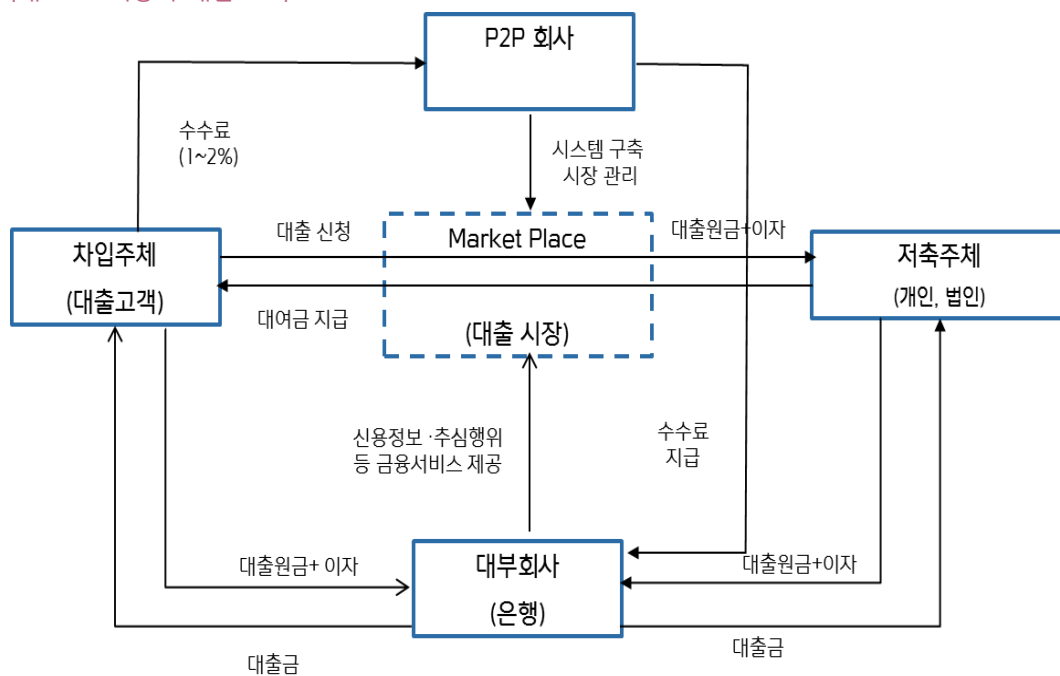
자료:금융감독원

국내 P2P 시장의 구성 (2018년 9월 말 기준)



자료: 금융감독원

국내 P2P 시장의 개념 요약



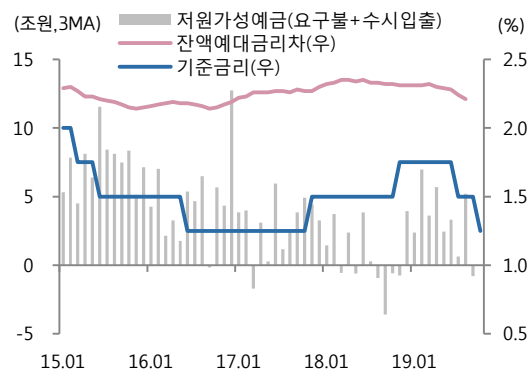
자료 : 키움증권

>>> 지급결제시장 장벽 완화로 저원가성 예금 변동성 높아져

전통적으로 기준금리를 낮추면 저원가성예금이 늘어난 것이 일반적이다. 대개 기준금리 인하 시 은행은 대출금리보다 예금금리를 더 빨리 낮추며 그 결과 정기예금의 매력도가 떨어지기 때문이다. 여기에 부동산 거래가 늘어나면서 유동 자금이 늘어나는 것도 주된 이유이다. 그러나 과거와 달리 기준금리 인하 이후 은행의 저원가성 예금 증가 폭은 제한적일 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

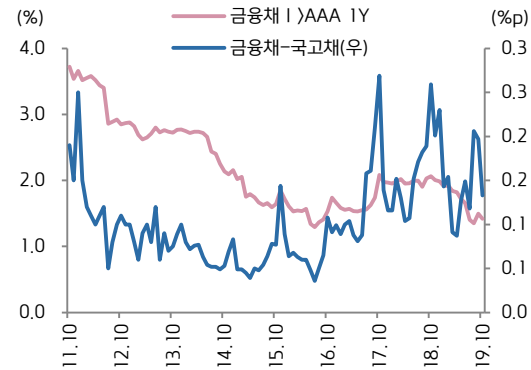
첫째, 정부의 신예대출 정책 적용으로 대체 예금인 정기예금이 상대적으로 높은 수준의 금리를 기록하고 있기 때문이다. 정부는 은행의 자금 공급이 제조업 등 실물 분야로 이동할 수 있도록 가계대출에는 가중치 15%, 일반 기업대출에는 15%를 할인하여 2020년부터 예대출을 적용하기로 한 바 있다. 그러나 정부의 정책은 은행의 대출태도를 바꾸지 못하고 조달비용을 높이는 요인으로만 작용하고 있다. 실제 지난 8월 정기예금금리는 1.53%로 3년 국고채와 비교해 보더라도 0.37%p 높아 저원가성 예금 이탈 요인으로 작용하고 있다. 둘째, 간편결제 활성화 등 핀테크, 온라인 사업자의 지급결제 시장 진입이 용이해지면서 저원가성 예금의 변동성이 높아질 것으로 예상된다는 점이다. 정부는 핀테크 산업 활성화를 위해 오픈뱅킹 도입 등 은행 및 카드사가 독점해 온 지급결제 시장의 개방을 유도하고 있다. 핀테크 산업이 4차산업의 한 분야로 향후 성장 동력이 될 수 있지만 한편으로는 금융시스템의 안정성을 약화할 수 있다는 점은 유념해야 할 부분이다.

기준금리 변화와 저원가성 예금 순증 추이



자료: 한국은행

은행채 스프레드 변동성 확대 중

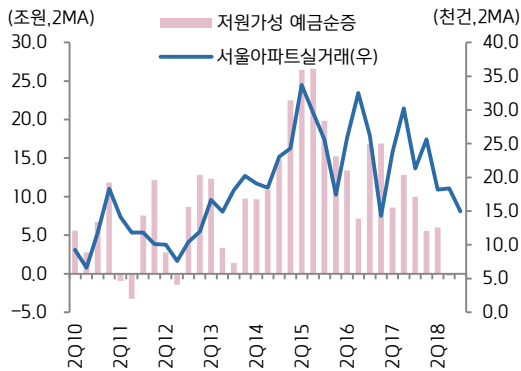


자료: 본드웹

>>> 기준금리 인하에도 저원가성 예금 증가 폭 크지 않음

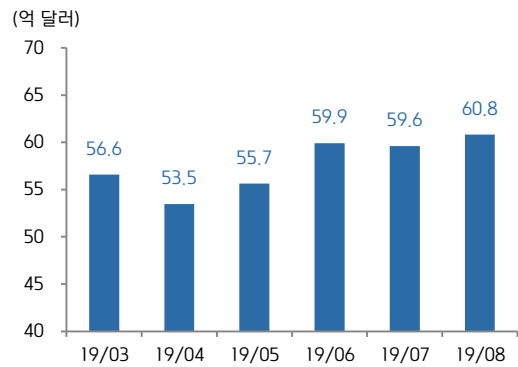
셋째, 이전과 달리 아파트 가격상승에도 거래가 과거 대비 늘어나지 않는다는 점이다. 참고로 저원가성 예금과 부동산 거래는 높은 상관관계를 보였다. 부동산 거래가 늘어나지 않는 것은 서울 아파트가 무주택자가 거래하기 어려운 가격 수준으로 상승한 반면, 경기 및 수도권 지역의 아파트는 가격 하락 위험 증가로 투자매력도가 하락하였기 때문이다. 마지막으로 금융 불안정성 확대 우려로 자산가들을 중심으로 여유자산을 해외채권, 부동산 등 해외자산에 투자하는 사례가 늘어나고 있기 때문이다. 해외 투자가 보편화되는데다 국내 시장에 대한 불신이 확산되면서 나타나는 현상으로 당분간 이와 같은 현상이 완화되기는 어려울 것으로 보인다.

저원가성 예금 순증과 아파트 거래 추이



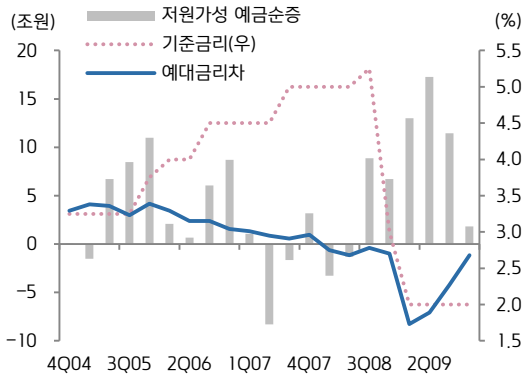
자료: 부동산114

거주자 달러예금 잔고 추이



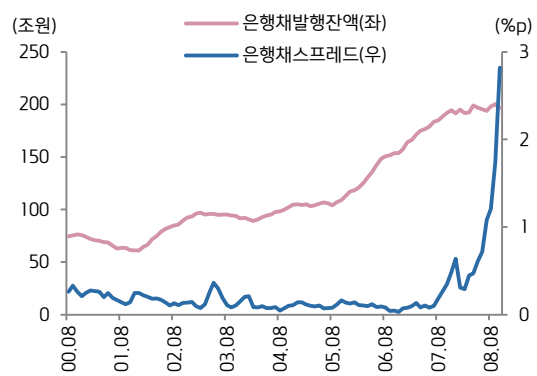
자료: 한국은행

저원가성 예금 순증과 기준금리 추이



자료: 한국은행

2008년 금융위기 전후 은행채 스프레드 추이



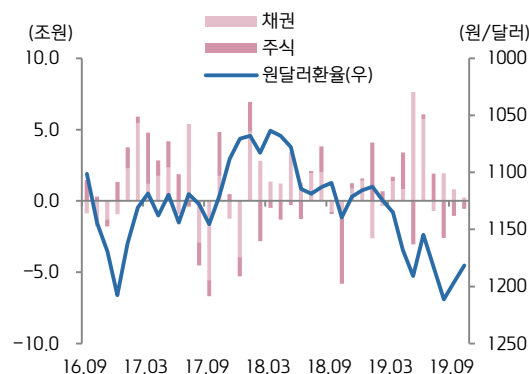
자료: 본드웹

>>> 채권 매도 등으로 외화 유동성 리스크 확대 가능성 높아져

기준금리 인하는 채권 등 국내 투자자산의 투자 매력도를 떨어뜨려 외국인의 순매수를 약화, 환율을 상승시키는 대표적인 고환율 정책중 하나이다. 따라서 기준금리는 은행의 외화 유동성에 부정적인 요인으로 작용할 수 있다. 은행의 외화 유동성 약화는 2008년 사례처럼 은행의 대출태도 변화를 야기할 중요한 변수로 볼 수 있다. 그 이유는 다음과 같다.

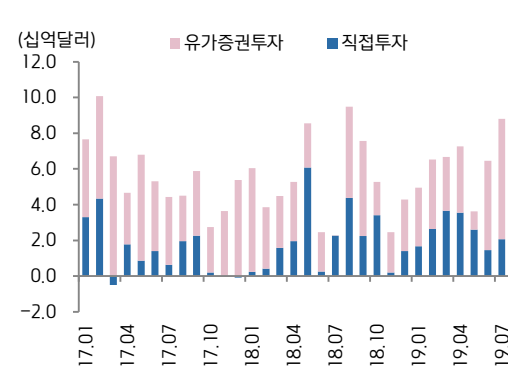
첫째, 순매수를 지속했던 외국인의 채권 매도 전환 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 국채의 경우 금리 하락 폭이 둔화되면서 순매수 규모가 크게 줄어들고 있다. 통안채 매도 역시 규모가 늘어날 수 있는데 그 이유는 정부의 기준금리 인하로 한미간 금리차 역전이 확대된 데다 스왑 스프레드가 빠르게 하락하기 때문이다. 금융시장이 불안해지면서 해외에 투자하는 국내 경제주체의 원화헷지 수요가 줄어든 탓으로 풀이된다. 실제 기준금리를 인하했던 시점인 7월 이후 통안채 중심으로 외국인 매도가 늘어났으며 10월 기준금리 인하 이후에는 추가 인하 기대감이 희석되면서 국채에 대한 매도 물량이 늘어나고 있다. 종합적으로 볼 때 외국인 투자자의 순매도 가능성이 갈수록 높아지고 있는 것으로 판단된다.

외국인투자자의 채권 및 주식 투자자금 추이



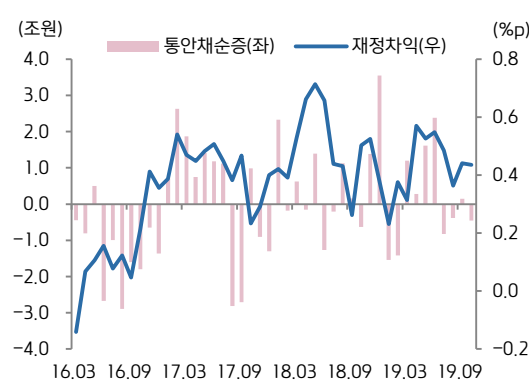
자료: Quantwise, BondWeb

국내 가계와 기업의 해외 자산 투자 추이



자료: 한국은행, 국제수지 기준

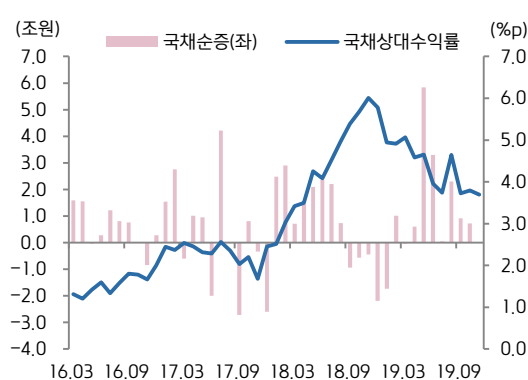
외국인의 통안채 투자 추이와 재정차익 추이



자료: Bondweb, 주: 3개월 만기 기준

외국인 투자자의 재정차익 = 한미간 금리차 - Swap rate

국채 상대수익률과 국채 순매수 추이



자료: Bondweb

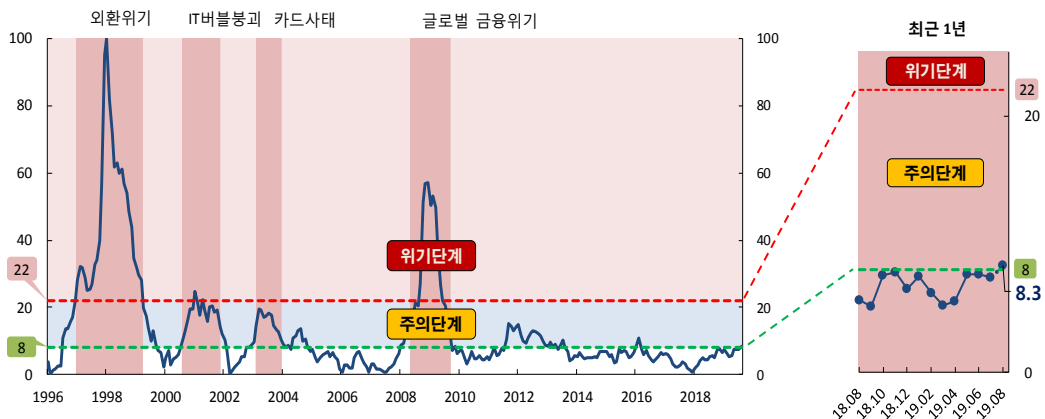
외국인 투자 재정차익 = 한미간 금리차 - Swap rate

>>> 금융안정지수, '16년 이후 처음으로 주의단계 진입

둘째, 국내 개인과 기업의 해외 투자 규모가 갈수록 확대되고 있다는 점이다. 금리가 하락하고 환율이 상승한다는 것은 해외 투자자산의 상대적 매력도가 높아짐을 의미한다. 더욱이 국내 투자자산에 대한 수익률 하락에 글로벌 금융위기 우려가 높아지고 안전자산에 대한 수요가 늘어나면서 해외자산 투자는 더욱 늘어날 전망이다. 내국인의 해외 유가증권 투자가 외국인의 국내 투자의 2~5배에 달하는 상황으로 은행 외화 유동성 리스크를 높이는 주체가 과거 외국인에서 내국인으로 바뀔 가능성이 높다.

한편 이와 같은 대외환경 변화 등의 요인으로 한국은행에서 발표하는 금융안정지수가 2016년 이후 처음으로 안정단계에서 주의단계로 진입하였다. 금융안정지수란 금융안정상황에 영향을 미치는 실물 및 금융 6개 부문의 20개 월별 지표를 표준화하여 산출한 것으로 시스템적 리스크를 평가하는 대표적 지표 중 하나이다. 정부의 금리 인하 정책 이후 금융안정지수가 상승, 주의 단계에 진입한 점을 고려해 볼 때 향후 추가 상승 가능성을 배제할 수 없다. 금융안정지수가 주의단계에 진입했다는 것은 금융 불안정성이 높아졌다는 것을 시사하는 것으로 지속적으로 주목해야 할 지표로 판단된다.

금융안정지수¹⁾²⁾ 추이



자료: 한국은행

주1): 금융안정상황에 영향을 미치는 실물 및 금융 6개 부문의 20개 월별 지표를 표준화하여 산출, 금융불안정성이 심화될수록 100에 가까움

주2): 주의(8) 및 위기(22) 단계를 구분하는 임계치는 "noise-to-signal ratio" 접근방법(Borio & Drehmann, 2009)을 이용하여 산출(자세한 내용은 12.4월 금융안정보고서 125쪽 참조)

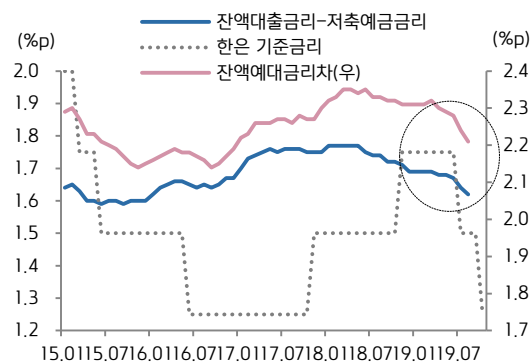
V. 은행 순이자마진 추이 및 전망

>>> 기준금리 인하, 장기적으로 은행 수익성 악화 요인 될 듯

지난 7월 한국은행 기준금리 인하 등의 영향으로 3/4분기 은행 순이자마진은 은행 평균 5bp 내외 하락한 것으로 추정된다. 4분기 역시 3~4bp 추가로 하락, 향후 은행 수익성 악화의 결정적 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 은행의 순이자마진이 당분간 하락 추세가 지속될 것으로 예상하는 이유는 다음과 같다.

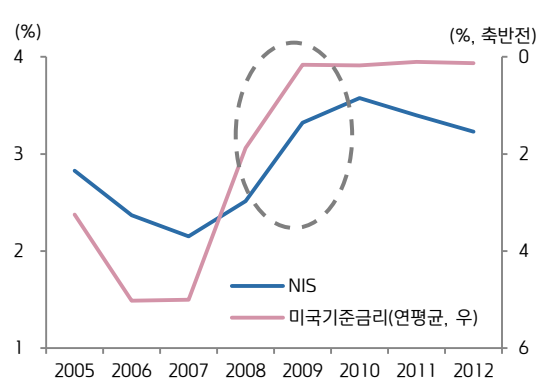
첫째, 현 시점에서 기준금리 인하는 은행 순이자마진에 부정적일 수 밖에 없다는 점이다. 일반적으로 기준금리 인하는 은행 순이자마진에 긍정적이다. 대출 만기보다 예금 만기가 짧아 금리 하락 영향을 예금이 더 빨리 받는 데다 예금금리를 더 빨리 내려 마진을 늘릴 수 있기 때문이다. 여기에 금리 하락 과정에서 저원가성 예금도 빠르게 늘어나 순이자마진에 긍정적인 기여를 한다. 2008년 미국 정부가 금리를 인하한 이후 미국 상업은행의 순이자마진이 개선된 이유가 여기에 있다. 그러나 국내 은행의 영업환경은 크게 다르다. 장단기 금리차 영향은 크지 않은 데다 은행간 경쟁 심화로 기준 금리 하락 시 예금 금리보다 대출 금리 하락 폭이 더 크게 때문이다. 여기에 신예대출 문제로 정기예금 금리를 쉽게 낮추기도 어려운 실정이다. 저원가성 예금이 과거 대비 늘어나지 않는 점도 은행 순이자마진이 하락하는 주된 요인이다.

은행 잔액 예대금리차 추이와 하락 원인



자료: 한국은행

과거 미국 은행의 순이자 스프레드 추이



자료: FDIC

금리 하락에 따른 4대은행 지표 시나리오 분석(2020E)

	신한		KB		하나		우리		평균	
	-5bp	-10bp	-5bp	-10bp	-5bp	-10bp	-5bp	-10bp	-5bp	-10bp
은행이자이익	-1.2%	-4.3%	-1.1%	-3.8%	-1.2%	-4.3%	-1.2%	-4.4%	-1.2%	-4.2%
은행당기순이익	-2.8%	-9.8%	-2.7%	-9.5%	-3.3%	-11.7%	-4.4%	-15.5%	-3.3%	-11.6%
지주보통주순이익	-1.7%	-5.8%	-1.9%	-6.6%	-3.0%	-10.4%	-4.7%	-16.5%	-2.8%	-9.9%
PER(배)	7.4	7.7	6.9	7.3	7.2	7.8	10.1	11.5	7.9	8.6

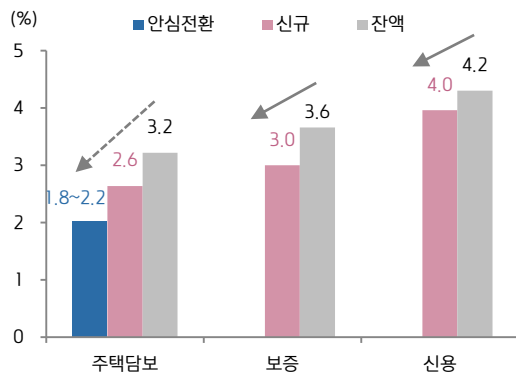
자료: 키움증권 추정.

>>> 정부의 대출금리 인하 정책, 은행 수익력 악화 요인 전망

결국 핵심은 은행간 경쟁환경이 될 것이다. 경쟁이 심화되면 기준금리를 상승할 때, 하락할 때 모두 은행의 마진이 하락할 수 있다. 실제 2018년 11월 기준금리 인상 이후 순이자마진이 하락하였고 다시 금리를 하락했을 때에도 마진이 하락하였다.

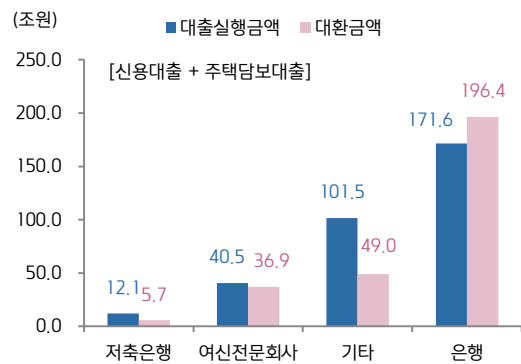
한편 은행간 대출금리 경쟁은 갈수록 심화, 은행 마진에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 대표적인 변수는 정부의 은행간 금리 경쟁 유도 정책을 들 수 있다. 정부는 가계의 소득 개선 일환으로 대환대출의 활성화를 통해 대출금리 하락을 유도하고 있다. 실제 정부는 20조원 한도의 안심전환대출을 출시, 대환대출 활성화를 유도하였다. 그 결과 총 634천 명이 지원, 이 가운데 27만 명 정도가 승인을 받을 것으로 예상된다. 여기서 주목할 점은 첫째, 전체 안심전환대출 가운데 오프라인 점포에서 신청한 고객은 건수 기준으로 12%에 불과하다는 점이다. 단지 10bp 정도 저렴한 이유로 인터넷대출을 신청하기보다는 고객이 지점보다 인터넷을 통해 직접 신청하는 것이 낫다는 판단으로 해석된다. 둘째, 핀테크 회사를 중심으로 한 대환대출 시장이 향후 급성장할 수 있음을 시사한다는 점이다. 신청자의 절반 이상이 탈락, 대환에 대한 수요를 자극함으로써 향후 인터넷 대환대출 시장의 성장 가능성을 높였다. 더욱이 12월 오픈뱅킹이 도입되고 마이데이터 사업이 본격화될 경우 대환대출 시장은 급성장할 것으로 예상된다.

은행 신규 및 잔액 대출 평균금리 비교



자료: 은행연합회, 키움증권
주: 19년 8월 기준

최근 3년간(2016~2018년) 채무변동 현황



자료: 나이스평가정보, 고용진 의원 자료, 뉴시스 10/6 기사 참고

A씨의 금융 현황 표

은행명	상품	금리조건	잔액	만기
가은행	주택담보대출	4.0%	₩100,000,000	19.05
나은행	전세자금대출	3.5%	₩100,000,000	20.05
다은행	정기예금	2.0%	₩40,000,000	20.03
라은행	정기적금	3.0%	₩20,000,000	22.03
카뱅크	신용대출	3.50%	₩40,000,000	20.03
가증권	P 자산 MMF	-	₩10,000,000	-
나화재	자동차보험	-	₩300,000	19.12
마증권	개인연금	-	₩50,000,000	-

자료: 키움증권

은행 별 주택담보대출 금리 비교 사이트 예시

은행명	상품	금리조건	기준금리	만기
A 은행	주택담보대출	2.5%	신잔액코픽스	20년
B 은행	주택담보대출	2.8%	신잔액코픽스	20년
C 은행	주택담보대출	3.0%	신잔액코픽스	20년
D 은행	주택담보대출	3.3%	신잔액코픽스	20년
E 은행	주택담보대출	3.5%	신잔액코픽스	20년
F 은행	주택담보대출	3.8%	신잔액코픽스	20년
F 저축은행	주택담보대출	5.0%	신잔액코픽스	20년
G 저축은행	주택담보대출	5.5%	신잔액코픽스	20년

자료: 키움증권

Appendix. 은행지주별 연간 손익 비교 (십억원, %)

	2017	%YoY	2018	%YoY	2019E	%YoY	2020E	%YoY
연간 당기순이익								
신한지주	2,893	8.7	3,115	7.7	3,258	4.6	2,750	-15.6
KB 금융	3,312	54.5	3,069	-7.3	3,076	0.2	2,539	-17.5
우리금융지주	1,350	25.2	1,912	41.7	1,724	-9.9	923	-46.4
하나금융지주	2,018	54.1	2,264	12.2	2,196	-3.0	1,506	-31.4
기업은행	1,433	29.8	1,664	16.1	1,623	-2.5	1,372	-15.5
BNK 금융지주	391	-20.1	480	22.8	517	7.6	396	-23.4
DGB 금융지주	302	5.0	383	26.7	257	-32.9	214	-16.8
5 대그룹	11,005	32.7	12,024	9.3	11,876	-1.2	9,091	-23.5
자기자본이익률								
신한지주	9.10	0.21	9.39	0.29	9.02	-0.37	7.17	-1.85
KB 금융	10.06	2.85	8.80	-1.26	8.32	-0.48	6.57	-1.75
우리금융지주	7.82	1.27	10.56	2.74	9.08	-1.48	4.66	-4.42
하나금융지주	8.79	2.86	9.13	0.34	8.22	-0.92	5.37	-2.85
기업은행	8.32	1.58	9.22	0.89	8.27	-0.95	6.63	-1.64
BNK 금융지주	5.77	-1.87	6.84	1.07	7.00	0.16	5.12	-1.89
DGB 금융지주	7.88	-0.01	9.48	1.60	6.01	-3.47	4.78	-1.23
5 대그룹	8.82	1.76	9.42	0.60	8.58	-0.84	6.08	-2.50

자료: 각 사, 키움증권 추정

Appendix. 은행별 연간 손익 비교 (십억원, %)

	2017	%YoY	2018	%YoY	2019E	%YoY	2020E	%YoY
연간 당기순이익								
신한은행	1,712	-11.8	2,279	33.1	2,216	-2.8	1,693	-23.6
국민은행	2,175	124.7	2,259	3.9	2,272	0.6	1,784	-21.5
우리은행	1,350	25.2	1,912	41.7	1,724	-9.9	923	-46.4
KEB 하나은행	2,104	53.2	2,086	-0.8	2,009	-3.7	1,346	-33.0
기업은행	1,433	29.8	1,664	16.1	1,623	-2.5	1,372	-15.5
부산은행	203	-37.8	347	70.6	353	1.9	279	-21.2
경남은행	236	12.9	168	-28.5	198	17.4	160	-18.9
대구은행	293	10.1	250	-14.5	255	1.6	206	-19.1
5 대그룹	8,773	35.7	10,201	16.3	9,844	-3.5	7,118	-27.7
순이자마진								
신한지주	1.56	0.07	1.62	0.06	1.54	-0.07	1.44	-0.10
KB 금융	1.71	0.12	1.71	0.01	1.67	-0.04	1.58	-0.09
우리은행	1.47	0.06	1.52	0.05	1.47	-0.05	1.36	-0.11
하나금융	1.49	0.10	1.56	0.07	1.50	-0.06	1.40	-0.10
기업은행	1.94	0.03	1.95	0.01	1.84	-0.11	1.75	-0.09
부산은행	2.30	0.03	2.32	0.03	2.08	-0.25	1.97	-0.11
경남은행	2.20	0.06	2.16	-0.04	1.96	-0.20	1.90	-0.06
대구은행	2.21	0.06	2.26	0.05	2.10	-0.16	1.99	-0.11
5 대그룹	1.63	0.08	1.67	0.04	1.60	-0.07	1.51	-0.10

자료: 각 사, 키움증권 추정



기업분석

신한지주 (055550)	BUY (Maintain)/목표주가 58,000원(하향) 위기를 기회로 삼는 은행
기업은행 (024110)	BUY(Maintain)/목표주가 18,000원(하향) 업종 내 배당 투자 유망주
KB금융 (105560)	BUY(Maintain)/목표주가 56,000원(하향) 경영환경 변화 대응에 주목
우리금융지주 (316140)	Outperform(Maintain)/목표주가15,000원(하향) 기회와 위기가 공존한 은행
BNK금융지주 (138930)	BUY(Maintain)/목표주가 9,000원(하향) 최악의 국면은 지나갔다!!

신한지주 (055550)



BUY (Maintain)

주가(10/22) 43,400원

목표주가 58,000원(하향)

은행산업의 제반여건은 그 어느 때보다 좋지 않다. 그럼에도 이런 악조건을 신한지주는 기회로 삼을 것이다. 위기 시점에 선 발은행과 후발은행간 점유율 격차가 확대되는 이유가 여기에 있다.

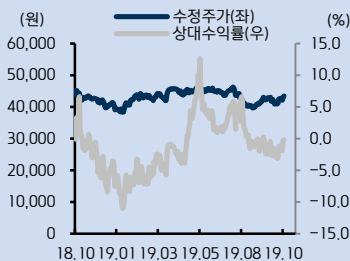
Stock Data

KOSPI (10/22)	2,088.86pt	
시가총액	205,803억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	48,000원	38,350원
최고/최저가 대비 등락	-9.58%	13.17%
주가수익률	절대	상대
1M	1.3%	1.4%
6M	-2.9%	3.0%
1Y	-3.6%	-0.2%

Company Data

발행주식수	491,682천주
일평균 거래량(3M)	959천주
외국인 지분율	65.31%
배당수익률(19E)	3.8%
BPS(19E)	78,845원
주요 주주	국민연금 9.38%
	BlackRock Fund 6.13%
	Advisors외 13인

Price Trend



위기를 기회로 삼는 은행

>>> 준비된 은행은 위기가 두렵지 않다.

기준금리 인하에 은행간 대출금리 경쟁 심화, 자산관리 수익 감소, 부동산 PF 수익 감소 등 제반 여건은 과거와 크게 달라지고 있다. 이런 점이 은행주의 약세 요인이다. 그럼에도 이를 대비해 수익구조를 다변화한 신한지주는 제반 여건 악화를 기회로 삼을 것이다. 위기 시점에 선 발은행과 후발은행 간 점유율 격차가 확대되는 이유가 여기에 있다.

>>> 3/4분기, 전분기 대비 소폭 감소

3/4분기 역시 양호한 실적을 기록할 것 이지만 전분기 대비 소폭 감소할 것이다. 순이자마진 하락 영향으로 이 자 부문 이익이 감소한 데다 DLS 영향으로 자산관리 수 익 감소가 불가피하며 증권사 수익도 부진할 것이기 때 문이다. 그럼에도 수익구조 다변화가 잘 되어 있어 영향 은 상대적으로 적을 것이다.

>>> 은행업종 Top-Pick의견 유지

은행업종 Top-Pick의견과 투자의견 "BUY"를 유지한다. 다만 비우호적 정부 정책에 따른 이익 감소를 반영하여 목표주가를 58,000원으로 소폭 하향 조정한다.

동사에 대해 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 첫째, 수 익 구조가 다변화되어 은행 부문 이익 부진 영향이 상대 적으로 적을 것이며 둘째, 해외 부문 강화, 장기적 성장 동력 부상할 것으로 예상되기 때문이다. 현재 국내 금융 그룹의 Valuation 할인을 탈피하는 방법은 "탈은행화"의 속도에 달려 있을 것이다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자회사이익(십억원)	3,099.3	3,348.6	3,665.6	2,997.6	3,022.6
증감률(%YoY)	3.2	8.0	9.5	-18.2	0.8
보통주순이익(십억원)	2,892.9	3,114.9	3,258.0	2,750.1	2,939.8
증감률(%YoY)	8.7	7.7	4.6	-15.6	6.9
보통주EPS(원)	6,107	6,576	6,878	5,806	6,206
증감률(%YoY)	8.9	7.7	4.6	-15.6	6.9
BPS(원)	68,389	71,608	78,845	83,049	87,653
PER(배)	8.3	6.1	6.1	7.3	6.8
PBR(배)	0.74	0.56	0.53	0.51	0.48
수정PBR(배)	0.82	0.62	0.58	0.55	0.52
ROE(%)	9.1	9.4	9.0	7.2	7.3
ROA(%)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
배당수익률(%)	2.8	4.0	3.8	3.8	4.3

자료:키움증권 추정

신한은행

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
이자이익	4,521	5,030	5,219	5,122	5,237
비이자이익	881	815	767	739	784
수수료	1,126	1,198	1,320	1,324	1,390
신탁보수	185	199	229	205	216
유가증권	-39	439	211	206	214
외환손익	502	87	200	170	170
기타영업비용	-893	-1,108	-1,193	-1,166	-1,205
총전총이익	5,403	5,845	5,986	5,861	6,021
판매관리비	2,867	2,759	2,802	2,891	3,002
총전영업이익	2,535	3,087	3,184	2,969	3,019
대손상각비	490	252	591	746	769
법인세	395	774	655	589	596
당기순이익	1,608	2,117	1,944	1,634	1,654
총당금적립전이익	2,607	3,391	3,507	3,257	3,312

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	302,937	323,876	357,702	367,423	374,978
대출채권	216,558	233,394	245,650	254,891	261,957
부채총계	280,748	300,304	331,484	341,770	347,548
예수금	197,496	208,468	234,568	242,171	247,545
자본총계	22,189	23,571	26,218	25,652	27,430
자본금	7,928	7,928	7,928	7,928	7,928
지배주주자본	21,520	22,873	25,220	24,654	26,432

은행 주요지표

(단위: %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
원화대출금 점유율	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9
예수금(말잔) 점유율	16.3	16.5	16.5	16.6	16.6
원화대출금 증가율	5.9	7.2	7.4	3.8	2.8
원화예수금 증가율	6.1	6.0	8.3	3.2	2.2
이자이익증가율	9.5	11.3	3.8	-1.9	2.2
예대율	99.0	100.6	95.9	96.5	97.0
비용률	53.1	47.2	46.8	49.3	49.9
고정이하여신비용	0.5	0.7	0.9	1.1	0.2
고정이하 총당비용	114.0	147.7	152.7	157.7	5.0
NIM	1.56	1.62	1.54	1.44	1.44
NIS	1.48	1.52	1.45	1.35	1.34
총마진 (총자산대비)	1.81	1.83	1.70	1.61	1.62
순이자마진	1.51	1.57	1.48	1.41	1.41
비이자마진	0.30	0.25	0.22	0.20	0.21
대손상각비/평균총자산	0.16	0.08	0.17	0.21	0.21
일반관리비/평균총자산	0.96	0.86	0.80	0.79	0.81
ROA	0.57	0.71	0.63	0.47	0.45
ROE	8.36	10.19	9.50	7.46	7.59
레버리지배수	14.08	14.16	14.18	14.90	14.19

자료: 키움증권 추정

신한지주

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자회사별 이익	3,099	3,349	3,666	2,998	3,023
신한은행	1,711	2,279	2,216	1,693	1,658
신한카드	914	519	493	503	513
신한금융투자	212	251	259	233	268
신한캐피탈	88	103	114	111	117
신한생명+오랜지라이프	121	131	164	165	169
기타	54	64	258	103	105
지주회사순이익	-182	-192	-163	-165	-168
지배주주순이익	2,918	3,157	3,337	2,833	3,023
신종자본증권이자	25	42	79	83	83
보통주순이익	2,893	3,115	3,258	2,750	2,940

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	426,306	459,601	536,686	546,406	553,961
대출채권	275,566	300,819	318,469	327,710	334,776
부채총계	392,603	422,949	494,293	501,386	505,987
예수부채	249,854	265,459	286,715	295,049	300,940
자본총계	33,703	36,651	42,393	45,020	47,975
자본금	2,645	2,645	2,732	2,732	2,732
주요주주 자본총계	2,885	2,885	2,885	2,885	2,885
수정자기자본	32,395	33,920	37,348	39,339	41,520

지주 주요지표

(단위: 원, %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
총자산 성장률	7.7	7.8	16.8	1.8	1.4
EPS 증가율	8.9	7.7	4.6	-15.6	6.9
보통주EPS	6,107	6,576	6,878	5,806	6,206
BPS	68,389	71,608	78,845	83,049	87,653
NAVPS(원)_대손준비금 제외	62,299	65,517	72,754	76,958	81,563
주당 배당금	1,450	1,600	1,600	1,600	1,800
배당성향(%)	23.5	24.0	22.7	26.8	28.2
ROE(%)	9.1	9.4	9.0	7.2	7.3

자회사별 이익 구성(%)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
신한은행	55.2	68.1	60.4	56.5	54.8
신한카드	29.5	15.5	13.5	16.8	17.0
신한금융투자	6.8	7.5	7.1	7.8	8.9
신한생명+오랜지라이프	3.9	3.9	4.5	5.5	5.6
기타	1.8	1.9	7.0	3.4	3.5
BIS기준자기자본비율	14.78	14.87	14.91	15.66	16.58
Tier1	13.32	13.42	13.62	14.39	15.33
보통주비율	12.88	12.55	12.75	13.54	14.49

기업은행 (024110)



BUY(Maintain)

주가(10/22) 12,850원

목표주가 18,000원(하향)

기업은행은 제조업 중심 기업 고객을 기반으로 하는 국책은행이다. 구조조정 진행과정에서는 안정적이지만 마진 축소를 통한 경기부양으로 정책 기조가 전환된다면 불리할 수 있다. 순이자마진 반등 시점에 주목할 필요가 있다.

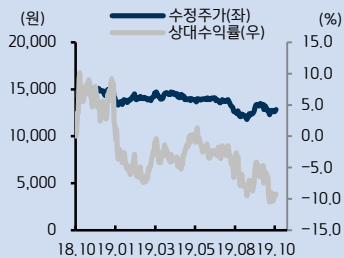
Stock Data

KOSPI (10/22)		2,088.86pt	
시가총액		74,165억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		15,350원	11,800원
최고/최저가 대비 등락		-16.29%	8.90%
주가수익률		절대	상대
	1M	-4.5%	-4.3%
	6M	-11.1%	-5.6%
	1Y	-12.3%	-9.2%

Company Data

발행주식수	675,129천주	
일평균 거래량(3M)	898천주	
외국인 지분율	21.61%	
배당수익률(19E)	5.5%	
BPS (19E)	29,992원	
주요 주주	대한민국정부 외 2인	56.53%
	국민연금	7.91%

Price Trend



업종 내 배당 투자 유망주

>>> 순이자마진 하락 영향 불가피할 듯

정부는 구조조정 대신 경기 부양을 선택한 결과, 구조조정 비용보다 마진 하락에 따른 이자이익 감소에 더 영향을 받고 있다. 기업여신의 경우 1년 만기가 대부분이며 코리보, 은행채 등과 연동된 대출이 많아 시장금리 하락에 따른 순이자마진 하락 영향이 상대적으로 클 수 있다. 3/4분기 실적 역시 순이자마진 하락 영향으로 당초 예상보다 부진한 실적을 기록할 것으로 예상된다.

>>> 목표주가 소폭 하향 조정

투자의견 BUY를 제시한다. 다만 정책 기조가 변경되기 전까지 은행주 Top-Pick 에서 제외한다. 아울러 목표주가를 21,000원에서 18,000원으로 하향 조정한다. 예상보다 빠른 속도로 순이자마진이 하락, 이에 따른 이익 감소를 반영한 결과이다.

그럼에도 긍정적 시각을 견지하는 이유는 첫째, 가계 및 임대사업자 대출 비중이 낮아 주택가격 하락 영향이 상대적으로 적으며 둘째, 중소기업 부문에 대한 적극적 건전성 관리로 대손률이 현 시점에서 안정적 수준을 유지할 것이다. 마지막으로 배당수익률이 가장 높은 은행주 가운데 하나로 배당투자에 매력적이다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총전총이익(십억원)	5,160	5,700	5,775	5,718	5,864
증감율(%YoY)	10.7	10.5	1.3	-1.0	2.5
영업이익(십억원)	1,763	2,096	2,046	1,809	1,885
보통주순이익(십억원)	1,433.0	1,664.4	1,622.8	1,371.9	1,400.5
증감율(%YoY)	30	16.1	-2.5	-15.5	2.1
총당금적립전이익(십억원)	3,180.2	3,646.1	3,667.5	3,501.1	3,556.3
EPS(원)	2,282	2,666	2,565	2,195	2,237
증감율(%YoY)	28.9	16.8	-3.8	-14.4	1.9
BPS(원)	26,850	28,272	29,992	31,497	33,734
PER(배)	5.8	5.6	4.9	5.7	5.6
PBR(배)	0.50	0.53	0.42	0.40	0.37
수정PBR(배)	0.57	0.61	0.47	0.45	0.42
ROE(%)	8.3	9.2	8.3	6.6	6.3
ROA(%)	0.57	0.63	0.57	0.47	0.46
배당수익률(%)	4.6	4.6	5.5	5.5	5.5

자료: 키움증권 추정

기업은행

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
이자순이익	4,859	5,208	5,249	5,231	5,367
이자수익	7,473	8,346	8,852	9,010	9,290
이자비용	2,613	3,138	3,603	3,779	3,923
비이자이익	301	493	526	487	497
수수료	721	752	697	708	722
기타원화수수료	445	447	445	443	447
수익증권	35	34	34	35	36
방카	64	64	45	42	43
유가증권손익	-280	258	315	212	220
외환손익	366	30	56	125	125
신탁보수	77	98	110	113	119
기타영업비용	-583	-646	-653	-670	-690
총전총이익	5,160	5,700	5,775	5,718	5,864
판매관리비	2,024	2,132	2,256	2,342	2,435
총전영업이익	3,136	3,569	3,519	3,376	3,429
대손상각비	1,373	1,472	1,473	1,567	1,544
영업이익	1,763	2,096	2,046	1,809	1,885
영업외이익	-71	-39	26	0	0
경상이익	1,692	2,058	2,072	1,809	1,885
지배주주순이익	1,501	1,754	1,726	1,477	1,506
보통주순이익	1,433	1,664	1,623	1,372	1,401
총당금적립전이익	3,180	3,646	3,668	3,501	3,556

주요지표

(단위: %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
건전성(%)					
BIS기준 자기자본비율	14.2	14.5	15.0	14.8	14.9
Tier-1 비율	12.5	12.5	12.8	12.7	12.8
고정미여신비율	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
고정미하 총당비율	89.6	87.6	85.6	83.6	81.6
시장점유율(%)					
은행예수금 점유율	7.9	7.2	7.3	7.4	7.4
원화대출금 점유율	13.8	13.8	13.9	13.9	13.9
성장성(%)					
은행자산증가율	6.1	5.0	7.2	3.3	2.2
원화대출금 증가율	5.3	6.7	7.4	4.3	2.8
이자순이익증가율	6.5	7.2	0.8	-0.3	2.6
수수료수익증가율	10.5	4.3	-7.3	1.5	2.1
총전영업이익증가율	18.0	13.8	-1.4	-4.1	1.6
EPS 증가율	28.9	16.8	-3.8	-14.4	1.9
효율성 및 생산성(%)					
예대율	204.8	221.9	230.0	234.8	236.6
비용률	39.2	37.4	39.1	41.0	41.5
총전이익대비 이자순이익비중	85.9	86.0	86.7	86.4	86.4

자료: 금융증권 추정

(단위: 십억원)

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	256,131	268,927	288,243	297,740	304,302
현금및예치금	10,927	12,769	11,302	11,302	11,302
유가증권	40,801	8,429	8,771	9,051	9,342
단기매매증권	2,743	6,751	6,887	7,166	7,457
매도+만기	36,377	0	0	0	0
지분법주식	1,680	1,678	1,885	1,885	1,885
대출채권	193,966	204,254	219,159	228,427	234,747
(대손충당금)	-2,157	-2,435	-2,424	-2,522	-2,625
유형자산	2,887	2,968	3,157	3,107	3,058
기타자산	7,550	40,507	45,853	45,853	45,853
부채총계	237,126	248,856	266,425	274,910	280,430
예수금	108,945	105,631	109,442	111,774	114,014
차입금	115,212	131,265	142,475	148,628	151,908
기타부채	12,969	11,960	14,508	14,508	14,508
자본총계	19,005	20,071	21,818	22,830	23,872
자본금	3,290	3,290	3,365	3,365	3,365
자본잉여금	545	545	670	670	670
이익잉여금	12,463	13,305	14,458	15,470	16,512
자본조정+기타포괄손익누계	2,437	2,359	2,296	2,296	2,296
지배주주자본	16,973	17,690	19,087	20,100	21,141
이자수익자산(평균)	223,935	238,177	252,561	262,529	270,747
이자비용부채(평균)	215,721	228,043	239,591	248,663	256,448

주요지표

(단위: 원, %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
주당지표(원)					
주당순이익	2,282	2,666	2,565	2,195	2,237
주당총당금적립전이익	23,476	24,482	26,580	28,085	30,323
BPS	26,850	28,272	29,992	31,497	33,734
NAVPS(원, 대손준비금 제외)	23,476	24,482	26,580	28,085	30,323
주당배당금	617	690	690	690	690
배당성향	27.0	25.9	26.9	31.4	30.8
수익성 I (%)					
총마진 (총자산대비)	2.06	2.16	2.04	1.94	1.94
순이자마진	1.94	1.98	1.85	1.78	1.78
비이자마진	0.12	0.19	0.19	0.17	0.16
대손상각비/평균총자산	0.55	0.56	0.52	0.53	0.51
일반관리비/평균총자산	0.81	0.81	0.80	0.80	0.81
영업이익/평균총자산	0.70	0.80	0.72	0.61	0.62
ROA	0.57	0.63	0.57	0.47	0.46
ROE	8.32	9.22	8.27	6.63	6.32
레버리지배수	15.09	15.20	15.10	14.81	14.39
수익성 II (%)					
NIM	1.94	1.95	1.84	1.75	1.75
NIM(카드 제외)	1.33	1.33	1.26	1.16	1.18
NIS	1.91	1.92	1.79	1.70	1.69

KB금융 (105560)



BUY(Maintain)

주가(10/22) 44,100원

목표주가 56,000원(하향)

국내 최대 금융 그룹 가운데 하나로 그 변하는 환경 변화에 대한 대응에 주목해야 할 것이다. 변화에 적응하지 못하면 그저 Legacy 은행으로 남을 뿐이다.

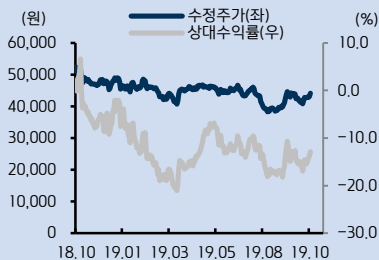
Stock Data

KOSPI (10/22)		2,088.86pt
시가총액		184,387억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	52,100원	38,250원
최고/최저가 대비 등락	-15.36%	15.29%
주가수익률	절대	상대
	1M	-0.2%
	6M	-2.4%
	1Y	-15.8%
		-0.1%
		3.5%
		-12.9%

Company Data

발행주식수	418,112천주
일평균 거래량(3M)	967천주
외국인 지분율	66.79%
배당수익률(19E)	4.4%
BPS (19E)	90,963원
주요 주주	국민연금 9.50%
	자사주 6.81%

Price Trend



경영환경 변화 대응에 주목

>>> 적극적 위험관리로 안정적인 이익 기대

위기 관리에 적극적이다. 그 결과 DLF 영향이 상대적으로 적다. 경쟁사와 달리 성장보다는 수익성 중심의 경영관리를 해온 점이 상대적으로 양호한 실적 시현의 요인이 될 것이다.

>>> 3/4분기 실적, 전분기 대비 감소

KB금융 역시 3/4분기 이익 감소를 피하기 어렵다. 순이자마진 하락 영향으로 이자이익 감소가 예상되며 자산관리 수익, IB 부문 수익도 이전보다 부진할 것이다. 다만 보수적 여신 관리 영향으로 이익 감소 폭은 상대적으로 적을 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 BUY 유지함

제반 경영환경 악화에 따른 이익 감소를 반영하여 목표주가를 59,000원에서 56,000원으로 하향 조정한다. 그러나 선제적으로 위험관리를 강화해 경영환경 변화에 따른 이익 감소 폭은 적을 것으로 예상된다. 여기에 충분한 자본 확보에 따른 높은 배당 여력으로 안정적 배당수익도 기대된다. 악재가 어느 정도 주가에 반영된 것으로 판단, 투자의견 "BUY"를 유지한다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E	2021E
자회사이익(십억원)	3,912.7	3,228.8	3,246.3	2,720.6	2,571.7
증감률(%YoY)	88.0	-17.5	0.5	-16.2	-5.5
보통주순이익(십억원)	3,311.9	3,068.9	3,076.2	2,538.7	2,388.2
증감률(%YoY)	54.5	-7.3	0.2	-17.5	-5.9
보통주EPS(원)	8,259	7,653	7,671	6,331	5,956
증감률(%YoY)	53.5	-7.3	0.2	-17.5	-5.9
BPS(원)	81,411	85,393	90,963	95,115	98,906
PER(배)	7.7	6.2	5.7	7.0	7.4
PBR(배)	0.78	0.56	0.48	0.46	0.45
수정PBR(배)	0.86	0.61	0.53	0.50	0.48
ROE(%)	10.1	8.8	8.3	6.6	5.9
ROA(%)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
배당수익률(%)	3.0	4.0	4.4	4.4	4.4

자료: 키움증권 추정

KB국민은행

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
이자이익	5,454	5,988	6,186	5,998	6,075
비이자이익	936	863	1,169	1,315	1,346
수수료	1,482	1,444	1,496	1,515	1,535
신탁보수	306	284	318	270	281
유가증권	-228	153	223	326	336
외환손익	373	92	73	168	163
기타영업비용	-997	-1,110	-941	-965	-969
총전총이익	6,390	6,851	7,354	7,313	7,421
판매관리비	3,633	3,734	3,892	3,996	4,103
총영업이익	2,758	3,117	3,462	3,317	3,317
대손상각비	113	138	377	889	1,104
법인세	428	819	814	644	587
당기순이익	2,263	2,239	2,280	1,785	1,627
총당금적립전이익	3,159	3,516	3,864	3,730	3,731

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	323,419	349,978	361,257	372,708	381,630
대출채권	249,568	274,616	282,916	293,336	301,204
부채총계	298,178	323,407	333,064	343,507	350,802
예수금	234,303	253,371	253,578	265,368	285,300
자본총계	25,241	26,571	28,194	29,201	30,828
자본금	2,022	2,022	2,022	2,022	2,022
지배주주자본	25,241	26,571	28,194	29,201	30,828

은행 주요지표

(단위: %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
원화대출금 점유율	17.9	18.2	18.2	18.2	18.2
예수금(말잔) 점유율	18.0	18.5	18.5	18.5	18.5
원화대출금 증가율	6.5	9.9	2.0	3.8	2.8
원화예수금 증가율	7.1	8.0	6.8	3.5	2.0
이자이익증가율	12.0	9.8	3.3	-3.0	1.3
예대율	100.0	101.6	98.2	97.5	98.2
비용률	56.8	54.2	52.9	54.6	55.3
고정이하여신비용	0.6	0.5	1.3	1.3	1.5
고정이하 총당비용	99.7	122.3	120.2	123.2	128.2
NIM	1.71	1.71	1.67	1.58	1.55
NIS	1.67	1.67	1.62	1.53	1.50
총마진 (총자산대비)	2.03	1.99	2.03	1.98	1.96
순이자마진	1.73	1.74	1.71	1.63	1.61
비이자마진	0.30	0.25	0.32	0.36	0.36
대손상각비/평균총자산	0.04	0.04	0.10	0.24	0.29
일반관리비/평균총자산	1.15	1.08	1.07	1.08	1.08
ROA	0.69	0.66	0.63	0.48	0.43
ROE	9.62	9.43	8.93	6.67	5.72
레버리지배수	12.81	13.17	12.81	12.76	12.38

자료: 키움증권 추정

KB금융

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자회사별 이익	3,913	3,229	3,246	2,721	2,572
KB국민은행	2,175	2,259	2,272	1,784	1,627
KB증권	272	179	232	191	196
KB국민카드	297	287	258	250	238
KB캐피탈	121	112	101	104	107
KB손해보험	330	262	249	254	262
기타	718	130	134	138	142
지주회사순이익	-601	-160	-161	-165	-166
지배주주순이익	3,312	3,069	3,085	2,556	2,405
신종자본증권이자	0	0	9	17	17
보통주순이익	3,312	3,069	3,076	2,539	2,388

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	436,786	479,588	492,388	503,839	512,761
대출채권	290,123	320,546	329,281	339,701	347,568
부채총계	402,741	443,875	453,946	463,661	470,998
예수부채	255,874	276,848	295,282	305,318	311,246
자본총계	34,045	35,713	38,442	40,178	41,763
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
주요주주 자본총계	3,148	2,955	2,955	3,071	3,187
수정자기자본	34,039	35,704	38,033	39,768	41,354

지주 주요지표

(단위: 원, %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
총자산 성장률	16.3	9.8	2.7	2.3	1.8
EPS 증가율	53.5	-7.3	0.2	-17.5	-5.9
EPS	8,259	7,653	7,671	6,331	5,956
BPS	81,411	85,393	90,963	95,115	98,906
NAVPS(원) (대손준비금 제외)	73,881	78,326	83,896	87,770	91,283
주당 배당금	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920
배당성향(%)	23.2	25.1	25.0	30.1	32.0
ROE(%)	10.1	8.8	8.3	6.6	5.9

자회사별 이익 구성(%)

KB국민은행	55.6	70.0	70.0	65.6	63.3
KB증권	6.9	5.5	7.2	7.0	7.6
KB국민카드	7.6	8.9	7.9	9.2	9.2
KB캐피탈	3.1	3.5	3.1	3.8	4.2
KB손해보험	8.4	8.1	7.7	9.3	10.2
기타	18.4	4.0	4.1	5.1	5.5
BIS기준자기자본비율	15.23	14.60	15.86	16.35	16.35
Tier1	14.60	13.97	15.21	15.71	15.71
보통주비율	14.60	13.97	15.21	15.71	15.71

우리금융지주 (316140)



Outperform(Maintain)

주가(10/22) 12,600원

목표주가 15,000원(하향)

동사는 자본비율 등의 문제로 비은행 강화가 지연되고 있다. 하지만 비은행 M&A 가격이 하락한 점은 동사의 기회요인이 될 수 있으며, 관건은 BIS 자기 자본비율의 내부등급법 승인이다.

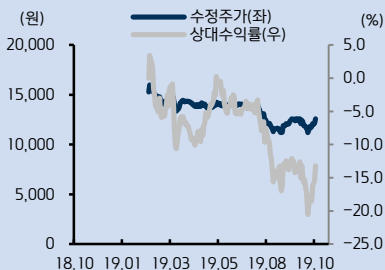
Stock Data

KOSPI (10/22)	2,088.86pt	
시가총액	91,006억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	16,000원	11,200원
최고/최저가 대비 등락	-21.25%	12.50%
주가수익률	절대	상대
1M	0.0%	0.1%
6M	-9.0%	-3.5%
1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	722,268천주
일평균 거래량(3M)	1,747천주
외국인 지분율	31.14%
배당수익률(19E)	2.0%
BPS (19E)	28,042원
주요 주주	예금보험공사 17.25%
	국민연금공단 7.89%

Price Trend



기회와 위기가 공존한 은행

>>> 비은행 강화, 향후 성장 기회 될 듯

비은행 강화를 위해 지주회사로 전환했지만 자본비율 문제로 지연되고 있다. 내부등급법으로 전환 시 충분한 자본과 투자한도로 적극적인 비은행 강화가 기대된다. 전반적인 경영환경 악화로 증권, 보험 등 비은행의 M&A 가격이 하락한 점은 동사의 큰 기회요인이다.

>>> 최근의 사태, 주가에 부정적일 듯

DLF, 라임자산운용 등 악재가 연이어지고 있다. 동사 실적에 미치는 영향은 제한적이지만 비은행 강화를 위한 동사 전략에 제약요인이 될 수 있다. 적극적인 수습을 통해 추가적인 손실을 차단하는 것이 급선무로 보여진다.

>>> 투자의견 Outperform을 유지함

정부의 금리 인하 정책에 따른 마진 하락, 자산관리 수익 감소, DLF 손실 등으로 당초 예상보다 이익 감소가 불가피해 보인다. 이를 고려해 목표주가를 15,000원으로 하향 조정한다. 다만 악재가 충분히 반영된 점을 고려해 투자의견 “Outperform”은 계속 유지한다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자회사이익(십억원)			1,881.9	1,088.3	916.7
증감률(%YoY)			N.A!	-42.2	-15.8
보통주순이익(십억원)			1,711.8	908.3	736.3
증감률(%YoY)			N.A!	-46.9	-18.9
보통주EPS(원)			2,370	1,258	1,019
증감률(%YoY)			N.A!	-46.9	-18.9
BPS(원)			28,042	29,050	29,769
PER(배)			5.3	10.0	12.4
PBR(배)			0.45	0.43	0.42
수정PBR(배)			0.51	0.49	0.48
ROE(%)			8.7	4.4	3.4
ROA(%)			0.5	0.3	0.2
배당수익률(%)			2.0	2.4	2.4

자료: 키움증권 추정

우리은행

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
이자순이익	4,391	4,728	4,833	4,673	4,743
이자수익	7,386	8,332	9,084	9,078	9,281
이자비용	2,995	3,604	4,250	4,405	4,538
비이자이익	1,164	953	1,103	1,040	1,017
수수료	1,073	1,151	1,187	1,161	1,186
기타원화수수료	908	977	987	961	978
수익증권	80	88	104	100	105
방카	86	86	96	100	104
유가증권손익	429	335	608	558	518
외환손익	428	258	248	172	172
신탁보수	142	175	155	118	124
기타영업비용	-834	-886	-1,014	-968	-983
충전총이익	5,554	5,681	5,936	5,713	5,760
판매관리비	3,129	3,189	3,319	3,422	3,549
충전영업이익	2,426	2,491	2,617	2,291	2,211
대손상각비	635	76	390	976	1,034
영업이익	1,791	2,416	2,220	1,316	1,177
영업외이익	-170	70	33	0	0
경상이익	1,620	2,486	2,253	1,316	1,177
지배주주순이익	1,512	2,033	1,879	1,085	913
보통주순이익	1,350	1,912	1,724	923	752
총당금적립전이익	2,679	2,982	2,998	2,643	2,569

우리금융지주

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자회사별 이익			1,881.9	1,088.3	916.7
우리은행			1,878.3	1,084.6	913.1
우리카드			50.8	73.7	75.1
우리종금			90.0	81.0	93.2
기타			3.6	3.6	3.7
지주회사 순이익			-27.1	-27.3	-27.9
지배주주 순이익			1,864.4	1,060.9	888.9
신종자본증권이자			152.6	152.6	152.6
보통주 순이익			1,711.8	908.3	736.3
대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계			366,323	375,655	383,544
대출채권			274,794	283,166	290,073
부채총계			342,674	351,278	358,648
예수부채			258,919	267,803	272,944
자본총계			23,649	24,377	24,896
자본금			3,611	3,611	3,611
대손준비금			2,356	2,356	2,356
주요주주 자본총계			20,254	20,982	21,501

주요지표

(단위: %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
건전성(%)					
BIS기준 자기자본비율	15.4	15.6	15.2	15.2	15.2
Tier-1 비율	13.9	13.5	13.1	13.2	13.2
고정이하여신비율	0.8	0.5	0.7	0.9	1.1
고정이하 총당비율	87.6	119.3	123.9	128.9	133.9
시장점유율(%)					
은행예수금 점유율	16.3	16.1	16.1	16.1	16.1
원화대출금 점유율	15.1	14.8	14.8	14.8	14.8
성장성(%)					
은행자산증가율	2.1	7.0	7.6	2.7	2.2
원화대출금 증가율	4.4	5.2	6.0	3.5	2.8
이자순이익증가율	4.0	7.7	2.2	-3.3	1.5
수수료수익증가율	8.4	7.3	3.1	-2.3	2.2
충전영업이익증가율	23.3	2.7	5.0	-12.4	-3.5
EPS 증가율	19.9	34.5	-7.6	-42.3	-15.8
효율성 및 생산성(%)					
예대율	97.3	96.9	98.4	98.4	99.1
비용률	56.3	56.1	56.0	59.9	61.6
충전이익대비 이자순이익비중	78.3	78.1	78.3	78.5	78.4

자료: 키움증권 추정

주요지표

(단위: 원, %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
총자산 성장률			7.6	2.7	2.2
EPS 증가율				-0.5	-0.2
EPS			2,370	1,258	1,019
BPS			28,042	29,050	29,769
주당 배당금			250	300	300
배당성향(%)			9.7	20.4	24.4
ROE(%)			8.7	4.4	3.4
자회사별 이익 구성(%)					
우리은행			99.8	99.7	99.6
우리카드			2.7	6.8	8.2
우리종금			4.8	7.4	10.2
기타			0.2	0.3	0.4
BIS기준자기자본비율			11.2	11.3	11.3
Tier1			9.5	9.6	9.7
보통주비율			8.6	8.8	8.8

BNK금융지주 (138930)



BUY(Maintain)

주가(10/22) 7,250원

목표주가 9,000원(하향)

자동차, 조선 부문의 업황 개선은 BNK 금융지주에게는 매우 중요한 변수이다. 건전성 개선과 함께 대출 성장을 기대할 수 있기 때문이다. 마진 하락이 일단락 된다면 지역 경제 여건 개선이 주가에 긍정적 영향을 미칠 수 있다.

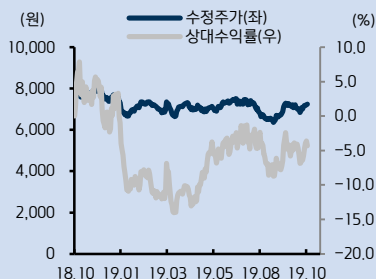
Stock Data

KOSPI (10/22)	2,088.86pt	
시가총액	23,630억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	7,990원	6,370원
최고/최저가 대비 등락	-9.26%	13.81%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.3%	-0.1%
6M	3.7%	10.1%
1Y	-7.5%	-4.3%

Company Data

발행주식수	325,935천주
일평균 거래량(3M)	841천주
외국인 지분율	52.25%
배당수익률(19E)	4.1%
BPS (19E)	23,147원
주요 주주	부산롯데호텔 외 7인 11.14%
	국민연금공단 10.31%

Price Trend



최악의 국면은 지나갔다!!

>>> 지역 경기 회복, 동사에 긍정적

동남권 제조업 경기가 점진적으로 회복 중이다. 자동차, 조선 등 주력 제조업이 점차 회복된 탓이다. 그 결과 울산 지역 아파트가격은 하락 추세가 멈추었다. 그 결과 무수익 여신 증가 폭도 점차 줄어들 것으로 예상된다. 최악의 국면은 지난 것으로 보인다.

>>> 마진 하락 영향으로 3분기 실적 부진 전망

기업은행, DGB금융지주와 마찬가지로 기업 여신 비중이 높아 순이자마진 하락 폭이 당초 예상보다 클 것으로 예상된다. 마진 하락으로 건전성 개선의 영향은 미미할 것이다. 그러나 금리 하락이 일단락 된다면 수익성 개선을 기대해 볼 만하다.

>>> 투자의견 BUY를 유지함

예상보다 빠른 속도로 떨어지는 순이자 마진 추세를 반영하여 목표주가를 9,000원으로 하향 조정한다. 다만 각종 악재가 주가에 어느 정도 반영된 점을 감안해 투자의견 BUY를 유지한다.

동사의 긍정적 포인트는 다음과 같다. 첫째, 동사의 2019년 말 예상 PBR은 0.31배로 은행업종 내 가장 저평가되어 있다는 점이다. 둘째, 제조업 경기가 회복되면서 건전성 개선, 여신 성장 회복이 가시화될 경우 주가 회복이 기대된다는 점이다. 업황 개선 시 장기적으로 가장 높은 주가 상승률을 기대해 볼 만하다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E	2021E
자회사이익(십억원)	481.3	579.6	622.3	508.2	478.6
증감률(%YoY)	-16.8	20.4	7.4	-18.3	-5.8
보통주순이익(십억원)	391.2	480.3	516.7	395.7	361.3
증감률(%YoY)	-20.1	22.8	7.6	-23.4	-8.7
보통주EPS(원)	1,200	1,474	1,585	1,214	1,109
증감률(%YoY)	-20.1	22.8	7.6	-23.4	-8.7
BPS(원)	20,857	21,837	23,147	24,061	24,869
PER(배)	8.0	5.2	4.6	6.0	6.5
PBR(배)	0.46	0.35	0.31	0.30	0.29
수정PBR(배)	0.50	0.38	0.34	0.33	0.32
ROE(%)	5.8	6.8	7.0	5.1	4.5
ROA(%)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3
배당수익률(%)	2.4	3.9	4.1	4.1	4.4

자료: 키움증권 추정

부산은행

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
이자이익	1,197	1,219	1,154	1,145	1,167
비이자이익	58	144	138	109	111
수수료	158	162	157	156	158
신탁보수	24	27	19	17	18
유가증권	33	91	137	122	126
외환손익	48	25	22	21	21
기타영업비용	-206	-161	-197	-208	-212
총전영업이익	1,255	1,362	1,293	1,253	1,278
판매관리비	567	631	661	691	715
총전영업이익	688	731	632	563	562
대손상각비	408	259	153	184	214
법인세	58	105	116	100	92
당기순이익	203	346	353	279	256
충당금적립전이익	637	697	686	635	635

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	50,841	52,612	57,223	58,893	60,163
대출채권	38,919	40,677	43,085	44,735	45,985
부채총계	46,394	47,781	52,041	53,405	54,339
예수금	37,799	39,215	41,164	41,873	43,366
자본총계	4,447	4,831	5,183	5,488	5,824
자본금	977	977	977	977	977
지배주주자본	4,374	4,758	5,109	5,415	5,751

은행 주요지표

(단위: %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
원화대출금 점유율	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9
예수금(말잔) 점유율	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
원화대출금 증가율	1.9	4.8	5.4	3.8	2.8
원화예수금 증가율	2.0	4.5	5.1	1.7	3.6
이자이익증가율	4.3	1.8	-5.3	-0.9	2.0
예대율	98.7	99.7	100.1	102.2	101.4
비용률	45.2	46.3	51.1	55.1	56.0
고정이하여신비율	1.1	1.9	2.1	2.3	0.2
고정이하 총당비율	86.8	93.9	98.9	103.9	5.0
NIM	2.30	2.32	2.08	1.97	1.95
NIS	2.24	2.25	2.01	1.91	1.89
총마진 (총자산대비)	2.41	2.60	2.30	2.15	2.14
순이자마진	2.30	2.33	2.05	1.96	1.95
비이자마진	0.11	0.27	0.25	0.19	0.19
대손상각비/평균총자산	0.79	0.49	0.27	0.31	0.36
일반관리비/평균총자산	1.09	1.21	1.17	1.18	1.20
ROA	0.39	0.66	0.63	0.48	0.43
ROE	4.65	7.44	7.05	5.23	4.53
레버리지배수	8.75	9.18	9.06	9.32	9.68

자료: 키움증권 추정

BNK금융지주

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자회사별 이익	481.3	579.6	622.3	508.2	478.6
은행	424.7	515.7	555.2	439.1	407.4
증권	1.9	11.4	18.2	18.8	19.4
캐피탈	62.6	71.1	56.9	58.6	60.3
기타	-7.9	-18.6	-8.0	-8.2	-8.5
지주회사순이익	-78.2	-77.5	-75.6	-80.1	-84.9
지배주주순이익	403.1	502.1	546.7	428.0	393.6
신종자본증권이자	11.9	21.8	30.0	32.3	32.3
보통주순이익	391.2	480.3	516.7	395.7	361.3

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	94,350	98,794	105,203	106,873	108,143
대출채권	73,273	76,088	78,793	80,443	81,693
부채총계	86,694	90,369	96,052	97,424	98,430
예수부채	69,825	73,380	75,615	76,364	77,941
자본총계	7,656	8,425	9,151	9,449	9,713
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
대손준비금	548	568	588	608	628
주요주주 자본총계	6,798	7,117	7,544	7,842	8,105
수정자기자본	6,249	6,549	6,956	7,234	7,477

지주 주요지표

(단위: 원, %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
총자산 성장률	0.9	4.7	6.5	1.6	1.2
보통주 EPS 증가율	-20.1	22.8	7.6	-23.4	-8.7
보통주 EPS	1,237	1,541	1,585	1,214	1,109
BPS	20,857	21,837	23,147	24,061	24,869
NAVPS(원)_대손준비금 제외	19,175	20,093	21,342	22,195	22,942
주당 배당금	230	300	300	300	320
배당성향(%)	18.6	19.5	17.9	22.8	26.5
ROE(%)	5.8	6.8	7.0	5.1	4.5

자회사별 이익 구성(%)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
은행	88.2	89.0	89.2	86.4	85.1
증권	0.4	2.0	2.9	3.7	4.0
캐피탈	13.0	12.3	9.1	11.5	12.6
기타	-1.6	-3.2	-1.3	-1.6	-1.8
BIS기준자기자본비율	13.07	13.15	14.16	14.57	14.57
Tier1	10.62	10.98	11.99	12.40	12.40
보통주비율	9.61	9.55	9.68	9.68	9.68

경남은행

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
이자이익	847	865	805	795	810
비이자이익	12	41	73	66	64
수수료	99	103	101	101	105
신탁보수	7	9	8	9	9
유가증권	6	39	52	51	47
외환손익	12	0	6	12	12
기타영업비용	-112	-111	-95	-106	-110
총전총이익	859	905	878	861	874
판매관리비	420	430	455	470	486
총전영업이익	438	476	423	391	388
대손상각비	148	240	161	173	182
법인세	54	52	65	58	55
당기순이익	222	184	201	160	152
총당금적립전이익	426	501	465	428	426

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	36,633	37,889	38,771	39,543	40,425
대출채권	29,496	30,340	30,811	31,574	32,446
부채총계	33,525	34,613	35,325	36,023	36,835
예수금	25,018	29,665	31,003	32,149	33,582
자본총계	3,109	3,276	3,446	3,520	3,590
자본금	432	432	432	432	432
지배주주자본	2,759	2,827	2,997	3,071	3,141

은행 주요지표

(단위: %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
원화대출금 점유율	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2
예수금(말잔) 점유율	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3
원화대출금 증가율	4.8	3.6	1.2	2.5	2.8
원화예수금 증가율	4.6	5.3	3.7	3.7	4.5
이자이익증가율	8.0	2.2	-6.9	-1.3	1.9
예대율	100.0	100.4	97.2	96.1	94.5
비용률	49.0	47.4	51.8	54.6	55.6
고정이하여신비율	0.9	1.5	1.9	2.1	0.2
고정이하 총당비율	77.7	70.9	80.9	85.9	5.0
NIM	2.20	2.16	1.96	1.90	1.89
NIS	2.14	2.08	1.90	1.84	1.83
총마진 (총자산대비)	2.34	2.40	2.27	2.20	2.18
순이자마진	2.31	2.29	2.09	2.03	2.02
비이자마진	0.03	0.11	0.19	0.17	0.16
대손상각비/평균총자산	0.40	0.64	0.42	0.44	0.45
일반관리비/평균총자산	1.15	1.14	1.18	1.20	1.21
ROA	0.60	0.45	0.52	0.41	0.38
ROE	8.06	5.73	6.49	5.20	4.81
레버리지배수	13.28	13.40	12.94	12.87	12.87

자료: 키움증권 추정

BNK금융지주

(단위: 십억원)

손익계산서	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자회사별 이익	481.3	579.6	622.3	508.2	478.6
은행	424.7	515.7	555.2	439.1	407.4
증권	1.9	11.4	18.2	18.8	19.4
캐피탈	62.6	71.1	56.9	58.6	60.3
기타	-7.9	-18.6	-8.0	-8.2	-8.5
지주회사순이익	-78.2	-77.5	-75.6	-80.1	-84.9
지배주주순이익	403.1	502.1	546.7	428.0	393.6
신종자본증권이자	11.9	21.8	30.0	32.3	32.3
보통주순이익	391.2	480.3	516.7	395.7	361.3

대차대조표	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
자산총계	94,350	98,794	105,203	106,873	108,143
대출채권	73,273	76,088	78,793	80,443	81,693
부채총계	86,694	90,369	96,052	97,424	98,430
예수부채	69,825	73,380	75,615	76,364	77,941
자본총계	7,656	8,425	9,151	9,449	9,713
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
대손준비금	548	568	588	608	628
주요주주 자본총계	6,798	7,117	7,544	7,842	8,105
수정자기자본	6,249	6,549	6,956	7,234	7,477

지주 주요지표

(단위: 원, %)

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
총자산 성장률	0.9	4.7	6.5	1.6	1.2
보통주 EPS 증가율	-20.1	22.8	7.6	-23.4	-8.7
보통주 EPS	1,237	1,541	1,585	1,214	1,109
BPS	20,857	21,837	23,147	24,061	24,869
NAVPS(원)_대손준비금 제외	19,175	20,093	21,342	22,195	22,942
주당 배당금	230	300	300	300	320
배당성장률(%)	18.6	19.5	17.9	22.8	26.5
ROE(%)	5.8	6.8	7.0	5.1	4.5

자회사별 이익 구성(%)					
은행	88.2	89.0	89.2	86.4	85.1
증권	0.4	2.0	2.9	3.7	4.0
캐피탈	13.0	12.3	9.1	11.5	12.6
기타	-1.6	-3.2	-1.3	-1.6	-1.8
BIS기준자기자본비율	13.07	13.15	14.16	14.57	14.57
Tier1	10.62	10.98	11.99	12.40	12.40
보통주비율	9.61	9.55	9.68	9.68	9.68

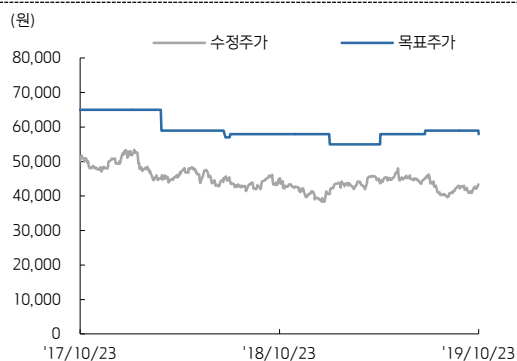
투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	과리율(%)		종목명	일자	투자 의견	목표 주가	과리율(%)	
				가격 대상 시점	평균 주가 대비					가격 대상 시점	평균 주가 대비
산한지주 (055550) 담당자변경	2017/10/31	BUY(Maintain)	65,000	6개월	-24.45 -20.00	우리금융지주 (316140)	2019/04/18	Outperform (Initiate)	16,000	6개월	-12.95 -10.94
	2018/01/09	BUY(Maintain)	65,000	6개월	-24.48 -17.85		2019/05/31	Outperform (Maintain)	17,000	6개월	-17.89 -15.29
	2018/03/21	BUY(Reinitiate)	59,000	6개월	-23.40 -21.86		2019/07/17	Outperform (Maintain)	17,000	6개월	-18.00 -15.29
	2018/04/23	BUY(Maintain)	59,000	6개월	-21.59 -17.97		2019/07/23	Outperform (Maintain)	17,000	6개월	-24.63 -15.29
	2018/05/23	BUY(Maintain)	59,000	6개월	-22.53 -17.97		2019/10/23	Outperform (Maintain)	15,000	6개월	
	2018/07/16	BUY(Maintain)	57,000	6개월	-21.33 -19.82	기업은행 (024110)	2018/03/21	BUY(Initiate)	20,000	6개월	-20.95 -16.25
	2018/07/25	BUY(Maintain)	58,000	6개월	-25.82 -23.71		2018/04/27	BUY(Maintain)	21,000	6개월	-20.66 -19.05
	2018/09/03	BUY(Maintain)	58,000	6개월	-25.05 -20.43		2018/05/23	BUY(Maintain)	23,000	6개월	-30.99 -28.48
	2018/10/24	BUY(Maintain)	58,000	6개월	-25.01 -20.43		2018/07/16	BUY(Maintain)	22,000	6개월	-31.72 -27.95
	2018/10/25	BUY(Maintain)	58,000	6개월	-26.91 -20.43		2018/10/24	BUY(Maintain)	21,000	6개월	-30.36 -29.76
	2019/01/23	BUY(Maintain)	55,000	6개월	-21.94 -20.27		2018/10/26	BUY(Maintain)	21,000	6개월	-28.79 -26.90
	2019/02/13	BUY(Maintain)	55,000	6개월	-20.73 -16.73		2018/12/11	BUY(Maintain)	21,000	6개월	-30.57 -26.90
	2019/04/18	BUY(Maintain)	55,000	6개월	-20.57 -16.73		2019/01/23	BUY(Maintain)	19,000	6개월	-25.78 -23.68
	2019/04/26	BUY(Maintain)	58,000	6개월	-22.38 -17.24		2019/02/12	BUY(Maintain)	19,000	6개월	-25.27 -22.63
	2019/07/17	BUY(Maintain)	59,000	6개월	-22.68 -21.53		2019/04/18	BUY(Maintain)	19,000	6개월	-25.17 -22.63
	2019/07/26	BUY(Maintain)	59,000	6개월	-28.65 -21.53		2019/04/26	BUY(Maintain)	21,000	6개월	-33.57 -31.19
	2019/10/23	BUY(Maintain)	58,000	6개월			2019/07/17	BUY(Maintain)	21,000	6개월	-33.64 -31.19
							2019/07/26	BUY(Maintain)	21,000	6개월	-36.50 -31.19
							2019/10/23	BUY(Maintain)	18,000	6개월	
KB금융 (105560) 담당자변경	2017/10/30	BUY(Maintain)	78,000	6개월	-26.12 -23.21	BNK 금융지주 (138930)	2018/05/23	BUY(Reinitiate)	14,000	6개월	-31.54 -26.43
	2017/11/28	BUY(Maintain)	78,000	6개월	-22.86 -13.85		2018/07/16	BUY(Maintain)	13,000	6개월	-31.88 -30.85
	2018/01/11	BUY(Maintain)	85,000	6개월	-23.79 -19.29		2018/08/01	Outperform(Downgrade)	13,000	6개월	-35.22 -30.85
	2018/03/21	Outperform(Reinitiate)	70,000	6개월	-14.49 -8.71		2018/10/24	Outperform(Maintain)	13,000	6개월	-38.29 -30.85
	2018/04/20	Outperform(Maintain)	70,000	6개월	-15.17 -8.71		2019/01/23	BUY(Upgrade)	9,000	6개월	-19.50 -18.33
	2018/05/23	Outperform(Maintain)	65,000	6개월	-16.42 -11.69		2019/02/13	BUY(Maintain)	9,000	6개월	-20.81 -18.33
	2018/07/16	Outperform(Maintain)	63,000	6개월	-13.45 -12.06		2019/04/18	BUY(Maintain)	9,000	6개월	-20.97 -18.33
	2018/07/20	Outperform(Maintain)	63,000	6개월	-16.55 -10.79		2019/05/02	BUY(Maintain)	9,000	6개월	-20.68 -16.56
	2018/10/24	Outperform(Maintain)	63,000	6개월	-16.58 -10.79		2019/07/09	BUY(Maintain)	10,000	6개월	-26.11 -25.30
	2018/10/26	Outperform(Maintain)	63,000	6개월	-20.20 -10.79		2019/07/17	BUY(Maintain)	10,000	6개월	-30.19 -25.30
	2019/01/23	Outperform(Maintain)	55,000	6개월	-13.81 -11.64		2019/10/23	BUY(Maintain)	9,000	6개월	
	2019/02/11	Outperform(Maintain)	54,000	6개월	-18.07 -14.17	DGB 금융지주 (139130)	2019/01/23	BUY(Initiate)	11,000	6개월	-21.78 -20.09
	2019/04/18	Outperform(Maintain)	54,000	6개월	-17.86 -14.17		2019/02/12	BUY(Maintain)	11,000	6개월	-22.38 -19.45
	2019/04/25	BUY(Upgrade)	58,000	6개월	-21.92 -19.31		2019/04/18	BUY(Maintain)	11,000	6개월	-22.54 -19.45
	2019/07/17	BUY(Maintain)	58,000	6개월	-21.93 -19.31		2019/05/03	BUY(Maintain)	11,000	6개월	-23.77 -19.45
	2019/07/19	BUY(Maintain)	59,000	6개월	-29.24 -21.86		2019/07/17	BUY(Maintain)	11,000	6개월	-23.96 -19.45
	2019/10/23	BUY(Maintain)	56,000	6개월			2019/08/02	BUY(Maintain)	11,000	6개월	-35.04 -29.45
							2019/10/23	BUY(Maintain)	11,000	6개월	
하나금융지주 (086790) 담당자변경	2017/10/30	BUY(Maintain)	61,000	6개월	-20.11 -9.51						
	2018/01/16	BUY(Maintain)	67,000	6개월	-25.13 -17.16						
	2018/03/21	Outperform(Reinitiate)	52,000	6개월	-14.61 -5.87						
	2018/04/23	Outperform(Maintain)	53,000	6개월	-12.72 -9.62						
	2018/05/23	Outperform(Maintain)	51,000	6개월	-14.51 -9.31						
	2018/07/16	Outperform(Maintain)	50,000	6개월	-14.46 -12.10						
	2018/07/23	Outperform(Maintain)	50,000	6개월	-12.79 -7.20						
	2018/10/24	Outperform(Maintain)	50,000	6개월	-13.02 -7.20						
	2018/10/29	Outperform(Maintain)	50,000	6개월	-18.23 -7.20						
	2019/01/23	Outperform(Maintain)	45,000	6개월	-14.62 -11.22						
	2019/02/01	Outperform(Maintain)	46,000	6개월	-15.96 -11.85						
	2019/04/18	Outperform(Maintain)	46,000	6개월	-16.04 -11.85						
	2019/04/22	Outperform(Maintain)	46,000	6개월	-18.06 -11.85						
	2019/07/17	Outperform(Maintain)	46,000	6개월	-18.33 -11.85						
	2019/07/29	Outperform(Maintain)	46,000	6개월	-18.42 -11.85						
	2019/10/23	Outperform(Maintain)	46,000	6개월							

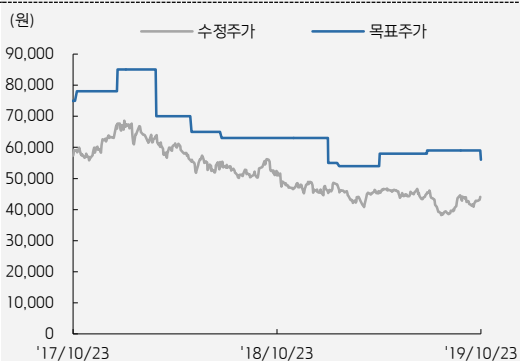
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

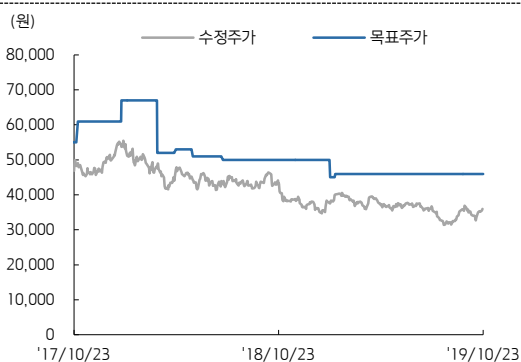
신한지주(055550)



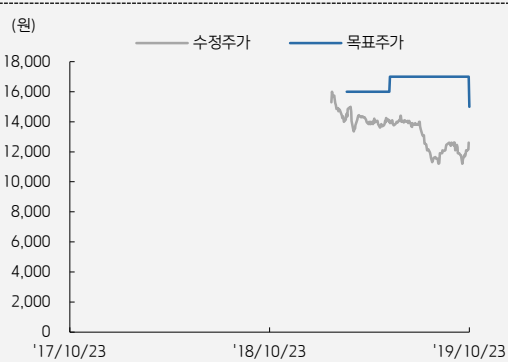
KB금융(105560)



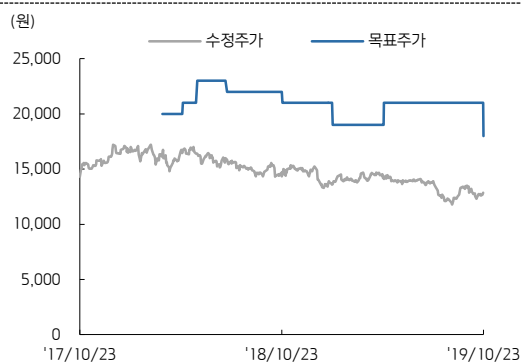
하나금융지주(086790)



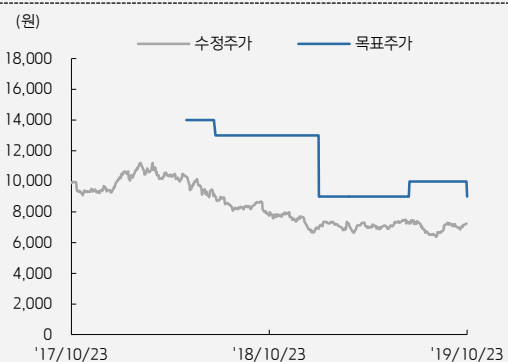
우리금융지주(316140)



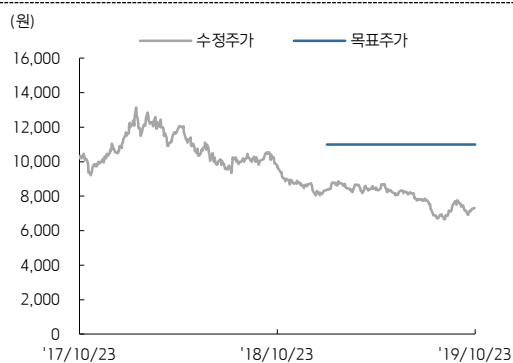
기업은행(024110)



BNK금융지주(138930)



DGB금융지주(139130)



고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%