은행 (비중확대)

성장과 적정한 Valuation을 생각해 볼 때

구용욱
02-768-4494
yonguk.ku@dwsec.com

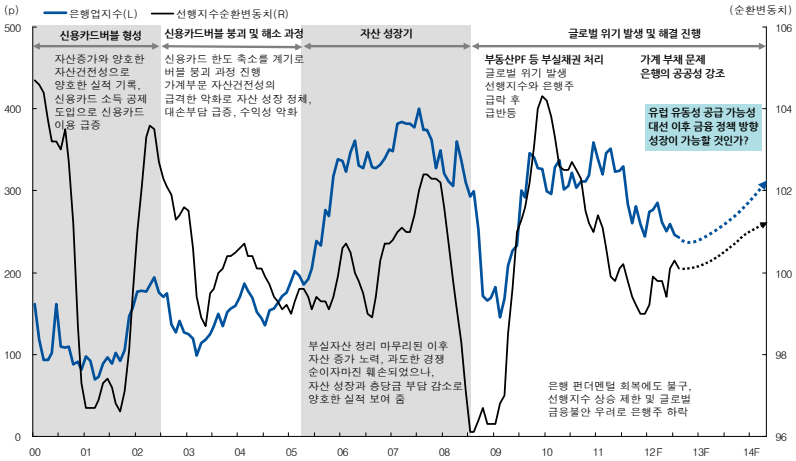
2012년 은행업 주가는 시장대비 저조한 흐름을 보였다. 경기가 둔화되었고 유럽 문제가 지속적으로 부각되었기 때문이다. 은행에 대한 규제 강화 경향과 은행의 공공성이 강조되는 사회적인 분위기도 업황에 부정적인 요인이었다. 성장이 둔화되는 가운데 정책 금리 인하의 영향으로 순이자마진이 큰 폭으로 하락하며 실적에 부정적인 영향을 미쳤다. 자산건전성은 선제적인 관리에 힘입어 일부 신용사건이 발생하였음에도 비교적 안정적인 수준이 유지되었다.

2013년 은행 성장은 가계 대출에 대한 규제와 경기 둔화의 영향으로 부진할 것으로 예상된다. 순이자마진은 정책금리 인하 가능성이 낮아 보여 하락세가 점차 둔화될 것으로 전망된다. 자산 건전성은 경기 둔화의 영향으로 악화될 것으로 예상되지만 관리 가능한 수준에서 유지될 것으로 보인다. 결국 은행의 이익 증가는 정체될 것으로 예상된다. **2013년 실적에서는 성장이 중요할 것으로 보이는데 경기 부양책이나 금융산업 정책 등 정책적인 부분에서 성장 가능성을 찾을 수 있을 것**이다.

투자의견은 비중확대를 유지한다. ① 현재 국내 은행의 Valuation을 예상ROE, Global peer 그룹과의 비교, 역사적인 비교, 일본의 사례 등을 통해 가늠해 보면 **PBR 0.7~0.8배가 적정한 수준이라고 판단**된다. ② **경기 부양책 실시 가능성, 규제 환경의 변화 등이 있을 경우 그동안의 과도한 할인요인이 해소**될 수 있을 것으로 보인다. 현재 은행업 PBR은 시장대비 50% 정도 할인받는 수준이다. 과도한 할인요인 해소시 당사가 판단하는 적정 PBR 수준은 시장대비 20~30% 정도 할인받는 정도로 그렇게 무리한 수준은 아니라고 할 수 있을 것이다.

Top Picks는 하나금융지주(086790/매수/TP 52,300)와 KB금융(105560/매수/TP 53,000)을 제시한다. 하나금융지주는 외환은행 인수 효과에 대한 기대가 낮아지면서 Valuation이 크게 낮아졌는데 2013년에는 실적이 본 궤도에 진입하면서 저평가 해소가 가능해 보인다. KB금융은 ING생명 인수 가능성이 아직 높아 보이고 업종 대표주로서 은행업종 할인요인 해소 시 수혜가 예상된다.

은행업 지수, 부진한 성과를 보이고 있음



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

Contents

Ⅰ. 2012년을 돌아보며 3
1. 2012년 은행업 동향 3
2. 2012년 은행업 주가 및 Valuation 4

Ⅱ. 2013년 전망 5
1. 성장 : 경기보다는 정책 효과를 기대 5
2. 순이자마진: 2012년보다 하락세 둔화 8
3. 자산건전성: 경기 둔화의 영향 10
4. 판매관리비: 비용 절감 노력 지속될 전망 14
5. 종합: 부진한 Top line, 비용 절감으로 대응 14

Ⅲ. Valuation 및 투자전략 15
1. 적정한 Valuation에 대한 세가지 생각 15
2. 일본에서의 교훈 17
3. 투자전략 및 Top Picks 20

하나금융지주 (086790/매수) 21

KB금융 (105560/매수) 23

I. 2012년을 돌아보며

1. 2012년 은행업 동향

좋지 않은 업황, 부진한 주가 흐름

2012년 은행업 주가는 시장대비 저조한 성과를 기록하였다. 은행업 업황이 좋지 않았기 때문이다. 경기 상황이 은행업 업황에 비우호적이었고 정책적인 측면에서도 규제 환경이 지속되었다. 여기에 글로벌 위기 상황이 지속되었다. 특히 유럽 문제가 지속적으로 부각되면서 은행업 주가에 부정적인 요인으로 작용하였다.

성장 부진: 가계대출 규제, 경기 둔화

자산 성장은 부진한 국면이 지속되었다. 가계대출은 가계 부채 우려가 제기되면서 성장이 정체되었다. 또한 전체 경기 및 부동산 경기 부진도 가계대출 증가를 어렵게 하는 요인이었다. 경기 부진이 지속되었고 이로 인해 신용위험이 증가함에 따라 은행들은 중소기업 대출을 보수적으로 운용하였다. 이를 보완하기 위해 대기업 대출 증가 노력을 기울였으나 대기업들의 자금사정이 나쁘지 않음에 따라 대출 증가에는 한계가 있었다.

순이자마진 하락세: 정책금리 인하와 시장금리 하락세 지속

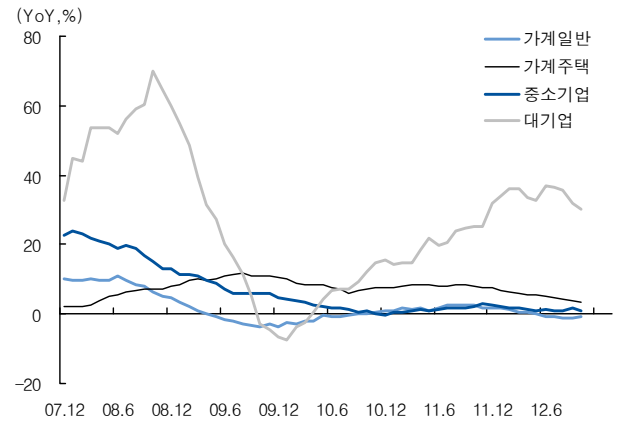
순이자마진은 하락세가 지속되었다. 정책금리 인하 가능성이 시장금리에 선 반영되면서 시장금리는 빠른 속도로 하락하였다. 이에 순이자마진 하락 압력은 컸다고 할 수 있다. 시장금리 하락에 따라 대출금리는 정책금리 인하와 유사한 흐름으로 하락하였지만 조달금리 하락은 제한적이었기 때문이다.

자산건전성 안정: 대손부담 크지 않았음

자산건전성은 신용사건이 발생하기도 했지만 안정적인 수준에서 유지되었다. 일부 대기업들의 신용사건이 발생하면서 고정이하여신비율 상승 요인이 되기도 했지만 신용사건이 연쇄적으로 발생하지 않았기 때문에 자산건전성이 관리 가능한 수준에서 안정되었다고 할 수 있다. 이로 인해 은행들의 대손비용 부담도 크게 늘어나지 않았다는 점이 Top line 부진을 보완해 주었다.

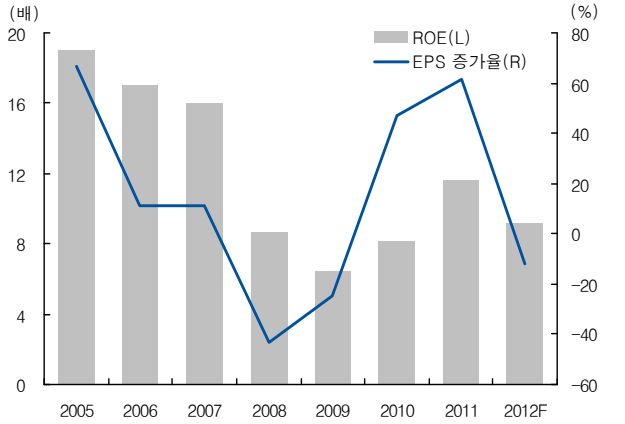
전반적으로 은행들은 비용처리에 적극적인 태도를 보였다. 경기 상황이 좋지 않았고 물가상승률이 하락함에 따라 경비 지출 부담은 크지 않았던 것으로 보인다. 규제 강화 환경 하에서 수익 창출이 제약되면서 비용 절감 노력이 지속되었다. 그러나 Top line이 부진한 흐름을 보였고 이에 따라 실적 부진이 지속될 수밖에 없었던 상황에서 비용을 선제적으로 반영하려는 경향이 있었다고 판단된다.

그림 1. 은행 대출 증가율 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 은행 EPS증가율과 ROE 추이



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

2. 2012년 은행업 주가 및 Valuation

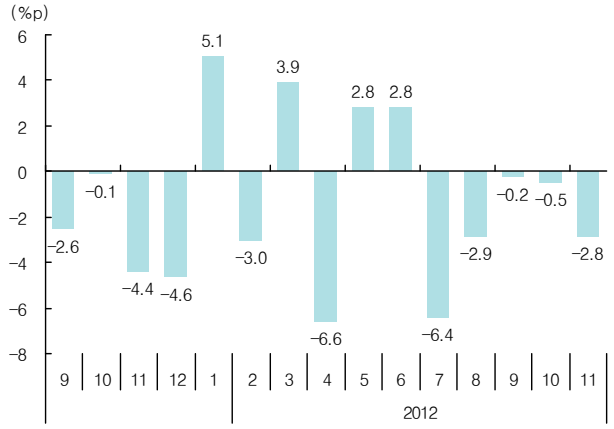
업황 부진으로 시장대비 저조한 수익률 기록

앞에서 살펴본 것처럼 업황의 전반적인 부진으로 인해 2012년 은행업 지수는 시장수익률을 하회하는 흐름을 보이고 있다. 2012년 10월말 현재 시장수익률 하회 폭은 6%포인트이다. 대부분의 은행들은 시장대비 낮은 수익률을 기록하였는데 그 중 가장 큰 할인을 받은 은행은 전북은행, 하나금융지주, 신한지주 순이다. 전북은행은 증자 이슈가 제기되었고, 하나금융지주는 기대에 못미치는 실적 흐름, 신한지주는 신용카드 규제에 대한 우려 등이 그 원인이었다. 상대적으로 양호한 주가 흐름을 보였던 은행은 BS금융지주, DGB금융지주 등이다. BS금융지주는 견조한 성장을 바탕으로 양호한 실적이 지속되었고 DGB금융지주는 부실부담에서 벗어나면서 실적 회복세가 나타났기 때문이다.

Valuation, 시장대비 과도한 할인. 규제 강화 경향 때문

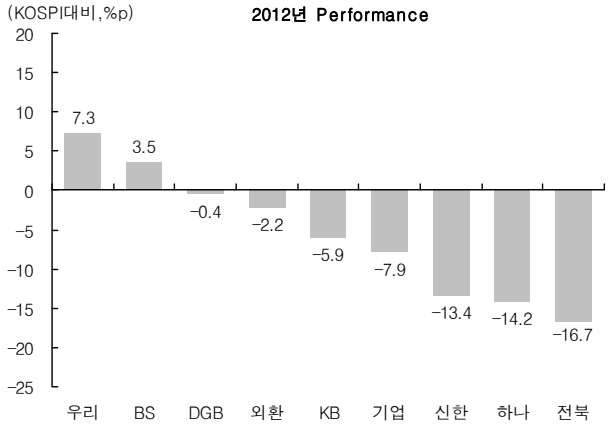
은행업 Valuation은 낮은 수준에서 회복되지 못하고 있다. 2012년 10월 말 현재 은행업종의 12개월 Forward PBR은 0.5배 수준이다. 연간으로 보면 연초부터 지속적으로 하락해 왔다. 시장대비 PBR은 약 50% 할인 받고 있다. 글로벌 위기의 중심에 서 있는 국가 정도의 할인율을 받고 있다는 점에서 보면 할인 폭이 다소 과도하다고 판단된다. 시장대비 할인 폭이 큰 것은 글로벌 위기의 영향에 대한 우려가 과도하게 반영되는 측면도 있지만 규제 강화 경향이 한국 고유의 할인요소로 작용한 측면도 있다는 판단이다.

그림 3. 은행업종 시장대비 초과수익률 추이



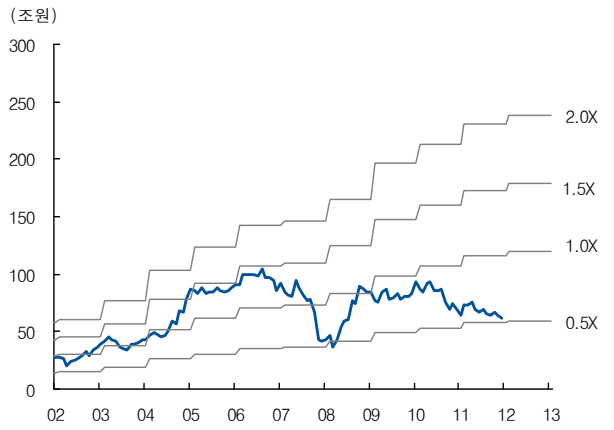
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 2012년 은행별 시장대비 초과수익률 비교



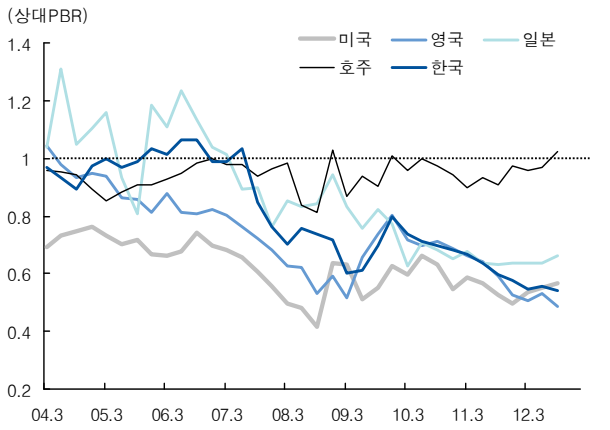
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 은행업종 시가총액과 PBR 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 국가별 은행업종 시장대비 상대PBR 추이



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

II. 2013년 전망

1. 성장: 경기보다는 정책 효과를 기대

경기 및 규제 측면에서 대출 회복세 기대 어려울 전망

대출 증가율은 방향성 측면에서 GDP성장률과 밀접하게 움직이는 경향이 있다. 다만 상황에 따라 두 지표의 방향이 불일치하는 경우도 발생한다. 인위적인 대출 규제가 시행되는 경우 이러한 현상이 나타난다. 또한 과도한 성장이 추진된 이후에는 성장세가 약화되는 경향이 나타나고 성장이 과소하게 이루어졌다면 향후 성장세가 강화되는 경향이 나타난다.

이러한 점들을 고려하면 경기 측면에서는 대출 증가세가 개선되는 데에는 한계가 있을 것이다. 최근 은행 대출 증가세는 미약했다고 할 수 있다. 순환적인 측면에서는 대출 증가세 회복을 기대해 볼 수 있을 것이다. 그러나 경기적인 측면에서 경제성장률 회복이 2013년 하반기에나 기대해 볼 수 있어 대출 증가세 회복은 그 이후가 될 것으로 보인다.

가계 대출은 규제 측면에서 증가가 어려울 것으로 보임

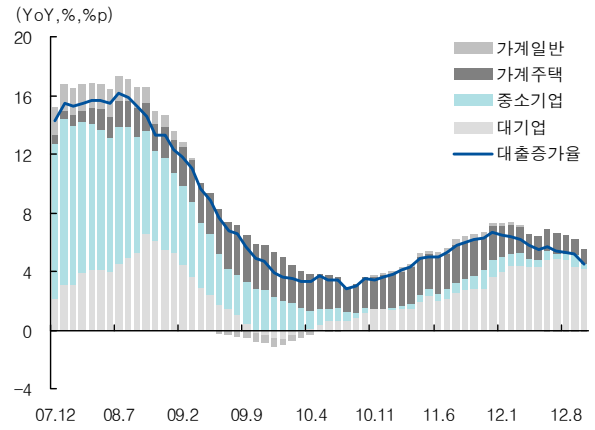
정책이나 규제측면에서는 가계 부채에 대한 우려가 제기되고 있고 이에 대한 해결 방안이 제시되는 과정이 진행되고 있어 은행들이 가계 대출을 늘리기에는 한계가 있을 것으로 보인다. 이에 반해 기업 대출에 대한 규제가 사실상 크지 않은 상황이기 때문에 기업 대출 증가가 더 용이하다고 할 수 있다.

기업 대출은 경기 측면에서 증가가 제약될 것으로 예상

그러나 경기적인 측면에서 볼 때 기업 대출은 신용도에 따라 차별적으로 이루어질 가능성이 더 커 보인다. 경기가 좋지 않은 상황이기 때문에 신용위험이 높아지게 될 것이고 신용할당(Credit rationing)이 보다 엄격하게 이루어지게 될 것이다. 기업 대출의 경우는 규제보다는 경기적인 측면에서 제약이 발생할 것으로 보인다.

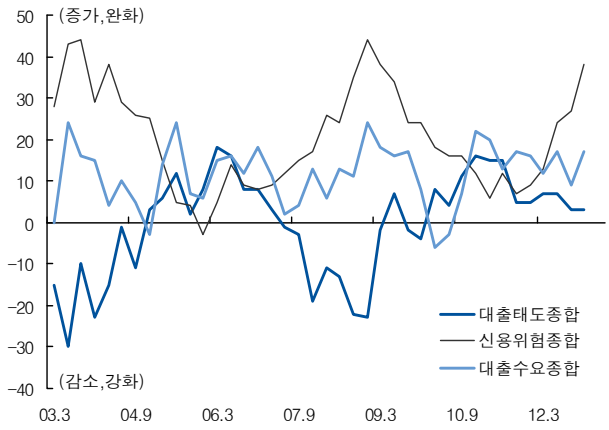
이는 대출행태지수에서 확인해 볼 수 있다. 은행의 부문별 대출행태 지수를 보면 신용위험지수가 상당히 높은 수준까지 상승하였고 대출태도지수는 대출수요지수에 비해 위축되어 있다. 이는 대출 수요가 일정 수준에서 유지되고 있는데 반해 신용위험이 높아지면서 은행들은 대출에 대해 보수적인 태도를 보이고 있기 때문이다.

그림 7. 은행 대출 증가율과 부문별 성장률 기여도 추이



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 은행 대출행태지수 추이



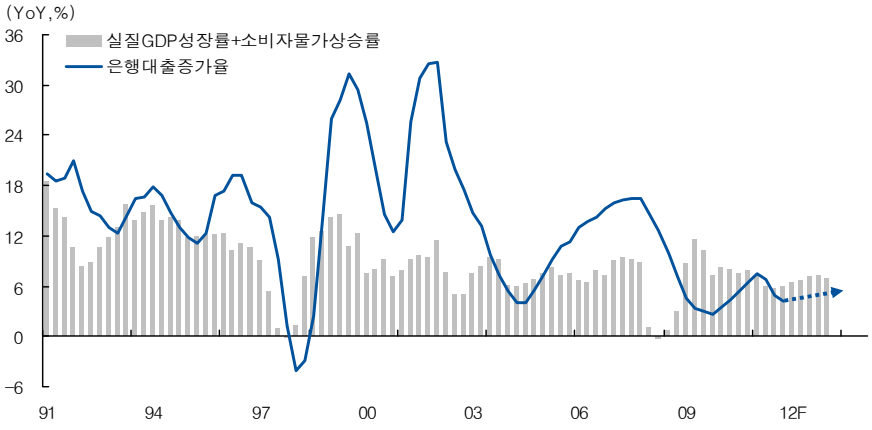
자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

대출 증가세 회복은 하반기나 기대해 볼 수 있을 것임

이상을 종합해 보면 은행 대출 증가세는 부진한 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 다만 하반기로 가면서 대출 증가율이 반등할 가능성은 있지만 그 속도는 빠르지 않을 것으로 전망된다.

부문별로는 가계대출은 가계 부채에 대한 우려와 이에 따른 규제 강화로 인해 늘리기가 쉽지 않을 것으로 보인다. 기업대출은 대출 수요가 꾸준할 것으로 보이지만 중소기업의 경우 신용위험이 높아지는 국면에서 은행의 대출 공급이 원활하게 이루어지기 어려울 것으로 예상된다. 대기업 대출이 기업대출 증가를 어느 정도 유지해 주는 정도의 흐름일 것으로 판단된다.

그림 9. 은행 대출 증가율과 (GDG성장률 + 소비자물가상승률) 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

대출 증가세 회복은 정책적인 부분에서 기대해 볼 수 있을 것임: 중소기업에 대한 보증한도 확대 정책 등

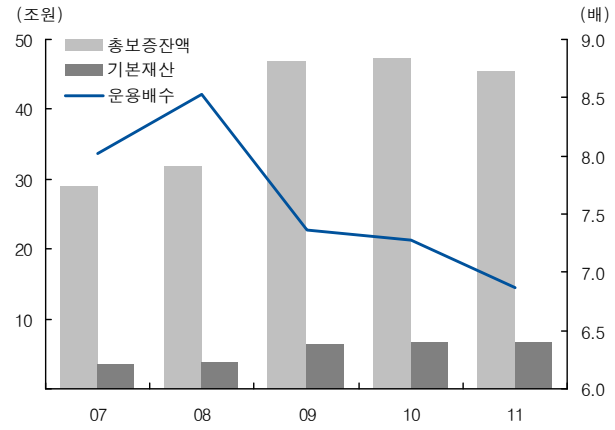
결국 경제주체들의 자율적인 의사결정을 통해서 대출이 증가하기는 어렵다고 할 수 있다. 가계 대출의 경우 경기 둔화와 가계 부채 문제로 인해 수요 측면에서 대출 증가가 제약될 수 있을 것이다. 하지만 중소기업의 경우에는 대출의 공급 측면에서 위축이 더 클 것으로 보인다. 이 경우 경기 부양에도 걸림돌이 될 수 있다는 측면에서 정책 당국의 태도 변화를 기대해 볼 수 있을 것이다. 과거에도 경기부양 차원에서 은행의 자금중개기능과 심사기능이라는 여과장치를 활용해 중소 제조업에 대한 자금 지원이 있었다는 점을 상기해 볼 수 있을 것이다.

은행의 자금중개기능을 활용한 경기 부양적인 정책은 정책당국이 보증보험회사에 증자를 통해 보증한도를 늘려주고 이를 활용해서 은행들의 대출 공급이 이루어지게 하는 것이다. 이는 재정지출을 최소화하면서 재정지출의 효과를 기대해 볼 수 있을 것이라는 점에서 정책 당국이 선택할만하다고 판단된다.

보증한도가 확대되기 때문에 보증부 대출시 은행이 인지하는 신용위험이 줄어들게 되어 대출 공급이 원활하게 이루어질 수 있을 것이다. 보증 대상 기업의 자격을 정책 방향에 맞게 설정하면 정책 당국의 의도대로 자금 공급이 이루어질 수 있을 것이다.

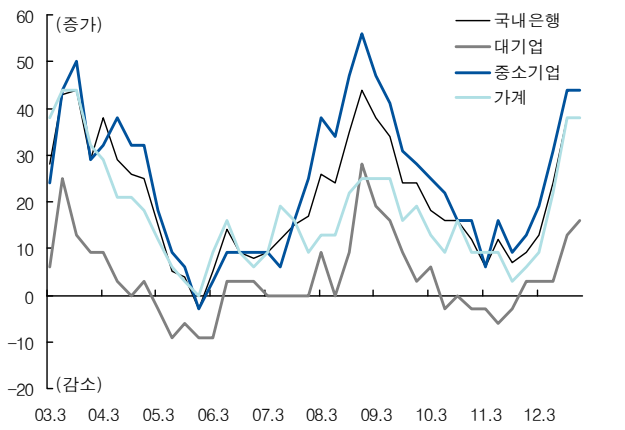
이미 통화당국에서 공급한 풍부한 유동성이 적합한 곳으로 배분될 수 있을 것이라는 점에서도 통화정책과의 조화를 통한 정책 효율성 제고가 가능할 것이다. 또한 신용보증기금의 보증 여력이 최근 확대되고 있어 이러한 정책 사용 가능하다고 할 수 있을 것이다. 여기에 그동안 은행들의 BIS자기자본비율이 개선되었다는 점에서 레버리지에 있어서도 여유가 있다고 할 수 있다. 한국의 경우 정책적인 선택의 여지가 넓다고 판단된다.

그림 10. 신용보증기금 총보증잔액, 기본재산 및 운용배수 추이



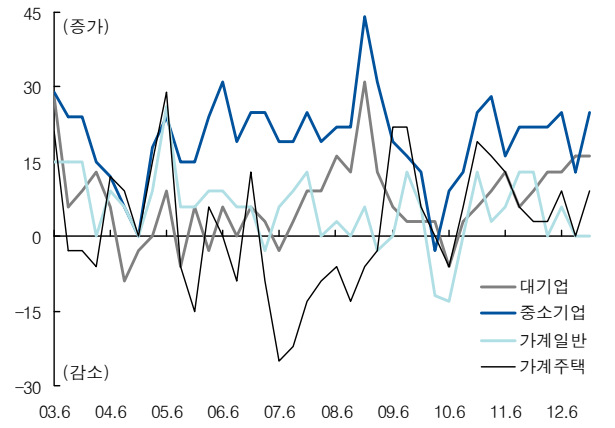
자료: 신용보증기금, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 은행의 부문별 신용위험행태지수 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 은행의 부문별 대출수요행태지수 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 동행지수순환변동치와 은행 대출 증가율 추이

자료: 통계청, 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

2. 순이자마진: 2012년보다 하락세 둔화

2012년 정책금리 인하에 따라 순이자마진 하락

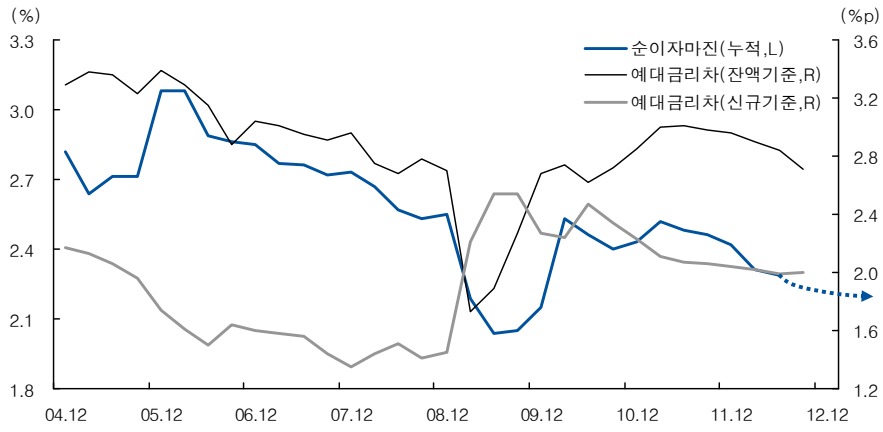
2012년 순이자마진은 큰 폭으로 하락하였다. 경기 둔화로 인해 정책금리가 인하되고 시장금리가 하향 추세를 보였기 때문이다. 통상 시장금리의 하락은 대출 기준금리의 하락으로 이어져 순이자마진을 위축 시킨다. 이 때 수신금리 등 조달금리가 동시에 하락할 경우 순이자마진 하락을 어느 정도 완화 시킬 수 있다. 2012년은 대출금리는 지속적으로 하락했지만 조달금리는 대출금리 하락 속도를 따라잡지 못하였다.

2013년 상반기까지 순이자마진 하락 압력 지속. 하반기에는 횡보 전망

2013년 순이자마진은 상반기까지는 하락 압력이 지속될 것으로 예상된다. 2012년 10월 정책금리 인하 효과가 유입될 것으로 보이고 금리 인하 기대감이 2013년 상반기까지 지속될 것으로 보이기 때문이다.

그러나 순이자마진 하락세는 점차 둔화되면서 하반기부터는 횡보할 것으로 전망된다. 2013년 정책금리가 인하된다고 하더라도 그 폭이 크지 않을 것이기 때문에 대출금리 하락 압력도 2012년보다는 줄어들 것으로 보인다. 시장금리가 하향 안정되는 경우 조달금리도 하향 안정화될 것으로 보여 오히려 순이자마진 하락에 제동을 걸 것으로 판단된다. 이 경우 오히려 순이자마진이 소폭이나마 반등할 가능성도 있어 보인다.

그림 14. 예대금리차와 순이자마진 추이



자료: 한국은행, 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

시중유동성 풍부, 금리 인하 기대감 약화 예상

시중유동성은 풍부한 상황이 지속될 것으로 보여 자금 조달 부담이 크지 않을 것으로 예상된다. 또한 경기 둔화가 지속될 경우 은행 예금에 대한 선호가 지속될 것이고 대출 증가세가 빠르지 않을 것이기 때문에 자금 조달 부담이 크지 않을 것이다. 이와 같은 요인들은 조달 측면에서 순이자마진 하락을 제약하는 것들이다.

정책적인 측면에서 보면 글로벌하게 정책금리 인하 기대감이 강하게 형성되었다는 점이 국내 시중금리 하락에 대한 기대가 강화되는 원인이었다고 할 수 있다. 이러한 상황에서 2012년 순이자마진 하락이 시중금리 하락보다 더 컸다고 할 수 있다. 이러한 관점에서 시중금리 하락 강도가 2012년보다 약화될 수 있어 보여 2013년에는 순이자마진 하락이 제한적일 수 있을 것으로 보인다.

은행에 대한 부정적 시각 완화 기대

여기에 은행의 수익 증가에 대한 사회적인 부정적 시각이 완화될 수 있을 것으로 기대해 본다. 사회적인 공감대가 이자수익 창출에 대해 부정적인 방향으로 형성되면서 은행들의 대출 금리 인하 경향은 시장금리 인하보다는 빨랐던 것으로 판단된다. 또한 사회적인 시각으로 인해 고금리 대출 취급이 어려워 지면서 자금 배분의 편중 현상이 심화되었다고 할 수 있다.

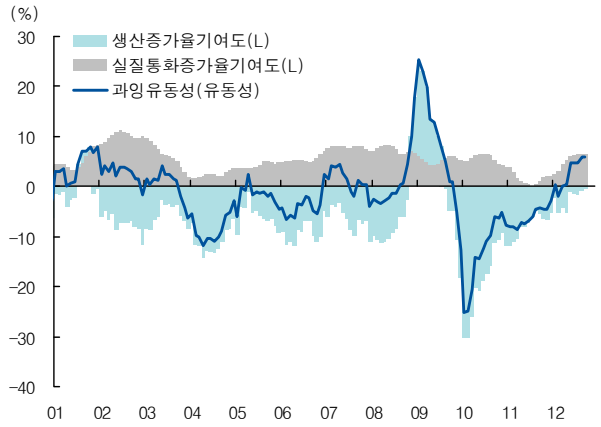
시중금리 안정되며 순이자마진 하락세 진정될 전망

결국 향후 은행에 대한 정책은 은행 대출을 제약하거나 은행 대출금리를 강제하는 분위기가 이어지기 보다는 어느 정도의 공공성이 강조되는 가운데 적정한 금융중개기능을 수행하는 역할을 담당하는 방향이 될 것으로 예상된다.

2013년 순이자마진은 하락세가 점차 진정될 것으로 보인다. 정책금리 인하 기대감이 약화되면서 시중금리는 하향 안정화되는 수준에서 큰 변동이 없을 것으로 예상된다. 이 경우 대출금리는 횡보할 가능성이 커 보인다. 이에 반해 수신금리 등 조달금리는 정책금리 시중금리의 하향 안정기조가 반영될 것으로 전망된다.

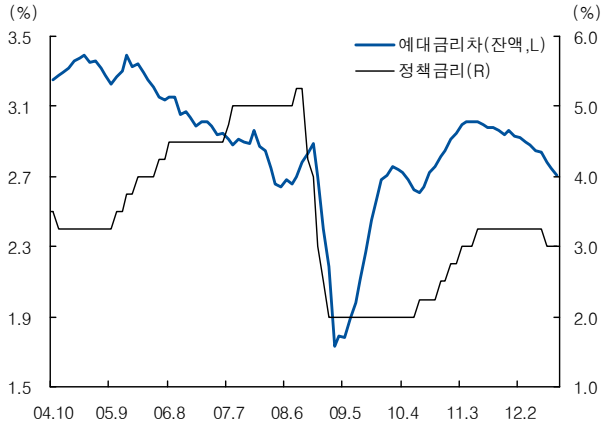
결국 대출금리가 정책금리 인하로 먼저 하락하면서 순이자마진이 위축되었다면 2013년에는 조달금리에 시중금리 안정 경향이 반영되면서 순이자마진에 긍정적인 영향을 미칠 가능성도 있을 것이다.

그림 15. 과잉유동성 증가율과 구성요소 추이



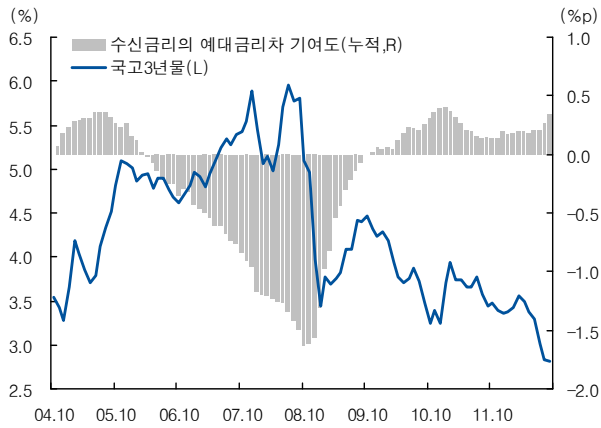
자료: 통계청, 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 정책금리와 예대금리차 추이



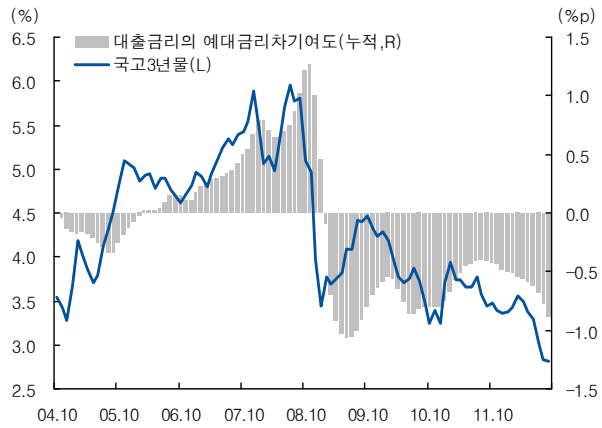
자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 국고3년물 금리와 수신금리의 예대금리차 기여도 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 국고3년물 금리와 대출금리의 예대금리차 기여도 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

3. 자산건전성: 경기 둔화의 영향

경기 둔화로 자산건전성 악화 예상. 경기 둔화의 영향을 완충시킬 수 있는가가 중요

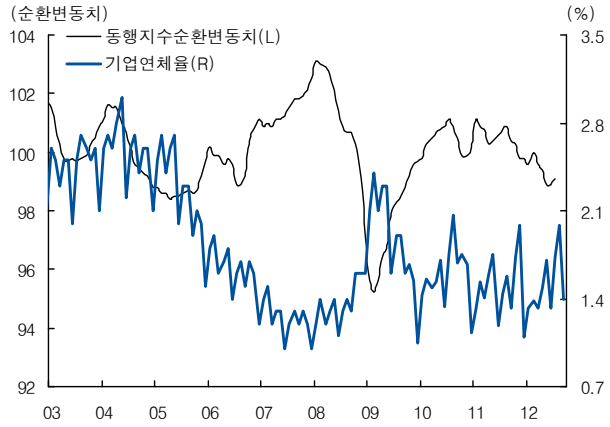
2013년 경기 둔화의 영향으로 자산건전성은 악화될 것으로 예상된다. 2013년에는 경기 둔화의 영향을 은행이 어느 정도 완충시킬 수 있을 것인가가 중요할 것이다.

기업의 경우 경기동행지수순환변동치와 연체율 간 역상관관계가 분명하게 나타나고 있다. 경기동행지수가 하락하는 경우 연체율은 상승하고 결국에 가서는 자산건전성이 나빠지게 된다. 그러나 기업부문 자산건전성이 악화될 경우 기업 구조조정을 통해서 부실채권을 정리하게 되어 자산건전성은 다시 안정세를 찾게 된다. 특히 신규 부실 발생이 줄어드는 경우에는 자산건전성은 안정 수준에서 유지될 수 있게 된다.

기업부문 자산건전성은 안정적이라고 판단

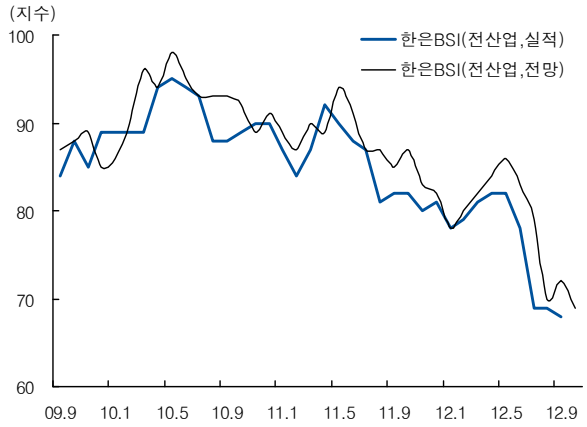
한국의 경우 기업의 자산건전성은 안정적이라고 할 수 있다. 2008년 글로벌 위기 발생 이후 꾸준하게 구조조정이 추진되었고 문제 발생 소지가 있는 기업의 경우 충당금 적립이 어느 정도 이루어져 있기 때문이다. 간헐적으로 신용사건이 발생하지만 실적에 심대하게 부정적 영향을 미칠 정도는 아닌 것으로 보인다. 또한 최근 몇 년간 대출 증가 속도가 빠르지 않았기 때문에 부실 발생 가능 자산 증가도 제한적이었다고 판단된다.

그림 19. 경기동행지수순환변동치와 기업 연체율 추이



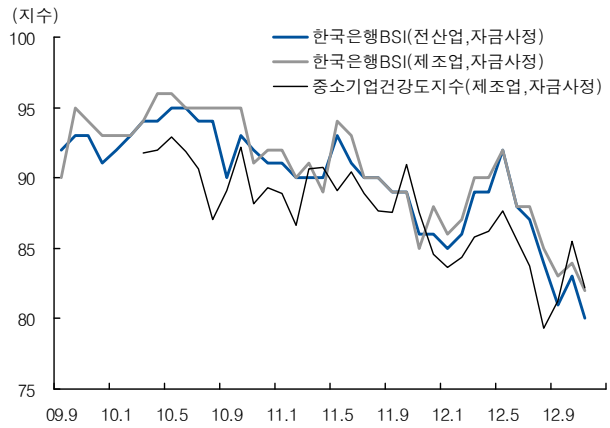
자료: 통계청, 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 기업 경기실사지수 추이



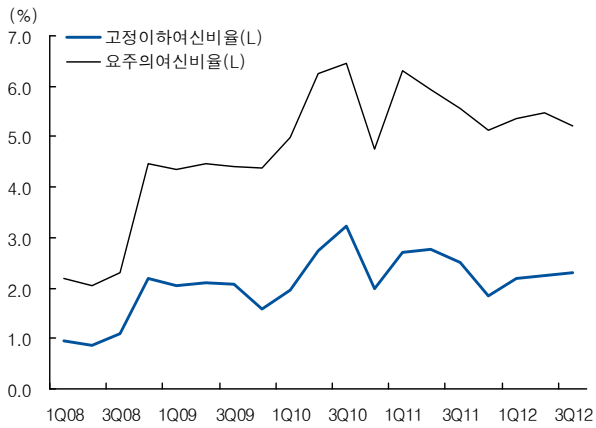
자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 기업 자금사정 BSI 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 기업부문 자산건전성 지표 추이



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

가계 부문에 대한 우려는 지속될 전망

가계 부채 문제에 대한 우려가 지속되고 있다. 가계 부채가 2004년을 저점으로 꾸준히 증가해 왔고 부동산 경기가 좋지 않아 하우스푸어 문제가 불거지고 있다. 가계 부채 문제가 저소득에서 고소득 층으로 확산될 가능성이 제기되고 있다.

소득대비 부채 비중은 총량 규제 영향으로 하락

개인부문의 가처분소득대비 순부채 비율은 2011년 155%로 2004년 113%를 기록한 이후 지속적으로 상승해 왔다. 한국은행에 따르면 2012년 들어 동 비율이 하락한 것으로 나타나고 있어 부채 증가 속도는 다소 느려진 것으로 판단된다. 가계 부채에 대한 총량 규제가 효과를 발휘한 것으로 판단된다.

그러나 인위적인 총량 규제로 가계 부채 문제가 해소되었다고 보기는 어렵다. 부채 규모 자체를 줄이는 노력이 필요할 것이다. 이와 함께 소득 구조가 개선될 필요도 있어 보인다. 소득 증가를 통해 부채 감당 능력이 제고됨과 동시에 부채 상환이 늘어날 수 있기 때문이다.

가계 부채 문제는 저소득층의 문제, 유동성 문제, 자영업자 문제로 구분 가능

가계 부채 문제는 크게 세가지 관점에서 생각해 볼 수 있을 것이다. 첫째는 저소득층의 부채 문제이다. 둘째는 부동산 보유 가구의 원리금 상환 부담, 즉 유동성 문제이다. 셋째는 자영업자의 부채 문제이다.

저소득층의 문제는 미시적인 소득 정책으로 해결 가능

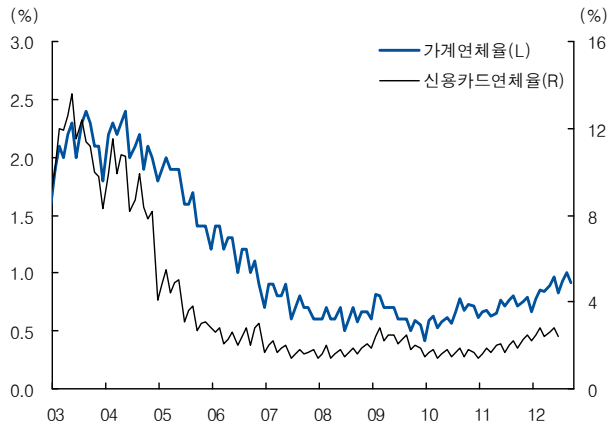
저소득층의 부채 문제는 미시적인 정책 관점에서 접근할 필요가 있다. 저소득층은 부채 조달을 통해 자산 취득과 같은 재산 형성보다는 생활 자금으로 사용하는 경향이 있다. 소득의 문제가 해결되지 못한다면 부채 문제가 심화될 수 있음을 의미한다.

따라서 저소득층의 경우는 소득의 문제 해결이 부채 문제 해결 방안이 될 것이다. 이러한 측면에서 대선 후보들 모두 복지정책에 관심을 보이고 있다는 점이 중요해 보인다. 복지정책을 통해 저소득층의 소득 문제가 어느 정도 완화될 수 있기 때문이다. 결국 정책적인 대응을 통해 해결 가능하다는 것이다.

유동성 문제는 유동화로 해결 가능

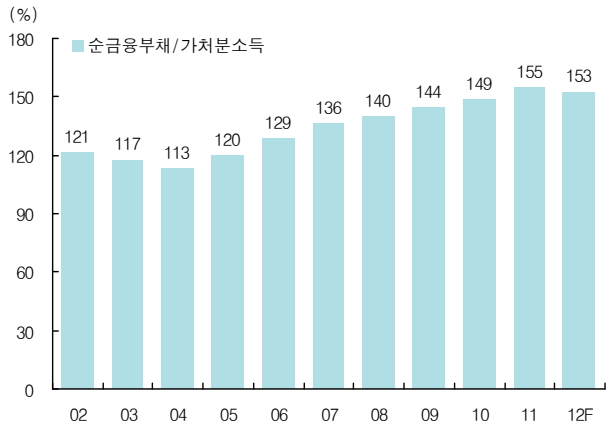
유동성 문제는 유동화를 통해서 해결할 필요가 있다. 유동화는 보유 부동산 처분의 용이성을 높여 주는 작업이라고 할 수 있다. 이와 관련해서 다양한 대안이 제시되고 있다. 그 내용을 간단하게 정리하면 하우스푸어 보유 부동산을 매입해 주고 매입 시 지불하는 자금을 이용해서 하우스푸어 보유 부채를 상환하게 한다는 것이다. 매입한 부동산은 임대사업을 통해 중장기적으로 회수하거나 자산 유동화를 통해 회수한다는 것이다.

그림 23. 은행의 가계 및 신용카드 부문 연체율 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 개인 가처분소득대비 순부채 비중 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

자영업자의 문제는 구조적인 문제와 경기적인 문제로 구분

자영업자의 부채 문제는 가계와 기업 부문과 중첩되어 있는 것이다. 자영업자는 사업자등록이 돼 있는 개인이기 때문이다. 자영업자의 문제는 구조적인 문제와 경기적인 문제로 구분해 볼 수 있을 것이다.

구조적인 문제는 정책적인 문제로 해결 필요

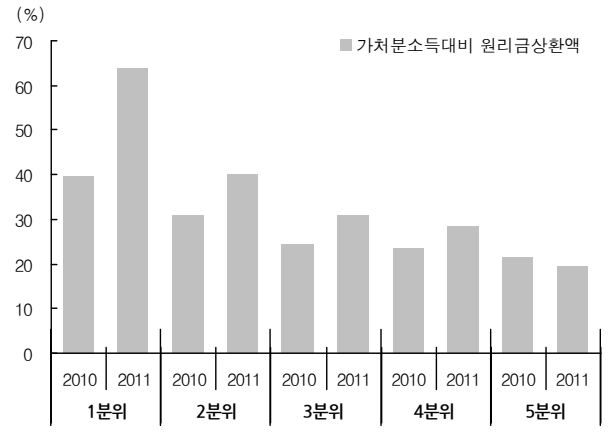
구조적인 문제는 취업자 중 자영업자 비중이 높다는 것으로 요약할 수 있을 것이다. 자영업자 비중이 높아지다 보니 자영업에서 취할 수 있는 마진이 줄어들게 되었고 경기가 둔화되는 국면에 들어서게 되면 매출이 줄어들면서 취약계층으로 떨어질 가능성이 크다고 할 수 있다. 구조적인 문제는 저소득층 문제와 같이 정책적인 대안이 마련될 필요가 있는 것이다.

경기적인 문제로 인한 은행의 부담은 크지 않을 전망

경기적인 문제에 있어서는 경기 둔화 시 은행들의 손익에 어떠한 영향을 미칠 것인가가 중요할 것이다. 이러한 측면에서 은행들은 자영업자 대출에 대해 취약 업종에 대해서는 보수적인 입장을 보여 왔던 것으로 보인다. 또한 자영업자 대출이 전체 대출에서 차지하는 비중이 그렇게 크지 않아 큰 부담 요인은 아닐 것으로 판단된다.

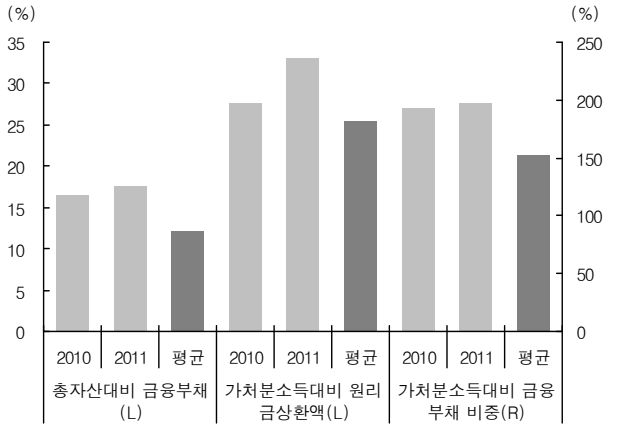
가계 부채에 대한 우려는 아직 해소되지 못하고 있다. 그러나 해결이 불가능한 것이 아니라는 점에서 우려의 해소는 시간의 문제라고 판단된다. 다만 해결을 위해서는 정치적, 사회적 공감대 형성이 전제될 필요가 있다는 점에서 해결 속도는 그렇게 빠르지 않을 것으로 보인다.

그림 25. 소득분위별 원리금 상환 부담 추이



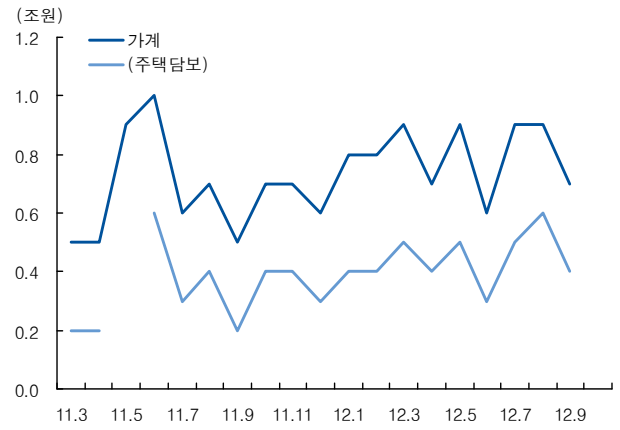
자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. 자영업자 부채 관련 각종 지표 추이



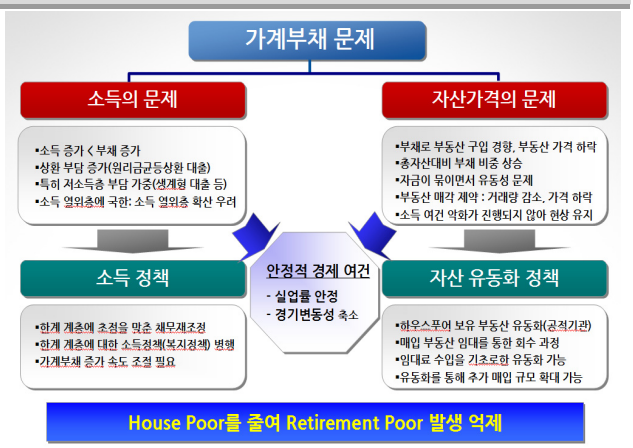
자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 가계 부문 신규연체 발생 추이



자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 가계부채 문제 해소 흐름도



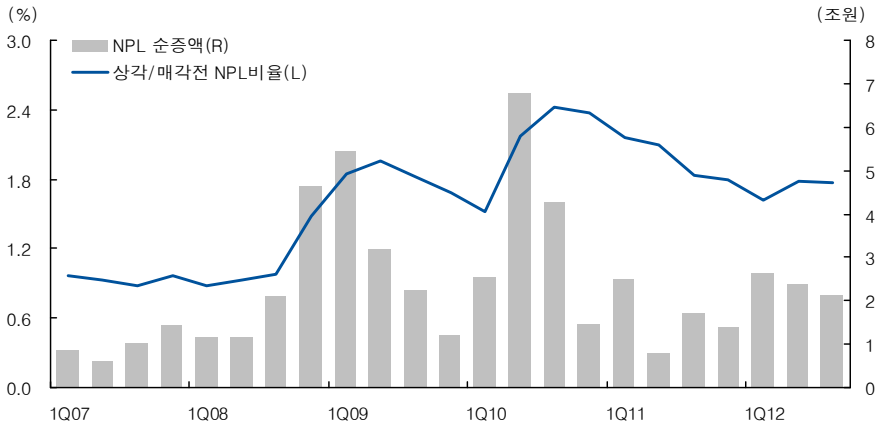
자료: KDB대우증권 리서치센터

2013년 자산건전성 악화 전망, 실적에 큰 부담 요인 아니라는 판단

이상을 종합해 볼 때 은행의 자산건전성은 경기 둔화로 인해 2013년 좋아지기 보다는 다소 악화될 가능성이 커 보인다. 기업부문은 경기 둔화 영향을 받을 것이지만 어느 정도 완충 장치는 마련된 것으로 판단된다. 가계부문은 가계 부채 우려가 지속적으로 제기되고 있지만 당장 크게 터질 문제는 아닐 것이다. 정책적인 대응이 가능하다고 판단되기 때문이다.

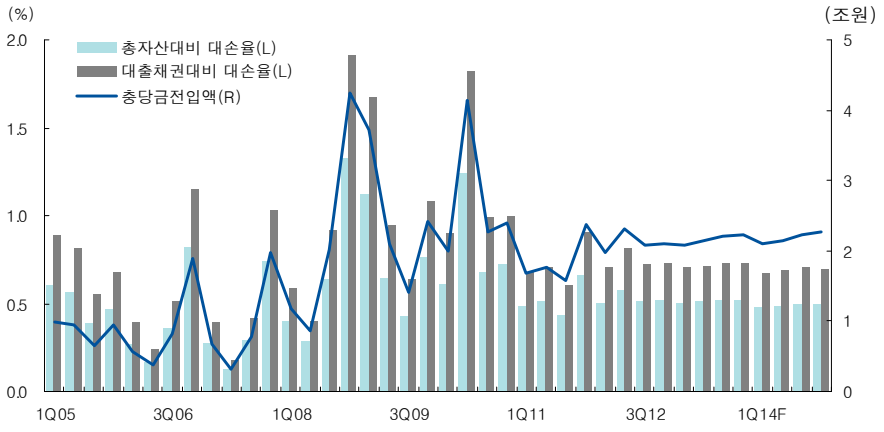
은행의 상각 및 매각전 고정이하여신비율과 부실채권 순증액 추이를 보면 자산건전성 악화로 인한 충당금 적립 부담이 크게 늘어날 것으로 보이지 않는다. 일부 신용사건이 발생하였음에도 실적에 큰 부담이 되지 않는 가운데 자산건전성 지표 관리가 가능한 것으로 보이기 때문이다. 이에 따라 2013년 대손율은 2012년에 비해 크게 상승할 것으로 예상되지 않는다.

그림 29. 상각 및 매각 전 고정이하여신비율과 부실채권 순증액 추이



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 은행 분기별 대손율 추이 및 전망



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

4. 판매관리비: 비용 절감 노력 지속될 전망

2013년 판관비 증가율은 2012년보다 하락할 전망

은행권 판매관리비는 2012년 3분기말 현재 전년동기대비 17.6% 증가하였고 연간으로는 약 12% 증가할 것으로 예상된다. 3분기 생산자물가와 소비자물가 상승률이 전년동기대비 0.4%와 1.6%였고 2012년 소비자물가 상승률이 2.0%로 전망되고 있음을 감안할 때 다소 높은 판매관리비 증가율이라고 할 수 있다.

이는 과거 3년간 적극적인 비용통제 노력이 지속되었던데 따른 기저효과라고 할 수 있다. 임금 조절이 지속된 이후 임금 인상이 있었고 통제되었던 물건비 집행도 늘었던 것으로 보인다. 또한 IFRS 상에서 퇴직급여충당금 적립 시 보험수리적 회계를 적용하게 되는데 시중금리가 하락함에 따라 퇴직급여충당금을 추가 적립한 것도 판관비 증가에 기여하였다. 여기에 일부 은행의 무형자산상각비 발생도 판관비 증가 요인이 되었다고 판단된다.

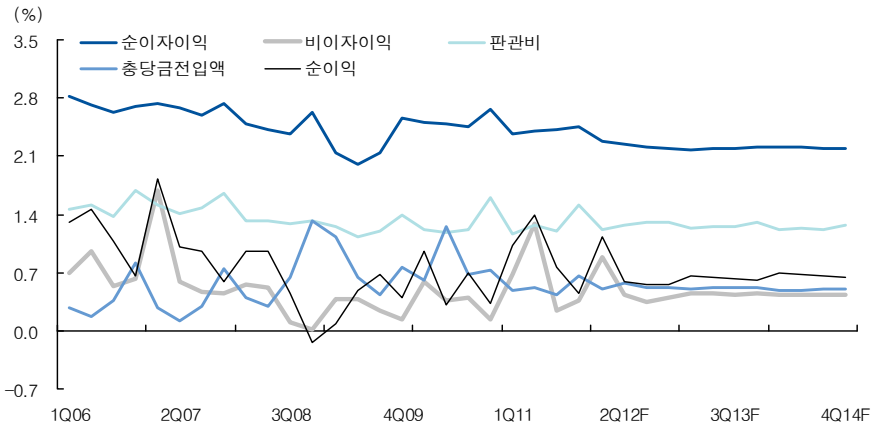
2013년에는 기저효과가 소멸되면서 판관비 증가율은 3.5% 정도로 예상된다. 2013년 소비자물가상승률이 3.0%로 전망되지만 은행업 업황이 그리 좋지 않기 때문에 비용 관리 노력이 지속될 것으로 보인다. 이에 따라 Cost income ratio는 2012년 46.2%에서 2013년 47.5%로 소폭 상승할 것으로 보인다. 판관비 증가율이 그렇게 높지 않지만 총영업이익 증가율이 0.5%에 그칠 것으로 전망되기 때문이다.

5. 종합: 부진한 Top line, 비용 절감으로 대응

경기 및 규제 측면에서 대출 회복세 기대 어려울 전망

2013년 은행 실적은 크게 기대할 것이 없다고 판단된다. 경기 둔화로 인해 자산 성장이나 건전성 개선 등이 제약될 것이기 때문이다. 다만 대출 증가율이 플러스를 기록할 것으로 예상되고 2012년 일회성 비용 요인을 적극적으로 반영하려는 경향이 있었던 점을 고려하면 2012년 예상되는 순이익 증가율 -11.6%보다는 감소폭이 축소된 -5.3%를 기록할 것으로 예상된다.

그림 31. 은행 총자산대비 수익률/비용률 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation 및 투자전략

1. 적정한 Valuation에 대한 세가지 생각

적정 PBR 1): ROE 수준을 통해 산출해 보면 0.7~0.8배

앞에서 한국 은행업에 대한 현재 Valuation에 대해서 언급하였다. 여기서는 적정한 수준의 Valuation에 대해서 생각해 보기로 한다.

먼저 은행 예상ROE 수준을 통해서 적정한 PBR 수준을 계산해 보기로 한다. 2013년 은행업 예상 ROE는 8.2%이다. 무위험수익률을 3.0%, 리스크프리미엄을 7.0%, 베타를 1.1로 가정하면 자기자본비용률은 10.7%가 된다. 8.2%를 10.7%로 나누면 0.77배 정도가 적정한 PBR 수준으로 계산된다. 베타를 1.2로 가정하게 되면 자기자본비용률은 11.4%가 되어 적정 PBR은 0.72배 정도가 된다. 펀더멘털한 측면에서 볼 때 현재의 0.5배 수준의 PBR은 낮은 수준이라고 할 수 있을 것이다.

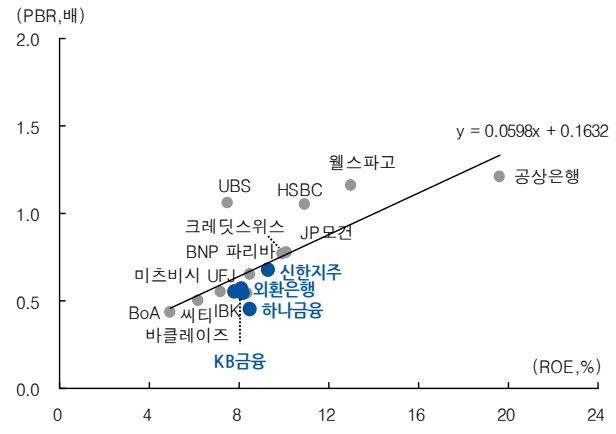
은행 수익성이 나빠지면서 향후 지속 가능한 ROE 수준이 하락할 가능성이 있다. 이 경우 ROE 하락에 의해 적정 PBR 수준도 낮아질 수 있다. 그러나 경기 상황이 좋지 않아서 ROE가 하락하는 상황이기 때문에 시중금리가 낮은 수준에 있을 것이다. 이 경우엔 자기자본비용률도 하락할 가능성이 있다. 또한 순이자마진 하락세가 둔화되거나 횡보할 수 있다면 ROE 하락이 제한될 것으로 예상된다. 이에 따라 적정한 수준의 PBR은 크게 변동하지 않을 것으로 보인다. 이러한 점까지도 고려하면 현재 PBR 수준은 절대적으로 낮다고 할 수 있을 것이다.

적정 PBR 2): Global Peer와 비교해 보면 0.7~0.8배

둘째, 다른 국가의 은행업과 비교를 통해서 적정한 Valuation 수준을 찾아 보기로 한다. 글로벌 은행들의 ROE대비 PBR을 한국의 은행들과 비교해 보면 한국 은행들이 상대적으로 낮은 Valuation을 받고 있다고 할 수 있다.

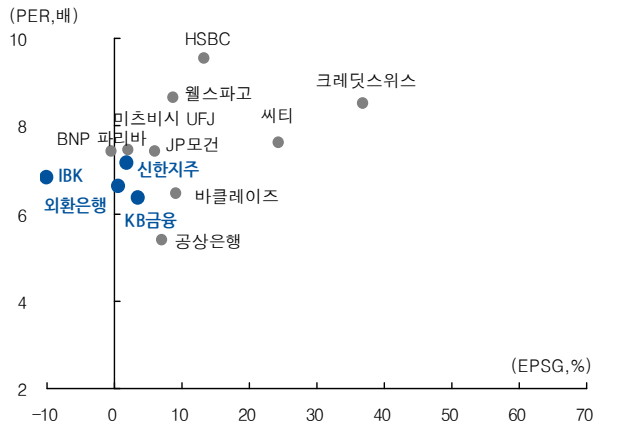
글로벌 Peer 그룹의 ROE대비 PBR 수준을 살펴 보면 ROE가 10%일 경우 PBR은 0.76배 정도 받고 있다. 이를 한국의 은행업종에 반영해보면 2013년 예상 ROE가 8.2%임을 고려했을 때 적정한 수준의 Valuation은 PBR 0.65배로 추산할 수 있다. 동 기준으로 볼 때에도 한국 은행업종은 상대적으로 낮은 Valuation을 받고 있다고 할 수 있을 것이다. 특히 유럽 은행들의 경우 유럽 국채에서의 손실 반영 가능성이 있고 이 경우 자본 확충 가능성이 남아 있어 현재보다 ROE가 낮아질 가능성이 있을 것이다. 이 경우 Valuation 하락이 불가피할 것이다. 한국의 경우 ROE가 크게 낮아질 가능성이 적을 것이므로 현 수준에서 Valuation이 추가 하락할 가능성은 크지 않다고 판단된다.

그림 32. 글로벌 Peer 그룹 ROE대비 PBR 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 33. 글로벌 Peer 그룹 EPS증가율대비 PER 비교



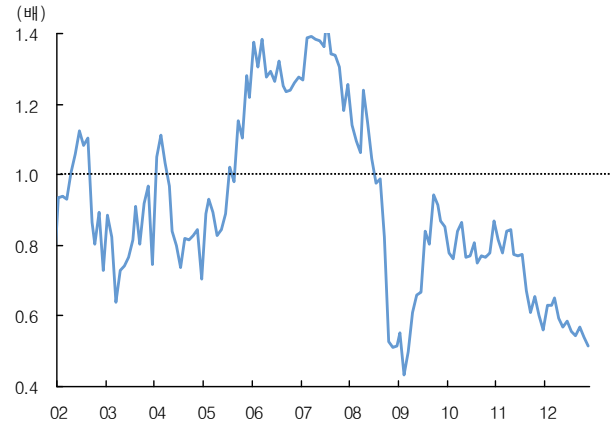
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

적정 PBR 3): 역사적으로 볼 때 저점 구간에 있음

셋째, 과거 PBR 흐름을 통해 적정한 Valuation에 대해서 살펴보기로 한다. 현재 은행업종의 12개월 Forward PBR은 0.5배 수준이다. 2008년 리먼 사태가 발생했을 당시 은행업종 PBR 0.4배 수준보다는 높다고 할 수 있다. 그러나 이 때에는 은행 부실이 급증하게 되면서 은행들의 순자산가치 하락 가능성이 높아진 상황이었고 대부분의 은행들이 증자 필요성이 늘었던 시기였다. 증자에 대한 부담이 있었기 때문에 PBR 0.4배 수준의 Valuation을 받았다고 할 수 있다. 이미 한국 은행들은 증자가 이루어졌고 또 다시 증자 리스크가 부각되기 어려운 상황이라고 판단되기 때문에 현재 PBR 0.5배 수준의 Valuation은 저점 구간에 있다고 할 수 있을 것이다.

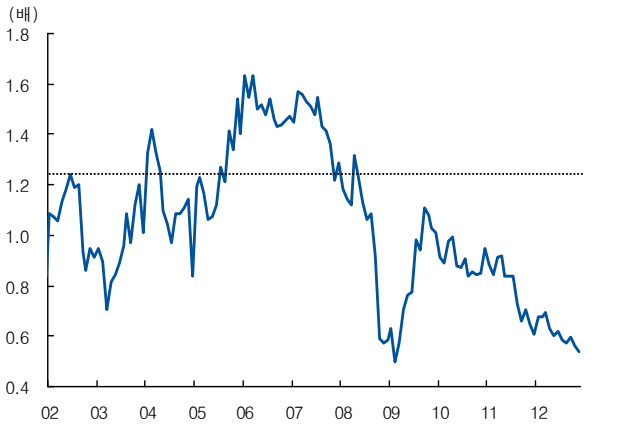
PER 수준을 보더라도 현재 수준이 실적 대비 낮은 Valuation을 받고 있다고 할 수 있다. 현재 은행업종 12개월 Forward PER은 4.9배 수준이다. 신용카드 버블이 붕괴되면서 은행들의 실적이 크게 악화되었던 때와 유사한 수준이다. 역사상 저점 수준이라고 할 수 있을 것이다. 향후 주당순이익(EPS) 증가율이 마이너스를 기록할 것으로 예상되지만 현재 PER에 충분히 반영되어 있다고 판단된다.

그림 34. 은행업종 12개월 Forward PBR 추이



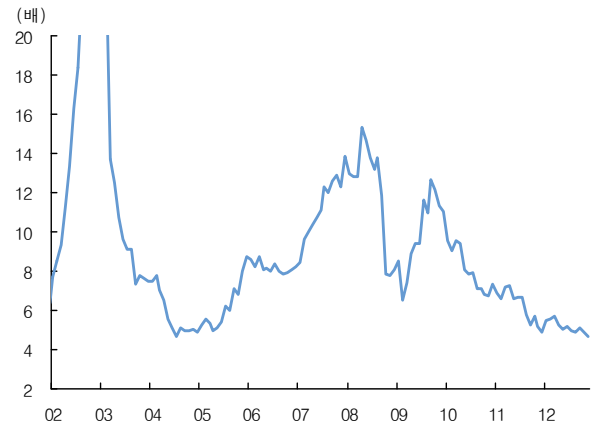
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 35. 은행업종 12개월 Trailing PBR 추이



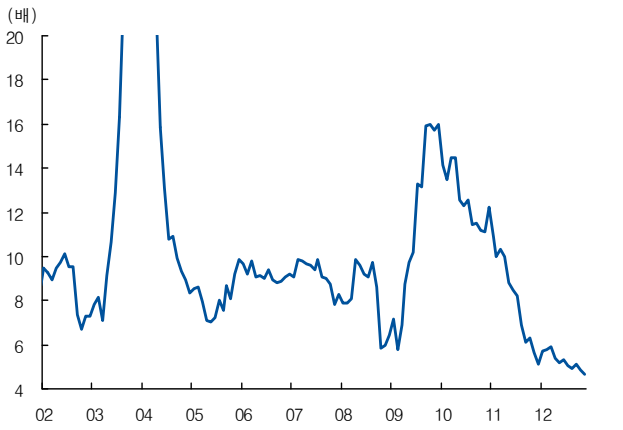
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 36. 은행업종 12개월 Forward PER 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 37. 은행업종 12개월 Trailing PER 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 일본에서의 교훈

일본 은행들은 버블 붕괴와 저성장이라는 두 차례의 충격을 받음

80년대 이후 일본의 은행들은 두 차례의 충격을 받았다. 첫 번째는 버블이 붕괴되는 과정에서의 충격이었고 두 번째는 저성장 구조로 진입하는 과정에서의 충격이었다. 첫 번째 충격은 과도한 가격의 조정 과정에서 나타나는 것이었다면 두 번째 충격은 경제구조의 변화에 의한 것으로 보다 구조적인 것이었다고 할 수 있다.

두 번의 충격을 받는 과정에서 일본 은행들이 직면했던 것은 크게 자산 성장의 정체, 수익성 저하, 자산건전성 악화로 요약할 수 있다. 은행의 펀더멘털을 설명해 주는 주요 항목들이 좋지 않은 방향으로 움직이게 되었던 것이다.

충격의 결과: 대출 성장 제약, 수익성 하락, 자산건전성 악화

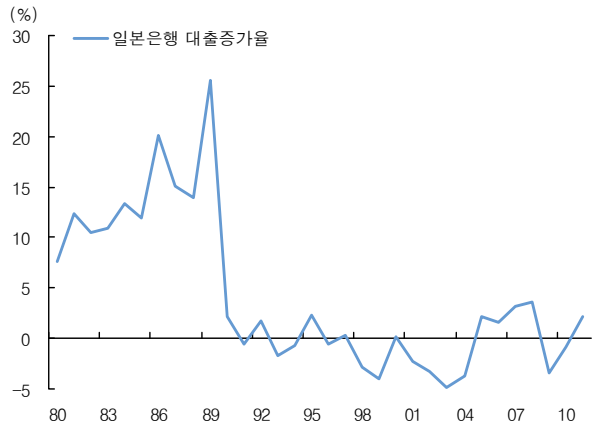
자산 버블이 붕괴되는 과정이나 경제의 저성장 구조로의 진입 과정에서 일본 은행들의 대출은 거의 늘어나지 못하였다. 레버리지 축소 현상이 나타나고 자금 수요가 크게 늘어나지 못하였기 때문이다. 또한 부실자산이 증가함에 따라 신규 자산 증가에 소극적인 행태가 나타났기 때문이다. 그 결과 은행의 금융중개기능이 약화되면서 금융시장에서의 은행의 위상은 위축되어 갔다.

또한 수익성이 저하되면서 은행의 수익창출 능력도 약화되었다. 버블 붕괴 과정이나 경제의 저성장 구조 하에서는 대부분의 자산의 수익률이 하락하게 되었다. 자산 수익률의 하락은 은행의 순이자마진 하락의 주된 배경이 되었다. 순이자마진을 높이기 위해서는 보다 위험한 자산을 늘려야 하는데 부실자산에 대한 부담이 남아 있는 상황에서 위험 자산을 늘리기는 어려웠을 것이다.

여기에 80년대 호송선단식 경영을 통해 기업과 은행이 이루었던 동반 성장은 버블 붕괴 과정과 저성장 경제 구조로의 진입 과정에서 급격하게 무너졌다. 그 결과 대출에서의 부실 발생 뿐 아니라 상호보유 주식에서의 손실이 동시에 발생하게 되면서 은행의 자산 건전성은 악화되었다. 여기에 엔고의 영향으로 기업들의 경영 상황이 나빠진 점도 은행 자산건전성 악화의 주된 원인이 되었다. 자산건전성 악화는 은행 대손비용 증가로 이어지며 은행 실적 악화의 직접적인 요인이 되었다.

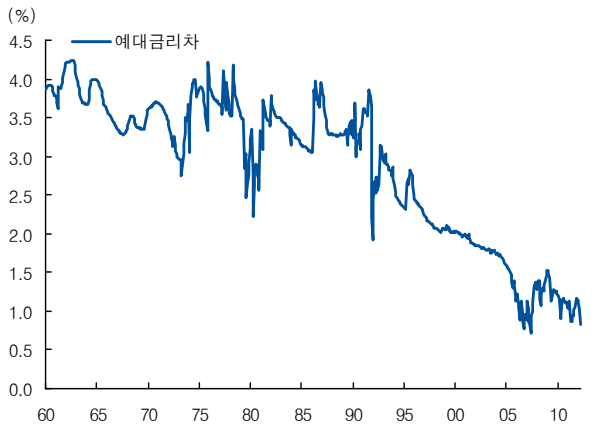
은행들의 실적 부진이 지속됨에 따라 이를 극복하기 위해 일본 은행들은 다양한 대응 전략을 구사하게 되었다. 일본 은행들이 추진한 대응은 비이자이익 증대 노력과 다양한 형태의 인수합병 시도였다고 할 수 있다.

그림 38. 일본 은행 대출 증가율 추이



자료: 일본은행

그림 39. 일본 예대금리차 추이



자료: IMF, KDB대우증권 리서치센터

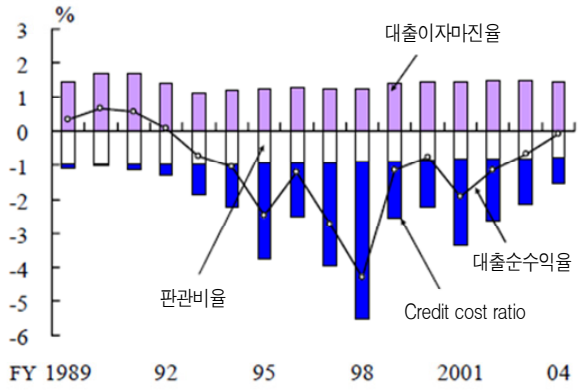
충격의 대응: 비이자이익 증대 노력과 인수합병 시도. 근본적인 개선 어려움

비이자이익 증대 노력은 Top line 증가가 정체되는 문제에 대한 대안으로 시도되었다. 대출 증가가 정체된 가운데 순이자마진이 위축되면서 순이자이익이 늘어나지 못하였다. 이에 비이자이익을 늘리는 전략을 선택할 수 밖에 없었다. 비이자이익 증대는 주로 투자상품의 운용 및 판매 부문에 집중되었다고 할 수 있다. 이러한 노력의 결과 비이자이익 비중이 상승하였지만 수익창출능력이 구조적으로 개선되는 데에는 한계가 있었다. 다양한 상품 구성이 전제되지 않은 상황에서 비이자이익이 지속적으로 개선되기는 어려웠기 때문이다.

또 다른 대응으로 다양한 형태의 인수 합병이 있었다. 인수합병은 추가적인 수익을 확보하기 위한 차원에서 이루어지기도 했지만 90년대 중반 이후에는 생존을 위한 구제합병의 형태가 늘었다고 할 수 있다. 버블 붕괴 이후 저성장 국면에 진입하면서 부실채권 부담이 지속되었고 이는 은행들의 경영 환경 악화로 이어졌기 때문이다. 결국에는 금융구조개혁이 추진되면서 그 과정에서 대형 은행계 금융지주회사들이 출범하게 되었다.

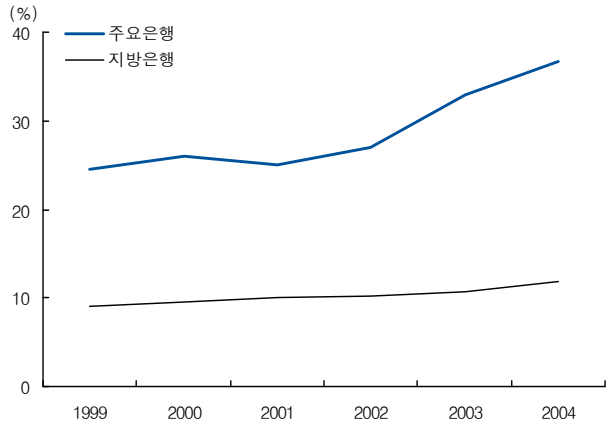
대형 금융지주회사가 출범함에 따라 대형화가 급속하게 진행되었다고 할 수 있는데 문제는 효율성에 있다. 대형화의 긍정적인 영향은 규모의 경제 효과가 나타나면서 효율성이 제고되는 것이다. 그러나 대형화가 진행된 이후 일본의 3대 금융지주회사의 총자산이익률(ROA)는 여전히 낮은 수준에서 벗어나지 못하고 있다. 이는 저성장 경제 구조라는 근본적인 은행 영업 환경을 벗어나지 못하기 때문이다.

그림 40. 일본 주요은행의 수익구조 추이



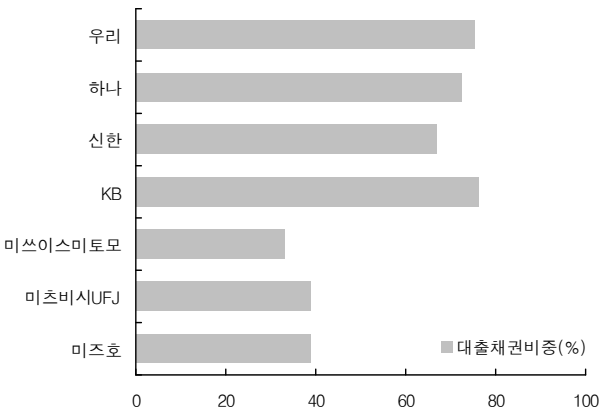
자료: 일본은행

그림 41. 총영업이익 대비 비이자이익 비율



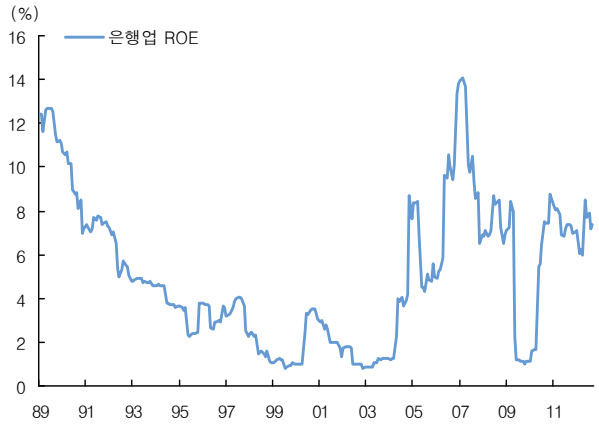
자료: 일본은행

그림 42. 한일 주요 금융그룹의 대출채권 비중(2011년 말 기준)



자료: 각 은행, 대우증권 리서치센터

그림 43. 일본 은행업의 ROE 추이



자료: 일본은행, Datastream

ROE 제고를 위해서는 ROA를 높여야 하는데 저성장 하에서는 어려움

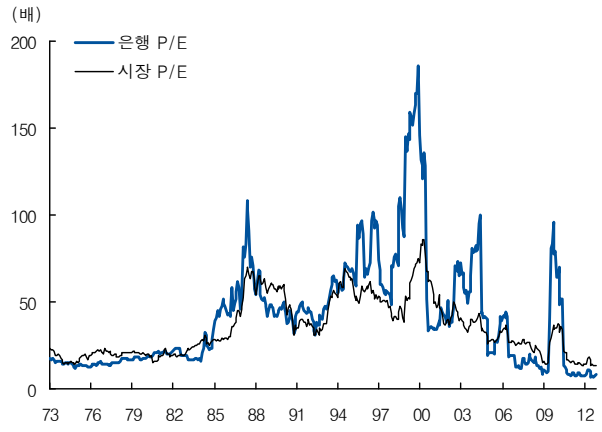
기업가치 제고를 위해서는 자기자본이익률(ROE)를 높여야 한다. ROE는 ROA에 레버리지를 곱한 것이다. 레버리지는 자기자본대비 총자산의 배율인데 저성장 구조 하에서는 레버리지 확대가 어려울 것이다. 즉 레버리지 확대를 통해 ROE를 높이기 어렵다는 것이다. 그렇다면 ROA를 높여야 하는데 순이자마진이 하락하고 저성장으로 인해 부실 부담이 존재하며 자산에 대한 투자수익률이 낮은 상황에서 ROA 제고는 어렵다. 이 상황에서 ROA를 높이려면 비용을 줄이거나 수익률이 높은 고성장 국가로의 진출을 시도할 필요가 있다. 일본 은행들은 이러한 변화를 모색하지 못하였다.

일본 은행들은 시장대비 할인이 고착화, 한국은 일본과 같지는 않음: 적정 PBR 0.7~0.8배

이러한 일련의 과정에서 일본 은행업 Valuation은 낮은 수준에서 벗어나지 못하고 있다. 특히 저성장 구조에 본격적으로 진입한 이후에는 시장대비 할인이 고착화되고 있다. 한국의 경우 아직은 일본과 같은 상황은 아닌 것으로 판단된다. 그러나 한국의 경제성장률이 과거보다는 낮아진 것은 사실이다.

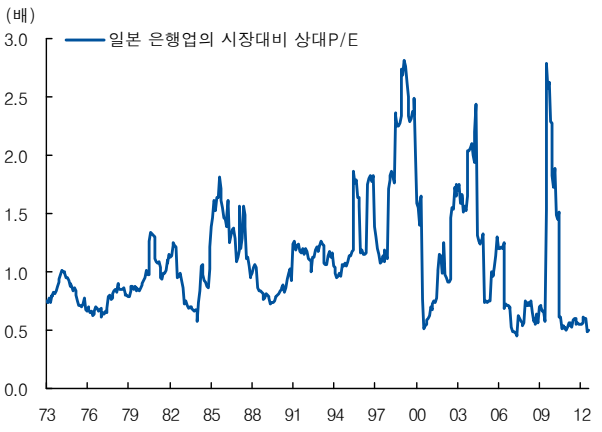
이러한 점을 종합해 보면 한국 은행업종 Valuation은 시장대비 할인이 불가피할 것으로 보인다. 하지만 일본보다 낮은 Valuation을 받을 이유는 없다는 판단이다. 시장대비 Valuation을 비교해 보면 한국 은행과 일본 은행이 유사한 수준에 있다. 일본 은행과 한국 은행의 시장대비 할인율은 약 50% 수준이다. 현재 한국 은행업종 Valuation이 저평가 영역에 있다고 판단된다. 일본의 사례를 통해서 적정한 수준의 PBR을 추산해 보면 0.7~0.8배 정도로 판단된다. 이는 글로벌 금융위기 이전 저성장 국면에 진입한 상황에서 일본 은행업종 평균 PBR 수준이다.

그림 44. 일본 은행업과 시장 PER 추이



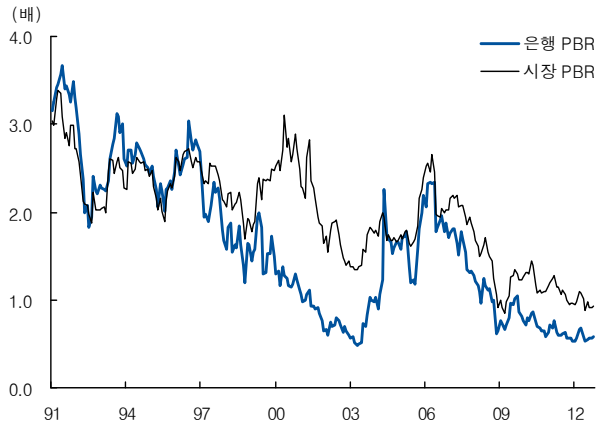
자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

그림 45. 일본 은행업의 시장대비 상대PER 추이



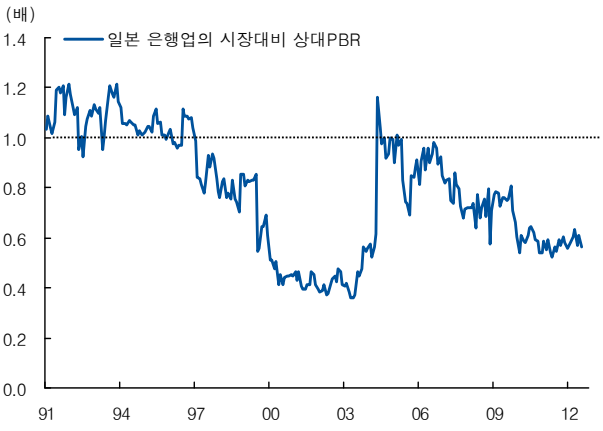
자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

그림 46. 일본 은행업과 시장 PBR 추이



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

그림 47. 일본 은행업 시장대비 상대 PBR 추이



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

3. 투자전략 및 Top Picks

은행업종 비중확대 유지

은행업종에 대한 투자의견은 비중확대를 유지한다. 펀더멘털한 부분은 크게 개선되기 어려워 보이지만 가격 측면에서 지나치게 할인받고 있기 때문이다. 펀더멘털한 부분에서도 정책적인 측면에서 경기 부양적인 기조가 나타난다면 은행업 업황이 더 나빠지기는 어려워 보인다.

경기 부양적인 상황에서 은행을 활용할 가능성

경기가 좋지 않은 상황에서 새로운 정부가 출범한다는 점에서 경기 부양적인 정책의 실행 가능성이 높다고 판단된다. 은행들은 그동안 레버리지를 줄여왔고 안정성을 높여 왔기 때문에 경기 부양 시 은행을 활용하는 방향이 제시될 가능성이 높다고 판단된다.

합리성에 기초한 규제 환경에서는 할인요인 해소 가능

또한 전세계적으로 은행에 대한 규제가 강화됨에 따라 국내 은행의 대출 금리 결정 체계, 수수료 체계 등에 대한 규제가 강화되었다. 그러나 이러한 가격 결정 체계 변화가 그동안 이루어졌기 때문에 수익에 직접적인 타격을 미칠만한 추가적인 규제 출현 가능성은 낮다고 판단된다. 그동안 시행되었던 은행에 대한 규제의 형태가 전적으로 합리성에 기초했다기 보다는 정서적인 측면이 일부 포함되면서 은행이 펀더멘털에 비해 더 큰 할인을 받게 되었다고 할 수 있을 것이다. 은행의 공공성을 배제할 수는 없지만 어느 정도의 합리성이 인정 된다면 그 동안의 할인요인 해소는 가능할 것으로 보인다.

시장대비 20~30% 할인이 적정해 보임. 현재 50% 할인

앞에서 적정한 Valuation에 대해서 몇 가지 관점에서 논의하였다. 시장대비 20~30% 정도 할인된 0.7~0.8배 수준의 PBR이 적정하다는 판단이다. 현재 PBR이 0.5배 수준임을 고려할 때 30~40%의 상승 여력은 보유하고 있다고 할 수 있을 것이다. 그러나 Valuation의 정상화가 당장 가능할 것으로 보이지 않는다. 당장은 금융산업에 대한 과도한 규제 상황이 해소되지 못할 것이기 때문이다. 그러나 새로운 정부가 출범한 이후에는 금융산업과 관련된 정책 방향 제시가 있을 것으로 보이고 경기 판단에 따른 거시경제 정책도 제시될 것으로 보인다. 이 때가 은행업에 대한 시장의 시각이 재설정될 수 있는 계기가 될 것이라고 판단된다.

Top Picks: 하나금융지주, KB금융

은행업종 투자는 그동안 소외받으면서 Valuation이 낮은 종목, 업종 대표주 중에서 Valuation이 낮은 종목이 유망해 보인다. 이에 따라 은행업종 Top picks는 하나금융지주와 KB금융을 제시한다.

하나금융지주는 외환은행 인수 이후 실적이 기대에 미치지 못함에 따라 그동안 받았던 프리미엄이 해소되는 과정에서 Valuation이 크게 낮아졌다. 주로 외환은행 인수 이후 다양한 비용 처리 과정으로 인해 실적이 기대에 미치지 못하였다. 그러나 2012년에는 이러한 비용 요인이 어느 정도 해소될 것으로 보여 실적이 본 궤도에 진입할 수 있을 것으로 보인다.

KB금융은 ING생명 한국법인 인수 가능성에 따라 주가 등락이 있었다. ING생명 한국법인에 대한 다른 매수자가 없는 상황에서 KB금융의 인수 가능성은 높다는 판단이다. 이는 KB금융에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다. 특히 자산건전성이 안정적인 흐름을 보이고 있어 실적의 안정성은 높을 것으로 보인다. 또한 은행업종의 Valuation이 적정한 수준으로 제고될 경우 은행업종 대표주로서 주가의 동반 상승이 가능할 것으로 보인다.

표 1. 대우 유니버스 내 종목별 투자의견 및 목표주가 현황 (원,%,배)

종목명	종목코드	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	목표PBR
하나금융지주	086790	매수	52,300	31,200	67.6	0.7
KB금융	105560	매수	53,000	34,850	40.4	0.8
신한지주	055550	매수	49,700	34,800	42.8	0.9
기업은행	024110	매수	16,200	11,300	43.4	0.7
DGB금융지주	139130	매수	18,800	13,100	43.5	0.9
BS금융지주	138930	매수	17,000	11,650	45.9	0.9
전북은행	006350	매수	6,500	4,125	57.6	0.6
외환은행	004940	중립	-	6,960	-	0.6

자료: KDB대우증권 리서치센터

하나금융지주 (086790/매수)

낮아진 기대치, 바닥친 Valuation

- 투자의견 매수, 목표주가 52,300원 유지. 목표주가는 12개월 Forward BPS에 PBR 0.7배 적용
- 일회성 손익 요인으로 주가가 제한되었으나 본질적인 이익이 훼손되는 문제는 아니었다는 판단
- PBR 0.4배 수준의 저평가된 주가. 외환은행 인수 관련 비용처리가 연내 마무리 될 것으로 보임

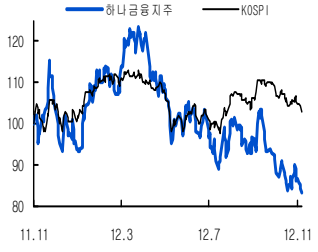
매수	Maintain
목표주가(원,12M)	**52,300**
현재주가(12/11/16,원)	31,200
상승여력	67.6
EPS 성장률(12F,%)	68.7
MKT EPS 성장률(12F,%)	9.0
P/E(12F,x)	3.7
MKT P/E(12F,x)	10.0
KOSPI	1,860.83
시가총액(십억원)	7,583
발행주식수(백만주)	243
60D 일평균 거래량(천주)	1,221
60D 일평균 거래대금(십억원)	41
배당수익률(12F,%)	3.0
유동주식비율(%)	89.8
52주 최저가(원)	30,100
52주 최고가(원)	45,300
베타(12M,일간수익률)	1.18
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.1
외국인 보유비중(%)	62.4

주요주주

국민연금관리공단 (9.35%)

The Capital Group Companies (9.1%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.4	-16.8	-10.2
상대주가	0.8	-17.9	-10.5



하나금융지주에 대한 투자의견은 매수를, 목표주가는 52,300원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward BPS에 PBR 0.7배를 적용하여 산출하였다. ROE가 8% 중반 수준으로 예상되는 점을 고려하면 무리한 Valuation은 아니라고 판단된다.

첫째, 최근 일회성 요인으로 실적에 대한 실망감이 있었지만 이는 핵심 이익이 훼손되는 문제는 아니었다는 점에 주목할 필요가 있다. 3분기까지 발생한 일회성 요인으로는 외환은행 인수 관련 비용, 주식시장 약세로 인한 POSCO 주식 감액손, 웅진그룹 법정관리로 인한 일회성 적립 등이 있다.

그러나 이는 하나금융지주의 영업가치 훼손과는 거리가 멀다. 실제로 순이자마진 하락세는 타행대비 빠르게 진정되고 있고 자산건전성도 양호한 수준에서 유지되고 있다. 이를 고려하면 4분기 이후에는 대규모 일회성 손실 발생 가능성이 낮아 보인다. 만일 발생한다 하더라도 본질적인 이익이 훼손되는 것은 아니기 때문에 크게 우려할 사안은 아니라고 판단된다.

둘째, 현재 주가는 Valuation이 12개월 Forward PBR 0.4배 수준이다. 역사상 가장 낮은 Valuation이라고 할 수 있다. ROE가 8%중반 수준으로 예상되는 점을 고려하면 악재보다는 호재에 민감할 수 있는 주가 수준이라고 판단된다. 향후 외환은행의 영업력 회복 유무와 시너지 창출 여부에 따라 추가적인 ROE 상승 역시 기대해 볼 수 있다. 이는 더 나빠질 게 없고 실적 개선 잠재력이 있다는 것을 의미한다. 또한 주가 상승 국면에서 베타 상승이 빠르게 이루어 지는 은행업의 특성을 고려하면 낮은 Valuation에서 매수하여 보유하는 전략이 유효하다는 판단이다.

셋째, 외환은행 인수 이후 일회성 비용 처리가 2012년 중 마무리 될 것으로 보여 2013년에 상각하는 과정에서 발생한 비용이 실적에 좋지 않은 영향을 주었던 것이 사실이다. 또한 양 은행의 충당금, 비용 등에 대한 기준을 일치하는 비용 발생도 있어 왔다. 이는 하나금융지주가 외환은행과 합쳐지는 과정에서 발생한 피할 수 없는 회계상 이슈였지만 연내 마무리 될 것으로 보여 향후 하나금융지주의 실적 안정성을 뒷받침해 줄 것으로 판단된다. 순이자마진이 안정되고 있고 자산건전성이 양호한 수준에서 관리되고 있다는 것이 더 중요할 것이다.

› Earnings & Valuation Metrics

결산기	총영업이익 (십억원)	충전영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전순이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BVPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
12/10	3,885	2,093	1,281	1,371	1,012	4,777	50,389	9.1	0.9	9.5	0.7
12/11	4,377	2,269	1,732	1,716	1,222	5,029	57,935	7.1	0.6	9.5	0.7
12/12F	7,440	3,890	2,587	2,579	2,062	8,483	66,876	3.7	0.5	13.6	0.9
12/13F	6,920	3,303	2,089	2,081	1,438	5,915	72,791	5.3	0.4	8.5	0.5
12/14F	7,250	3,489	2,198	2,190	1,520	6,256	79,047	5.0	0.4	8.2	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

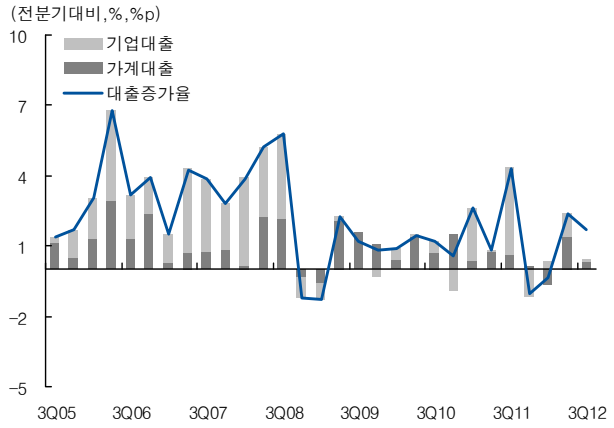
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 하나금융지주 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (십억원,%)

	2011				2012				증감률		연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	YoY	QoQ	2011	2012F	2013F
순이자이익	759.9	800.9	837.2	808.1	1,039.8	1,206.8	1,210.8	1,208.0	49.5	-0.2	3,206.1	4,665.4	5,016.8
비이자이익	368.3	472.0	119.9	210.7	1,468.3	319.2	476.1	511.0	142.6	7.3	1,170.9	2,774.7	1,903.3
총영업이익	1,128.3	1,272.9	957.1	1,018.7	2,508.2	1,526.0	1,687.0	1,719.0	68.7	1.9	4,377.0	7,440.1	6,920.1
판관비	460.3	505.9	546.4	595.1	794.7	890.2	963.0	902.5	51.7	-6.3	2,107.6	3,550.5	3,617.0
충전영업이익	668.0	767.1	410.7	423.6	1,713.4	635.8	723.9	816.4	92.7	12.8	2,269.4	3,889.6	3,303.1
영업외이익	2.3	-19.2	11.6	-11.3	23.4	-34.9	3.7	-0.2	-98.4	적자전환	-16.6	-7.9	-8.0
충전이익	670.3	747.9	422.4	412.3	1,736.8	600.9	727.7	816.3	98.0	12.2	2,252.8	3,881.6	3,295.1
충당금전입액	147.6	83.9	114.1	191.3	296.4	249.3	398.4	359.0	87.7	-9.9	537.0	1,303.1	1,214.5
영업이익	520.4	683.2	296.6	232.3	1,417.0	386.5	325.5	457.5	96.9	40.5	1,732.4	2,586.5	2,088.6
세전순이익	522.6	664.0	308.2	220.9	1,440.4	351.6	329.3	457.3	107.0	38.9	1,715.8	2,578.6	2,080.6
법인세	127.3	153.9	82.4	49.1	104.2	110.0	60.5	110.7	125.5	82.8	412.7	385.4	503.5
당기순이익	379.0	489.8	205.3	148.2	1,314.7	201.5	233.9	311.7	110.3	33.3	1,222.4	2,061.8	1,437.6

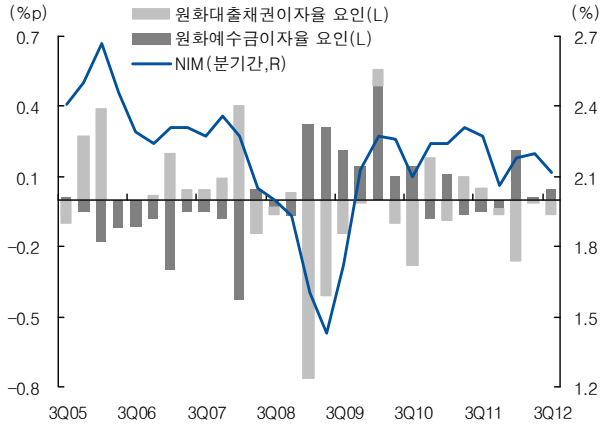
자료: 하나금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 하나은행+외환은행 원화대출금 증가율과 부문별 기여도



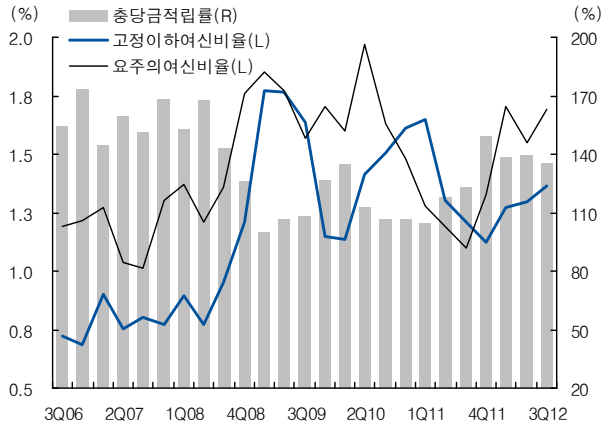
자료: 하나금융지주, 외환은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 하나금융지주 순이자마진과 예대금리차 변화 요인 추이



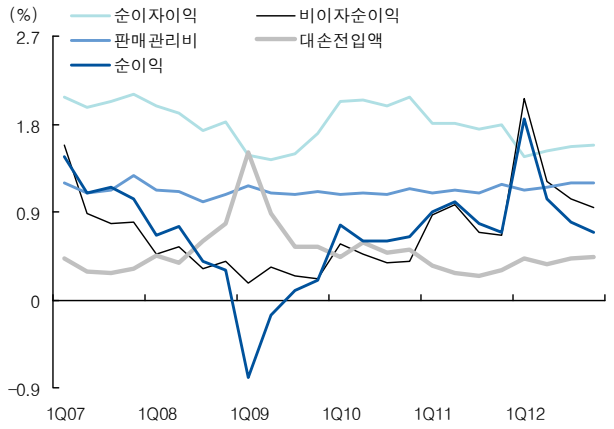
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 하나금융지주 자산건전성 지표 추이



자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 하나금융지주 분기별 수익구조



자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

KB금융 (105560/매수)

2013년 실적이 관건, 인수는 보너스

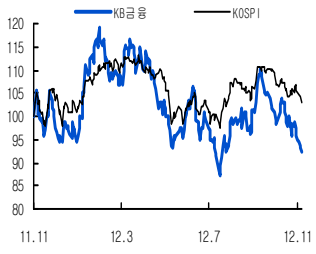
- 투자의견 매수, 목표주가 53,000원 유지. 목표주가는 12개월 Forward BPS에 PBR 0.8배 적용
- ING생명 한국법인 인수 여부가 KB금융 주가에 중요한 영향을 미칠 것으로 보임
- 안정적인 실적 흐름을 바탕으로 주가 조정시 매수 관점에서 접근할 필요가 있다는 판단

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	**53,000**
현재주가(12/11/16,원)	34,850
상승여력	52.1
EPS 성장률(12F,%)	-13.6
MKT EPS 성장률(12F,%)	9.0
P/E(12F,x)	6.6
MKT P/E(12F,x)	10.0
KOSPI	1860.83
시가총액(십억원)	13,464
발행주식수(백만주)	386
60D 일평균 거래량(천주)	1,092
60D 일평균 거래대금(십억원)	42
배당수익률(12F,%)	1.8
유동주식비율(%)	91.8
52주 최저가(원)	32,500
52주 최고가(원)	45,000
베타(12M,일간수익률)	1.10
주가변동성(12M daily,%,SD)	1.8
외국인 보유비중(%)	64.7

주요주주

Citibank(DR) (8.65%)
국민연금관리공단 (8.24%)
Franklin Resources (5.55%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.8	-5.0	-8.3
상대주가	-4.6	-6.1	-8.6



KB금융에 대한 투자의견은 매수를, 목표주가는 53,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward BPS에 PBR 0.8배를 적용하여 산출하였다. 현재 KB금융 주가는 12개월 Forward 0.6배 수준으로 전반적인 업황 부진과 ING생명 인수 지연에 따라 주가 상승이 제약되고 있다. 향후 ING생명 인수 여부가 주가에 중요한 영향을 미칠 것으로 보인다.

첫째, ING생명 한국법인 인수에 따른 긍정적인 영향을 기대해 볼 수 있다. 최근 들어 인수 가능성에 대한 불확실성이 발생하면서 KB금융 주가는 약세를 보이기도 하였다. 그러나 ING생명 한국법인 인수 후보자가 아직은 KB금융 단독인 것으로 알려져 있어 인수 가능성이 없다고 보기는 어렵다는 판단이다. 따라서 안정적인 실적 흐름을 바탕으로 주가I 조정시 매수 관점에서 접근할 필요가 있다는 판단이다.

ING생명을 인수할 경우 ① ROE 훼손 없이 비은행 부문 강화가 가능하다는 점, ② 인수 이후 유입되는 현금이 인수 자금 조달비용보다 크다는 점, ③ 자산관리 영업을 강화할 수 있는 기반을 마련할 수 있다는 점 등이 주가에 긍정적인 요인이라고 할 수 있다.

둘째, 가계부문 자산건전성 지표가 악화되었지만 이는 일시적인 요인에 의한 것으로 심각하게 우려할 사안은 아니라고 판단된다. 가계연체의 경우 대부분이 집단대출에 의한 것이며 총 5.8조원 정도의 집단대출 중 3조원 정도의 만기가 돌아오며 연체율이 상승하였다. 최근 가계부채에 대한 정부의 우려가 높아짐에 따라 건전성 관리가 강화되며 가계 연체율은 당분간 낮아지기 어려울 것으로 보인다. 그러나 낮은 경험손실율을 가진 집단대출의 특성을 고려해 보면 문제 해결에 시간이 소요될 뿐 실질적인 대손 부담으로 이어질 가능성은 크지 않다고 할 수 있다.

셋째, KB금융의 주가는 12개월 Forward 기준으로 PBR 0.5배 수준으로 절대적으로 낮은 수준이라고 할 수 있다. 그동안 ING생명 한국법인 인수에 대한 기대감으로 양호한 주가 흐름을 보였음에도 2013년 예상되는 ROE 수준이 8.2% 임을 감안할 때 현재 수준의 주가는 상당히 저평가 되어 있다고 할 수 있다. 2013년 안정적인 실적 흐름이 뒷받침되어준다면 인수 실패 시에도 주가 하락이 제한될 수 있고 인수 성공 시에는 Valuation에 대한 재평가까지 가능해 보인다고 할 수 있다.

❯ Earnings & Valuation Metrics

결산기	총영업이익 (십억원)	충전영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전순이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BVPS (원)	PER (배)	PB (배)	ROE (%)	ROA (%)
12/10	7,664	3,334	193	19	88	518	52,316	115.7	1.1	1.1	0.1
12/11	8,843	4,911	3,398	3,261	2,373	6,142	59,319	5.9	0.6	11.5	0.9
12/12F	8,297	4,258	2,736	2,695	2,050	5,307	64,526	6.6	0.5	8.6	0.7
12/13F	8,606	4,466	2,836	2,809	2,122	5,493	69,195	6.3	0.5	8.2	0.7
12/14F	9,121	4,774	3,120	3,093	2,338	6,051	71,995	5.8	0.5	8.6	0.7

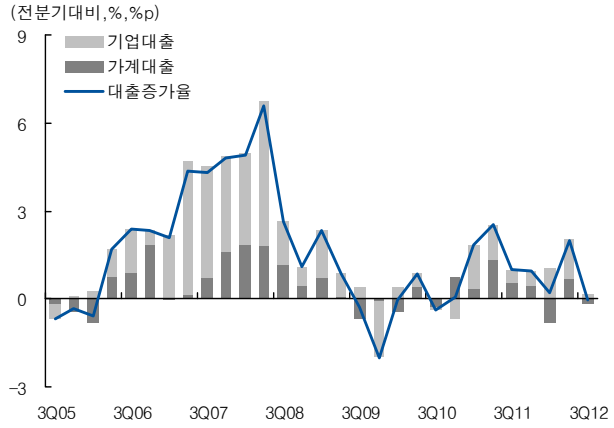
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

표 3. KB금융지주 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (십억원,%)

	2011				2012				증감률		연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	YoY	QoQ	2011	2012F	2013F
순이자이익	1,673.3	1,743.6	1,804.4	1,883.2	1,797.0	1,787.7	1,779.9	1,761.5	-6.5	-1.0	7,104.5	7,126.1	7,183.2
비이자이익	617.0	720.5	231.0	170.1	379.1	303.4	173.4	314.6	84.9	81.4	1,738.6	1,170.6	1,422.3
총영업이익	2,290.3	2,464.1	2,035.3	2,053.4	2,176.1	2,091.1	1,953.4	2,076.1	1.1	6.3	8,843.1	8,296.7	8,605.5
판관비	875.1	1,005.2	967.2	1,084.2	974.9	990.9	1,040.8	1,032.1	-4.8	-0.8	3,931.8	4,038.7	4,139.7
충전영업이익	1,415.2	1,458.8	1,068.1	969.1	1,201.2	1,100.3	912.5	1,044.0	7.7	14.4	4,911.3	4,258.0	4,465.9
영업외이익	15.8	-69.7	2.8	-86.4	-5.3	-6.0	-26.0	-3.9	적자지속	적자지속	-137.5	-41.1	-26.7
충전이익	1,431.0	1,389.2	1,070.9	882.7	1,195.9	1,094.3	886.6	1,040.1	17.8	17.3	4,773.8	4,216.9	4,439.1
충당금전입액	414.5	303.6	288.2	506.8	389.6	364.3	375.7	391.9	-22.7	4.3	1,513.0	1,521.6	1,630.1
영업이익	1,000.7	1,155.3	780.0	462.4	811.6	736.0	536.8	652.1	41.0	21.5	3,398.3	2,736.4	2,835.8
세전순이익	1,016.5	1,085.6	782.8	375.9	806.3	730.0	510.8	648.2	72.4	26.9	3,260.8	2,695.3	2,809.0
법인세	237.1	254.7	192.0	148.4	199.4	180.8	101.8	156.9	5.7	54.1	832.2	638.9	679.8
당기순이익	757.6	817.3	579.1	219.1	603.2	547.5	410.1	489.5	123.5	19.4	2,373.0	2,050.3	2,122.1

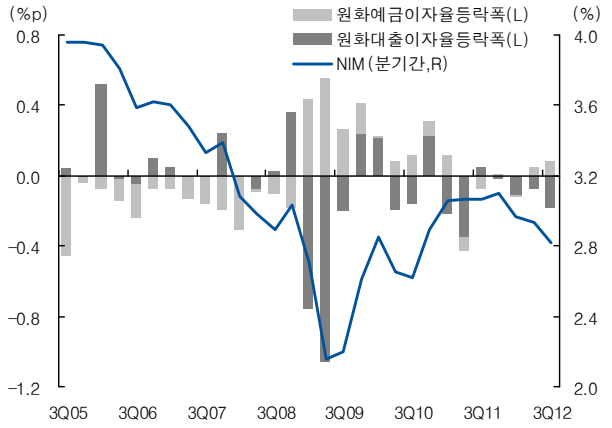
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 국민은행 원화대출금 증가율과 부문별 기여도



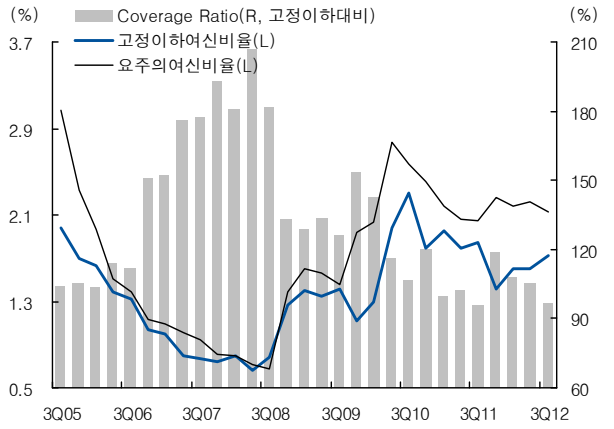
자료: KB금융, 외환은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. KB금융 순이자마진과 예대금리차 변화 요인 추이



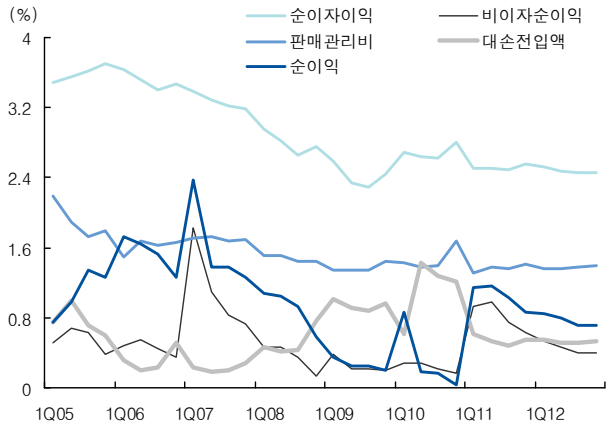
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. KB금융 자산건전성 지표 추이

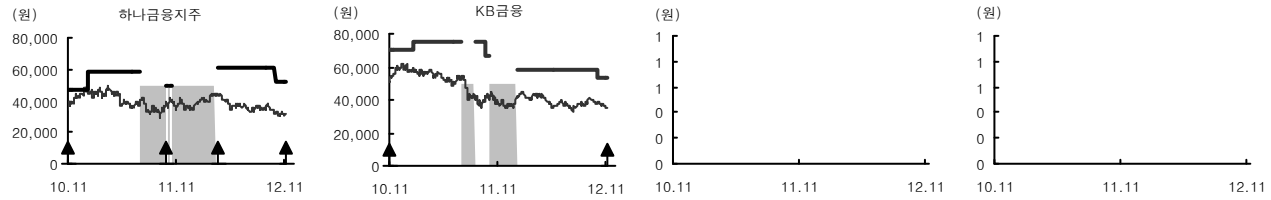


자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. KB금융 분기별 수익구조



자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

❯ Compliance Notice

- 하나금융지주, KB금융: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 하나금융지주, KB금융: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(═), Not covered(☒))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)