



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

KB금융(105560)	Buy	47,000원
하나금융지주(086790)	Buy	38,000원

은행

계절적 소순환 사이클 진입

- ✓ 금리 상승 + 3분기 호실적 + 연말 배당 수요 + 밸류 로테이션 → 은행 반등 성공
- ✓ 3Q20E 지배순이익 3.8 조원(-4.5% YoY, +12.6% QoQ)으로 컨센서스 4.3% 상회
- ✓ 계절적 소순환 사이클에 진입한 이상 연말 배당락 시점까지 비교적 편안한 구간
- ✓ 향후 1) 미국 10년물 0.9%, 2) KB 금융 배당수익률 5% 터치 구간이 단기 주가 허들
- ✓ 업종 최선호주 → 높은 이익 버퍼와 자본력 보유한 KB 금융, 하나금융지주 추천

은행주 Bottom out 성공

금리가 반등에 성공했다. 바이든 당선 가능성, COVID-19 백신 개발 및 경기 재개 기대감 등이 반영된 영향이다. 이에 업종 지지부진한 주가 흐름을 보이던 은행주도 상승 전환했다. 물론 곧 발표될 3분기 호실적, 연말 배당수익률에 기반 단기 트레이딩 수요, 밸류 로테이션 움직임 등도 주가 상승에 일조하고 있다.

3Q20 Earnings Preview

은행업종 3분기 실적은 시장의 기대치를 상회할 전망이다. 마진 하락 부담은 높은 자산 성장으로 만회하는 분위기며, 2분기와 같은 대규모 비용 지출도 부재한 것으로 파악된다. 증권을 중심으로 한 비은행 계열사의 약진도 이어진다. 주요 일회성 요인은 1) KB 금융 푸르덴셜 관련 영가매수차익 약 1,500 억원, 2) 하나금융지주 FX 환산익 약 700 억원 정도로 모두 실적에 긍정적이다.

소순환 사이클 > 추세 상승

적어도 연말 배당락 시점 전후까지 편안한 투자 국면이다. 문제는 그 이후다. 금리와 경기가 바닥을 확인한 것은 분명하나 추세적 개선을 기대하기엔 아직 넘어야 할 산이 많다. 현재의 주가 상승은 대세 상승 초입 보단 매년 말 반복된 짧은 소순환 사이클에 가까워 보인다.

은행주 투자전략 및 Top picks

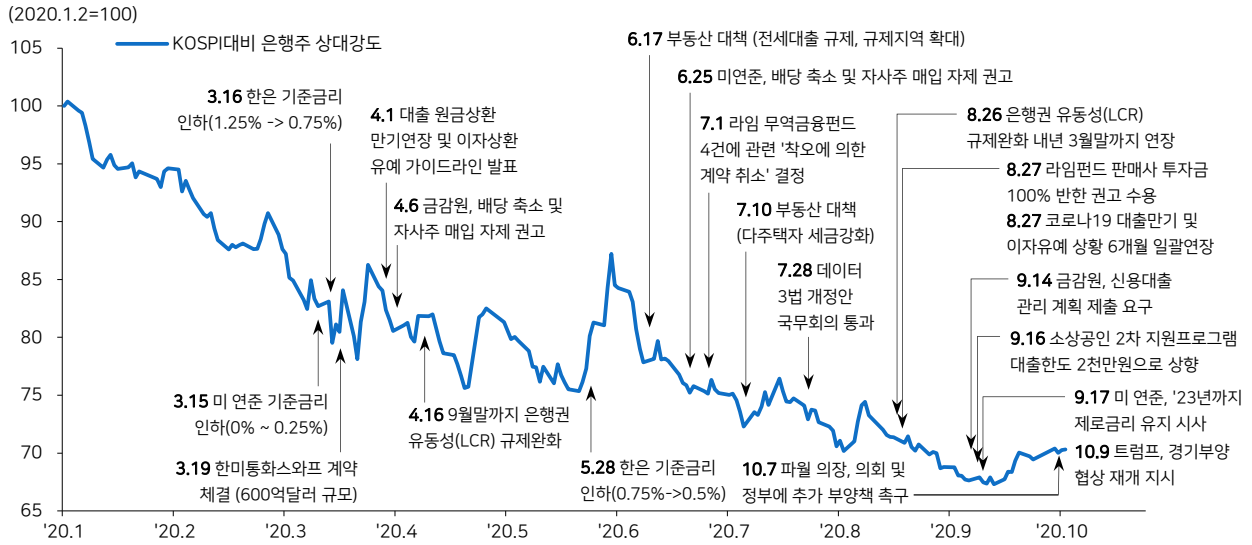
주가의 저점을 확인한 이상 이제 우리에게 필요한 건 단기 고점에 대한 판단이다. 정량적으로 1) COVID-19 확산 이후 미국채 10년물 고점인 0.9%, 2) 업종 대장주인 KB 금융 연말 예상 배당수익률 5% 터치 시점이 주가 허들로 작용할 것으로 예상되며, 시기적으로 시장이 연말 배당 보다 FY21E 실적 개선 기대감이 높은 종목에 관심을 가지기 시작하는 시점이 불편할 수 있다. 종목별로는 여전히 지방은행 보단 시중은행이, 그 중에서도 비은행 이익기여도가 높은 은행이 편안하다. 업종 최선호주로 하반기 이익 버퍼, 배당 지급 여력 등에서 타행들대비 우위를 점하고 있는 KB 금융, 하나금융지주를 추천한다.

은행주 Bottom out 성공

금리가 반등에 성공했다. 향후 미 대선 결과에 따른 차이는 있겠으나 당장엔 '바이든 당선 → 재정지출 확대 → 채권공급 부담'의 논리가 금리 상방 압력으로 작용하는 모습이다. 물론 상기 정치적 이벤트를 제외하더라도 COVID-19 백신 개발 소식 및 경기 재개 기대감 등도 금리에 투영되기 시작했다.

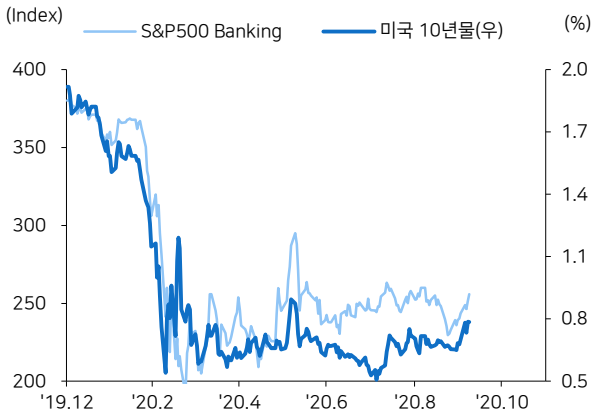
각종 악재 노출과 모멘텀 부재로 지지부진한 주가 흐름을 보이던 은행주도 금리 상승과 함께 상승 전환했다. 설사 현재의 금리 상승이 추세 상승이 아닐지라도 극단적으로 낮아진 밸류에이션 매력도를 부각시키기에 충분했기 때문이다. 여기에 곧 발표될 3분기 호실적, 연말 배당수익률에 기대던 단기 트레이딩 수요, 밸류 로테이션 움직임 등도 주가 상승에 일조하고 있다.

그림1 '21년 은행주 상대강도 추이



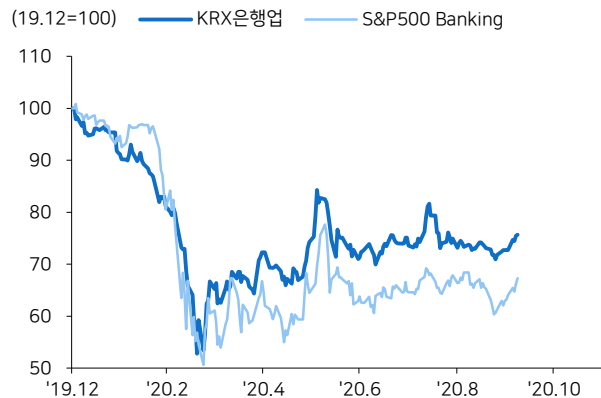
자료: Quantwise, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국10년물과 S&P500 은행 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한/미 은행주 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3Q20 Earnings Preview

은행업종 3분기 예상 지배주주순이익은 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 상반기 75bp 기준금리 인하의 영향으로 마진 하락은 지속되나 높은 자산 성장이 이를 상쇄하는 분위기다. 2분기와 같은 대규모 총당금 적립은 부재하며, 증권 브로커리지 등을 중심으로 한 비은행 계열사의 호조세도 지속된다. 분기 특이 요인도 1) KB 금융의 푸르덴셜생명보험 인수 관련 염가매수차익 약 1,500억원, 2) 하나금융지주 FX환산이익 약 700억원 정도로 모두 실적에 긍정적인 요인들이다.

표1 Coverage 3Q20E 지배주주순이익

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
KB금융	1,047.9	940.3	11.4	981.8	6.7	949.1	10.4
신한지주	940.3	981.6	-4.2	873.1	7.7	894.8	5.1
하나금융지주	635.7	836.0	-23.9	687.5	-7.5	620.2	2.5
우리금융지주	465.4	486.0	-4.3	142.3	227.0	477.1	-2.5
기업은행	377.3	380.7	-0.9	316.6	19.2	378.6	-0.3
BNK금융지주	146.3	178.0	-17.8	173.2	-15.6	140.9	3.8
DGB금융지주	81.7	70.6	15.7	96.9	-15.7	77.8	5.0
JB금융지주	91.3	90.1	1.3	91.7	-0.5	92.6	-1.4
Coverage	3,785.9	3,963.2	-4.5	3,363.2	12.6	3,631.1	4.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 Coverage 3Q20E 상세 실적

(십억원)	KB금융	신한지주	하나금융지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주	Coverage
순이자이익	2,374.1	2,470.9	1,468.4	1,483.1	1,406.3	532.9	357.5	313.4	10,406.6
이자수익	3,593.0	3,765.6	2,579.0	2,401.6	2,168.0	817.1	525.5	454.5	16,304.4
이자비용	1,218.9	1,294.7	1,110.7	918.6	761.7	284.2	168.1	141.0	5,897.8
순수수료이익	649.5	553.2	530.9	223.8	123.2	72.4	89.5	14.4	2,256.8
수수료수익	1,014.9	957.0	805.7	392.6	209.4	107.3	111.8	35.3	3,633.9
수수료비용	365.4	403.9	274.8	168.8	86.2	34.9	22.3	20.9	1,377.1
기타비이자이익	60.5	-75.6	140.0	34.1	15.3	27.8	2.2	8.2	212.6
총영업이익	3,084.1	2,948.5	2,139.3	1,741.0	1,544.8	633.2	449.2	336.0	12,875.9
판관비	1,496.7	1,261.0	1,009.6	896.1	553.7	326.9	261.0	159.3	5,964.4
총전영업이익	1,587.4	1,687.4	1,129.6	844.9	991.1	306.3	188.1	176.7	6,911.5
총당금전입액	270.6	345.8	259.4	185.9	491.3	99.3	68.0	45.6	1,765.8
영업이익	1,316.8	1,341.6	870.3	659.0	499.8	207.0	120.1	131.1	5,145.8
영업외손익	144.0	-18.1	20.0	5.1	6.1	-1.2	2.2	-1.6	156.4
세전이익	1,460.8	1,323.5	890.2	664.1	505.9	205.8	122.3	129.5	5,302.2
법인세비용	401.7	364.0	244.8	152.8	126.5	49.4	30.6	32.4	1,402.1
당기순이익	1,059.0	959.5	645.4	511.4	379.5	156.4	91.8	97.1	3,900.1
지배주주	1,047.9	940.3	635.7	465.4	377.3	146.3	81.7	91.3	3,785.9
비지배지분	11.1	19.2	9.7	46.0	2.2	10.2	10.1	5.8	114.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

KB금융 (105560)

Buy, TP 47,000원

모두의 Top pick이다. 이익체력, 자본비율, 지배구조 등 그 어느 하나 빠지는 점이 없다. 3분기 실적 역시 압도적이다. 푸르덴셜 관련 염가매수차익 인식 규모에 따라 은행업종 사상 첫 분기 1조원을 상회하는 지배주주순이익이 가능해 보인다.

절대주가 4만원이 주가 허들로 지속 작용 중이다. 4만원이 가지는 이유를 찾아보면 연말 배당수익률 5%를 터치하는 가격대란 점이다. 여기엔 10% 내외의 감익과 전년 수준의 배당성향(26%)이 유지된다는 가정이 깔려있다.

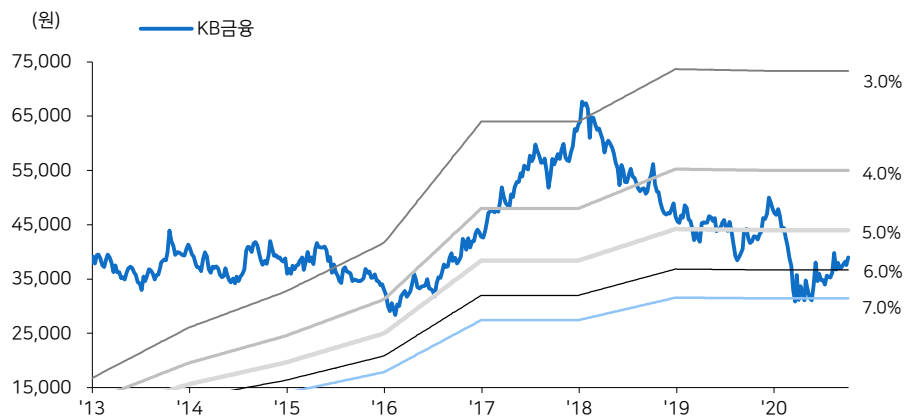
우리는 올해 KB금융의 지배주주순이익을 전년과 유사한 3.23조원(-2.5% YoY)으로 추정하고 있다. 만약 전년과 동일한 배당성향이 유지될 경우 DPS는 2,200원이다. 이를 반영한 KB금융의 단기 주가 저항선은 4만원이 아닌 4.4만원이다.

표3 KB금융 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	2,374.1	2,319.4	2.4	2,334.0	1.7		
총영업이익	3,084.1	2,870.1	7.5	3,272.9	-5.8		
판관비	1,496.7	1,455.9	2.8	1,586.4	-5.7		
총전이익	1,587.4	1,414.3	12.2	1,686.5	-5.9		
총당금전입액	270.6	166.1	62.9	296.1	-8.6		
지배주주순이익	1,047.9	940.3	11.4	981.8	6.7	949.1	10.4

자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KB금융 배당수익률 Band Chart



자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

신한지주 (055550)

Buy, TP 36,000원

갑작스런 유상증자 이후 외국인의 매도세가 끊이지 않고 있다. 실제 증자 이후 약 1,400만주 이상의 물량이 출회됐다. 증자에 따른 BPS 희석, 경영진 신뢰도 하락 등이 야기한 결과다.

투자심리 회복에 시간이 필요한 만큼 회사 자체적인 노력만으로는 주가 반등에 한계가 있다. 이보단 KB금융과의 Valuation gap play가 가능한지 여부가 중요하다.

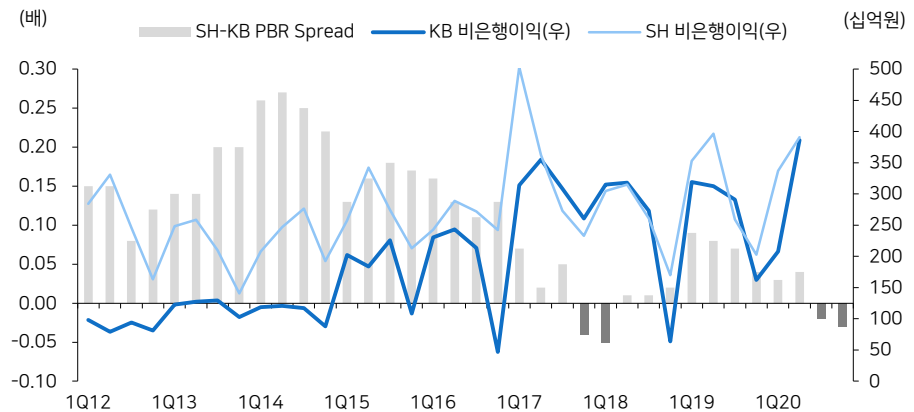
경험적으로 KB금융과 신한지주의 Valuation gap은 비은행 부문 절대 이익이 결정해왔다. 지난 2분기 양사의 비은행 이익이 비슷해 보이나 이는 신금투 라인 관련 손실이 반영된 영향이 크다. 3분기 신금투 실적이 정상화되는 동시에 KB금융은 푸르덴셜 인수 효과가 반영되기 시작한다. 즉, 비은행 이익 체력이 비슷하다면 현재의 Valuation gap도 유지될 가능성에 무게를 둔다.

표4 신한지주 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	2,470.9	2,472.7	-0.1	2,446.1	1.0		
총영업이익	2,948.5	2,864.9	2.9	3,065.2	-3.8		
판관비	1,261.0	1,225.6	2.9	1,271.3	-0.8		
총전이익	1,687.4	1,639.2	2.9	1,793.9	-5.9		
총당금전입액	345.8	221.3	56.3	538.7	-35.8		
지배주주순이익	940.3	981.6	-4.2	873.1	7.7	894.8	5.1

자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

그림5 KB금융-신한지주 비은행 이익 및 PBR Spread 추이



자료: KB금융, 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

하나금융지주 (086790)

Buy, TP 38,000원

KB금융과 마찬가지로 모든 기관 투자자들의 Top pick이다. 펀더멘털은 견고하고 중간배당 지급으로 주주환원에 대한 적극적인 의지도 돋보인다. 3분기 실적 역시 FX환산이익 700억원 발생 등으로 컨센서스를 상회하는 호실적이 예상된다.

중간배당 500원을 포함한 FY20 예상 DPS를 2,100원으로 추정하고 있다. 연간으로 보면 7.0%로 업종 내 가장 높은 배당수익률이나 중간배당을 제외시 5.3%로 업종 평균을 하회한다. 단기 트레이딩 매수 수요엔 부정적 요인이다.

반면 은행주 내에서도 외국인 수급 민감도가 가장 큰 편이다. 은행 중 유일하게 원/달러 환율에 따른 실적 변동도 있으며, 외국인 지분율도 64%(YTD -2.9%p)에 달한다. 외국인 매수세가 유입될 경우 가장 탄력적인 주가 반응이 가능하다.

표5 하나금융지주 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	1,468.4	1,458.8	0.7	1,433.3	2.4		
총영업이익	2,139.3	1,878.3	13.9	2,217.8	-3.5		
판관비	1,009.6	986.7	2.3	848.4	19.0		
총전이익	1,129.6	891.7	26.7	1,369.4	-17.5		
총당금전입액	259.4	112.2	131.1	432.2	-40.0		
지배주주순이익	635.7	836.0	-23.9	687.5	-7.5	620.2	2.5

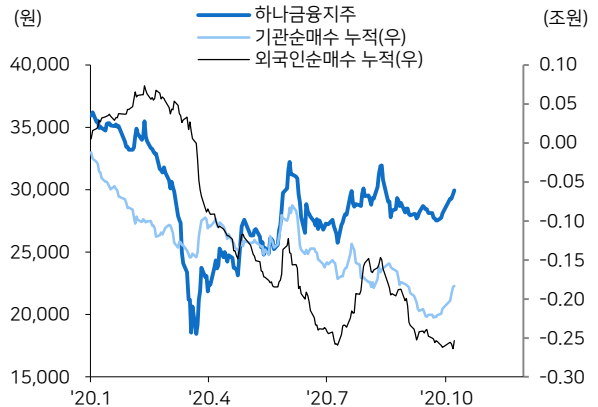
자료: 하나금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KRX은행업 기관/외국인 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 하나금융지주 기관/외국인 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

우리금융지주 (316140)

Buy, TP 12,000원

3분기 지배주주순이익은 4,654억원(-4.3% YoY, +227.0% QoQ)으로 실적 정상화가 예상된다. 자산 성장(+1% 내외)이 낮았던 만큼 마진 하락폭은 1~2bp에 그칠 것으로 보이며, 2분기와 같은 대규모 비용 지출도 없다.

2분기 실적에서 확인할 수 있듯이 현재와 같은 초저금리 시대에서 은행 이익 체력만으로 지주 실적을 지키는 데는 역부족이다. 여기에 라임, DLF 사태 등을 겪으며 비이자 부문의 경쟁력도 약화됐다. 비은행 부문 사업 포트폴리오 구축이 시급하다.

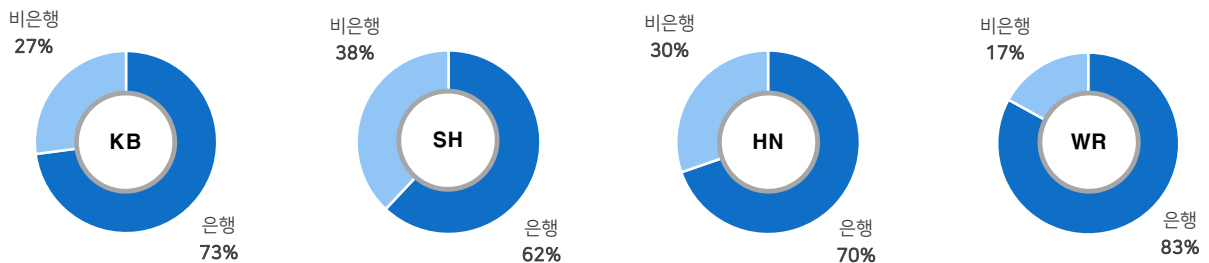
언론 보도를 참고시 4분기 아주캐피탈 인수가 완료될 예정이다. 다만 낮은 자본비율(CET1 비율 9.0%) 하에서 M&A와 주주환원확대 두 마리 토끼를 잡긴 쉽지 않다. 시중은행 내 밸류에이션 할인율은 당분간 지속될 가능성이 높다.

표6 우리금융지주 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	1,483.1	1,485.8	-0.2	1,477.7	0.4		
총영업이익	1,741.0	1,727.0	0.8	1,631.9	6.7		
판관비	896.1	880.5	1.8	897.0	-0.1		
총전이익	844.9	846.5	-0.2	734.9	15.0		
총당금전입액	185.9	187.2	-0.7	335.8	-44.6		
지배주주순이익	465.4	486.0	-4.3	142.3	227.0	477.1	-2.5

자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림8 4대 금융지주 상반기 누적 은행/비은행 이익 기여도



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

기업은행 (024110)

Buy, TP 10,000원

3분기 표면 순이익은 시장 기대치에 부합할 전망이나 재차 급락하는 NIM이 부담이다. 2분기에 이어 추가 10bp 이상 하락하는 것으로 파악된다. 기업 여신 중심의 자산 포트폴리오, 코리보 금리 연동 대출 구조, 정책 부담 등이 맞물린 영향이다.

COVID-19 이후 4차례 증자를 단행했다. 정부은행으로서의 특수성은 충분히 이해하나 반대 급부로 소액주주의 피해도 막심했다. 적어도 지난 2년간 시행했던 소액주주를 위한 차등배당 정책은 반드시 유지될 필요가 있어 보인다.

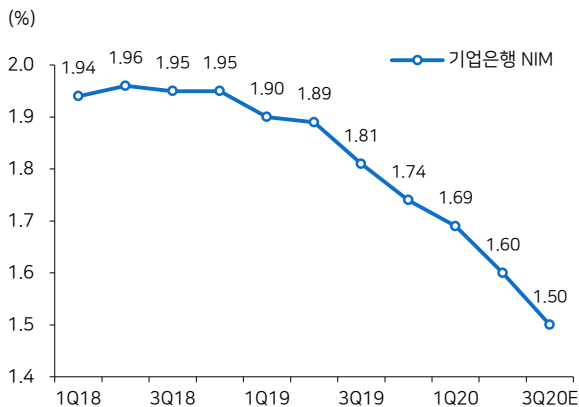
높은 배당 수익률, 금리 하락기의 마진 방어력 등의 장점이 극심하게 낮아진 시중 금리와 각종 정책 지원 과정에서 모두 희석됐다. 자체 모멘텀이 부재하고 투자심리가 크게 훼손된 만큼 업종 주가에 후행하는 움직임을 예상한다.

표7 기업은행 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	1,406.3	1,446.8	-2.8	1,422.9	-1.2		
총영업이익	1,544.8	1,520.3	1.6	1,606.3	-3.8		
판관비	553.7	560.4	-1.2	647.2	-14.5		
총전이익	991.1	959.9	3.2	959.1	3.3		
총당금전입액	491.3	450.2	9.1	532.4	-7.7		
지배주주순이익	377.3	380.7	-0.9	316.6	19.2	378.6	-0.3

자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

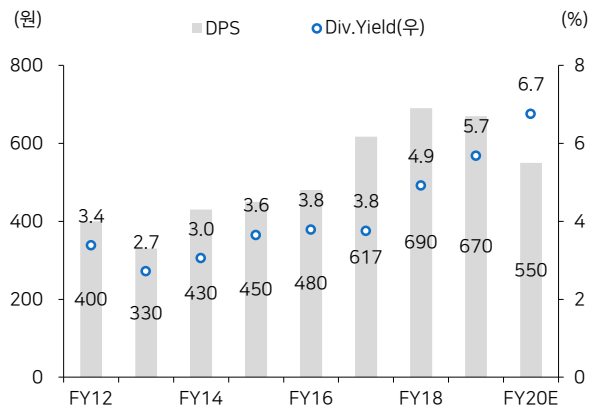
그림9 기업은행 NIM 추이 및 전망



주: 분기 NIM 기준

자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

그림10 기업은행 DPS 추이 및 전망



주: 일반주주(정부 외) 기준

자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

BNK금융지주 (138930)

Buy, TP 6,500원

지방은행의 상대적 매력도가 돋보이기 어려운 국면이 지속되고 있다. 자본력 부족과 함께 향후 은행권 Tail risk로 꼽히는 상업용 부동산 가격 하락, 잠재 신용위험 현실화 가능성 등에 대한 노출도가 크기 때문이다.

특히 BNK금융지주의 경우 매년 4분기 발생해 온 Big bath 탓에 시장의 우려가 좀 더 짙게 깔려있다. 가파른 NIM 하락 추세 진정, 건전성 지표 안정화 등에도 주가가 반응하지 못하는 것도 같은 맥락이다.

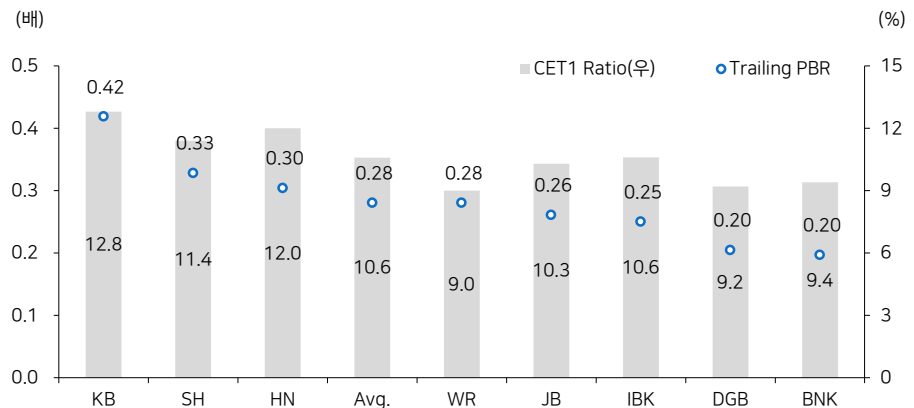
다행히 3분기에도 2분기에 이은 호실적이 이어진다. COVID-19 관련 추가 충당금 적립에도 비은행 계열사(증권, 캐피탈 등)의 약진이 이를 상쇄하는 분위기다. 본격적인 주가 재평가에는 시간이 좀 더 필요해 보이나 PBR 0.2배라는 극단적인 밸류에이션에서 거래되고 있는 만큼 Downside risk 역시 제한적이라는 판단이다.

표8 BNK금융지주 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	532.9	547.9	-2.7	537.6	-0.9		
총영업이익	633.2	647.7	-2.2	690.0	-8.2		
판관비	326.9	309.3	5.7	355.8	-8.1		
충전이익	306.3	338.4	-9.5	334.3	-8.4		
총당금전입액	99.3	94.3	5.3	98.9	0.4		
지배주주순이익	146.3	178.0	-17.8	173.2	-15.6	140.9	3.8

자료: BNK금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림11 상장은행 CET1 비율 및 Valuation



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

DGB금융지주 (139130)

Buy, TP 6,500원

3분기 일회성 명예퇴직 비용 지출에도 시장 기대치를 상회하는 800억원대의 실적이 예상된다. 타행들과 유사하게 마진은 3~4bp 하락하나 약 2%의 대출 성장으로 순이자이익은 방어 가능하며, 비은행 부문의 호조세도 이어지고 있다.

은행주 내에서도 금리 민감주다. 경험적으로 은행채 금리가 대구은행 NIM에 선행해 왔다는 점에서 빠르면 4분기엔 마진 반등이 가능해 보인다. 최근 기관(기타금융 중심) 및 외국인 수급 여건이 양호한 것도 이와 무관해 보이지 않는다.

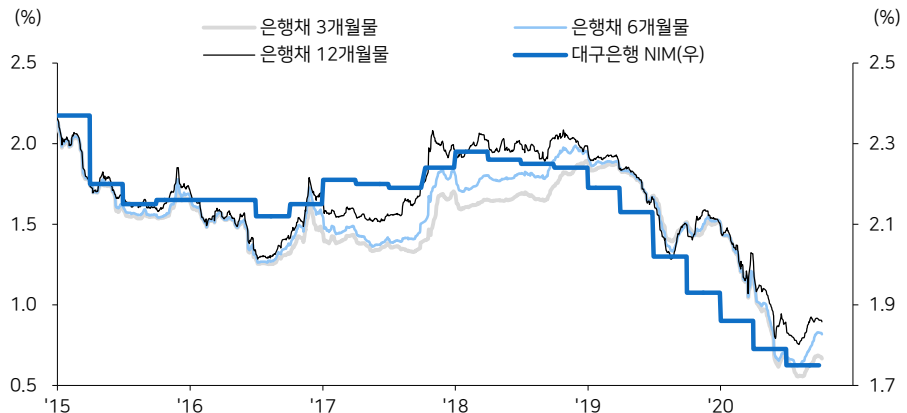
상반기 높은 자산 성장, 하이투자증권 RWA 증가 등으로 자본비율이 상장은행 중 가장 낮은 수준으로 떨어졌다. 물론 3분기 바젤Ⅲ 조기 적용, 향후 내부등급법 승인 등을 고려하면 걱정할 수준까진 아니다. 다만 상기 요인을 확인할 때까지 주주 환원(ex. 배당)에 대한 투자자들의 막연한 우려는 지속될 가능성이 높다.

표9 DGB금융지주 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	357.5	351.2	1.8	353.8	1.0		
총영업이익	449.2	375.1	19.7	458.0	-1.9		
판관비	261.0	231.2	12.9	242.7	7.6		
총전이익	188.1	143.8	30.8	215.3	-12.6		
총당금전입액	68.0	39.9	70.5	82.3	-17.4		
지배주주순이익	81.7	70.6	15.7	96.9	-15.7	77.8	5.0

자료: DGB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림12 은행채 금리와 대구은행 NIM 추이



자료: DGB금융지주, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

JB금융지주 (175330)

Buy, TP 6,500원

상장은행 중 유일하게 두 자릿수 ROE를 유지 중이다. 여기에 약점으로 지목되던 낮은 자본비율 역시 10%를 상회하며 관련 우려를 불식시켰다. 상대주가 측면에서 은행주 내 가장 양호한 흐름을 보일 수 있었던 배경이다.

3분기도 컨센서스에 부합하는 호실적이 예상된다. 다만 차별화된 마진 흐름을 보였던 지난 실적들과 달리 집단대출 상환 효과 둔화 등의 이유로 NIM이 6~7bp 가량 하락하는 점은 아쉬운 요인이다.

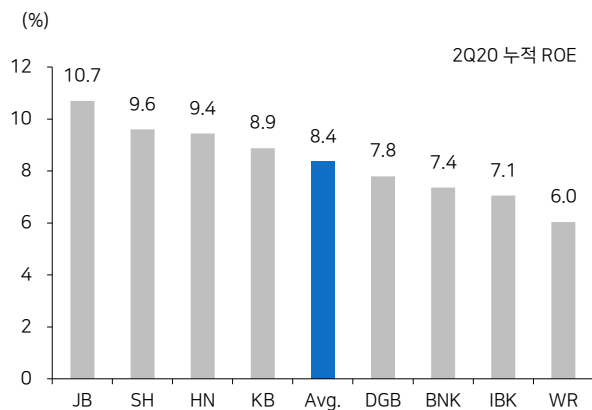
자본비율 개선에도 배당성향(FY19 17.1%)은 여전히 업계 최하위다. 추가적인 주가 상승을 위해선 빠른 시일 내 업종 평균에 근접하는 배당성향 향상이 필요하단 의미다. CEO 및 경영진이 적극적인 주주환원 의지를 피력했던 만큼 투자자들의 기대에 부응하는 의사결정을 내려주길 기대한다.

표10 JB금융지주 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	313.4	311.8	0.5	310.7	0.9		
총영업이익	336.0	330.9	1.5	335.5	0.2		
판관비	159.3	157.3	1.3	152.0	4.8		
총전이익	176.7	173.6	1.8	183.5	-3.7		
총당금전입액	45.6	44.8	1.7	52.2	-12.6		
지배주주순이익	91.3	90.1	1.3	91.7	-0.5	92.6	-1.4

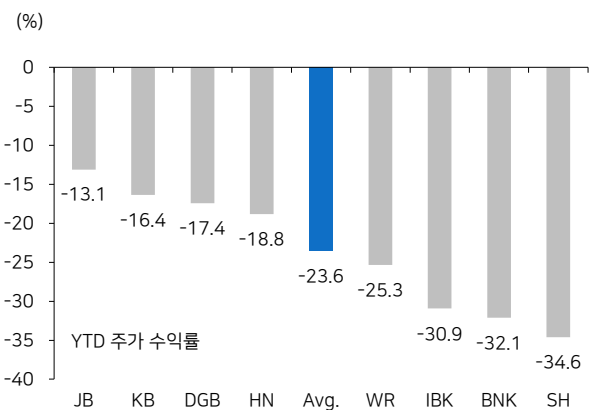
자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2Q20 누적 ROE



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 YTD 주가 수익률



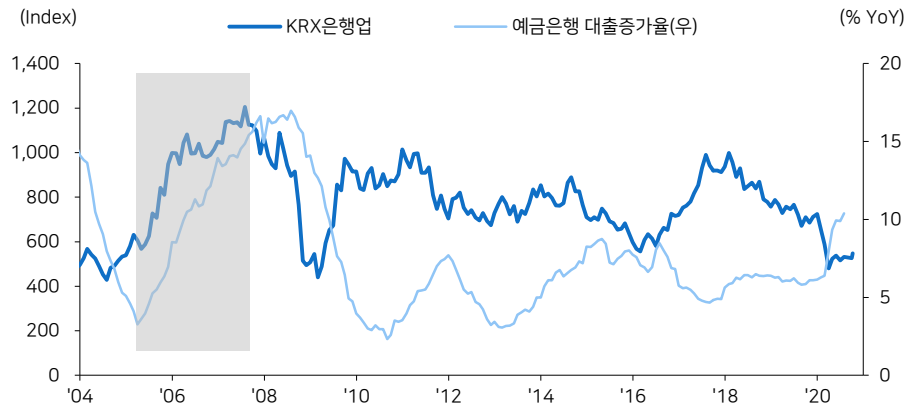
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

소순환 사이클 > 추세 상승

Top down, Bottom up 모두 비교적 우호적인 상황에서 현재 은행주의 상승 흐름은 적어도 연말 배당락 시점까진 지속될 공산이 크다. 문제는 그 이후다. 투자자 입장에서선 지금의 주가 반등이 추세 상승의 초입인지 아니면 매년 하반기 되풀이된 소순환 사이클의 반복인지에 대한 판단이 필요하다.

모든 주식이 그렇듯 중장기 추세를 결정하는 요인은 성장이다. 은행주에 적용하면 질적 성장은 금리 상승 구간에서, 양적 성장은 레버리지 확대 국면에서 나타난다. 단, 두 경우 모두 실물 경기 개선이 뒷받침 되어야 한다는 전제 조건이 깔린다.

그림15 레버리지 확대 국면에서의 은행주



자료: 한국은행, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림16 금리 상승 구간에서의 은행주



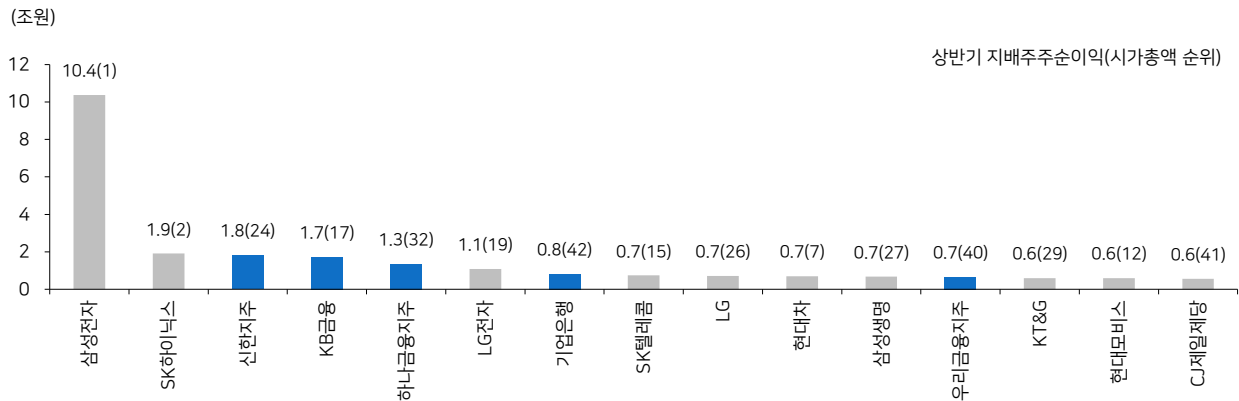
자료: 금투협, KRX, 메리츠증권 리서치센터

안타깝게도 '18년 이후 은행은 질적·양적 성장이 부재했다. 지금의 금리 및 경기 반등 역시 바닥을 확인했다 정도이지 추세적 개선을 기대하기 까진 아직 넘어야 할 산이 많다.

투자자들이 가장 답답해하던 실적과 주가의 괴리감도 사실 이 때문이다. 특히 COVID-19 이후 이익 보단 매출, 유형자산 보단 무형자산에 대한 밸류에이션 프리미엄 부여가 가속화된 점도 은행주의 소외 현상을 심화시켰다.

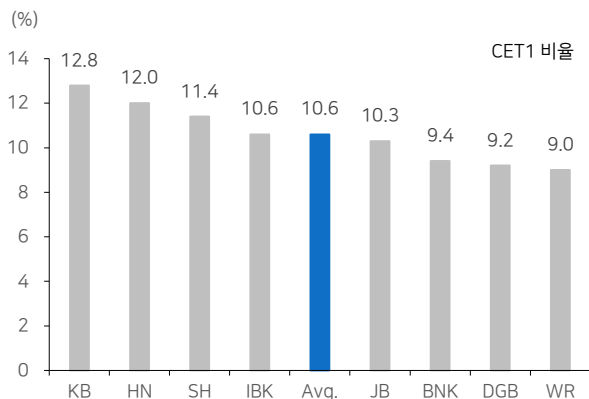
이를 타개할 유일한 해법은 점진적인 배당성향 상향이다. 실제로 그간 시중은행을 중심으로 안정된 실적 흐름에 기반해 소폭이나마 배당성향을 상향해왔다. 그러나 이마저도 COVID-19로 불확실해졌다. 은행주의 저점이 더 낮아진 것도 금리 외에 주주환원정책 후퇴 가능성에 대한 투자자들의 실망감이 반영된 영향이 크다.

그림17 상반기 지배주주순이익 및 시가총액 순위



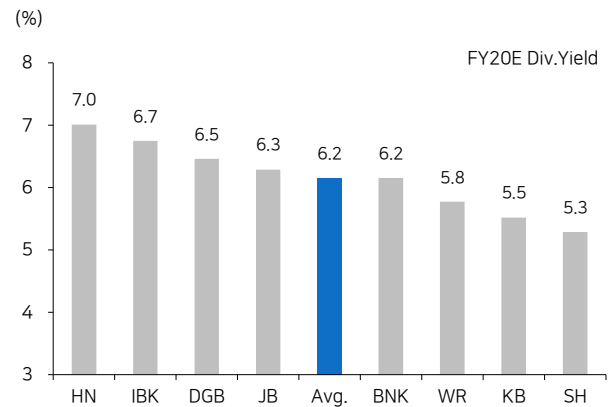
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 상장은행 CET1 비율(2Q20 기준)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 상장은행 FY20E 배당수익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

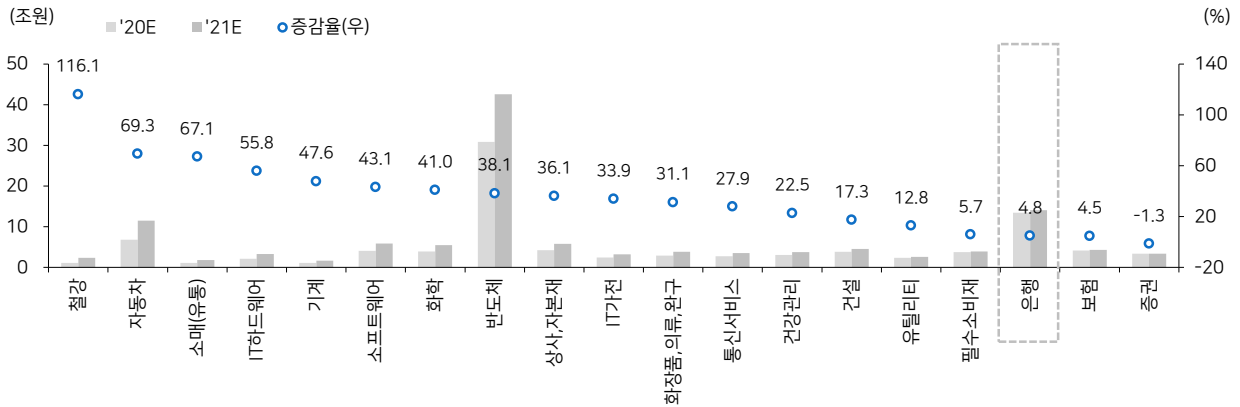
은행주 투자전략 및 Top picks

즉, 추세 상승을 기대하기 요원한 상황에서 투자자들이 취할 수 있는 최선은 짧은 소순환 사이클에서 저점과 고점을 활용한 트레이딩 전략이다. 저점을 확인한 이상 우리에게 필요한 건 고점에 대한 판단이나 이는 추정할 수 있는 영역이 아니다.

굳이 정량적으로 찾아보면 COVID-19 확산 이후 미국10년물 고점인 0.9%, 업종 대장주인 KB금융의 연말 예상 배당수익률 5% 터치 가격 등이 주가 허들로 작용할 것으로 보인다. 반면 시기적으론 시장이 연말 배당 보다 FY21E 실적 개선 기대감이 높은 종목에 관심을 가지기 시작하는 시점이 불편할 수 있다.

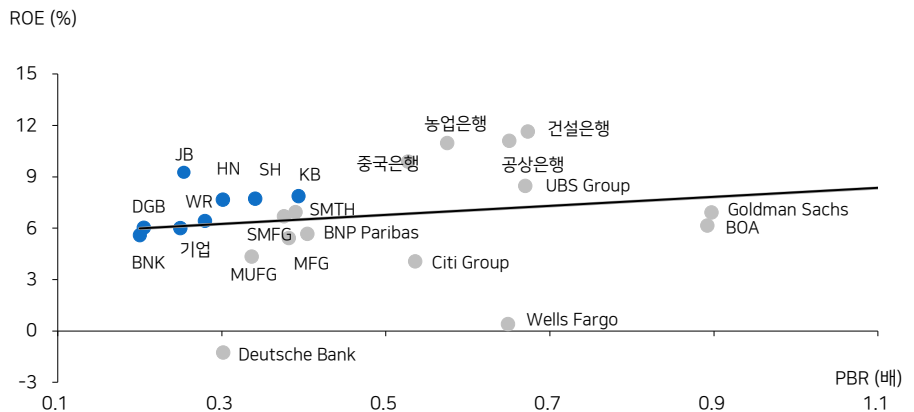
종목별로는 여전히 지방은행 보단 시중은행이, 그 중에서도 비은행 이익기여도가 높은 은행이 편안하다. 업종 최선호주로 하반기 이익 버퍼, 배당 지급 여력 등에서 타행들대비 우위를 점하고 있는 KB금융, 하나금융지주를 추천한다.

그림20 업종별 '20년/'21년 순이익 및 증감률(컨센서스 기준)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림21 글로벌 주요 은행 Valuation(FY20E 기준)



주: ROE는 Consensus 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표11 은행업 Coverage Valuation Table

		Top Picks		시중은행			지방은행		
		KB금융	하나금융지주	신한지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
Code No.		105560 KS	086790 KS	055550 KS	316140 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS	175330 KS
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
적정주가(원)		47,000	38,000	36,000	12,000	10,000	6,500	6,500	6,500
현재가(10/8, 원)		39,850	29,950	28,350	8,660	8,150	5,200	5,880	4,770
상승여력(%)		17.9	26.9	27.0	38.6	22.7	25.0	10.5	36.3
지배순이익(십억원)	2018	3,061	2,233	3,157	2,033	1,754	502	381	242
	2019	3,312	2,418	3,403	1,904	1,606	562	327	342
	2020E	3,230	2,373	3,192	1,329	1,428	500	300	320
	2021E	3,205	2,472	3,319	1,565	1,506	526	315	353
자본총계(십억원)	2018	35,713	27,108	36,651	21,953	21,094	8,425	5,063	3,458
	2019	39,119	28,985	41,930	25,492	22,777	9,181	5,428	3,820
	2020E	40,965	30,903	44,629	26,113	24,846	9,599	5,848	4,034
	2021E	43,355	32,809	47,221	27,229	25,863	10,010	6,107	4,348
ROE(%)	2018	8.8	8.9	9.2	9.7	8.6	6.8	9.2	8.7
	2019	8.9	8.9	9.1	8.8	7.4	7.1	7.3	10.4
	2020E	8.2	8.2	7.8	6.0	6.0	5.9	6.2	9.0
	2021E	7.7	8.0	7.5	6.7	6.0	5.9	6.1	9.2
EPS(원)	2018	7,321	7,438	6,657	3,008	3,133	1,540	2,253	1,512
	2019	7,928	8,052	7,177	2,737	2,791	1,725	1,936	1,736
	2020E	7,768	7,905	6,595	1,840	2,171	1,533	1,772	1,624
	2021E	7,708	8,233	6,426	2,167	2,039	1,615	1,864	1,790
BPS(원)	2018	90,264	88,026	75,923	32,290	37,471	23,401	25,684	16,114
	2019	98,898	96,461	85,111	29,782	39,265	25,416	27,296	17,854
	2020E	103,230	102,904	83,080	31,374	33,480	26,821	29,738	18,900
	2021E	109,256	109,249	87,905	32,913	34,849	28,090	31,208	20,374
PER(배)	2018	6.4	4.9	5.9	5.2	4.5	4.8	3.7	3.8
	2019	6.0	4.6	6.0	4.2	4.2	4.4	3.7	3.2
	2020E	5.1	3.8	4.3	4.7	3.8	3.4	3.3	2.9
	2021E	5.2	3.6	4.4	4.0	4.0	3.2	3.2	2.7
PBR(배)	2018	0.52	0.41	0.52	0.48	0.37	0.31	0.32	0.35
	2019	0.48	0.38	0.51	0.39	0.30	0.30	0.26	0.31
	2020E	0.39	0.29	0.34	0.28	0.24	0.19	0.20	0.25
	2021E	0.36	0.27	0.32	0.26	0.23	0.19	0.19	0.23

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

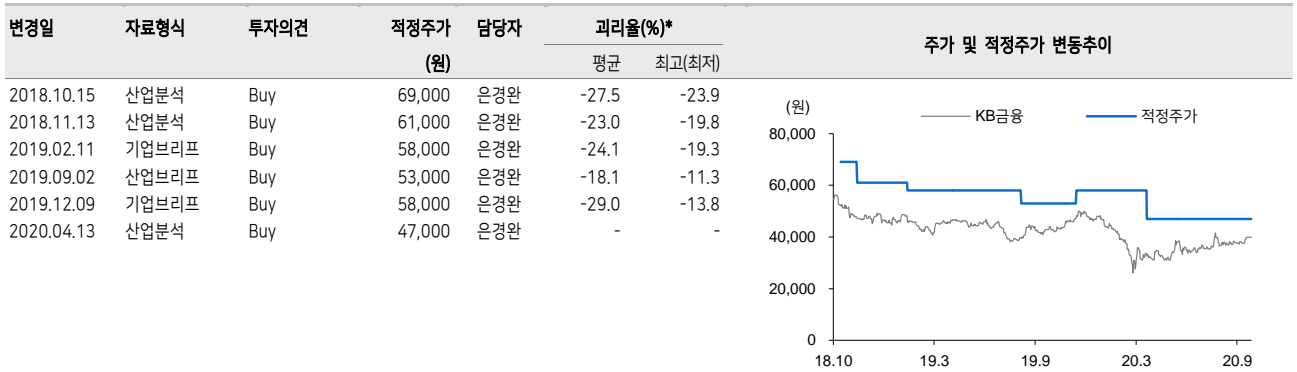
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	53,000	은경완	-18.1	-14.8	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	50,000	은경완	-15.1	-8.4	
2019.04.26	기업브리프	Buy	56,000	은경완	-21.3	-14.3	
2019.09.02	산업브리프	Buy	52,000	은경완	-24.8	-11.9	
2020.04.13	산업분석	Buy	38,000	은경완	-20.1	-5.9	
2020.09.07	기업브리프	Buy	36,000	은경완	-	-	

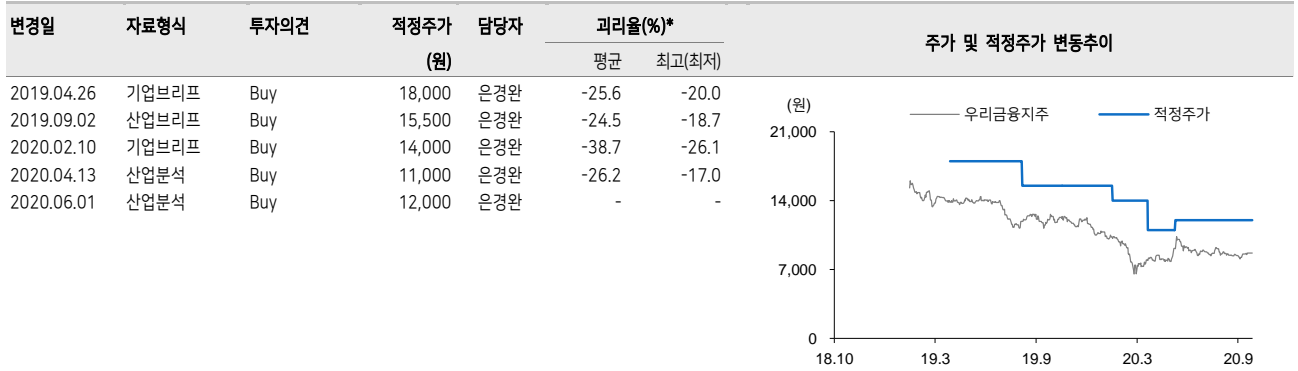
하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.15	산업분석	Buy	54,000	은경완	-24.8	-18.2	
2018.11.13	산업분석	Buy	50,000	은경완	-26.2	-18.9	
2019.09.02	산업브리프	Buy	43,000	은경완	-23.3	-10.0	
2020.04.13	산업분석	Buy	36,000	은경완	-28.4	-17.4	
2020.06.01	산업분석	Buy	38,000	은경완	-	-	

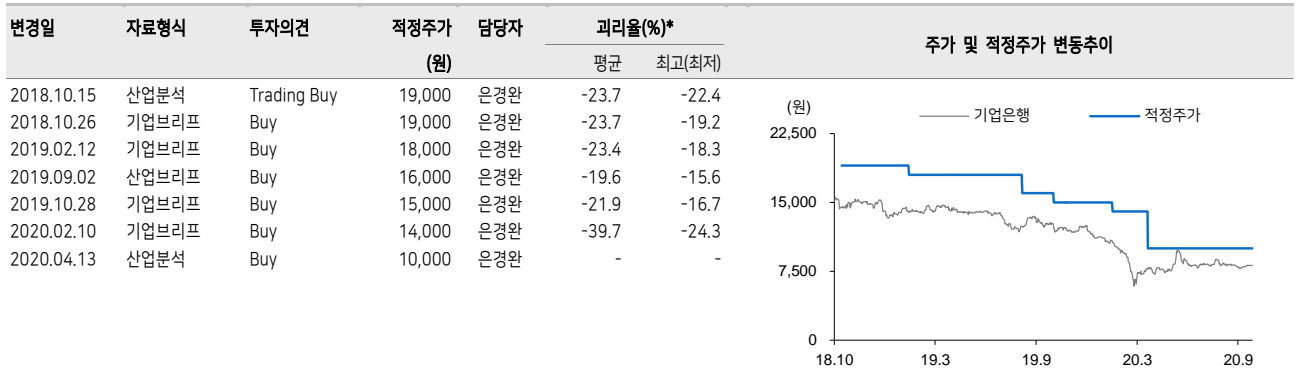
우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	11,000	은경완	-28.8	-26.9	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	9,000	은경완	-20.4	-11.2	
2019.09.02	산업브리프	Buy	8,500	은경완	-21.9	-7.2	
2020.04.13	산업분석	Buy	6,000	은경완	-20.6	-15.2	
2020.06.01	산업분석	Buy	6,500	은경완	-	-	

DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	12,000	은경완	-21.0	-14.6	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	10,000	은경완	-17.8	-10.5	
2019.09.02	산업브리프	Buy	9,000	은경완	-27.5	-13.8	
2020.04.13	산업분석	Buy	6,000	은경완	-17.0	-11.2	
2020.06.01	산업분석	Buy	6,500	은경완	-	-	

JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-17.4	-13.6	
2018.11.13	산업분석	Buy	7,500	은경완	-23.7	-16.0	
2019.09.02	산업브리프	Buy	7,000	은경완	-25.8	-16.1	
2020.04.13	산업분석	Buy	6,500	은경완	-	-	