2013 하반기 Outlook Report
2013. 5. 24

구용욱
02-768-4494
yonguk.ku@dwsec.com

심태용
02-768-4178
taye.shim@dwsec.com

김중한
02-768-4152
joonghan.kim@dwsec.com

은행 (비중확대)

지P지P 백전백승

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 배포할 수 없습니다.

CONTENTS

2013년 상반기 Review 4

1. 상반기 은행업 주가와 Valuation: 저조한 흐름 4
2. 상반기 은행 펀더멘털 6

2013년 하반기 이후 전망 8

1. 성장 8
2. 순이자마진 8
3. 자산건전성과 충당금 부담 10
4. 비용 및 그 밖의 고려 사항 11
5. 종합 평가 11

하반기 이슈 점검 12

금융정책과 은행업 :
은행의 공공성과 상업성 간의 조화가 가능할 것인가? 12

Valuation 및 투자전략 22

적정 Valuation 점검: 할인 받고 있다 22
할인 해소를 위한 몇가지 조건 24
은행주 투자전략:
비중확대, 그동안 실망했던 종목에 관심을 높이자 27

Top Picks 및 관심종목 29

하나금융지주 (086790) 30
기업은행 (024110) 33
KB금융 (105560) 36
신한지주 (055550) 39
전북은행 (006350) 42
DGB금융지주 (139130) 45
BS금융지주 (138930) 48

은행

Summary

2013년 상반기 점검: 저조했던 주가 흐름

2013년 상반기 은행업 주가는 좋지 않은 성과를 보이고 있다. 차익실현 물량 출회, 다시 부각된 대내외 불확실성, 1분기 실적에 대한 우려가 있었기 때문이다. 가계부채 문제 해결 방안은 은행에 우호적이었다. 그러나 정책 실행이 아직 구체화되지 못하며 주가에는 별다른 영향을 주지 못했다.

2013년 하반기 이후 전망: 상반기보다 개선될 것으로 보임

하반기 대출은 중소기업을 중심으로 증가할 것으로 전망된다. 순이자마진은 추가 하락이 제한될 것으로 보인다. 추가 금리 인하 가능성이 낮아 보이고 시중금리 하락에 의한 대출금리 하락을 수신금리 하락으로 상쇄 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 자산건전성은 상반기보다 양호한 경기 흐름이 예상되어 개선될 것으로 보인다. 결국 하반기 실적은 상반기보다 개선될 것으로 예상된다. 자산이 증가하는 가운데 순이자마진 하락이 둔화되며 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보이기 때문이다.

정책효과 극대화를 위한 두가지 과제: 은행 금융중개기능 회복 및 상업성, 공공성의 조화

경기부양정책은 경기 활성화를 통해 대출 성장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 다만 정책 수혜가 확대되기 위해서는 은행의 금융중개기능 회복, 공공성과 상업성간의 조화가 필요하다.

은행의 금융중개기능이 활성화되면 경기부양정책의 효과가 커질 것이다. 이전 정부에서 은행의 가격결정기능을 제약함에 따라 금융중개기능이 크게 떨어진 상황이다. 결국 은행의 가격결정기능에 대한 정책당국의 제약이 완화될 것으로 보이고 이 과정에서 은행의 금융중개기능 회복이 가능할 것으로 보인다. 공공성이 지나치게 강조될 경우 수익성이 하락하고 안정성이 떨어져 공공성에도 부정적인 영향을 주게 될 것이다. 상업성이 어느 정도 인정돼야 적정한 수익성 확보가 가능할 것이고 공공성에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 결국 은행의 금융중개기능 회복과 일정 정도의 상업성이 인정되면서 경기부양정책에 따른 은행의 수혜가 커질 것으로 보인다.

Valuation 및 투자 전략: 낮은 가격(Price) & 정책(Policy)

투자의견은 비중확대를 유지한다. 현재 국내 은행의 PBR은 시장대비 약 50% 할인된 수준이다. 그러나 ROE-PBR 분석, 글로벌 은행들과의 비교, 역사적인 비교, 일본 사례 등을 볼 때 20~30% 할인(PBR 0.7~0.8배)이 적정한 수준이라고 판단된다. 또한 충당금 적립 부담 완화, 경기부양정책으로 인한 은행 자금중개기능 회복, 글로벌 경기 회복세 및 글로벌 유동성 유입 등으로 은행 관련 불확실성이 완화될 것으로 보인다. 이 과정에서 할인 요인이 해소될 것으로 예상된다.

Top pick: 하나금융지주. 관심종목: 기업은행, KB금융

하반기 이후 투자 유망 종목으로는 그동안 실적이 부진했지만 최근 들어 Top line 회복이 가능해 보이는 종목과 대우 유니버스 내에서 저평가 매력이 있는 종목들을 우선적으로 선정하였다. 하나금융지주와 기업은행의 경우 순이자마진 하락 폭이 타행대비 축소되고 있고 자산 성장세도 양호한 흐름이다. 이는 향후 Top line 회복이 빠를 것이고 경기 회복시 수혜 정도가 클 것임을 의미한다. KB금융의 경우 타행대비 순이자마진 수준이 높아 하반기 대출 증가가 가능할 경우 이익 개선 속도가 빨라질 수 있다는 판단이다.

2013년 상반기 Review

1. 상반기 은행업 주가와 Valuation: 저조한 흐름

연초 주가 흐름은 양호했으나 이후 저조한 성과를 보였다. 1월과 2월에는 시장대비 7.3%포인트와 0.4%포인트 초과 성과를 기록하였다. 그러나 3월과 4월 초과수익률은 -2.6%포인트와 -1.2%포인트로 시장대비 부진한 흐름을 보였다.

2013년 들어 누적 성과는 6.0%포인트 정도 시장수익률을 상회하고 있다. 시장대비 높은 수익률을 기록하고 있는 것은 연초 초과수익률 폭이 컸기 때문으로 추세적으로 양호한 성과를 보이고 있는 것으로 평가하기는 어려울 것이다.

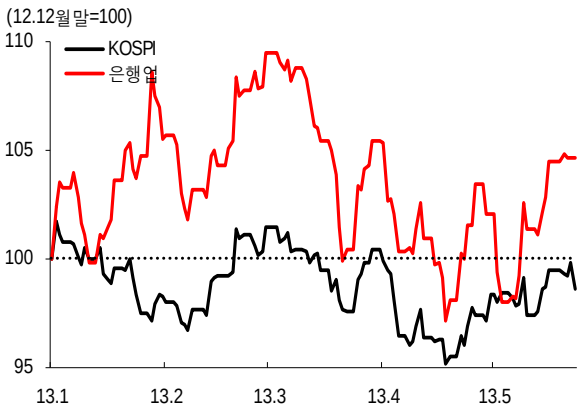
연초 주가 흐름이 양호했던 것은 저평가 매력이 부각된 가운데 은행 관련 정책 기조가 우호적으로 변경될 것이라는 기대가 있었고 대외 불확실성 해소 가능성이 제기되었기 때문이다. 이에 따라 연초에는 안정성 보다는 펀더멘털 개선 가능성이 높거나 리스크가 줄어들 것으로 예상되는 하나금융지주, 전북은행 등의 주가 흐름이 양호했다고 할 수 있다.

2월 중순 이후에는 주가가 조정 국면에 진입하였는데 주가 상승에 따른 차익실현 매물이 출회되었던 점이 조정의 빌미가 되었다고 할 수 있다. 또한 은행 관련 대내외 불확실성이 다시 제기되었던 점도 주가 조정의 논리를 제공하였다고 할 수 있다. 여기에 1분기 실적이 시장 기대에 미치지 못할 것이라는 우려도 주가에 부정적인 영향을 미쳤다. 이에 따라 대부분의 종목들이 연초 상승 분을 반납하고 있다.

여전히 글로벌 위기에 대한 우려가 은행 관련 불확실성으로 가장 크게 작용하고 있는 것으로 보인다. 최근 은행주 흐름은 외국인 매수/매도에 좌우되는 모습을 보였는데 글로벌 유동성이 축소될 경우 이는 은행에 대한 외국인들의 매수세 약화의 원인이 될 것이기 때문이다.

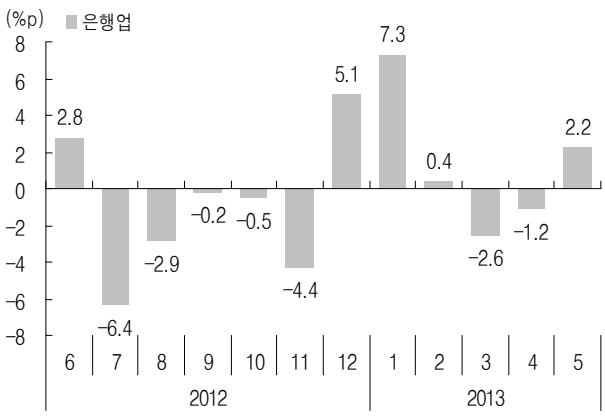
상반기 중에는 은행에 우호적인 정책이 제시되었지만 그 영향은 제한적이었다고 할 수 있다. 가계부채 해결을 위한 국민행복기금의 활동이 시작되었고 경기 부양을 위한 추경예산이 편성되었다. 이는 은행의 가계 부문 리스크 완화, 경기 활성화를 통한 대출 성장 회복 등 은행에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 것들이었다. 정책 방향이 은행에 우호적이었지만 정책 실행과 그 영향이 나타나기까지 시간이 소요될 것으로 인식되면서 주가에 미치는 영향은 제한적이었다고 할 수 있다.

그림 1. 은행업지수와 KOSPI 상대주가 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 은행업 주가 월별 시장대비 성과 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

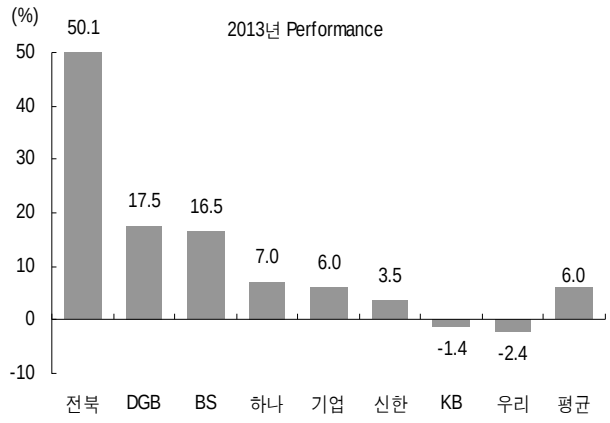
종목별로 보면 2013년 들어 전북은행이 시장대비 가장 양호한 성과를 기록하고 있다. 다음으로는 기업은행, DGB금융지주, BS금융지주 순이다. 전반적으로 지방은행의 성과가 양호하다고 할 수 있다.

지방은행의 경우 시중은행 대비 실적의 가시성이 높았던 점이 양호한 주가 흐름의 주된 배경이었다고 할 수 있다. 은행업 관련 불확실성이 해소될 것이라는 시장의 기대가 충족되지 못했던 점도 여전히 지방은행이 선호되는 방어적인 모습의 주가 흐름이 지속되었던 원인이었다고 할 수 있을 것이다.

시장수익률에 미치지 못한 은행은 KB금융, 신한지주 등 주로 대형 시중은행이라고 할 수 있다. 전반적으로 이익의 가시성이 높지 못하였고 신용카드업에 대한 규제 강화, 지배 구조 이슈 부각 등의 불확실성이 제기되었기 때문이다. 또한 대내외 불확실성이 대형은행에 미치는 부정적 영향이 클 것이라는 예상도 주가에 부정적인 영향을 미치는 요인이었다.

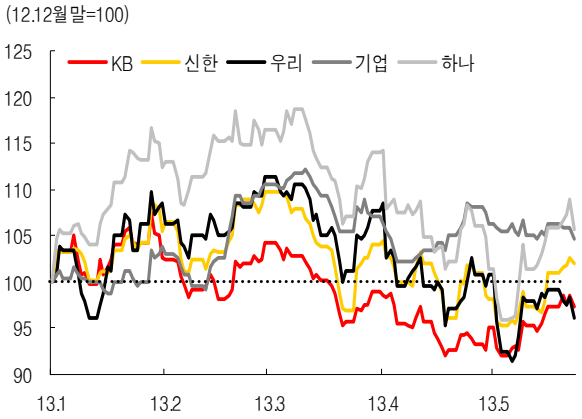
주가가 등락하면서 은행업종 Valuation은 제한된 범위 내에서 움직였다고 할 수 있다. 2012년 하반기에도 12개월 Forward PBR 기준으로 0.5~0.6배 범위에서 등락했는데 2013년 상반기에도 동일한 범위에 갇혀 있다고 할 수 있다.

그림 3. 종목별 2013년 시장대비 성과 비교



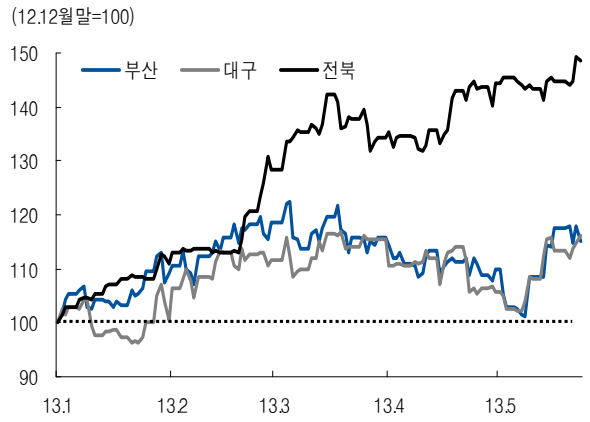
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 은행별 상대주가 추이(시중은행)



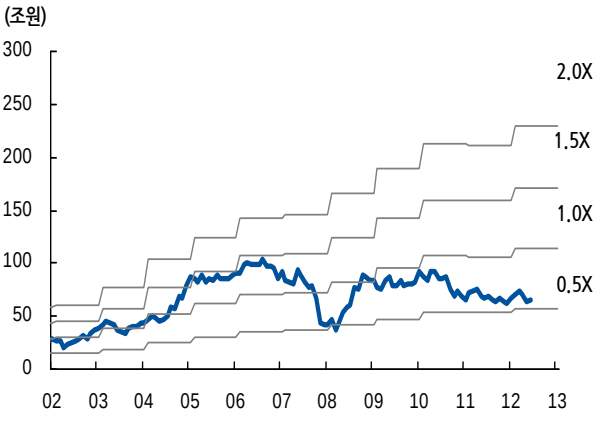
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 은행별 상대주가 추이(지방은행)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 은행업 시가총액과 PBR밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 상반기 은행 펀더멘털

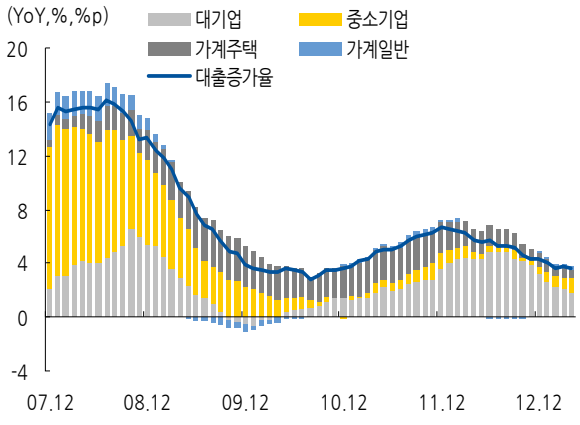
상반기 은행 펀더멘털은 그렇게 좋지 않았다. 먼저 대출 성장의 경우 1분기 부진한 흐름을 보였다. 4월까지 대출 증가율은 전년동기대비 3.6%를 기록하였다. 1분기 GDP성장률이 전년동기대비 1.5%, 물가상승률이 전년동기대비 1.4%였음을 고려하면 경제 상황에 비해 대출 증가가 부진했다고 보기는 어려울 것이다.

하지만 2012년보다는 대출 성장세가 약화되고 있다고 할 수 있다. 4월까지 전년말대비 기준으로 은행 대출 증가율은 1.2%를 기록하였는데 2012년 3월까지 전년말대비 대출 증가율이 2.0% 였음을 감안하면 작년보다도 대출 증가세는 부진하였다고 할 수 있다. 결과적으로 경제 활력이 저하되면서 은행 대출 증가세는 미약했다고 할 수 있다.

부문별로 보면 기업대출은 전년동기대비 4.9% 증가하였다. 절대적으로 대기업 대출의 기여도가 더 높지만 대기업 대출의 기여도는 점진적으로 하락하고 있고 중소기업 대출 기여도는 완만하게 회복되고 있다. 기업대출은 전년말대비 2.9% 증가하여 2012년 4월까지 증가율 3.9%에 미치지 못하였다. 하지만 중소기업 대출은 2.3% 증가하여 2012년 같은 기간 중 1.0%보다는 증가세가 빨라졌다.

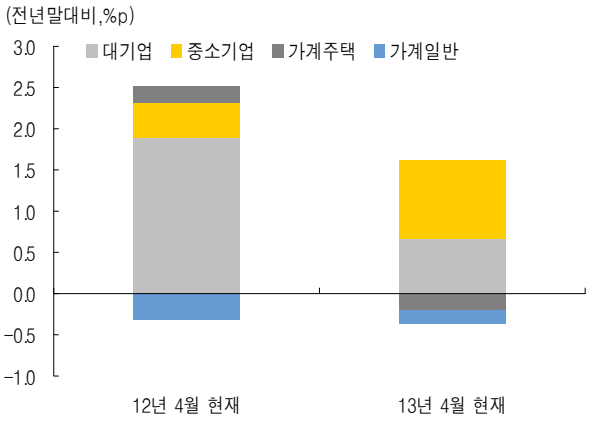
가계대출의 경우 전년동기대비 2.0% 증가하여 부진한 증가세가 지속되고 있다. 2013년 들어 4월까지 전년말대비 0.9% 감소하여 2012년 같은 기간 중의 -0.3%보다 감소세가 확대되고 있다. 부동산 경기 침체 영향이 가장 컸다고 할 수 있다. 또한 일반대출의 경우 우량 고객 위주로 취급하려는 경향이 강하기 때문에 주택담보대출 감소를 보완하기 어려웠기 때문이다. 여기에 적격대출 취급 증가도 가계대출 증가세 둔화의 원인이 되었다고 할 수 있다.

그림 7. 은행대출 증가율과 부문별 기여도 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 부문별 대출증가 기여도 연도별 비교



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

순이자마진은 1분기에도 하락세가 지속되었다. 이는 2012년 하반기 있었던 정책금리 인하와 추가 금리 인하에 대한 기대 강화로 시중금리 하락세가 지속되었기 때문이다. 여기에 신용위험 발생에 대한 우려로 대부분의 은행들에서 안전 선호 현상이 나타났기 때문이다. 안전성이 높은 대출은 높은 금리를 받기 어려울 것이므로 안전 선호 현상은 순이자마진에 부정적인 영향을 미치게 된다.

2013년 들어서는 은행별로 순이자마진이 상이한 흐름을 보였다. 대부분 은행들의 순이자마진이 하락했지만 그 폭은 상이하였다. 하나금융지주와 기업은행의 순이자마진 하락 폭이 작았고 BS금융지주의 하락 폭이 가장 컸다. KB와 신한지주의 하락폭은 각각 6bp와 7bp를 기록하여 하나금융지주와 기업은행에 비해서는 컸다.

자산건전성은 2013년 들어 1분기까지 안정된 흐름을 보였다고 할 수 있다. 은행(대우유니버스 기준)의 고정이하여신비율은 2012년말 대비 약 0.2%포인트 상승하였다. 이는 2012년말 고정이하여신비율 목표를 맞추기 위한 노력이 집중된데 따른 기저효과에 의한 상승이라고 볼 수 있다. 상각 및 매각 전 고정이하여신비율은 하향 안정 기조를 보이고 있음을 고려하면 자산건전성 지표가 악화되었다고 보기 어려울 것이다.

다만 고정이하여신의 순증액 추이를 보면 2012년말 크게 줄었다가 2013년 증가하여 충당금 부담이 늘어날 가능성이 있을 것으로 보인다. 하지만 일부 대기업의 자산건전성 분류 변경에 따라 고정이하여신 순증 규모가 증가한 것이기 때문에 지나치게 우려할 사안은 아닌 것으로 판단된다.

2013년 1분기 은행 전체 실적은 자산 성장세 둔화가 지속된 가운데 순이자마진이 하락하여 순이자이익이 감소하고 유가증권 관련 손실 확대로 비이자이익도 감소하여 Top line 위축이 지속되었다.

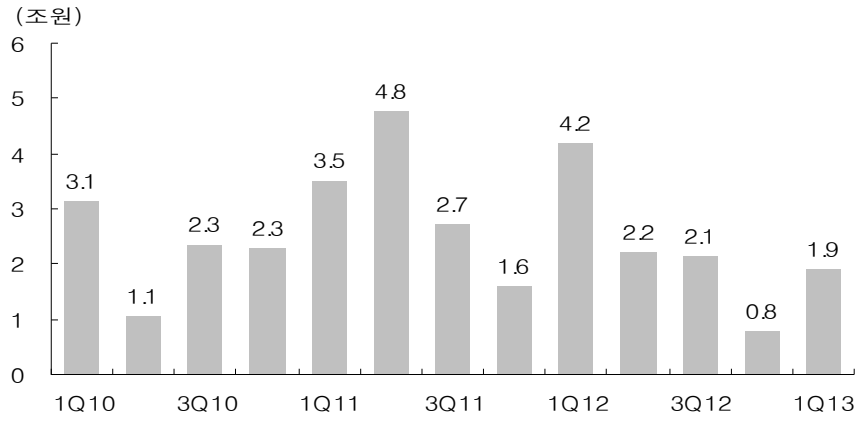
판매관리비는 일회성 요인 소멸로 감소하였다. 충당금전입액은 자산건전성은 안정적이었지만 일회성 충당금 적립이 증가하여 전분기대비 늘었다. 전반적으로 은행 실적은 위축된 흐름이 지속되었지만 일부 은행에서 순이자마진 하락 속도가 둔화되고 있고 중소기업 중심의 성장세 회복이 나타났다는 점에서 실적 개선 가능성을 찾아 볼 수 있었다.

표 1. 은행 분기별 순이익 추이 (단위: 십억원, %)

	2012				2013	증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	YoY	QoQ
순이자이익	8,528.1	8,551.1	8,524.2	8,285.8	7,907.6	-7.3	-4.6
비이자이익	3,231.7	1,680.3	1,279.7	435.2	1,416.9	-56.2	225.5
총영업이익	11,759.9	10,231.4	9,803.9	8,721.1	9,324.4	-20.7	6.9
판관비	4,532.9	4,809.6	5,017.6	5,133.3	4,758.6	5.0	-7.3
충전영업이익	7,226.9	5,421.8	4,786.3	3,587.7	4,565.8	-36.8	27.3
영업외이익	58.2	-74.2	-6.8	-114.4	85.2	46.4	흑전
충전이익	7,285.1	5,347.6	4,779.4	3,473.3	4,651.0	-36.2	33.9
충당금전입액	1,859.0	2,221.1	1,883.9	2,347.6	1,951.7	5.0	-16.9
영업이익	5,368.0	3,200.7	2,902.3	1,240.1	2,614.2	-51.3	110.8
세전순이익	5,426.1	3,126.5	2,895.5	1,125.7	2,699.3	-50.3	139.8
법인세	1,219.8	910.7	752.8	350.0	787.5	-35.4	125.0
당기순이익	4,206.3	2,215.9	2,142.7	775.7	1,911.9	-54.5	146.5

자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 은행 분기별 순이익 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

2013년 하반기 이후 전망

1. 성장

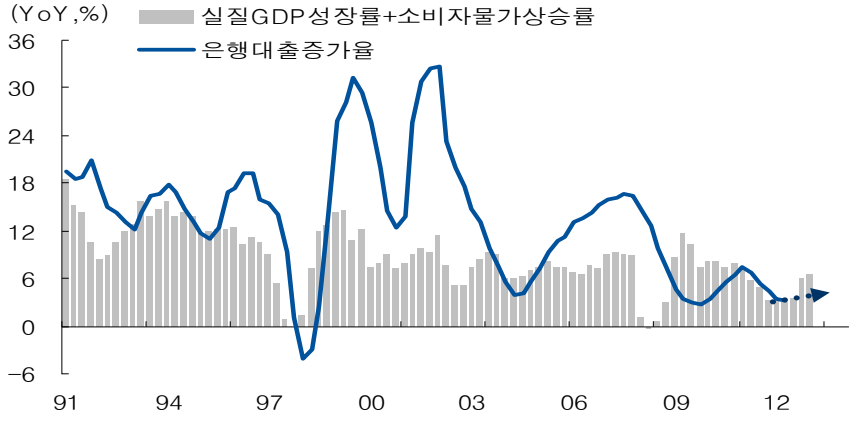
하반기부터는 자산 성장이 상반기에 비해 개선될 것으로 전망된다. 당사 GDP 성장률 전망치는 하반기 3.3~3.6%를 기록할 것으로 예상되고 물가상승률은 2.4~2.6% 정도를 기록할 것으로 보인다. 이를 고려하면 5% 정도의 대출 증가가 적정한 수준이라고 할 수 있을 것이다. 상반기 중 적정한 대출 증가율은 3% 정도로 추산되는데 4월까지 추세를 볼 때 상반기 중 3%대 대출 증가율은 기록할 것으로 판단된다.

하반기 성장 동력은 중소기업 대출에서 찾을 수 있을 것이다. 그동안 중소기업 대출을 늘리겠다는 의지가 크지 않았다. 하지만 정책적인 측면에서 중소기업 대출 증가 노력이 있을 것으로 보여 은행은 중소기업 대출을 증가시키려 할 것으로 예상된다. 특히 하반기 경기 부양책이 본격화될 경우 경제가 활력을 찾으면서 대출 증가가 더 빨라질 것으로 보인다.

가계 부문의 경우 부동산 시장 상황이 중요할 것이다. 당사의 경우 부동산 대책의 영향으로 부동산 경기는 다소 회복될 것으로 보고 있다. 정책의 힘으로 부동산 대출에 대한 신용위험이 하락할 것으로 보여 은행의 가계 대출을 늘리려는 노력이 강화될 것이다. 수요 측면에서도 부동산 시장에서의 거래가 회복될 경우 이에 수반되어 은행 대출 수요도 늘어날 것으로 보인다.

결국 은행 대출은 중소기업 대출을 중심으로 성장세 회복을 기대해 볼 수 있을 것이다. 가계 대출의 경우는 부동산 시장이 활성화될 경우 다소 회복될 수 있을 것이다. 다만 정책적인 가계 부채 경감 노력이 진행되고 있어 가계 부문에서의 두드러진 대출 증가를 기대하기는 어려울 것이다.

그림 10. 은행 대출 증가율과 (GDP성장률 + 소비자물가 상승률) 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

2. 순이자마진

하반기 순이자마진은 개선된다기 보다는 추가 하락이 제한될 것으로 보는 것이 합당할 것이다. 5월 정책금리 인하로 하락 압력이 있을 것으로 보이지만 추가 금리 인하 가능성은 크게 낮아졌다고 판단되기 때문이다.

정책금리 인하로 대출 금리가 하락하면서 3분기까지는 순이자마진에 부정적인 영향이 예상된다. 다만 2012년과 같은 정도의 정책금리 인하 효과가 나타나지는 않을 것으로 보인다. 이후 시차를 두고 조달 금리도 하락할 것이기 때문에 순이자마진 하락은 점차 멈추게 될 것이다. 시중금리가 상반기보다 상승할 경우에는 오히려 순이자마진이 상승하는 경우도 나타날 수 있을 것이다.

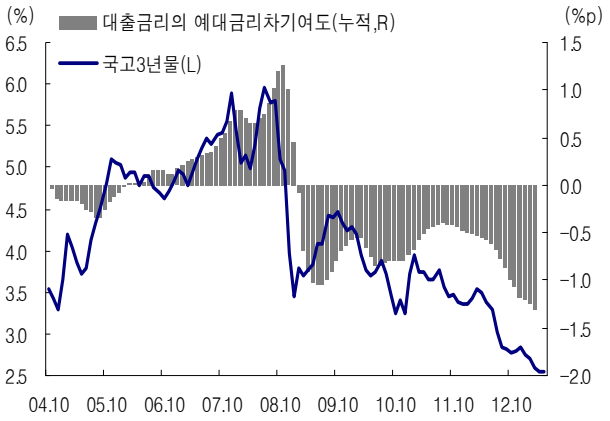
향후 순이자마진이 은행 실적에 부정적이지 않아 보이는데 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 정책금리 인하가 대출금리 하락으로 이어지는 정도가 2012년보다 줄어들 것으로 보이기 때문이다. 2012년에는 시중금리가 높은 수준에서 빠르게 하락하는 현상이 나타났다. 이에 따라 대출금리의 하락 폭이 확대되었고 이는 순이자마진 하락으로 이어졌다고 할 수 있다. 그러나 정책금리 인하에 대한 기대가 시중금리에 빠르게 반영되어 왔기 때문에 2013년에는 '정책금리 인하 → 시중금리 하락 → 대출금리 하락'의 흐름이 2012년보다는 강하지 않을 것으로 보인다.

둘째, 정책금리 인하가 지속되면서 조달 금리 하락세도 지속되고 있기 때문이다. 정책금리 인하 초기에는 금리 인하에 따른 조달금리 하락이 대출금리 하락보다 미약하게 나타난다. 그러나 시간이 지날수록 정책금리 인하가 대출금리 하락으로 이어지는 강도는 금리 인하 초반에는 강화되지만 점차 약화되는 반면 수신금리 하락에 미치는 영향은 꾸준하게 나타나게 될 것이다. 결국 수신금리의 하향 안정화에 따른 순이자마진 하락 방어 효과는 점차 강화될 것이라는 판단이다.

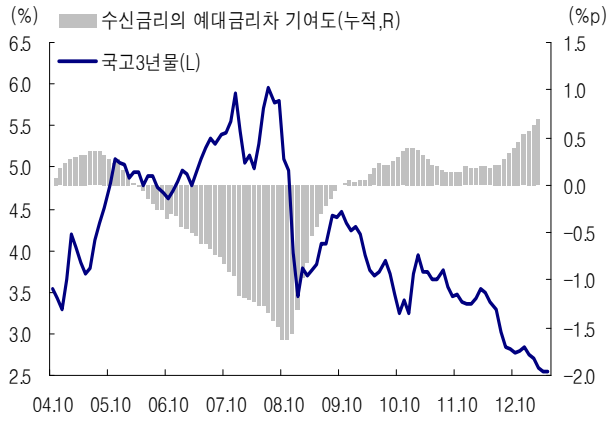
셋째, 정책금리 인하의 방향성 측면에서 보면 상반기중 정책금리 인하로 인해 추가 인하 가능성은 낮아 보이기 때문이다. 향후 금리 인하 가능성이 낮다고 한다면 시중금리 인하 기대가 약해지면서 정책금리 인하가 은행 순이자마진에 미치는 영향력은 크지 않을 것으로 예상된다.

그림 11. 국고3년물 금리와 대출금리의 예대금리차 기여도 추이



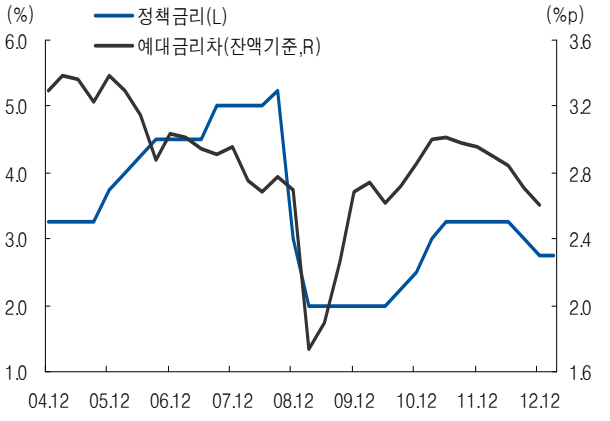
자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 국고3년물 금리와 수신금리의 예대금리차 기여도 추이



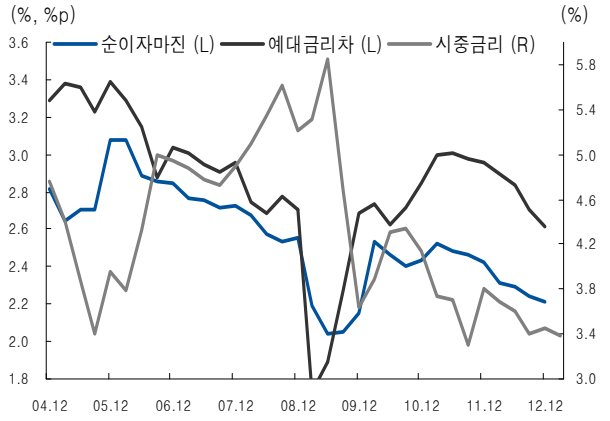
자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 정책금리와 예대금리차(잔액기준) 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 시중금리와 예대금리차, 순이자마진 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

3. 자산건전성과 충당금 부담

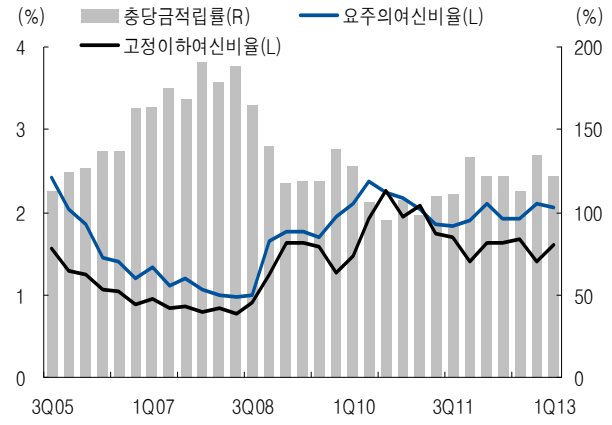
2013년 하반기 자산건전성과 관련해서 살펴 봐야 할 것은 경기와 신용사건 발생 가능성이다. 먼저 하반기 경기는 상반기보다 개선될 것으로 보인다. 경기 부양책이 추진될 것이기 때문이다. 또한 글로벌 경기의 추가 침하 가능성이 높지 않다는 견해가 지배적이고 이에 따라 국내 경기도 크게 나쁘지 않을 것이라고 판단된다. 경기 흐름이 나쁘지 않다면 자산건전성이 나빠질 가능성은 낮아 보인다.

둘째, 신용사건 발생 가능성은 있으나 이미 알려진 내용에서 벗어나지 않을 것으로 보인다. 2008년 글로벌 위기 발생 이후 취약업종인 건설, 해운, 조선 등에 대한 구조조정이 꾸준히 추진되어 왔다. 또한 상시구조조정 체계가 가동되고 있음에 따라 해마다 자산건전성 관리 강화 경향이 지속되어 왔다.

최근 STX그룹에 대한 우려가 제기되었지만 이미 알려진 사안이라는 점에서 크게 우려할 것은 아니라는 판단이다. 다만 자산건전성 분류 변경에 따라 대손비용이 발생한다는 점은 은행 손익에 좋지 않은 영향을 미치게 될 것이다. STX그룹 관련 신용사건 발생을 계기로 잠재된 부실 가능성에 대한 대비가 마련될 것이므로 하반기 은행 관련 신용사건 발생 리스크는 줄어들 것이다.

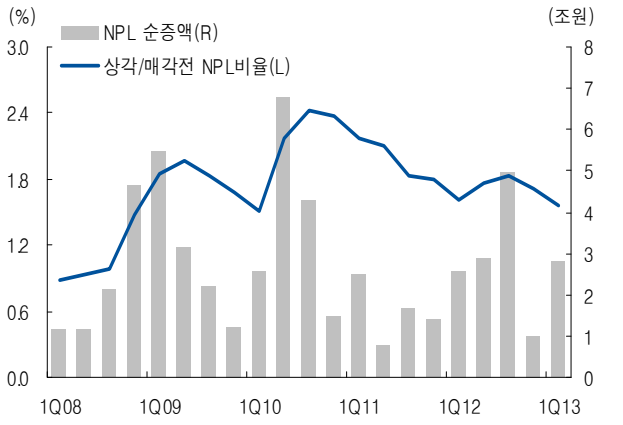
결국 상반기 남은 기간 중에는 자산건전성 우려가 제기될 수 있고 대손 비용이 추가적으로 발생할 수도 있을 것이다. 하지만 이는 하반기 자산건전성 악화 우려나 대손비용 추가 발생 우려가 줄어들 것임을 의미한다. 이러한 측면에서 향후 자산건전성은 개선되고 충당금 부담은 줄어들 것으로 보인다.

그림 15. 은행 자산건전성 추이



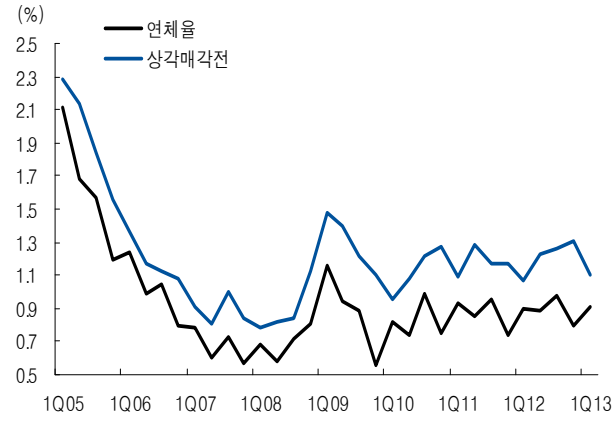
자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 은행 NPL순증과 상각/매각전 자산건전성 지표 추이



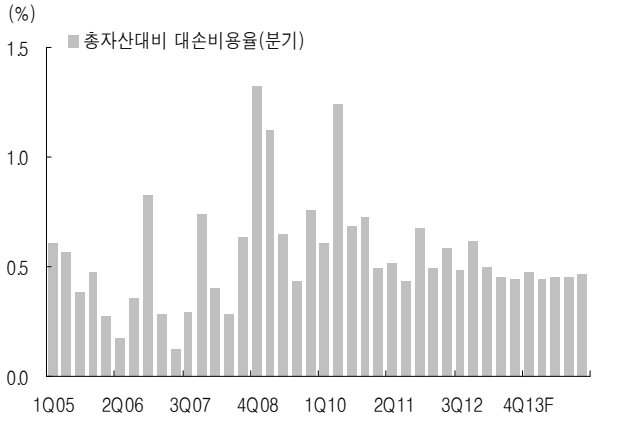
자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 은행 연체율 추이



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 은행 대손율 추이 및 전망



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

4. 비용 및 그 밖의 고려 사항

은행 판매관리비는 2013년 1분기 중 전년동기대비 5.2% 증가하였다. 2012년의 7.4%보다 증가세가 둔화된 것이다. 2분기 이후에도 판매관리비 증가율은 상승이 제한될 것으로 보인다.

이는 물가상승률이 크게 하락한 상황이고 향후 전망도 물가 부담이 크지 않아 보이기 때문이다. 또한 은행 순이자마진 하락에 의해 Top line이 약화되고 있어 대부분의 은행에서 비용 관리 노력이 강화되고 있기 때문이다.

판매관리비 증가율이 높지 않을 것으로 보이지만 Cost income ratio는 2012년보다 상승할 것으로 예상된다. 총영업이익(순이자이익+ 비이자이익)이 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 총영업이익의 감소는 순이자마진 하락과 보유 유가증권 관련 손실이 증가한 데 기인한다. 이에 따라 Cost income ratio는 2012년 48.1%에서 상반기 50.8%로 상승한 후 연말 51.3%로 상승할 것으로 전망된다.

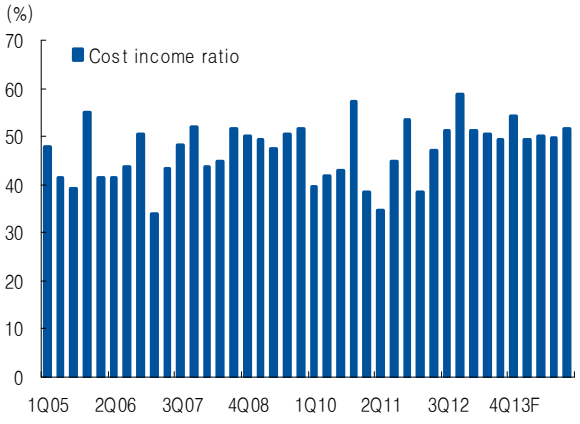
5. 종합 평가

이상을 종합해 보면 2013년 상반기보다는 하반기 실적이 개선될 것으로 보인다. 그리고 2013년보다는 2014년 실적이 더 나을 것으로 예상된다.

순이자마진이 정책금리 인하의 영향으로 추가적으로 하락할 가능성이 있지만 그 폭은 제한적일 것으로 예상된다. 정책적인 측면에서 대출 성장이 상반기보다 하반기 개선될 것으로 보인다. 여기에 대손부담도 상반기 상시 구조조정으로 인한 충당금 적립 이후 크게 늘어나지 않을 전망이다.

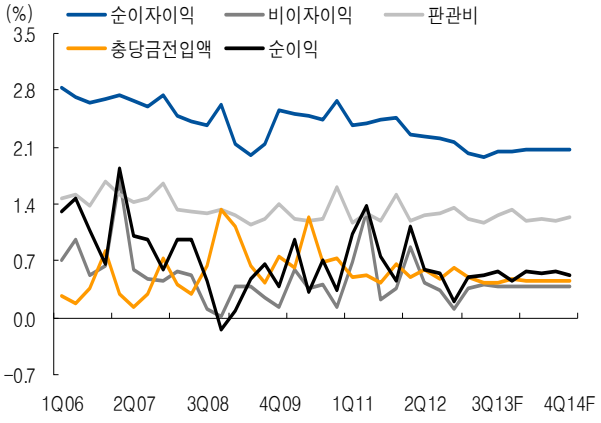
결국 실적 개선 속도는 빠르지 않을 것으로 보이지만 상반기보다 하반기가 나아 보이고 2014년이 2013년보다는 양호할 것으로 전망된다. 실적 흐름이 개선될 것으로 보이는 것은 순이자마진 하락 속도 둔화, 미약하나마 자산 성장세 회복으로 Top line 회복이 예상되기 때문이다.

그림 19. 은행 Cost income ratio 추이



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 분기별 은행 총자산대비 수익률 및 비용률 추이



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

하반기 이슈 점검

금융정책과 은행업 : 은행의 공공성과 상업성 간의 조화가 가능할 것인가?

새정부 출범과 함께 시행되고 있는 정책 중 은행과 관련된 것은 국민행복기금, 하우스푸어 대책, 렌트푸어 대책 등 가계부채와 관련된 것이다.

국민행복기금을 중심으로 하고 있는 가계부채 대책으로 저소득 계층의 부채 부담이 경감될 것으로 보여 금융시스템에 잠재되어 있던 불확실성 해소가 가능해 보인다. 금융기관으로서는 부실채권의 축소를 통해 자금 공급 능력이 복원될 것으로 기대된다. 가계의 경우 부채 경감에 따른 소비 능력이 회복될 수 있을 것이다. 이 대책은 리스크가 줄어드는 가운데 경기에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

하우스푸어 대책은 향후 부동산 가격 하락에 의한 리스크 발생 가능성을 낮추고 보유 부동산 유동화를 통해 실제 소득 여건이 개선될 수 있을 것이다. 이 경우 은행의 리스크가 감소와 실물 경기 회복 등 긍정적인 영향을 기대해 볼 수 있을 것이다. 또한 중장기적으로 하우스푸어가 퇴직 후 빈곤층으로 전락할 가능성을 사전에 방지할 수 있을 것이다.

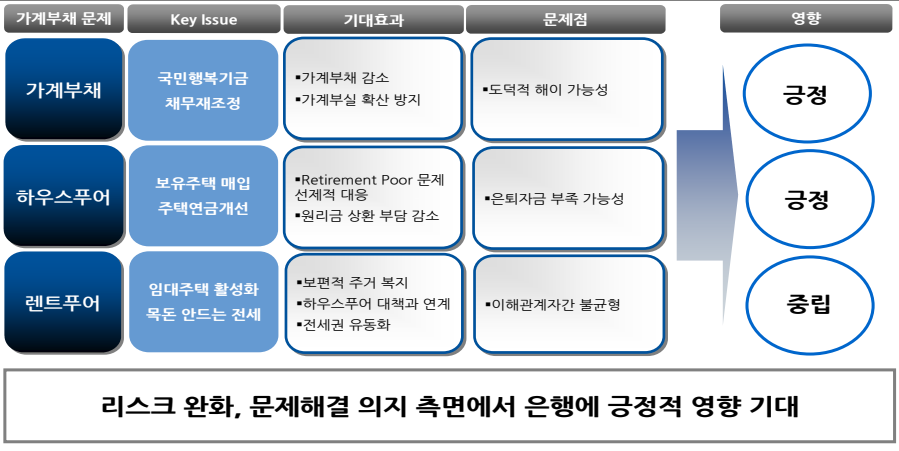
렌트푸어 대책은 전세금이 지속적으로 상승할 경우 세입자의 부담이 커지면서 이에 따른 부채가 늘어날 가능성이 있는 점을 해소하기 위한 제도라고 할 수 있다. 동 대책을 통해 전세권의 유동화가 가능할 것이다. 이 대책도 은행의 입장에서는 전세자금대출 증가와 함께 전세금 상승에 의한 부채 부담 리스크를 줄일 수 있다는 점에서 긍정적이라고 할 수 있을 것이다.

상반기 중에는 가계부채를 해결하고 부동산 활성화를 위한 대책 등 특정한 시장이나 일부 경제주체에 초점이 맞추어진 미시적인 정책이 시행되었다고 할 수 있다.

하반기 이후에는 미시적인 것보다는 거시적인 정책이 시행될 것으로 보인다. 정부의 경기 부양 노력이 본격화될 것으로 예상된다. 이 과정에서 대출 공급자로서의 은행의 역할이 부각될 수 있을 것이다. 금융산업과 관련해서는 국책은행에 대한 역할 정립이 있을 것이며 일부 민영화 이슈가 제기될 것이다. 이에 따른 금융산업에서의 구도 변화가 나타날 수 있을 것이다.

이러한 환경 변화와 함께 공공성과 상업성이라는 은행의 양면적인 특성에 대해서도 살펴 볼 필요가 있을 것이다. 이를 통해 정책 변화에서 은행이 얻을 수 있는 것과 잃을 수 있는 것을 파악할 수 있기 때문이다. 또한 공공성과 상업성의 적절한 조합에 의해서 정책 효과의 극대화가 가능하기 때문이다.

그림 21. 가계부채 대책의 영향



자료: KDB대우증권 리서치센터

■ 경기 부양 정책과 은행

먼저 경기부양정책과 관련해서 은행의 수혜 여부를 살펴보기로 한다. 경기 부양 정책이 실시될 경우 은행은 경기부양정책의 효과를 누리는 수혜자의 입장이 될 수도 있고 경기부양정책의 효과가 나타나도록 하는데 일조하는 정책 시행의 조력자의 입장이 될 수도 있다. 은행이 다양한 입장에 설 수 있는 것은 금융중개기능을 수행하고 있기 때문이라고 할 수 있다.

경기부양정책의 수혜자가 되는 경우는 다음과 같다. 경기부양정책 시행의 결과 경제활동이 활발해질 경우 자금 수요가 증가하게 될 것임에 따라 은행 대출 수요도 늘어나게 될 것이다. 이 때 자금 공급 측면에서 은행의 역할이 커지게 될 것이다. 과거 GDP성장률과 대출 증가율은 정(+)의 관계를 보였고 이러한 관계는 최근까지도 유효하다고 할 수 있다. 대출 증가율에 영향을 미치는 다양한 변수가 존재하고 그 영향력도 다르겠지만 GDP성장률과 대출증가율 간의 정(+)의 관계는 상당히 오랜 기간 유지되어 왔다.

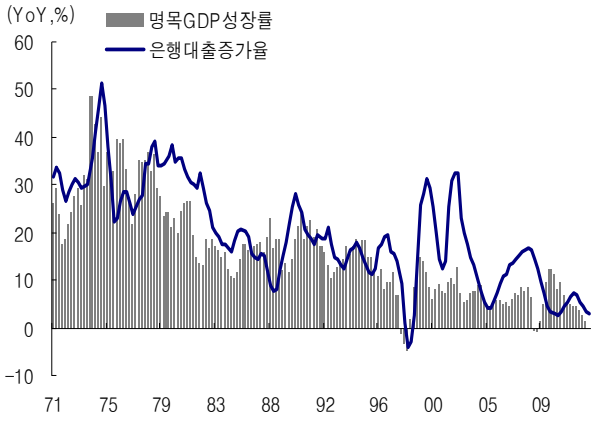
은행이 경기부양정책 시행에 있어서 정책 시행의 조력자가 되는 경우는 다음과 같다. 경기부양정책의 효과가 제대로 나타나게 하려면 정책 자금 혹은 중앙은행이 공급한 유동성이 정책당국이 목표로 하고 있는 곳까지 제대로 흘러 들어가도록 해야 할 것이다. 이 때 은행은 경제 주체에게 자금을 공급하는 금융중개기능을 담당하고 있기 때문에 은행의 의사결정이 정책적인 효과를 거두는데 중요하다고 할 수 있을 것이다. 정책당국은 정책적인 목표를 달성할 수 있는 방향으로 은행의 의사결정이 이루어질 수 있도록 여러 가지 유인 방안을 강구하게 될 것이다.

금융중개기능이 경제 정책을 시행하는데 중요한 역할을 담당하기 때문에 금융중개기능이 원활하게 작동할 수 있도록 정책당국의 다양한 노력이 시행되게 된다. 이러한 이유로 은행은 상업적 기능과 함께 공공적 성격을 함께 갖게 되는 것이다.

결국 경기부양정책이 실시될 경우 은행은 이익이 늘어날 수도 있겠지만 공공성이 강조될 수도 있을 것이다. 은행은 양적인 성장을 통해서 이익창출 능력이 높아지는 긍정적인 영향을 받게 될 것이다. 하지만 정책 추진 과정에서 이익이 발생하는 경우 은행의 이익이 은행 자체 노력에 의한 것만이 아닐 수 있을 것이다. 이러한 이유로 은행은 어느 정도의 공공적인 역할을 피할 수 없을 것이다.

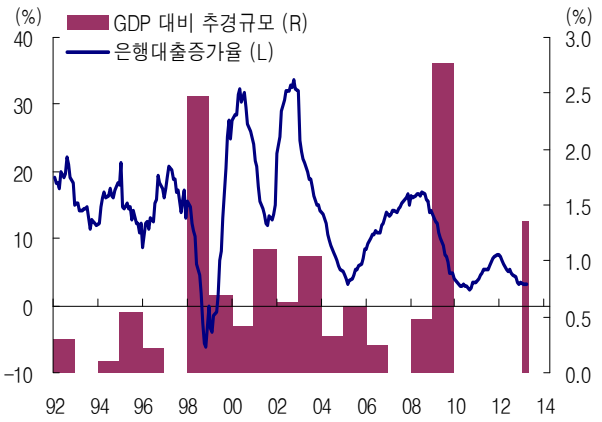
은행이 경기부양정책의 수혜를 볼 것이라는 데에는 이견이 없을 것이다. 하지만 그 크기는 은행이 금융중개기능에서 어느 정도의 위상을 차지하고 있는가에 따라 달라질 수 있을 것이다. 또 다른 측면에서는 공공성이 얼마나 강조될 것이고 상업성과 어느 선에서 절충점을 찾게 될 것인가에 따라서도 은행의 정책 수혜 정도가 결정될 것이다.

그림 22. 은행 대출 증가율과 명목GDP성장률 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 경기부양 정책과 은행 대출 증가율 추이



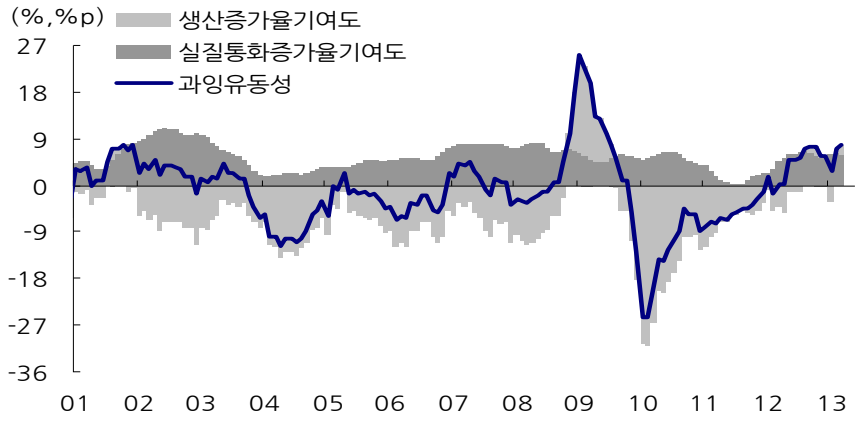
자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

■ 금융중개기능과 은행

둘째, 경기 부양 노력으로 경기가 활성화될 경우 은행이 수혜를 볼 수 있을 것으로 보이는데 그 정도는 은행이 금융중개기능이라는 역할을 수행하는 데 어느 정도 기여하고 있는가에 따라 결정될 것이다. 즉 경기 활성화가 은행 대출 성장세 회복의 전제 조건이 된다면 은행을 통한 금융중개기능의 회복은 정부 정책 실시에 따른 은행의 수혜 정도를 확대시키는 요인이 될 것이다.

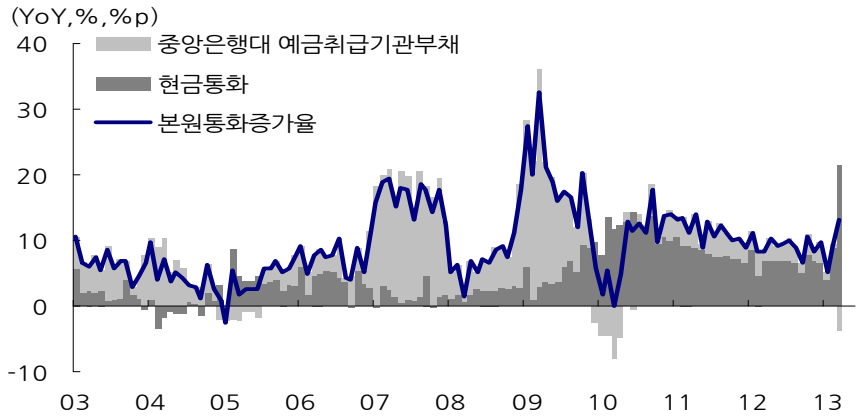
시중유동성은 풍부한 상황이다. 실물경제 상황에 비해 실질통화공급이 풍부하게 이루어지고 있기 때문이다. 또한 통화당국의 완화적인 통화정책 기조가 유지되고 있기 때문이라고 할 수 있다. 본원통화 증가율을 보면 글로벌 위기 이후 현금통화를 중심으로 안정적인 증가세가 지속되고 있다. 시중유동성이 풍부한 상황이지만 금융중개가 원활하지는 않은 것으로 판단된다. 특히 은행의 역할이 많이 약화된 것으로 보여 현 상황에서는 은행의 경기부양정책에 따른 수혜 정도가 크지 않을 가능성이 있다.

그림 24. 과잉유동성 증가율과 구성 요소 기여도 추이



자료: 한국은행, 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 본원통화증가율과 구성요소 기여도 추이



자료: 한국은행, 통계청, KDB대우증권 리서치센터

통화승수를 통해서 통화창출 능력을 살펴 보면 협의의 통화(M1), 광의의 통화(M2) 기준 통화승수는 완만하게 하락하고 있는 반면 금융기관유동성(Lf) 기준 통화승수는 횡보하고 있다. 본원통화 공급이 꾸준하게 이루어지고 있는데 M1과 M2 증가로 파급되는 정도가 약화되고 있음을 의미한다.

이는 Lf, M1, M2 기준 통화승수 간 격차를 비교해 보면 금방 파악할 수 있다. Lf와 M2 기준 통화승수에서 M1 기준 통화승수를 차감한 비율은 하락하고 있다. 이와 다르게 Lf 기준 통화승수에서 M2기준 통화승수를 차감한 비율은 하락하지 않고 횡보하고 있다.

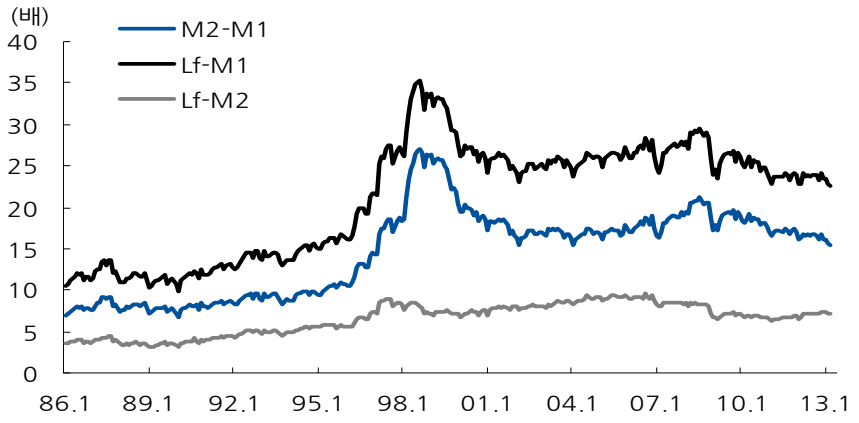
이는 통화승수가 전반적으로 하락하고 있지만 Lf기준 통화승수 하락속도가 상대적으로 빠르지 않다는 것을 보여 주는 것이다. 통화지표 구분에 있어서 M2까지가 은행의 비중이 높다는 점을 고려할 때 은행의 금융중개기능 위상이 약화되고 있다는 의미를 갖는다.

금융기관유동성(Lf) 증가율을 금융상품별로 구분해서 살펴보더라도 은행의 역할이 약화되었음을 알 수 있다. 은행관련 상품이 유동성 증가에 기여하는 비율이 낮아진 반면 비은행 금융기관 관련 상품의 기여도는 높아졌기 때문이다.

통화 및 유동성 지표별 구성 내역을 보면 현금통화, 요구불예금, 수시입출식 예금은 협의통화(M1)를 구성하고 광의통화(M2)에는 M1에 정기예적금, 시장형금융상품, 실적배당형금융상품, 기타 예금 및 금융채가 포함된다. 금융기관유동성(Lf)에는 M2에 2년이상 장기금융상품, 생명보험 계약준비금 및 증권금융예수금 등이 포함된다.

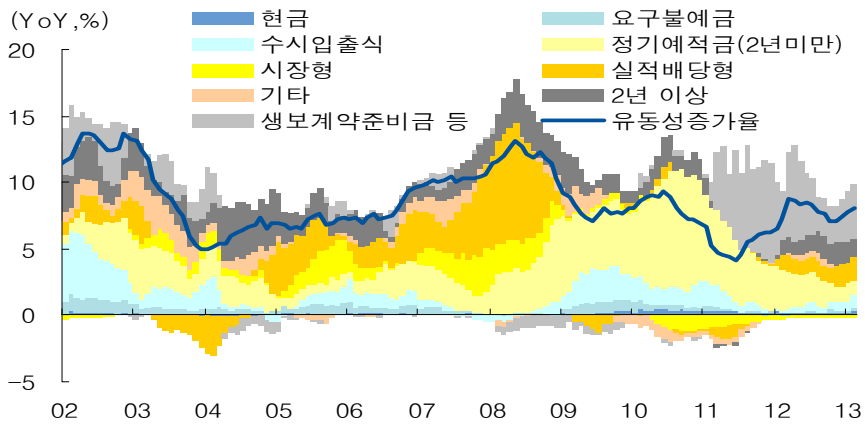
이러한 구성 내역을 참고로 하여 최근 금융기관 유동성 증가 기여도를 보면 M1과 M2 관련 기여도가 낮아진 반면 Lf에서 M1과 M2에 해당되는 부분을 제외한 부문의 증가 기여도가 상승하였음을 알 수 있다. 동 부분은 2년 이상의 금융상품, 보험계약준비금, 환매조건부채권매도, 장단기 금융채, 고객예탁금 등이 포함되어 있다. 결국 유동성 증가율이 최근 상승하게 된 데에는 은행보다는 비은행의 역할이 더 컸다고 할 수 있을 것이다.

그림 26. 통화승수간 격차 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 금융기관유동성 증가율과 상품별 기여도 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

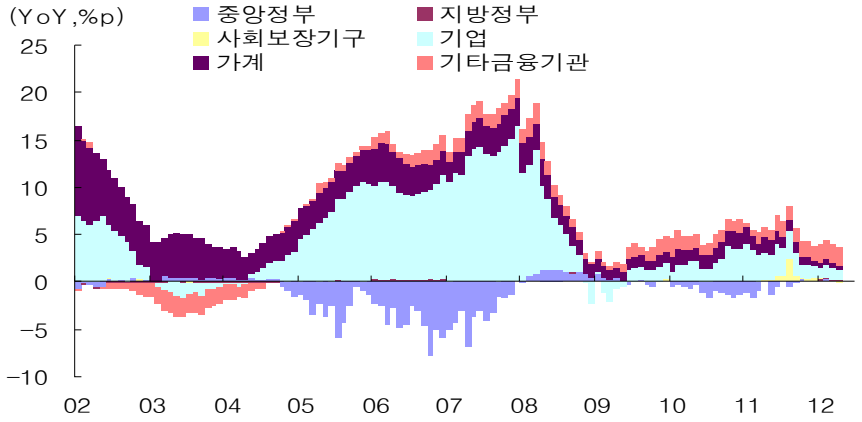
예금취급기관의 통화 공급 경로를 살펴보면 은행의 역할이 회복될 필요가 있음을 알 수 있다. 신용공급 증가율은 글로벌 위기 이후 하락하였는데 기업부문에 대한 신용공급이 위축되면서 나타났다. 가계에 대한 신용공급은 글로벌 위기 발생 이전에 위축되기 시작하였기 때문에 기업에 대한 신용공급 위축이 신용공급이 원활하지 않았던 주된 이유라고 할 수 있다.

2010년 이후 기업 부문으로의 자금 공급이 늘어나기도 했지만 주로 대기업으로의 자금 공급이었던 것으로 보인다. 향후 경기부양정책이 실효성을 얻기 위해서는 기업으로의 자금 공급에서 은행의 역할이 강조될 필요성이 있다는 판단이다.

하지만 은행의 금융중개기능은 회복되면서 정책의 수혜 정도는 커질 것이다. 과거 은행의 금융중개기능에 대한 의존도가 높았고 현재 위상 약화는 일시적일 가능성이 큰 것으로 보이기 때문이다. 현재 금융중개기능에서의 위상 약화는 이전 정부가 은행의 가격 결정 기능을 제약함에 따라 발생한 것이라고 판단되어 가격 결정 기능이 복원된다면 금융중개기능 회복이 가능해 보이기 때문이다. 다른 측면에서는 은행의 금융중개기능이 회복이 경기부양정책 효과 극대화의 전제조건이기 때문이다.

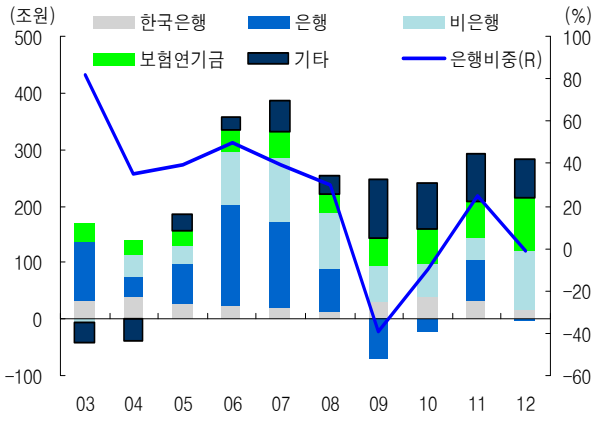
경기 부양 정책이 경기를 자극하고 이로 인해 은행의 대출 공급이 활성화되면서 경기부양정책의 효과가 더욱 크게 나타날 것이다. 경기부양 노력과 함께 은행의 금융중개기능이 회복될 것으로 보여 은행의 수혜 정도는 커질 것으로 예상된다. 은행 대출 성장은 상반기보다는 하반기가, 2013년 보다는 2014년이 더 확대될 것으로 보인다.

그림 28. 금융기관의 경제주체에 대한 자금공급 증가율 추이



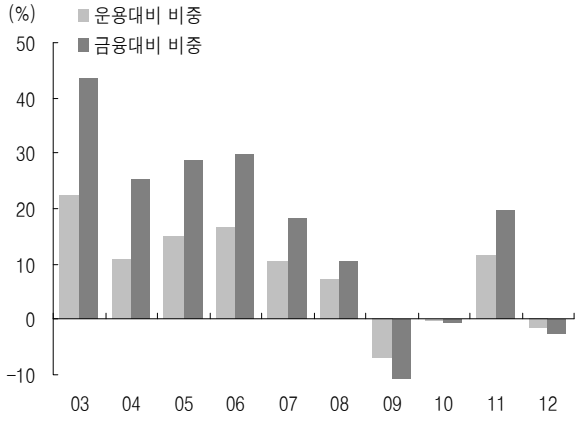
자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 자금순환상에서의 금융기관별 자금운용 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 자금운용에서 일반은행이 차지하는 비중 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

■ 공공성과 상업성의 조화

셋째, 은행의 공공성은 정부 정책에 의한 은행의 수혜 정도를 가늠해 볼 수 있는 요인이라고 할 수 있을 것이다. 은행의 공공성이 강조되는 분위기라면 정부 정책에 따른 수혜가 제한될 수 있을 것이다. 공공성이 강조될 경우 사회적 책임이라는 측면에서 은행의 수익성이 극대화될 수 있는 상업성이 강조되기 어려울 것이기 때문이다. 이에 반해 상업성이 충분하게 인정되는 분위기라면 대출 성장과 함께 순이자마진 확보도 가능할 것이기 때문에 정책 실시에 따른 은행의 실익은 크다고 할 수 있을 것이다.

최근 들어 국내뿐 아니라 글로벌하게 은행에 대한 공공성이 강조되고 있다. 과도한 레버리지, 무리한 투자에 따른 후유증으로 글로벌 경제의 침체 및 금융 시스템 위기를 겪게 되면서 은행의 공공성이 강조되는 경향이 나타나고 있다. 이미 미국, 영국 등 선진국에서는 은행에 대한 규제 강화 조치가 시행되고 있고 이러한 분위기는 세계적으로 보편화되고 있다.

은행의 공공성은 금융중개기관으로서 역할을 충분히 하는 것에서 출발한다. 통화정책의 전달 경로에서 은행의 금융중개기능은 중요하다. 이러한 관점에서 은행이 자금공급을 적절하게 실시하는 것이 통화정책의 목적 달성에 기여를 하는 것이다. 이는 경기 회복의 속도나 경기 변동 폭을 줄이는데 기여할 수 있는 부분이다. 이러한 이유로 위급한 상황이 벌어질 경우를 대비해서 은행에 정책당국의 암묵적인 보증이 존재한다고 할 수 있다. 이로 인해 은행이 공공성에서 완전히 벗어나기 어려운 것이다.

또한 적정한 신용 평가를 통해 대출 시장에서의 적정한 가격을 결정하고 이를 통해 통화정책당국의 정책 결정에 중요한 정보를 제공하게 될 것이다. 이는 다시 통화정책을 결정하는데 일부 기여하게 될 것이다. 예컨대 시장의 신용위험을 감안한 대출 가격이 결정된다면 이를 통해 정책금리의 목표 수준을 결정하는데 도움이 될 수 있다는 것이다. 이렇게 통화 공급의 전초기지로서 은행의 역할이 존재하기 때문에 은행과 공공성을 분리해서 보기 어려울 것이다. 글로벌 위기 발생은 이러한 논리를 더욱 강화시키는 계기가 되었다.

여기에 경제적 충격을 어느 정도 흡수하는 역할을 하는 것도 은행의 공공성이라고 할 수 있을 것이다. 국내 경제는 소규모개방경제라고 할 수 있다. 이는 대외 충격에 취약할 수 있는 경제 구조이다. 이에 대내외 충격에 대해서 어느 정도 완충 장치를 보유할 필요가 있다. 이러한 완충장치를 전적으로 정부가 담당할 수 없기 때문에 완충장치로서 은행의 역할이 어느 정도 강조될 수 있을 것이다. 대내외 충격시 은행이 완충장치 역할을 어느 정도 해 줄 수 있다면 경기의 변동성을 줄일 수 있을 것이다. 이러한 관점에서도 은행의 공공성을 완전히 무시할 수는 없을 것이다.

그림 31. 은행 공공성의 역할

자료: KDB대우증권 리서치센터

은행의 공공성은 피할 수 없는 것이지만 과도하게 강조될 경우 은행의 수익성이 악화되거나 부실대출이 늘어나면서 안정성이 나빠질 수 있을 것이다. 이는 공공성이 지나치게 강조되면 당초 공공성이라는 은행의 기본적 성격을 달성하기 어려울 수 있다는 의미를 갖는다. 공공성은 적절한 수준에서 강조될 필요가 있다는 것이다.

이를 보다 세부적으로 살펴 보면 다음과 같다.

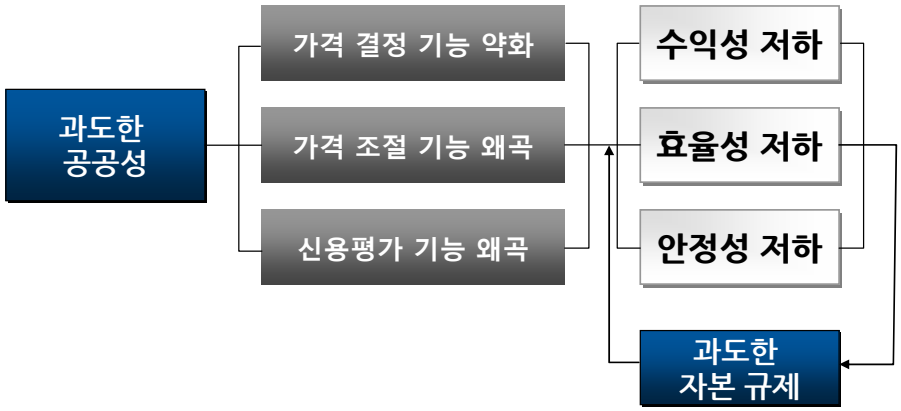
첫째, 은행의 수익성 확보가 제한될 수 있다. 공공성이 강조될 경우 경제 주체들간의 고통 분담 차원에서 대출 금리가 결정될 가능성이 있다. 또한 대출 금리에 대한 사회적인 압력이 강화될 수 있고 은행은 순이자마진 확보가 어려울 것이다. 이는 이전 정부에서 강조되었고 이로 인해 은행 순이자마진은 큰 폭으로 하락하였다. 대출뿐 아니라 수신금리 결정에 있어서도 공공성이 강조되다 보면 시장금리의 하락 추이가 즉각적으로 수신금리에 반영되기 어려워 순이자마진 하락을 방어하기 어려워질 수 있을 것이다.

둘째, 신용할당이라는 자원배분의 효율성을 높일 수 있는 수단이 제한될 수 있다. 신용할당이란 시장금리가 가격 조정 기능을 수행하지 못할 때 정책당국이 신용 배분에 적극적으로 개입하는 것을 말한다. 그런데 최근까지의 상황은 대출 공급에 대한 정책당국의 적극적인 관여가 아니라 대출 금리 결정 과정에서 시장 기능보다는 공공성이 강조되면서 신용공급이 제한되는 현상이 나타났다고 할 수 있다. 정책당국이 신용의 원활한 공급에 적극적으로 개입하는 것이 아니라 가격을 통제함에 따라 은행의 신용공급 과정에 왜곡이 발생하였다고 할 수 있다.

셋째, 공공성의 지나친 강조는 안정성 악화의 원인이 될 수 있다. 대출 실행시 공공성이 강조될 경우 신용위험 관리가 느슨해지면서 향후 대손 비용이 높아질 수 있을 것이다. 특히 공공성이 강조되면서 위험이 대출 금리에 반영되지 못할 경우 향후 발생하는 대손 비용을 감당하기 어렵게 될 것이다. 이는 부실 증가로 이어져 은행의 안정성이 떨어지는 원인이 될 것이다.

넷째, 공공성이 강조될 경우 안정성이 떨어질 수 있기 때문에 평소에 자본 규제가 강화될 수 있다. 자본규제 강화는 수익성에도 부정적인 영향을 미칠 수 있는데 앞에서 살펴본 바와 같이 수익성이 저하되면 공공성 측면에서도 부정적인 요인이 될 수 있다. 또한 자본 규제 강화에 의한 레버리지 규제는 은행의 대출 성장을 저해하는 요인이 될 것으로 보이는데 이는 원활한 자금 공급을 제약하는 원인이 될 것이다.

그림 32. 과도한 공공성에 따른 영향



자료: KDB대우증권 리서치센터

이상에서 살펴 본 바와 같이 은행은 공공성과 상업성이라는 특성을 동시에 보유하고 있어 두 특성이 적절하게 조화될 필요가 있다. 적절한 조화를 이루지 못할 경우 공공성과 상업성 모두를 달성하지 못할 수도 있기 때문이다.

상업성과 공공성의 상호작용에 대해서 살펴보기 전에 생각해 봐야 할 것은 공익성이다. 은행의 공공성에 대한 논의를 살펴보면 개념상 공공성과 혼재되어 있는 것이 공익성이다. 은행의 공익성은 은행의 이익이 경제주체들의 고통이 될 수 있다는 점에서 은행이 벌어들이는 이익의 일정부분을 공익적인 목적으로 지출할 필요가 있다는 것이다. 은행의 공공성이 강조되고 있다는 것에는 공익성도 포함되어 있다고 할 수 있다. 따라서 은행의 상업성과 공공성, 그리고 공익성과 안정성간의 상호 관계를 살펴볼 필요가 있다.

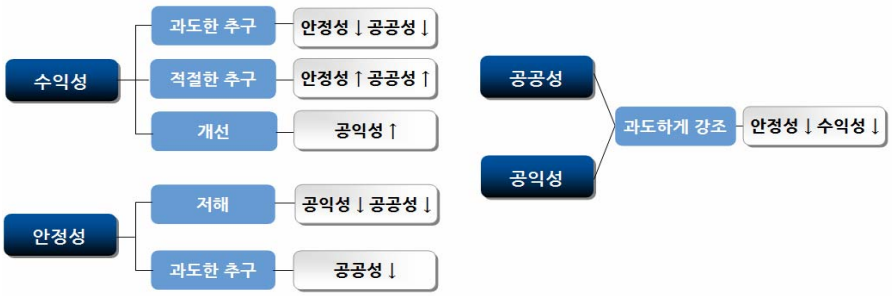
수익성 측면에서는 수익성이 과도하게 추구되면 안정성과 공공성을 저해할 수 있을 것이다. 그러나 적절히 추구된다면 안정성과 공공성에 긍정적일 것이다. 향후 수익성이 개선된다면 사회적 책임을 수행하는데 필요한 재원 마련이 용이해지기 때문에 공익성이 제고될 수 있을 것이다. 앞에서 언급했듯이 공공성이 지나치게 강조될 경우에는 수익성에 부정적 영향을 미치게 되어 은행의 안정성도 하락하게 될 것이다.

안정성 측면에서는 안정성이 저해될 경우 공공성과 공익성을 저해할 수 있을 것이다. 안정성이 과도하게 추구될 경우 공공성이 저해될 수 있을 것이다. 공공성이 과도하게 강조되면 부실대출이 늘어날 수 있어 안정성을 저해할 수 있을 것이다. 이와 마찬가지로 공익성이 과도하게 강조되면 수익성이 저해되면서 안정성에도 좋지 않은 영향을 미칠 수 있을 것이다.

결국 상업성과 공공성은 상충관계라기 보다는 적절하게 추구될 경우 상호 선순환이 나타날 수도 있을 것이다. 상업성이 적절하게 추구될 경우 이익이 증가하게 되어 안정성이 높아지게 되면 공공성과 공익성이 높아질 수 있을 것이기 때문이다.

또한 리스크 관리 능력과 적정한 가격 결정 기능을 갖추고 있다면 금융 소외계층에 대한 대출을 늘림으로써 새로운 수익원 확보라는 상업성과 공공목표 달성이라는 공공성을 동시에 달성할 수도 있을 것이다.

그림 33. 상업성과 공공성, 그리고 공익성과 안정성 간의 관계



자료: KDB대우증권 리서치센터

결국 은행의 상업성과 공공성에 대한 논의에서 다음과 같은 시사점을 찾아 볼 수 있을 것이다.

첫째, **은행의 공공성이 강조되는 것은 금융기관의 본연의 역할에 충실해야 한다는 점과 함께 공익적 활동을 확대하라는 요구**라고 할 수 있다. 은행 본연의 업무를 충실하게 수행하는 과정에서 상업성을 어느 정도 확보할 수 있도록 하는 것이 합당한 방향이라고 할 수 있을 것이다. 이러한 방향을 유도하기 위해서는 적정한 가격결정 기능의 회복이 필요하다. 이와 함께 가격 결정 체계의 투명성을 확보함으로써 결정된 가격에 대한 사회적 합의를 이룰 수 있는데 대출과 수신 금리에 대한 공시 의무화 등이 이미 시행되고 있거나 시행될 예정이다.

둘째, **극단적인 공익성과 극단적인 상업성의 중간적인 관점에서 사회공헌활동의 지속적인 확대가 필요**할 것이다. 사회공헌활동은 공공성과 상업성의 양면적 속성 사이에서 중간점을 찾는 방안이라고 할 수 있다. 최근까지 대부분 은행들은 이미 사회공헌활동을 지속하고 있는데 현재 기조를 유지하는 가운데 새로운 전략적 노력도 필요할 것이다. 이미 한국의 경우 미국이나 일본에 비해 사회공헌지출 비중이 높은 것으로 알려져 있다.

표 2. 한미일 사회공헌지출 현황 (%, 개)

구분	한국		미국	일본
	기업	은행	기업	기업
매출액 대비	0.24 (218)	0.27 (22)	0.11 (183)	0.09 (401)
경상이익 대비	3.16 (214)	4.71 (22)	- -	1.81 (373)
세전이익 대비	3.03 (214)	6.25 (22)	0.91 (183)	2.08 (356)

자료: 금융연구원, 은행의 상업성과 공공성 조화, 노형식

셋째, **공공성과 함께 공정성이라는 부분도 중요**할 것이다. 공정성은 금융 기회의 평등, 금융소비자 보호 등으로 설명할 수 있다. 금융 소외계층의 해소, 금융기관과 금융소비자 간의 정보의 비대칭성 등을 해소하려는 노력이 필요할 것이다. 은행과 고객 간의 관계에 있어서 지위 상 불균형이 존재한다는 점에서도 공정성의 문제가 대두될 수밖에 없을 것이다.

예컨대 기회의 확대라는 측면에서 보면 금융소외계층에 대한 대출 공급 방안 마련 등은 상업성과 공정성, 공공성이 동시에 충족될 수 있는 방안이라고 할 수 있을 것이다. 이러한 노력의 일환으로 대부분의 은행들은 저축은행 인수를 통해 금융소외계층에 대한 금융서비스 제공을 할 발판을 마련하고 있다고 할 수 있다.

표 3. 공공성, 공익성, 공정성 비교

구분	개념	발생시점	규율체계
공공성	금융회사의 기능에 내재된 공공적 성격과 법적으로 그 기능을 보장하고 규율하는 데서 생기는 공적인 책임	영업전	인허가
공익성	사회구성원 공동 이익의 향상을 위해 기여하는 것을 의미하며 사익의 상대 개념	영업후	시장규율
공정성	시장지배력 남용, 금융회사의 소비자 대비 우월적 지위에서 생기는 효율성 저하 방지, 소비자간의 금융기회의 평등	영업중	영업행위규제

자료: 금융연구원, 은행의 상업성과 공공성 조화, 노형식

■ 단기적으로 경기부양정책의 수혜 가능, 중장기적으로 공공성과 상업성 조화 필요

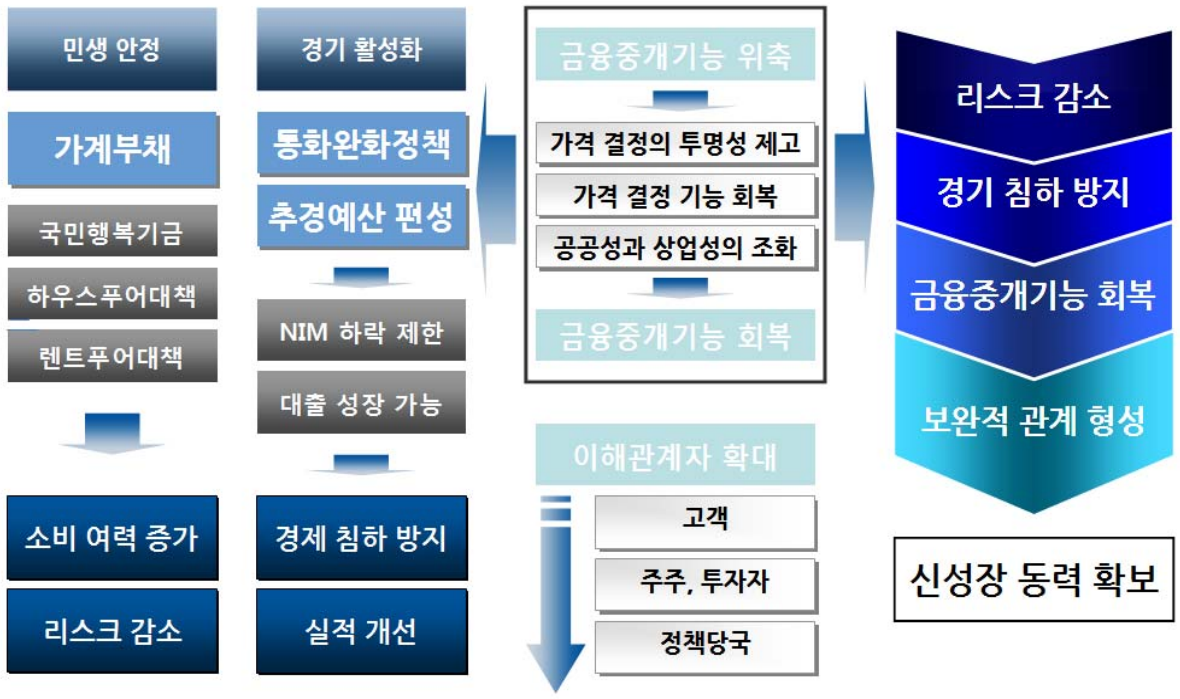
이상을 종합해 보면 하반기 경기부양 노력이 본격화되는 상황에서 은행의 수혜를 기대해 볼 수 있을 것이다. 공공성이 강조되고 있지만 이전 정부에서와 같은 형태의 공공성이 강조되는 것은 아니라고 판단된다. 경기 부양을 위해서는 은행의 금융중개기능이 활성화될 필요가 있고 금융중개기능의 회복이 공공성 강화라고 할 수 있기 때문이다. 또한 금융중개기능이 회복되기 위해서는 가격 결정의 투명성이 확보된 가운데 가격 결정 기능의 회복이 전제될 필요가 있기 때문이다.

중장기적인 관점에서는 공공성은 상업성과의 조화를 이루는 정도에서 강조될 것으로 보인다. 과도한 공공성 강조가 경기부양과 효율적 자금 배분이라는 정책적인 목적에 부합하지 않는 것이기 때문이다. 따라서 적정한 상업성과 적정한 공공성이 추구되는 것으로 논의의 방향이 정리될 가능성이 높아 보인다.

금융당국의 생각도 이러한 방향이라고 할 수 있을 것이다. 경제 전체에서 일반은행의 역할은 성숙화된 기업에 대한 적절한 자금 공급 기능을 수행하는 이른바 금융중개기능에 충실한 것이라는 게 금융당국의 생각이라고 판단되기 때문이다. 결국 은행의 금융중개기능이 수행되는 과정에서 상업성과 공공성이라는 목표를 동시에 달성할 수 있도록 하는 것이 은행의 본질적인 역할이 될 것이다. 특히 정책금융기관에 대한 역할 재정립이 추진되고 있다는 점에서 시중은행에 과도한 공공성이 강조될 가능성은 점차 낮아질 것으로 보인다.

이럴 경우 은행과 관련된 이해 당사자는 주주, 고객에서 정책당국으로까지 확대될 것이다. 주주는 지분을 보유하고 있기 때문에 자본차익이나 배당을 수취하게 될 것이다. 고객은 예금이나 대출 상품 등을 구매함으로써 이득을 취하게 될 것이다. 정책당국은 은행과 금전적 거래가 없지만 정책적인 목표 달성을 위해 은행의 균형 잡힌 역할이 필요할 것이고 이 점이 은행의 공공성이 자리하고 있는 부분이라고 할 수 있다.

그림 34. 하반기 정책 방향과 은행업



자료: KDB대우증권 리서치센터

Valuation 및 투자전략

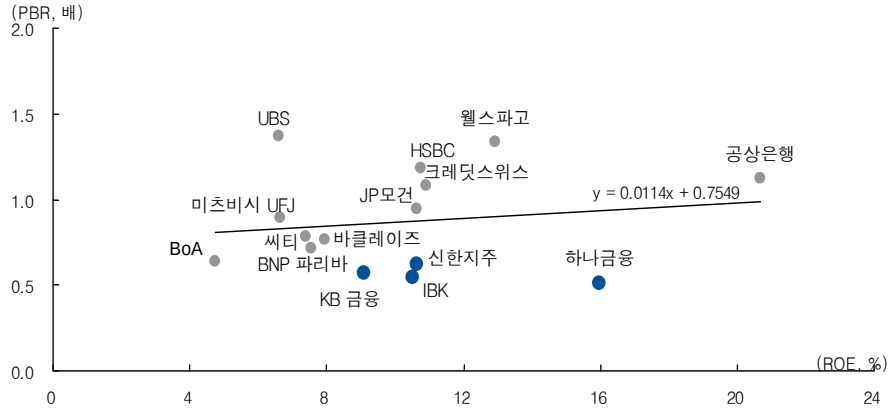
적정 Valuation 점검: 할인 받고 있다

앞에서도 언급했듯이 은행업 Valuation은 시장대비 할인받고 있다. ROE 수준을 볼 때 할인이 불가피하다고 할 수 있지만 시장대비 50% 정도 할인 받고 있는 것이 적정한 것이냐에 대해서는 생각해 볼 필요가 있을 것이다.

먼저 ROE-PBR 분석에 의해서 적정한 Valuation을 산출해 보면 0.8배 수준이 적정하다고 판단된다. 2013년과 2014년 은행업 평균 예상 ROE는 각각 6.6%와 7.0%로 추산된다. 여기에 무위험수익률을 3.0%, 베타 1.1, 리스크프리미엄 6.0%로 가정하면 9.6%가 자기자본비용률이 된다. 자기자본비용률로 12개월 Forward ROE를 나누어 보면 0.7배 정도가 적정한 PBR 수준이라고 할 수 있을 것이다. 만약 정책금리 인하를 반영하여 2.5%로 무위험수익률을 가정할 경우 자기자본비용률은 9.1%가 될 것이고 이 경우 적정 PBR은 0.8배 정도가 될 것이다.

둘째, 글로벌 은행주들의 Valuation과의 비교를 통해서 적정한 수준을 산출해 보면 0.8배 정도가 적정한 수준이라고 판단된다. 글로벌 주요 은행들의 ROE와 PBR을 그래프에 표시해 보고 ROE 6.6%를 대입해 보면 PBR은 약 0.8배 정도 된다. 현재 ROE 수준에서 국내 은행 상대적으로 할인 받고 있다고 할 수 있다. 할인 요인이 해소될 경우 PBR 0.8배 정도까지의 Valuation 회복을 기대해 볼 수 있을 것이다.

그림 35. 국내 은행과 글로벌 은행간 ROE대비 PBR 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

셋째, 역사적인 관점에서 Valuation을 추산해 보더라도 0.7~0.8배 수준의 PBR은 인정될 수 있을 것이다. 글로벌 위기가 발생했던 2008년 말, 2009년 초 은행업종 PBR은 12개월 Forward 기준으로 0.4배 수준까지 하락하였다. 이는 외화 유동성 위험이 제기되었고 대규모 부실 발생에 따라 증자가 불가피했기 때문이다. 그 당시와 현재를 비교해 보면 위험 수준이 상대적으로 줄었다고 할 수 있을 것이다. 외화유동성 위험 발생 가능성은 하락했고 자본 적정성은 크게 개선되었다. 또한 그동안 부실처리가 지속됨에 따라 신용사건이 대규모로 발생할 가능성도 낮아졌다.

그렇다면 PBR 0.4배 보다는 주가가 높아져야 할 것이다. 또한 증자 이슈 해소 이후 하방이 0.5~0.6배에서 형성되었기 때문에 Valuation 바닥은 0.5~0.6배로 보는 것이 더 합당할 것이다. 이젠 현 상황에서 역사상 인정이 가능한 Valuation 수준을 생각해 볼 필요가 있다. 글로벌 위기 이전 은행 실적이 정체되기 시작할 때 Valuation이 0.7~0.8배 정도였음을 감안할 때 현재 상황에서 인정 가능한 Valuation 상한도 그 정도 수준이라고 할 수 있을 것이다.

넷째, 과거 일본의 은행업종 Valuation과 비교해 볼 경우 시장대비 20~30% 정도의 할인이 적정해 보인다. 현재 국내 은행업종은 PBR 기준으로 시장대비 50% 이상 할인 받고 있다. 장기간 저성장 구조에 진입했을 때 일본 은행업 할인율이 20~30% 였음을 고려하면 국내 은행의 경우도 시장대비 20~30% 할인이 적정하다고 할 수 있을 것이다. 이에 따라 시장 예상 PBR이 1.2배 임을 고려하면 은행업종의 적정 Valuation은 PBR 0.7~0.8배라고 할 수 있을 것이다.

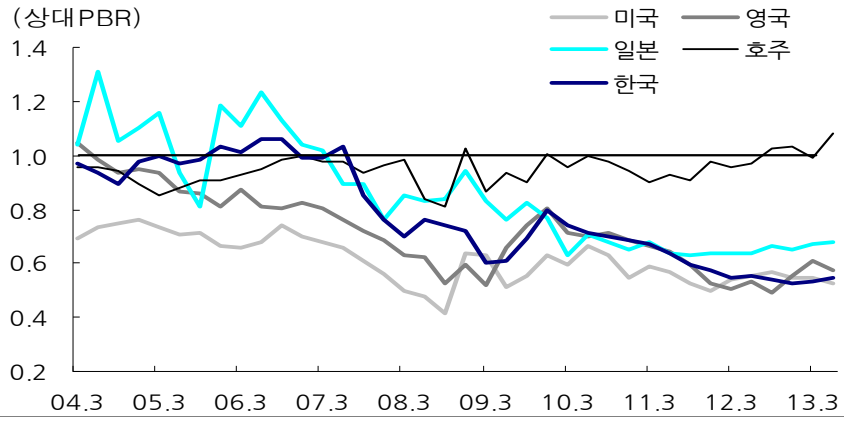
그림 36. 12개월 Forward PBR 추이

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 37. 12개월 Forward PER 추이

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 38. 선진국 은행업종 시장대비 PBR 추이



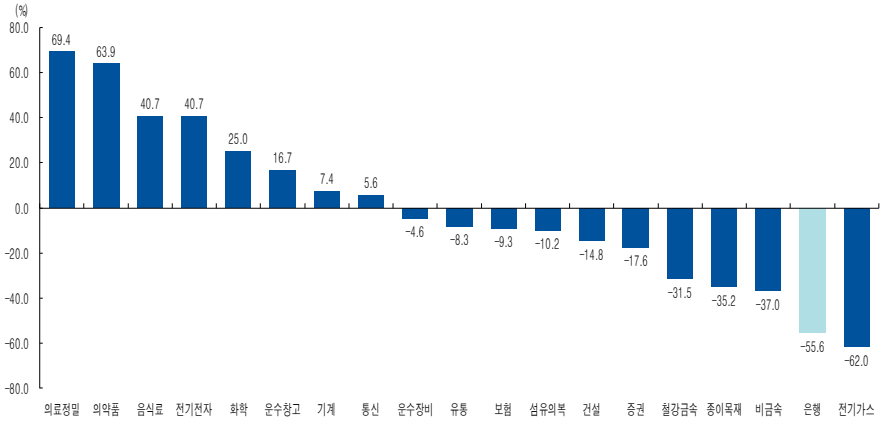
자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

할인 해소를 위한 몇가지 조건

현재 Valuation이 할인받고 있다면 할인 요인이 해소될 수 있는 조건에 대해 생각해 볼 필요가 있다. 몇가지 생각해 볼 수 있는 것은 다음과 같다.

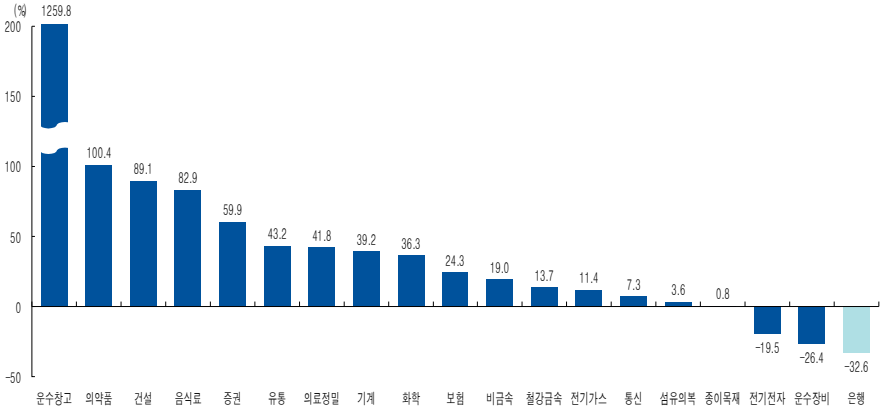
국내 은행업종은 시장대비 할인을 받고 있다. 은행업종과 시장과의 Valuation을 비교해보면 은행업종에 대한 할인율은 PBR 56%, PER 33% 정도로 타업종대비 높은 할인을 받고 있다는 것을 확인할 수 있다. PER 기준으로 보더라도 PBR을 비교할 때보다는 할인율이 줄어들기는 하지만 타업종대비 낮은 편이라고 할 수 있다.

그림 39. 업종간 시장대비 할인율 비교(PBR 기준)



자료: Quantiwise, KDB대우증권 리서치센터, 은행 당사 추정치, 타업종 WiseFN 기준

그림 40. 업종간 시장대비 할인율 비교(PER 기준)



자료: Quantiwise, KDB대우증권 리서치센터, 은행 당사 추정치, 타업종 WiseFN 기준

첫째, 펀더멘털 측면에서 실적의 가시성이 제고될 필요가 있다. 은행의 분기별 순이익 추이를 보면 어느 정도의 순이익이 경상적인 수준인지 육안으로 식별하기 어렵다. 일회성 성격의 손익 요인이 다양하게 발생하고 있기 때문이다. 일회성 요인을 제외하고 나서 순이익 흐름을 보면 그런대로 경상적인 수준의 이익 추이를 확인해 볼 수 있다. 참고로 순이자마진 하락과 성장 부진으로 경상적인 순이익은 완만하게 감소해 왔다고 할 수 있다.

일회성 성격의 손익 요인을 크게 구분해 보면 유가증권 관련 손익, 일회성 성격의 충당금 적립, 일시적인 판매관리비 지급 등이다. 특히 IFRS 회계 기준 도입 이후 유가증권 관련 손익이 늘었다고 할 수 있다. 유가증권 관련 손익은 시장 상황에 연동되는 것이기 때문에 시장 상황이 안정될 경우 손익에 미치는 영향도 줄어들게 될 것이다. 판매관리비는 계절성이 있는 것이므로 어느 정도 예측이 가능할 것이므로 실적의 가시성에 큰 영향을 주는 요인은 아니라고 할 수 있다.

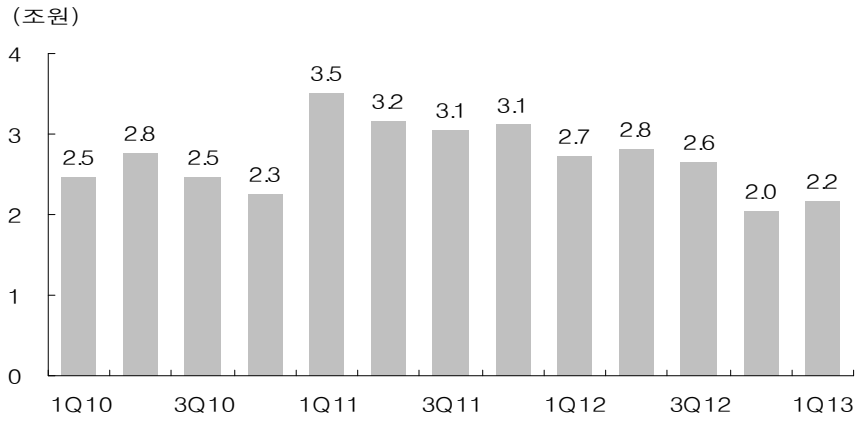
결국 충당금 적립 부담이 안정될 경우 이익의 가시성은 상당히 높아질 수 있다는 판단이다. 충당금 적립 부담이 안정된다는 것은 신용사건 발생에 의한 일회성 성격의 충당금 적립 건수나 규모가 줄어들어야 함을 의미한다. 이는 하반기 이후 충분히 가능하다는 판단이다.

상반기 중으로 부실 발생 가능 기업에 대한 상시 구조조정이 추진될 것이다. 이 경우 향후 발생할 수 있는 충당금 적립 부담도 줄어들게 될 것이다. 정책당국이 금융시장 불안정성 해소와 하반기 경기 회복을 위해 상반기 구조조정을 보수적인 관점에서 실시하겠다는 입장을 밝히고 있는 점도 하반기 이후 일시적인 충당금 적립 요인 발생이 줄어들면서 실적의 가시성이 높아질 수 있는 배경이 될 것이다.

둘째, 정책적인 측면에서 경기 부양 정책이 본격화되는 가운데 은행의 자금 중개 기능이 회복되는 경우이다. 앞에서 언급했듯이 은행의 자금중개기능은 그동안 위축되어 왔다. 이유야 어떻든 간에 자금중개기능에서의 은행의 역할이 위축되었던 점은 은행의 수익창출 능력 저하라는 측면에서 부정적인 영향을 미칠 수 밖에 없는 것이었다.

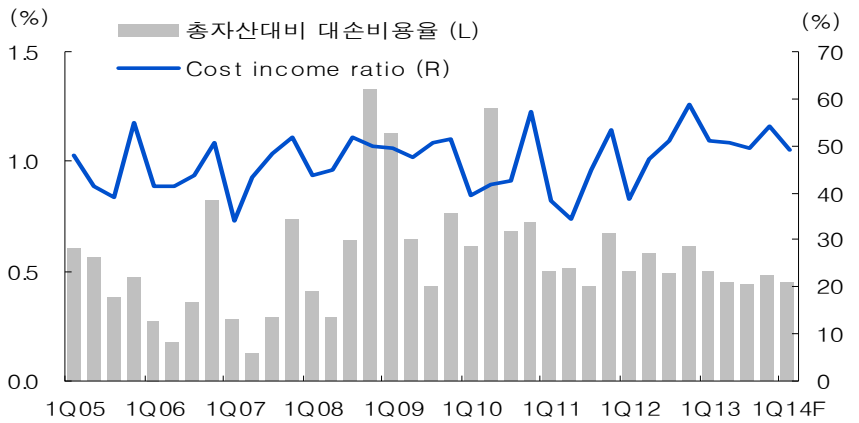
은행의 금융중개기능 강화는 은행 자체적인 노력도 중요하겠지만 외부적인 요인이나 정책의 역할이 중요할 것이다. 경기 부양 의지가 강화되고 있고 이에 부응하여 통화당국도 정책금리 인하를 단행하였기 때문에 은행으로서는 경기 회복 흐름에서 대출 공급을 통해 자금중개 기능 회복을 기대해 볼 수 있을 것이다.

그림 41. 은행 분기별 순이익 추이(일회성 요인 제외시)



자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

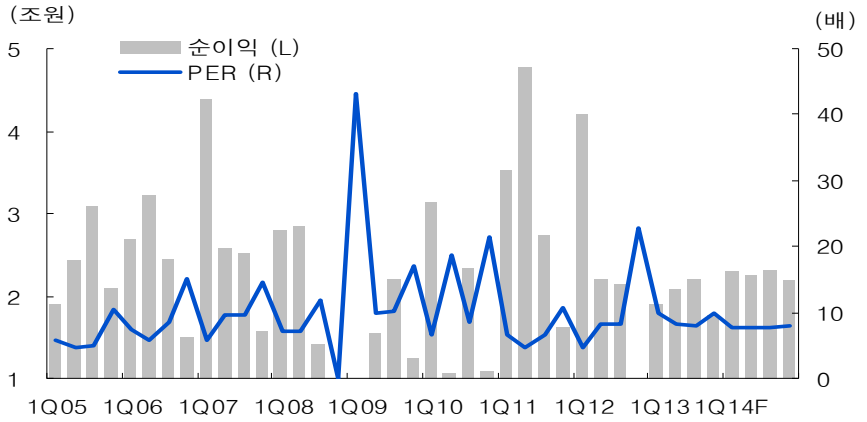
그림 42. 은행 대손율과 Cost income ratio 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

이는 성장이 어느 정도 재개될 수 있는 부분이므로 은행의 수익창출 능력의 확대와 이에 따른 Top line 회복의 동력이 될 것이다. 그동안 실적 개선이 정체되었던 흐름에서 벗어날 수 있는 계기가 될 것이다. 이 경우 실적 개선에 따라 P/E Valuation 측면에서 주가가 낮아 보일 것이다. 그동안 PBR 측면에서 저평가 매력이 있지만 PER 관점에서 저평가 매력이 부각되지 않을 수 있었던 상황이 반전될 수 있는 근거가 될 수 있을 것이다.

그림 43. 은행 순이익 추이와 P/E 추이

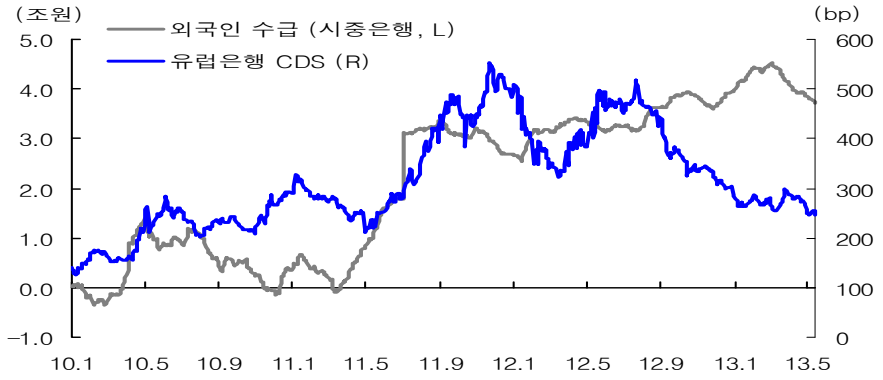


자료: 각 은행, KDB대우증권 리서치센터

셋째, 대외 불확실성 제고 차원에서 유럽 문제의 해결과 글로벌 경기 회복세가 가시화될 필요가 있을 것이다. 글로벌 경기가 회복될 경우 환율 문제 등에 의한 우려가 해소될 수 있다. 실물 경제가 회복되면 가격에 의한 영향이 약해질 수 있기 때문이다.

또한 글로벌 유동성 측면에서는 은행과 관련된 외국인 수급 여건 개선이 가능할 것이다. 풍부한 글로벌 유동성이 국내 시장에 유입될 경우 저평가되어 있는 종목에 관심이 높아질 수 있을 것이다. 이러한 관점에서 국내 은행주에 대한 관심이 높아질 수 있을 것이다. 여기에 주가 측면에서 낮은 Valuation에 있기 때문에 국민연금의 10%룰 해제의 효과도 기대해 볼 수 있을 것이다.

그림 44. 유럽의 리스크 감소와 외국인 수급 추이



자료: Dataguide, Datastream, KDB대우증권 리서치센터

은행주 투자전략: 비중확대, 그동안 실망했던 종목에 관심을 높이자

은행업에 대해서는 비중확대 의견을 유지한다. 은행 관련 불확실성 해소가 계속해서 지연되고 있지만 앞에서 살펴본 바와 같이 하반기 들어서는 불확실성 해소가 가시화될 것으로 예상되기 때문이다. 이 과정에서 할인요인이 해소되면서 적정한 수준의 Valuation으로 회복될 수 있을 것으로 보인다.

하반기 이후 투자 유망 종목을 선별하는 기준은 그동안 실적이 부진했지만 최근 들어 Top line의 회복이 가능해 보이는 종목이라고 할 수 있다. 하반기 이후에는 경기 회복을 위한 정책적 노력이 진행될 것으로 보이고 순이자마진 하락세가 지속되지는 않을 것으로 예상된다. 또한 충당금 적립 부담 등 비용 부담 요인도 실적에 큰 부담을 주지는 않을 것으로 전망된다.

이러한 기준에 부합하는 종목은 하나금융지주, 기업은행, KB금융이라고 할 수 있다.

하나금융지주와 기업은행은 순이자마진 하락 폭이 타행대비 축소되고 있고 자산 성장세도 타행대비 양호한 모습을 보이고 있다. 이는 향후 Top line의 회복이 빠를 수 있고 경기 회복시 수혜 정도가 클 것으로 보인다. 이와는 다르지만 타행대비 순이자마진 수준이 높아 하반기 대출 증가가 가능할 경우 이익 개선 속도가 빨라질 가능성이 있는 은행도 투자 유망해 보인다. 여기에 해당하는 종목은 KB금융, DGB금융지주 등이다.

또 다른 관점에서는 가격 측면에서 매력도 중요한 투자 포인트라고 할 수 있을 것이다. 좋은 기업이지만 좋은 주식이 아닐 수 있기 때문이다. 현재 대우유니버스 내에서 저평가 되어 있다고 볼 수 있는 은행은 KB금융, 하나금융지주, 기업은행이라고 할 수 있다.

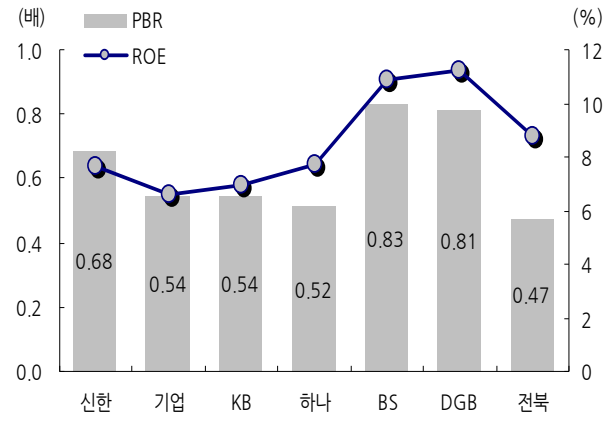
이러한 여러 기준을 적용해 볼 때 하나금융지주, 기업은행, KB금융이 투자 유망해 보인다. 이 중 Top pick은 하나금융지주를 제시하고 기업은행과 KB금융은 관심종목으로 제시한다.

표 4. 대우 유니버스 종목별 투자의견 및 목표주가 현황 (원, %, 배)

종목명	종목코드	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	목표PBR
하나금융지주	086790	매수, Top pick	53,000	36,650	44.6	0.7
기업은행	024110	매수, 관심종목	16,200	12,400	30.6	0.7
KB금융	105560	매수, 관심종목	51,400	36,850	39.5	0.7
신한지주	055550	매수	49,700	39,650	25.3	0.8
DGB금융지주	139130	매수	21,600	16,900	27.8	1.0
BS금융지주	138930	매수	19,100	15,200	25.7	1.0
전북은행	006350	매수	8,500	6,230	36.4	0.6

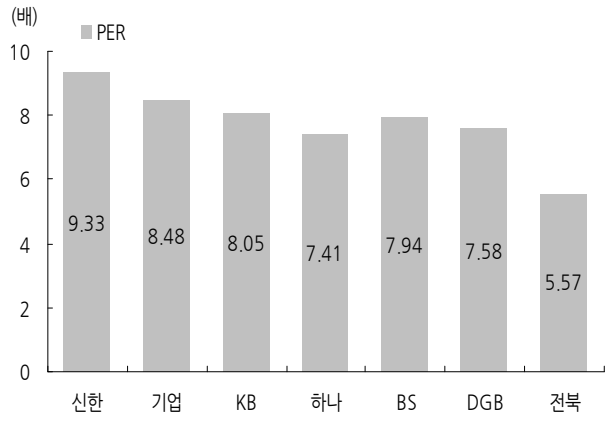
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 45. 종목별 ROE, PBR 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 46. 종목별 PER 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

하나금융지주 (086790/매수) 실적과 Valuation 복원

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 53,000원으로 1.3% 상향
- 투자포인트: 실적 개선 가능성, 저평가 매력, 부실 부담 크지 않음

기업은행 (024110/매수) 실적 바닥 다지기

- 투자의견 매수, 목표주가 16,200원 유지
- 투자포인트: 순이자마진 하락 둔화, 정책 수혜 가능, 낮은 Valuation

KB금융 (105560/매수) 성장 회복을 기대한다

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 51,400원으로 3.1% 하향
- 투자포인트: 안정된 자산건전성, 성장과 순이자마진 회복 가능, 정책 수혜 가능

하나금융지주 (086790)

실적과 Valuation 복원

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	53,000
현재주가(13/05/23,원)	36,650
상승여력	45%

영업이익(13F,십억원)	1,809
Consensus 영업이익(13F,십억원)	1,832
EPS 성장률(13F,%)	-25.0
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.6
P/E(13F,x)	7.4
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	1,969.19
시가총액(십억원)	10,625
발행주식수(백만주)	290
유동주식비율(%)	90.7
외국인 보유비중(%)	61.2
베타(12M,일간수익률)	1.35
52주 최저가(원)	30,100
52주 최고가(원)	41,550

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.5	13.5	0.1
상대주가	-3.2	10.4	-8.7

투자의견 매수 유지, 목표주가 53,000원으로 1.3% 상향

목표주가 산출은 12개월 Forward BPS에 PBR 0.7배를 적용하여 산출하였다. 목표주가를 상향한 것은 예상 ROE가 당초 예상보다 높아지는 점을 목표주가 산출에 반영하였기 때문이다. 2013년 예상ROE가 7.7%로 추정되고 있는 점을 고려하면 무리한 Valuation 적용은 아니라고 판단된다. 현재 Valuation은 12개월 Forward 기준 PBR 0.5배 수준이다.

투자포인트: 실적 개선 가능성, 저평가 매력, 부실 부담 크지 않음

첫째, **실적 개선 가능성이 높아 보인다.** 하나금융지주는 타행과 달리 순이자마진 하락세가 멈추면서 안정을 찾고 있다. 이에 따라 순이자이익 개선에 긍정적인 영향이 예상된다. 특히 영업력 회복을 통한 자산 성장 노력이 병행되고 있다는 점은 순이자이익이 감소세에서 증가세로 전환될 수 있는 근거가 될 것이다. 여기에 외환은행에 대한 지분율이 100%로 제고됨에 따라 외환은행과의 신용카드 부문에서의 시너지 창출이 가능할 것으로 보인다. 이로 인해 비은행 부문에서의 실적 개선 기여도가 높아질 수 있을 것으로 예상된다.

둘째, 현재 주가 수준은 **저평가되어 있다**고 할 수 있다. 앞에서 언급했듯이 하나금융지주 주가는 12개월 Forward 기준으로 PBR 0.5배 수준에 불과하다. 2013년 실적 개선이 가능해 보이고 외환은행 100% 자회사화를 통해 이익 수준이 개선될 가능성이 커 보이는 점에도 불구하고 여전히 낮은 Valuation을 받고 있다고 할 수 있다. 특히 2014년에는 ROE가 2013년에 비해 높아질 것으로 예상되어 Valuation 상승도 기대해 볼 수 있을 것으로 보인다. 향후 Valuation 상승은 실적 개선 추이가 가시화될 경우에 가능할 것으로 보이는데 2013년 하반기 중에는 실적 개선이 가시화될 것으로 보여 하반기에는 저평가 매력이 충분히 부각될 수 있을 것으로 보인다.

셋째, **부실 부담이 커질 수 있으나 실제 부담은 크지 않을 것**으로 보인다. STX 그룹 관련 익스포져가 타행대비 많은 편이라고 할 수 있다. 하나은행보다는 외환은행이 보유하고 있던 채권이다. 그러나 STX에 대한 담보 등을 고려할 때 실제 손실로 이어지는 정도는 크지 않을 것으로 예상된다. 또한 여타 대기업 그룹에 대한 익스포져가 크지 않은 것으로 판단되고 과거 하나은행의 자산건전성 관리 능력 등을 고려할 때 향후에도 부실 발생에 따른 손실 규모가 크지 않을 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
총영업이익 (십억원)	3,885	4,419	7,233	6,592	7,018	7,252
충전영업이익 (십억원)	2,093	2,312	3,420	2,885	3,163	3,244
영업이익 (십억원)	1,281	1,732	1,981	1,809	1,990	1,994
세전순이익 (십억원)	1,371	1,716	1,958	1,863	2,044	2,049
순이익 (십억원)	1,012	1,222	1,602	1,370	1,523	1,527
EPS (원)	4,777	5,029	6,593	4,945	5,496	5,508
BVPS (원)	50,389	57,935	64,820	71,115	75,512	79,918
P/E (배)	9.1	7.1	5.3	7.4	6.7	6.7
P/B (배)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	9.5	9.5	10.7	7.7	7.5	7.1
ROA (%)	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년은 K-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

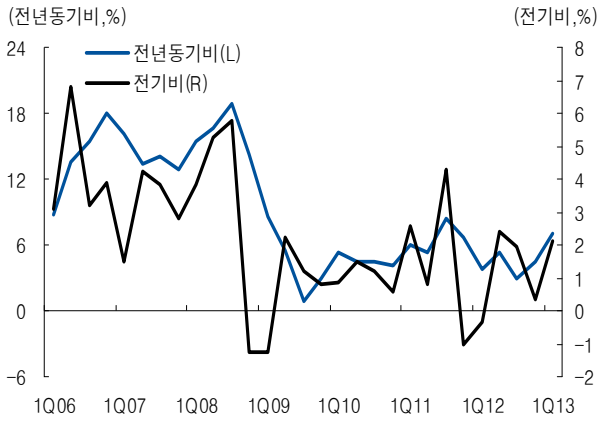
표 1. 하나금융지주 분기별/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012				2013F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013F	2014F
순이자이익	1,039.8	1,206.8	1,210.8	1,137.7	1,103.1	1,126.9	1,158.9	1,185.0	4,595.1	4,573.9	4,939.4
비이자이익	1,432.6	325.1	418.8	461.1	413.7	528.5	533.8	541.8	2,637.6	2,017.9	2,078.5
총영업이익	2,472.4	1,531.9	1,629.7	1,598.8	1,516.9	1,655.4	1,692.7	1,726.8	7,232.7	6,591.8	7,017.8
판관비	794.7	890.2	962.4	1,165.4	910.9	899.8	889.9	1,005.6	3,812.7	3,706.3	3,854.5
충전영업이익	1,677.6	641.7	667.3	433.4	606.0	755.6	802.8	721.2	3,420.0	2,885.5	3,163.3
영업외이익	23.4	-34.9	1.3	-13.5	43.3	4.3	3.5	2.8	-23.7	53.8	54.4
충전이익	1,701.0	606.8	668.6	419.8	649.3	759.9	806.2	723.9	3,396.3	2,939.3	3,217.7
충당금전입액	260.7	255.2	341.7	581.0	238.8	266.0	268.4	303.6	1,438.6	1,076.8	1,173.5
영업이익	1,417.0	386.5	325.5	-147.7	367.1	489.6	534.4	417.6	1,981.4	1,808.7	1,989.8
세전순이익	1,440.4	351.6	326.9	-161.2	410.4	493.9	537.8	420.4	1,957.7	1,862.5	2,044.2
법인세	104.2	110.0	59.9	-24.3	97.4	117.2	127.6	99.8	249.9	442.1	485.2
당기순이익	1,314.7	201.5	232.1	-146.0	289.8	367.7	401.2	311.7	1,602.4	1,370.4	1,523.3

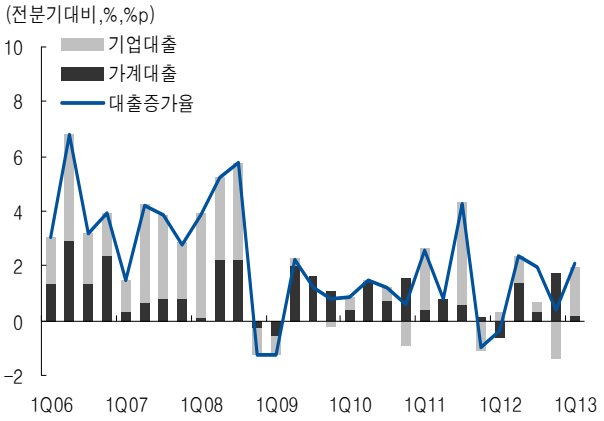
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원화대출금 증가율 추이(하나은행+외환은행)



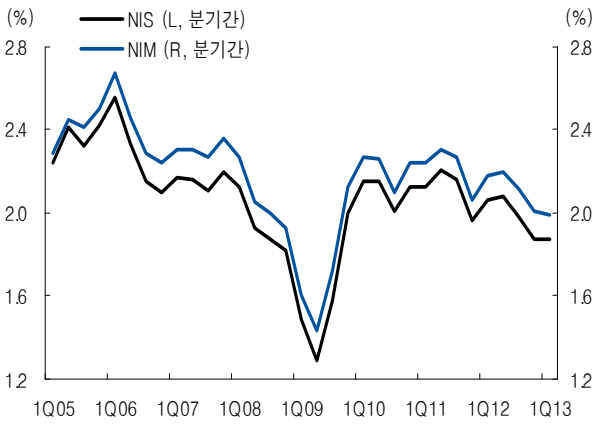
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원화대출금 증가율과 부문별 기여도 추이(하나은행+외환은행)



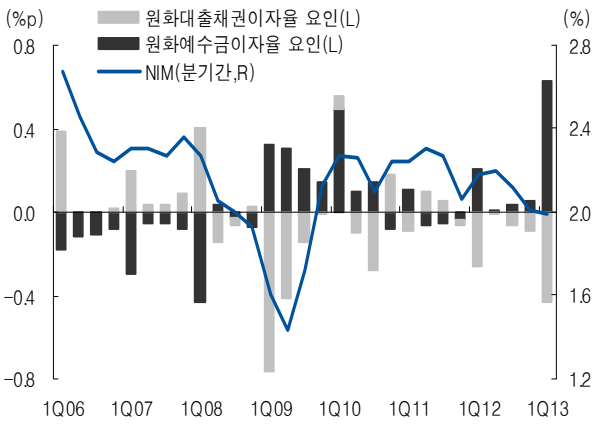
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 순이자마진과 순이자스프레드 추이



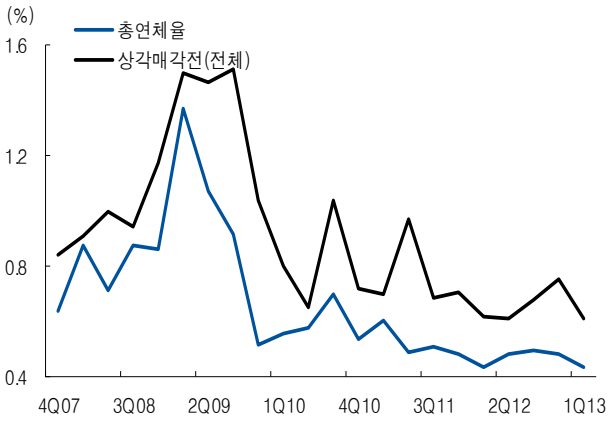
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 순이자마진과 요인별 기여도 추이



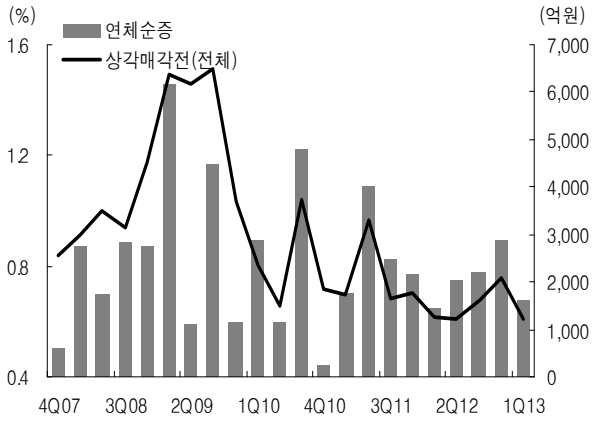
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 연체율 추이



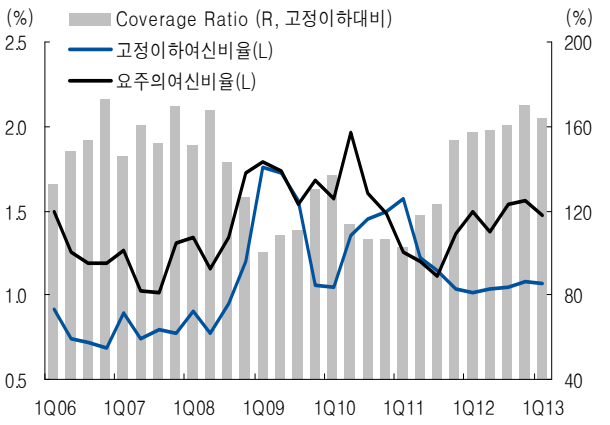
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 상각 및 매각 전 연체 순증 추이



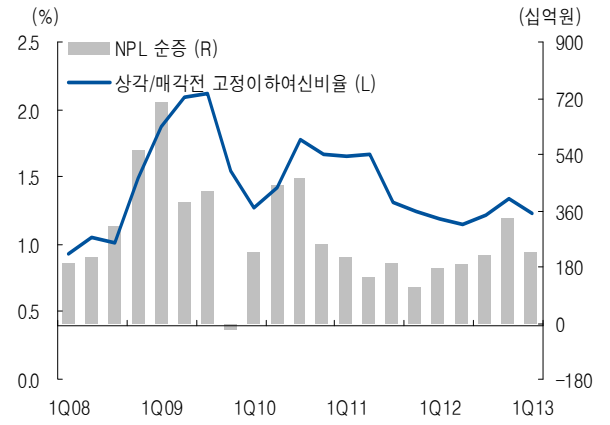
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터:

그림 7 자산건전성 지표 추이



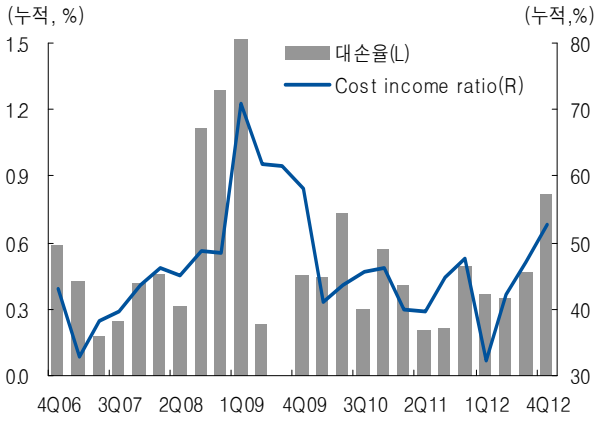
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터:

그림 8. 상각 및 매각 전 NPL비율과 NPL 순증 추이



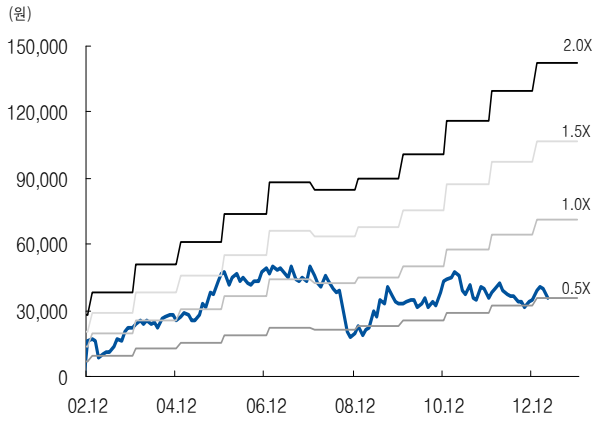
자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 대손율 및 Cost income ratio 추이



자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주가와 PBR밴드 차트



자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터:

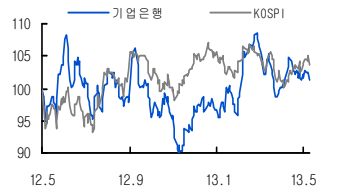
기업은행 (024110)

실적 바닥 다지기

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	16,200
현재주가(13/05/23,원)	12,400
상승여력	31%

영업이익(13F,십억원)	1,171
Consensus 영업이익(13F,십억원)	1,363
EPS 성장률(13F,%)	-19.3
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.6
P/E(13F,x)	8.5
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	1,969.19
시가총액(십억원)	6,822
발행주식수(백만주)	550
유동주식비율(%)	29.3
외국인 보유비중(%)	12.9
베타(12M,일간수익률)	0.76
52주 최저가(원)	10,950
52주 최고가(원)	13,550

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	12.2	4.2
상대주가	-4.6	9.2	-4.7



투자의견 매수, 목표주가 16,200원 유지

목표주가 산출은 12개월 Forward BPS에 PBR 0.7배를 적용하였다. 2013년과 2014년 예상 ROE가 각각 6.6%와 7.6%로 예상되는 점을 감안하면 Valuation을 무리하게 적용한 것은 아니라고 할 수 있을 것이다.

투자포인트: 순이자마진 하락 둔화, 정책 수혜 가능, 낮은 Valuation

첫째, **순이자마진 하락 속도가 둔화**되고 있다. 기업은행 주가가 큰 폭으로 할인을 받고 있는 것은 순이자마진 하락 속도와 폭이 컸기 때문이다. 또한 순이자마진 하락이 시장 상황을 반영하여 나타난 것이 아니라 경영 전략 목표에 의해 나타났다는 점이 주가 할인 폭이 컸던 주된 이유였다고 할 수 있다.

순이자마진의 하락으로 실적의 가시성이 크게 떨어졌고 실적 하향 조정도 지속되었다. 이제는 수익성을 강조하는 방향의 경영전략 변화가 감지되고 있어 순이자마진 개선 가능성이 높아 보인다. 이러한 전략 수정으로 인해 순이자마진 하락 속도가 점진적으로 둔화되고 있어 향후 실적 개선 가능성도 높아지고 있다고 할 수 있을 것이다.

둘째, **하반기로 갈수록 정책적인 측면에서 경기 부양 노력이 예상되는데 이 경우 기업은행의 성장세가 강화될 수 있을 것**으로 보인다. 기업은행은 대출 성장세가 타행대비 높은 편이다. 여기에 정책적인 뒷받침이 있을 경우 성장세는 당초 예상보다 높아질 것으로 보인다. 특히 정책자금에 대한 시장 점유율이 높은 편이기 때문에 타행대비 수혜정도도 클 것으로 보인다. 순이자마진이 안정을 찾고 있는 상황에서 대출 증가세가 예상보다 높아진다면 실적 개선 속도도 빠를 수 있을 것으로 보인다. 이 점도 주가 할인 요인 해소를 기대해 볼 수 있는 대목이라고 할 수 있다.

셋째, 불확실성이 있다고 하더라도 **현재 Valuation은 낮은 수준이라고 판단**된다. 향후 순이자마진 추이에 따라 Valuation의 할인 요인이 해소될 가능성도 남아 있다고 할 수 있다. 그동안 부진했던 부분들이 복원되는 과정에 들어간다면 할인 요인 해소에 의해 Valuation 회복도 가능할 것이다.

(단위: 십억원, %)

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
총영업이익 (십억원)	4,826	4,901	4,615	4,289	4,700	5,222
충전영업이익 (십억원)	3,431	3,233	2,738	2,418	2,698	3,079
영업이익 (십억원)	1,651	1,940	1,594	1,171	1,405	1,602
세전순이익 (십억원)	1,711	1,928	1,531	1,255	1,490	1,688
순이익 (십억원)	1,290	1,440	1,166	942	1,125	1,275
EPS (원)	2,003	2,251	1,811	1,462	1,747	1,980
BVPS (원)	16,288	20,378	21,542	22,763	23,341	25,169
P/E (배)	9.4	5.6	6.5	8.5	7.1	6.3
P/B (배)	1.2	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	13.1	11.5	8.6	6.6	7.6	8.2
ROA (%)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년은 K-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

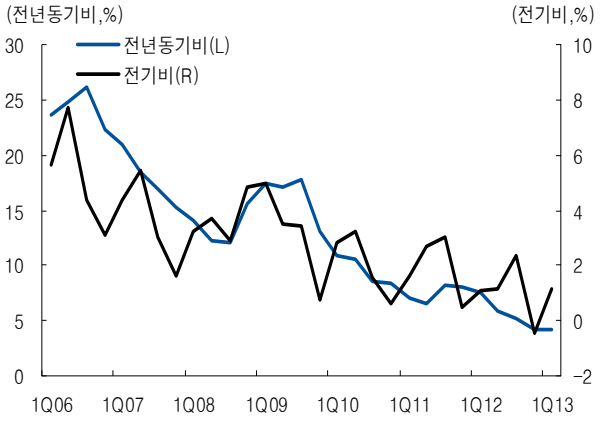
표 1. 기업은행 분기별/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012				2013F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013F	2014F
순이자이익	1,151.8	1,127.4	1,100.6	1,088.0	1,021.8	1,045.9	1,057.5	1,070.4	4,467.8	4,195.6	4,605.8
비이자이익	179.5	47.6	13.8	-93.3	52.0	13.8	13.9	14.1	147.6	93.8	94.7
총영업이익	1,331.3	1,175.0	1,114.4	994.7	1,073.8	1,059.7	1,071.4	1,084.5	4,615.3	4,289.4	4,700.5
판관비	405.2	501.9	483.1	487.6	429.6	481.2	461.9	498.9	1,877.8	1,871.6	2,002.6
충전영업이익	926.1	673.0	631.3	507.1	644.2	578.5	609.5	585.7	2,737.6	2,417.9	2,697.9
영업외이익	10.6	-55.3	3.1	-21.0	8.8	26.5	25.2	24.0	-62.7	84.5	85.3
충전이익	936.6	617.7	634.4	486.1	653.0	605.0	634.7	609.6	2,674.9	2,502.3	2,783.2
충당금전입액	311.3	199.3	317.7	315.7	306.7	306.0	307.4	326.9	1,144.0	1,247.0	1,293.2
영업이익	614.8	473.7	313.6	191.5	337.5	272.5	302.1	258.7	1,593.6	1,170.9	1,404.7
세전순이익	625.3	418.4	316.7	170.4	346.3	299.1	327.3	282.7	1,530.9	1,255.4	1,490.1
법인세	154.1	109.3	70.0	30.4	88.8	72.4	79.2	68.4	363.8	308.8	360.6
당기순이익	468.9	308.9	246.3	142.1	255.9	225.6	247.0	213.1	1,166.2	941.6	1,125.0

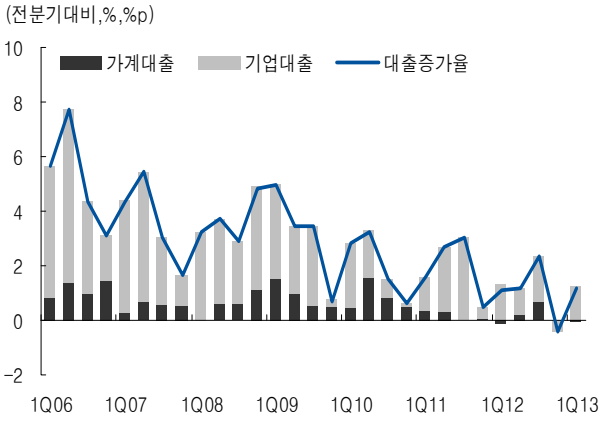
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원화대출금 증가율 추이



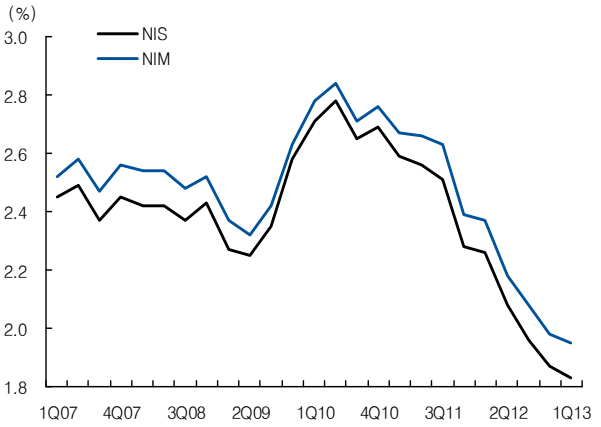
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원화대출금 증가율과 부문별 기여도 추이



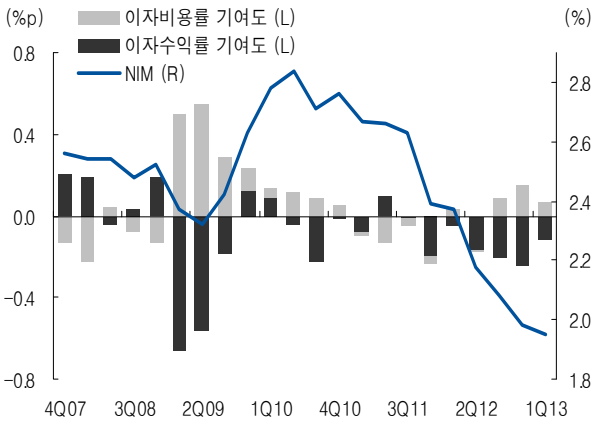
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 순이자마진과 순이자스프레드 추이



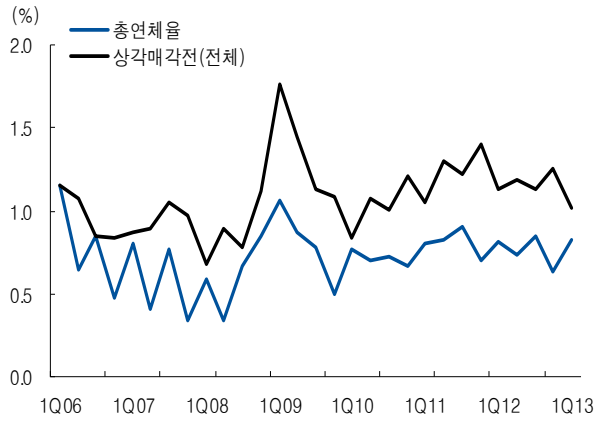
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 순이자마진과 요인별 기여도 추이



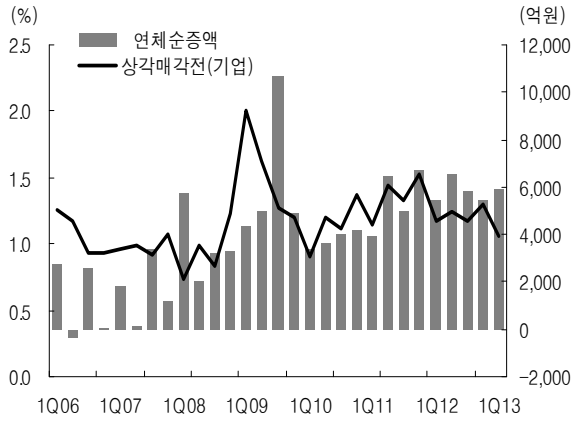
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 연체율 추이



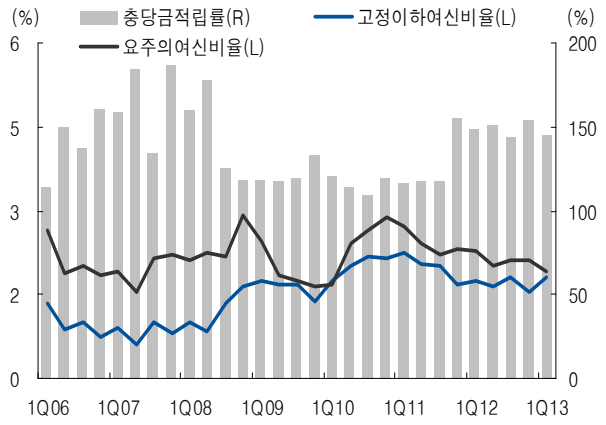
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 상각 및 매각 전 연체 순증 추이



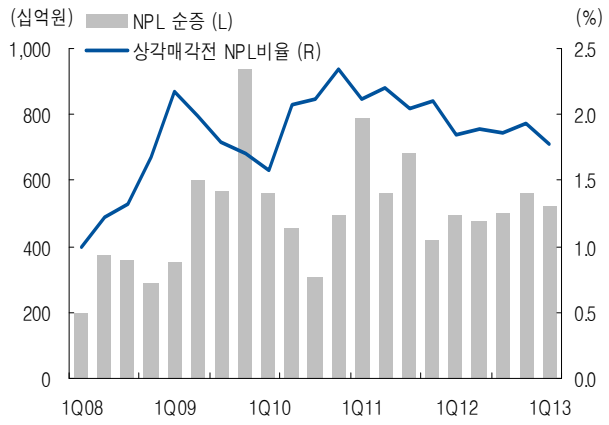
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 자산건전성 지표 추이



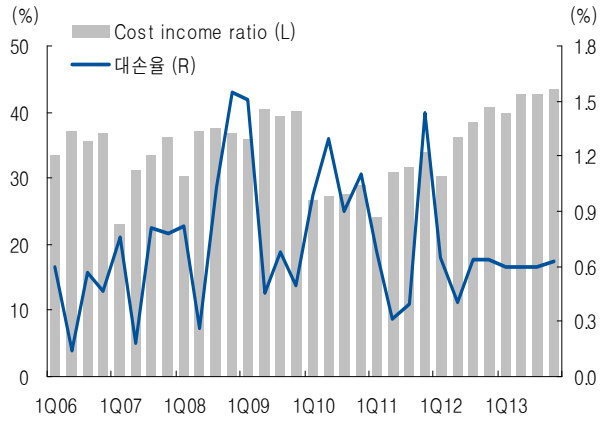
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 상각 및 매각 전 NPL비율과 NPL 순증 추이



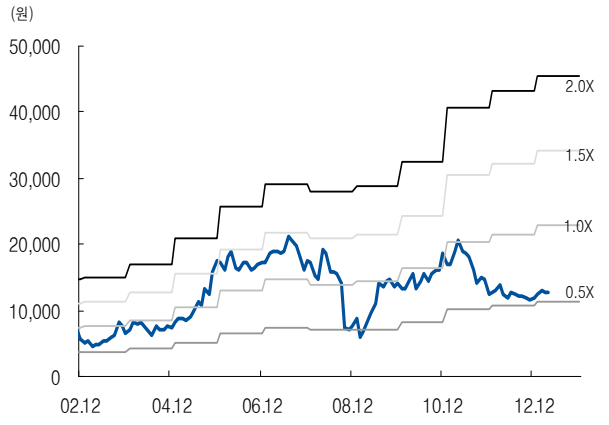
자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 대손율 및 Cost income ratio 추이



자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주가와 PBR밴드 차트



자료: 기업은행, KDB대우증권 리서치센터

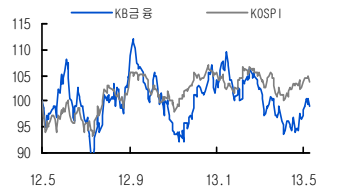
KB금융 (105560)

성장 회복을 기대한다

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	51,400
현재주가(13/05/23,원)	36,850
상승여력	40%

영업이익(13F,십억원)	2,333
Consensus 영업이익(13F,십억원)	2,354
EPS 성장률(13F,%)	3.9
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.6
P/E(13F,x)	8.0
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	1,969.19
시가총액(십억원)	14,237
발행주식수(백만주)	386
유동주식비율(%)	91.4
외국인 보유비중(%)	65.7
베타(12M,일간수익률)	1.17
52주 최저가(원)	32,500
52주 최고가(원)	41,850

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	5.7	2.5
상대주가	0.4	2.7	-6.4



투자의견 매수 유지, 목표주가 51,400원으로 3.1% 하향

목표주가 산출은 12개월 Forward BPS에 PBR 0.7배를 적용하여 산출하였다. 목표주가를 하향한 것은 2013년 예상ROE가 낮아 진 점을 반영했기 때문이다. 예상ROE 하락은 순이자마진 하락폭이 예상보다 컸던 점을 반영하였다. 현재 Valuation은 12개월 Forward 기준으로 PBR 0.5배 수준으로 낮다고 할 수 있다.

투자포인트: 안정된 자산건전성, 성장과 순이자마진 회복 가능, 정책 수혜 가능

첫째, **자산건전성이 안정된 수준에서 유지**되고 있어 실적 안정성은 강화될 수 있을 것이다. 자산건전성 지표는 안정적인 수준에서 유지되고 있다. NPL 순증 규모도 안정된 수준에서 유지되고 있다. 또한 가계부채 대책 시행으로 가계 관련 부실 증가 가능성도 낮아 보인다.

이러한 점을 고려할 때 자산건전성이 급격하게 악화되거나 대손 부담이 크게 증가할 가능성은 낮아 보인다. 실적의 안정성이 높아질 것으로 보이고 이는 향후 Top line이 회복될 경우 실적 개선 모멘텀이 커질 수 있는 배경이 될 것이다.

둘째, **대출 성장이나 순이자마진은 점진적으로 회복될 것으로 예상**된다. 자산 성장이나 순이자마진 회복 속도가 타행대비 느릴 것으로 보인다. 그러나 회복 추세는 지속될 것으로 판단된다. 특히 하반기 경기 부양 정책 실시가 본격화될 것으로 보여 이에 따른 대출 증가가 가능할 것으로 보인다. 이 경우 Top line 증가에 따른 실적 개선 가능성이 높아 보인다. 자산건전성이 안정되어 있기 때문에 Top line 개선의 효과는 클 것으로 전망된다.

셋째, **Valuation 매력이 발생한 수준까지 주가가 하락**한 것으로 판단된다. KB금융의 2013년말과 2014년말 기준 PBR은 각각 0.6배와 0.5배 수준으로 역사적으로 저점 수준인 것으로 판단된다. 향후 정부 정책 시행의 수혜로 실적 개선이 가능해 보인다는 점을 고려하면 하반기에는 할인 요인이 해소되면서 Valuation 상승이 가능해 보인다. 하반기 들어서는 저평가 매력이 부각될 수 있을 것이라는 판단이다.

다만 M&A를 통한 규모 확장 여력이 있기 때문에 이와 관련된 이슈가 제기될 경우 주가 등락에 영향을 미칠 가능성도 있어 보인다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
총영업이익 (십억원)	7,664	8,843	7,904	7,720	8,269	8,475
충전영업이익 (십억원)	3,334	4,911	4,019	3,706	4,095	4,135
영업이익 (십억원)	193	3,398	2,411	2,333	2,598	2,661
세전순이익 (십억원)	19	3,261	2,261	2,352	2,617	2,680
순이익 (십억원)	88	2,373	1,703	1,769	1,970	2,018
EPS (원)	518	6,142	4,408	4,579	5,100	5,223
BVPS (원)	52,316	59,319	63,624	67,625	69,490	74,177
P/E (배)	115.7	5.9	8.6	8.0	7.2	7.1
P/B (배)	1.1	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	1.1	11.5	7.2	7.0	7.4	7.3
ROA (%)	0.1	0.9	0.6	0.6	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년은 K-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

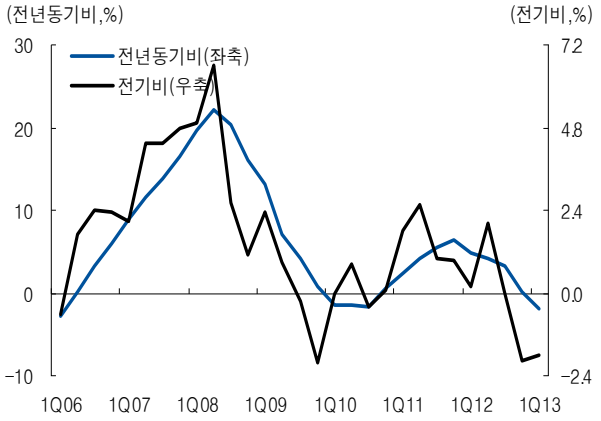
표 1. KB금융 분기별/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012				2013F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013F	2014F
순이자이익	1,797.0	1,787.7	1,779.9	1,751.3	1,650.6	1,669.1	1,681.1	1,695.1	7,115.9	6,695.9	7,193.9
비이자이익	379.1	303.4	173.4	-67.4	193.8	272.5	276.6	280.8	788.6	1,023.7	1,074.9
총영업이익	2,176.1	2,091.1	1,953.4	1,683.9	1,844.4	1,941.6	1,957.7	1,975.8	7,904.5	7,719.6	8,268.8
판관비	974.9	990.9	1,040.8	878.7	985.4	986.4	981.5	1,060.0	3,885.3	4,013.4	4,173.9
충전영업이익	1,201.2	1,100.3	912.5	805.2	859.0	955.2	976.2	915.8	4,019.2	3,706.2	4,094.9
영업외이익	-5.3	-6.0	-26.0	-112.8	14.9	3.0	0.6	0.1	-150.1	18.6	18.7
충전이익	1,195.9	1,094.3	886.6	692.4	873.8	958.2	976.8	915.9	3,869.1	3,724.7	4,113.6
충당금전입액	389.6	364.3	375.7	478.2	326.1	329.9	338.9	378.2	1,607.8	1,373.1	1,496.9
영업이익	811.6	736.0	536.8	327.0	532.9	625.3	637.3	537.6	2,411.4	2,333.1	2,598.0
세전순이익	806.3	730.0	510.8	214.2	547.7	628.2	637.9	537.7	2,261.3	2,351.6	2,616.7
법인세	199.4	180.8	101.8	67.3	134.8	152.0	154.4	130.1	549.3	571.4	633.2
당기순이익	603.2	547.5	410.1	142.2	411.5	472.9	480.2	404.3	1,702.9	1,768.9	1,970.3

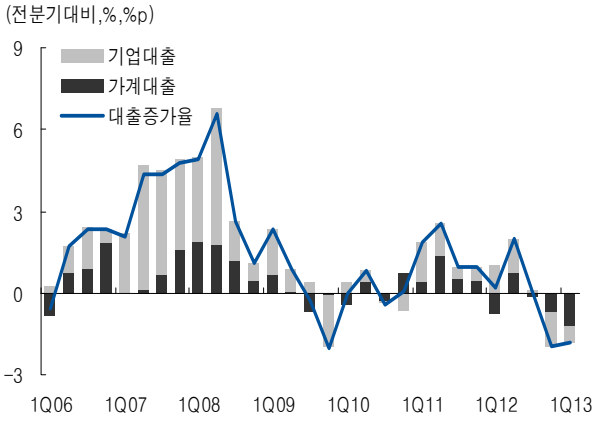
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원화대출금 증가율 추이



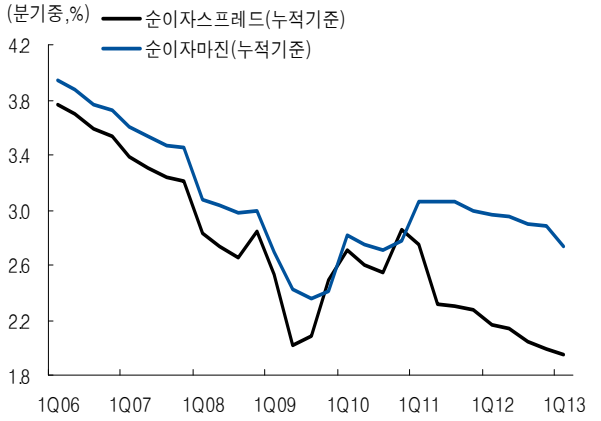
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원화대출금 증가율과 부문별 기여도 추이



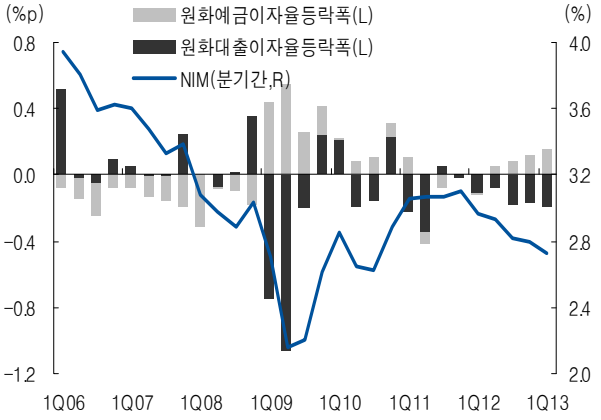
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 순이자마진과 순이자스프레드 추이



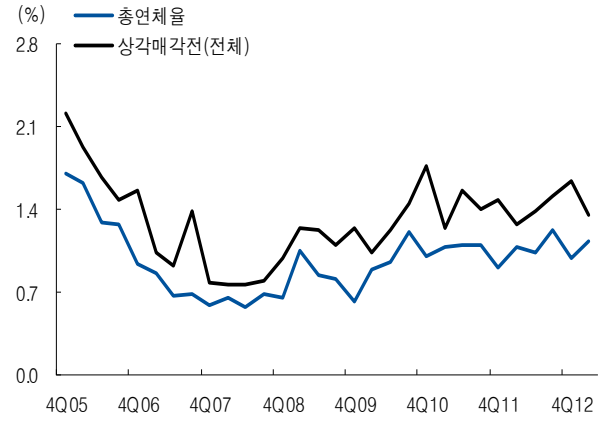
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 순이자마진과 요인별 기여도 추이



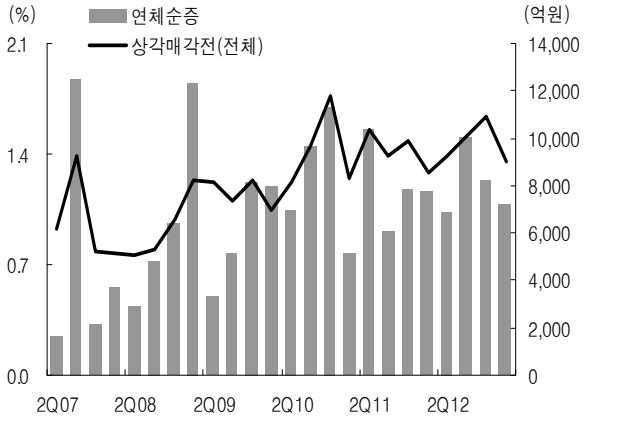
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 연체율 추이



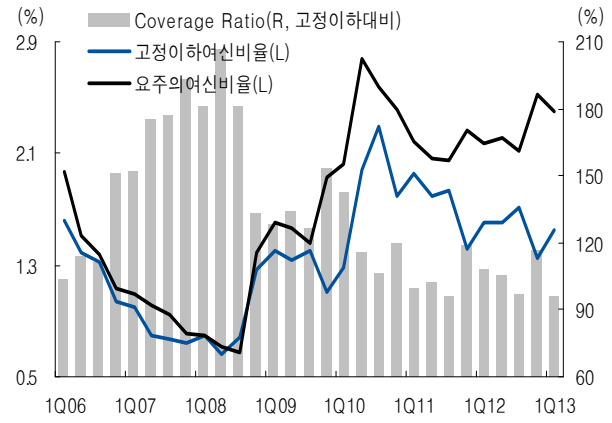
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 상각 및 매각 전 연체 순증 추이



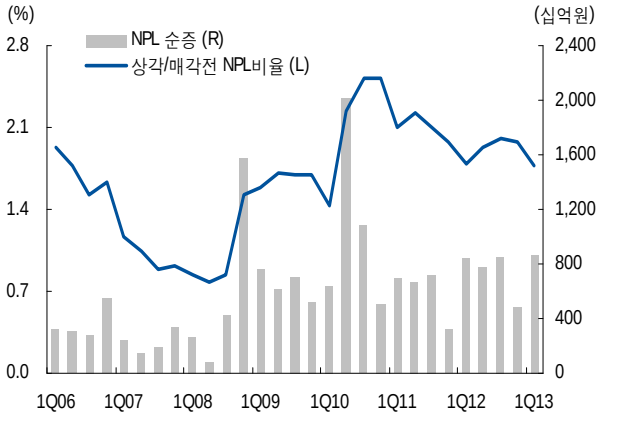
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 7 자산건전성 지표 추이



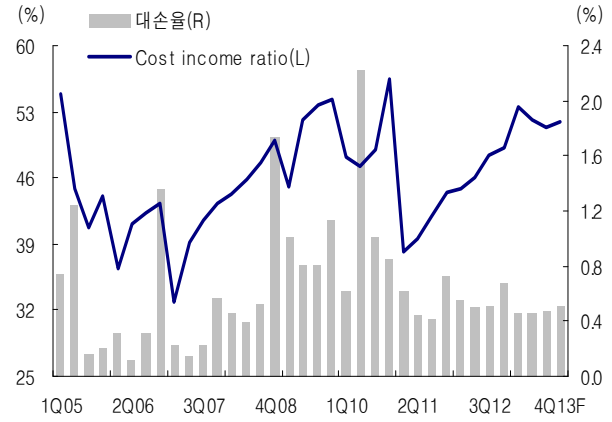
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 상각 및 매각 전 NPL비율과 NPL 순증 추이



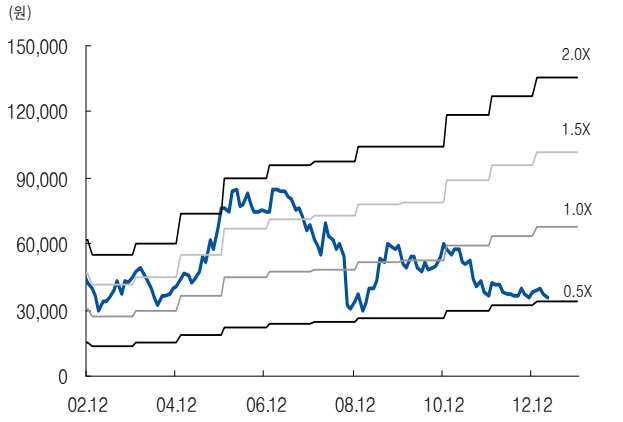
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 대손율 및 Cost income ratio 추이



자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주가와 PBR밴드 차트



자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

신한지주 (055550)

다각화의 힘

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	49,700
현재주가(13/05/23,원)	39,650
상승여력	25%

영업이익(13F,십억원)	2,865
Consensus 영업이익(13F,십억원)	2,889
EPS 성장률(13F,%)	-11.2
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.6
P/E(13F,x)	9.3
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	1,969.19
시가총액(십억원)	18,802
발행주식수(백만주)	474
유동주식비율(%)	92.7
외국인 보유비중(%)	62.7
베타(12M,일간수익률)	1.18
52주 최저가(원)	33,100
52주 최고가(원)	43,650

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	15.6	3.7
상대주가	-0.3	12.6	-5.2

투자의견 매수, 목표주가 49,700원 유지

목표주가 산출은 12개월 Forward BPS에 PBR 0.8배를 적용하였다. 예상ROE가 타행대비 소폭 높은 점으로 인해 목표 PBR이 약간 높게 적용되었다. 현재 Valuation은 12개월 Forward 기준으로 PBR 0.6배로 크게 부담 없는 수준이라고 판단된다.

투자포인트: 자산 증가 정상화, 신용카드 규제 영향 완충 가능

첫째, **자산 증가 속도가 정상화되고** 있어 향후 Top line 증가를 기대해 볼 수 있을 것이다. 그동안 자산 증가에 보수적인 입장을 취해 왔으나 경기 상황이나 정책적인 방향을 고려해 적정한 수준의 자산 증가 노력으로의 입장 전환이 나타나고 있다는 판단이다.

은행의 자산 증가는 보험이나 신용카드에서의 성장 제약 해소에 일조할 것으로 예상된다. 특히 순이자마진 관리가 안정적으로 이루어지고 있는 상황에서는 Top line의 증가가 가능하다는 점에서 보다 긍정적으로 볼 수 있는 부분이 될 것이다.

둘째, **신용카드업에 대한 정책적인 규제의 충격을 흡수할 수 있는 완충장치를 보유**하고 있다. 신용카드 부문의 실적 위축을 보유 유가증권 매각 및 영업 비용 절감을 통해 보완할 수 있을 것이다.

미국 VISA 주식 매각이 예정되어 있고 신용카드 업계에서 규모의 경제를 확보하고 있기 때문에 타 카드사 대비 비용 절감 효과를 기대해 볼 수 있을 것으로 보인다. 이를 통해 신용카드 부문의 실적 위축을 보완할 수 있을 것으로 예상된다.

셋째, 은행업종 대표주 성격이 있어 **은행 관련 리스크 감소시 주가 상승이 선행적으로 나타날 가능성**이 있어 보인다. 현재 은행업 전체적인 Valuation이 크게 낮아져 있기 때문에 은행업 주가의 하방 경직성은 어느 정도 강화되어 있다고 할 수 있다. 향후 은행업종 전반에 걸친 리스크 감소 요인이 발생할 경우 외국인들의 업종 대표주 투자 경향이 나타날 수 있을 것이다. 이러한 이유로 은행업 주가의 바닥이나 상승 초기에는 신한지주의 주가 상승 탄력이 클 수 있을 것이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
총영업이익 (십억원)	8,561	9,196	8,576	8,218	8,760	9,050
충전영업이익 (십억원)	4,343	5,061	4,516	4,082	4,499	4,640
영업이익 (십억원)	3,235	4,135	3,194	2,865	3,272	3,373
세전순이익 (십억원)	3,089	4,193	3,233	2,894	3,301	3,403
순이익 (십억원)	2,384	3,100	2,323	2,062	2,345	2,422
EPS (원)	4,876	5,860	4,786	4,248	4,831	4,990
BVPS (원)	40,276	47,106	55,477	58,167	63,112	68,218
P/E (배)	10.8	6.8	8.1	9.3	8.2	7.9
P/B (배)	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	13.3	12.6	9.2	7.7	8.2	7.8
ROA (%)	0.9	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년은 K-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

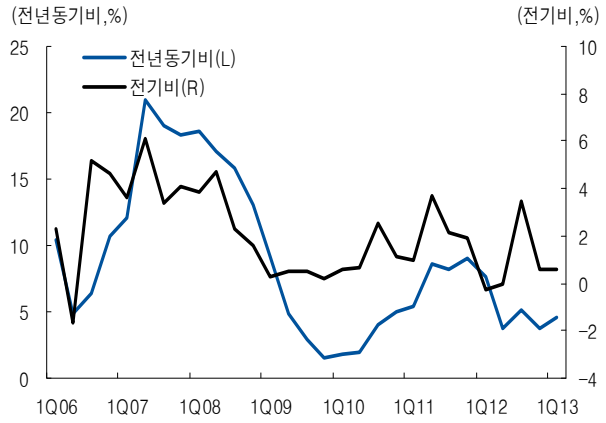
표 1. 신한지주 분기별/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012				2013F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013F	2014F
순이자이익	1,771.5	1,743.5	1,772.4	1,692.3	1,606.9	1,636.8	1,655.1	1,686.4	6,979.7	6,585.2	7,077.6
비이자이익	526.6	436.3	384.3	235.2	457.9	387.2	391.0	396.9	1,582.3	1,633.1	1,682.1
총영업이익	2,298.1	2,179.8	2,156.7	1,927.5	2,064.8	2,024.0	2,046.2	2,083.3	8,562.0	8,218.3	8,759.7
판관비	975.9	984.7	1,023.4	1,077.6	1,011.0	1,004.9	1,009.9	1,110.9	4,061.6	4,136.8	4,260.9
충전영업이익	1,322.2	1,195.1	1,133.2	849.9	1,053.9	1,019.1	1,036.2	972.4	4,500.5	4,081.6	4,498.8
영업외이익	83.1	-0.2	30.2	-60.4	13.9	5.5	5.0	4.5	52.7	28.9	29.2
충전이익	1,405.3	1,194.9	1,163.4	789.5	1,067.7	1,024.6	1,041.2	976.9	4,553.1	4,110.5	4,528.0
충당금전입액	257.3	326.3	417.6	321.2	386.2	258.6	268.0	303.5	1,322.4	1,216.2	1,226.7
영업이익	1,064.9	868.8	715.6	528.8	667.7	760.5	768.2	668.9	3,178.1	2,865.4	3,272.1
세전순이익	1,148.0	868.6	745.8	468.3	681.6	766.0	773.2	673.4	3,230.8	2,894.3	3,301.3
법인세	278.2	194.6	150.4	115.1	158.6	185.4	187.1	163.0	738.3	694.1	798.9
당기순이익	827.3	631.4	552.8	310.9	481.3	548.4	553.9	478.2	2,322.4	2,061.8	2,344.7

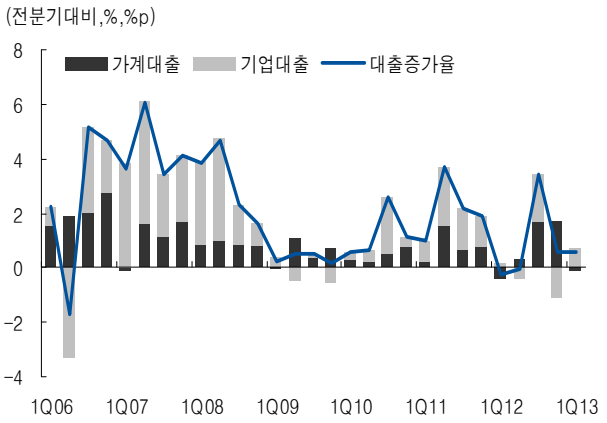
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원화대출금 증가율 추이



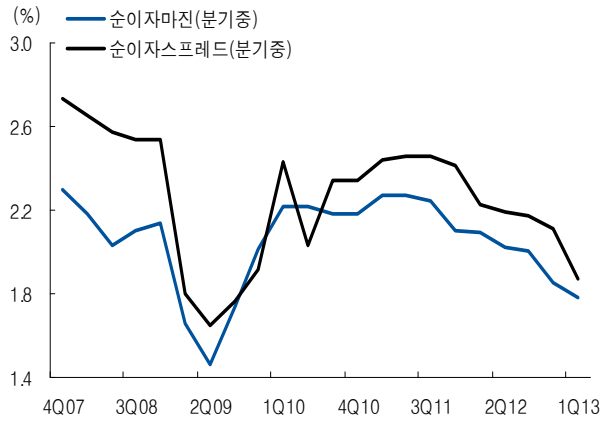
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원화대출금 증가율과 부문별 기여도 추이



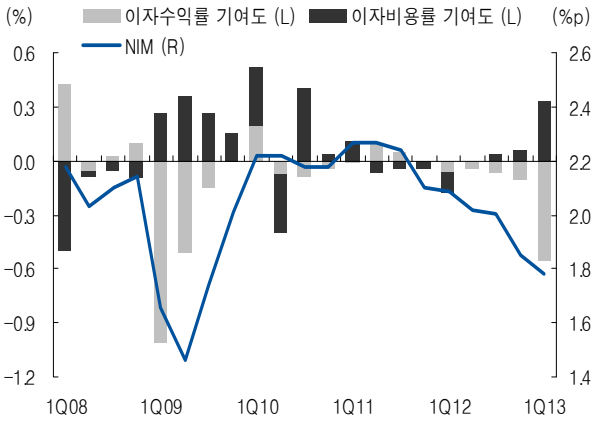
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 순이자마진과 순이자스프레드 추이



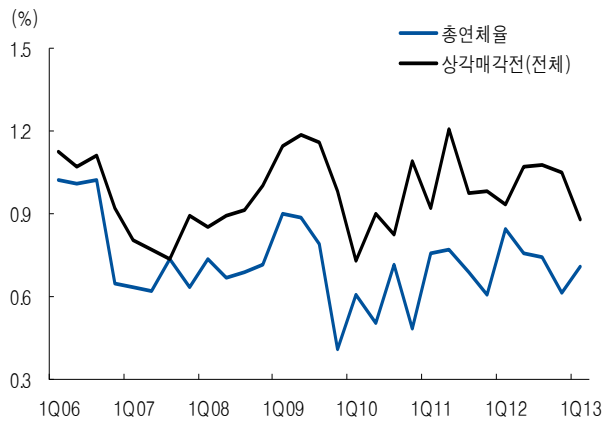
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 순이자마진과 요인별 기여도 추이



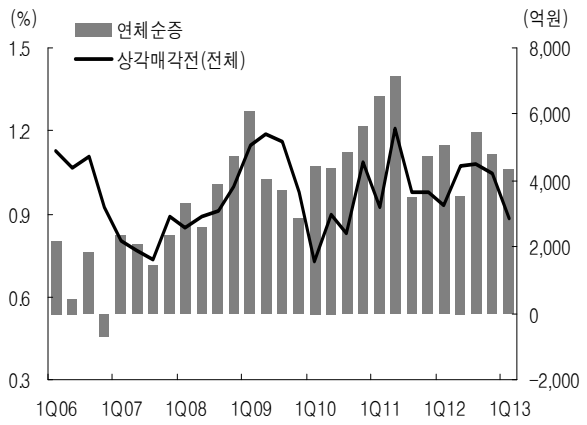
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 연체율 추이



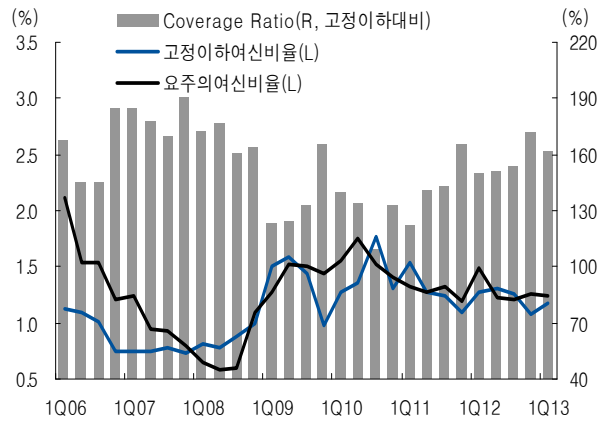
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 상각 및 매각 전 연체 순증 추이



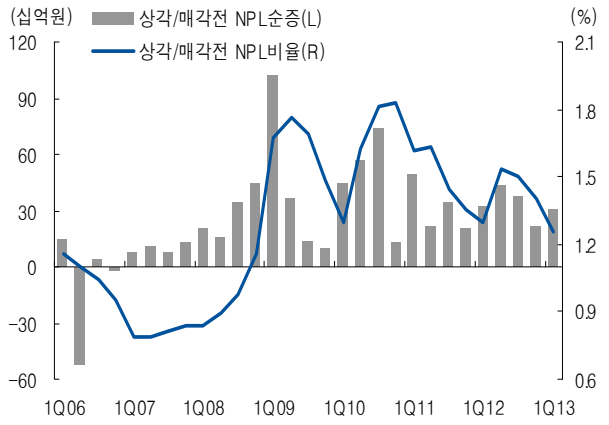
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 자산건전성 지표 추이



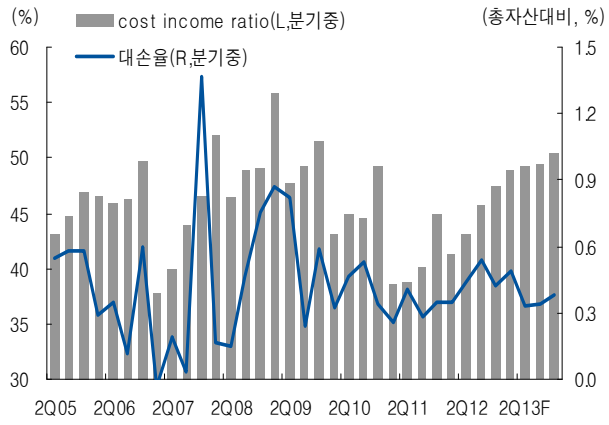
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 상각 및 매각 전 NPL비율과 NPL 순증 추이



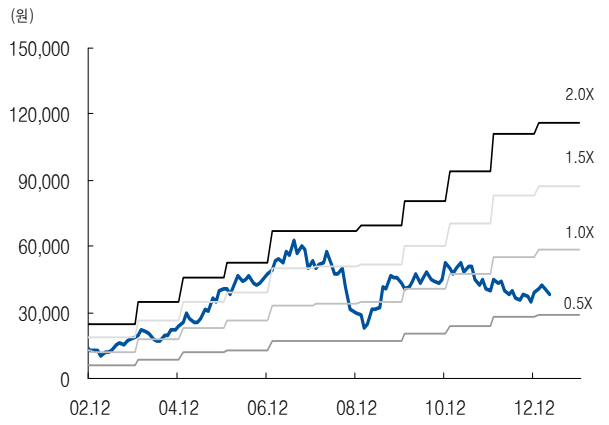
자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 대손율 및 Cost income ratio 추이



자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주가와 PBR밴드 차트



자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

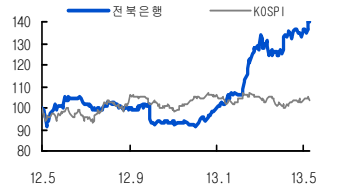
전북은행 (006350)

실적 개선과 새로운 성장

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	8,500
현재주가(13/05/23,원)	6,230
상승여력	36%

영업이익(13F,십억원)	102
Consensus 영업이익(13F,십억원)	91
EPS 성장률(13F,%)	15.3
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.6
P/E(13F,x)	5.6
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	1,969.19
시가총액(십억원)	416
발행주식수(백만주)	67
유동주식비율(%)	82.6
외국인 보유비중(%)	13.1
베타(12M,일간수익률)	0.11
52주 최저가(원)	4,080
52주 최고가(원)	6,250

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.5	49.6	49.0
상대주가	0.9	46.6	40.2



투자의견 매수, 목표주가 8,500원 유지

목표주가는 12개월 Forward BPS에 PBR 0.6배를 적용하여 산출하였다. 2013년과 2014년 ROE가 각각 8.8%와 8.9%를 기록할 것으로 예상되는데 이는 타 지방은행에 비해 낮은 수준이다. 이러한 이유로 적용 PBR이 낮다고 할 수 있을 것이다.

투자포인트: 증자 리스크 해소, 비은행 부문 강화, 순이자마진 개선 가능

첫째, 할인요인이 되었던 **증자 리스크는 금융지주회사로의 전환을 계기로 완전히 해소**될 것으로 보인다. 금융지주회사 전환시 은행 주식과 금융지주회사 주식간 교환비율은 1:1로 돼 있다. 여타 자회사가 별로 없기 때문에 비은행 자회사 주식은 현금으로 인수하게 될 것이다. 이러한 이유로 희석효과 발생과 자사주 보유 부담이 발생하지 않게 될 것이다. 또한 금융지주회사 전환시 은행 자회사로 있던 캐피탈사가 형제 회사로 바뀌기 때문에 은행의 자본적정성은 개선되는 효과가 발생하게 될 것이다.

둘째, **비은행 자회사의 이익 기여도가 제고**될 것이다. 캐피탈사의 영업력이 회복되는 과정에서 자산 증가세가 빨라질 것으로 보인다. 캐피탈사의 경우 자산 증가 초기 과정에서 자산 증가세가 빨라지는 특성이 있는데 현 시점이 동 국면에 있다고 할 수 있다. 특히 과거 영업망 복원 노력이 지속되고 있어 자산 증가에 긍정적인 영향이 예상된다. 또한 시장금리가 크게 낮아진 상황이고 은행계 캐피탈사의 경우 조달 금리 하락 효과가 나타나기 때문에 마진 제고가 가능할 것이다. 이를 고려할 경우 캐피탈사의 이익 증가 속도는 빨라질 수 있을 것으로 보인다.

셋째, **순이자마진 개선도 가능**해 보인다. 전북은행의 예대율은 타행과 달리 80%대를 기록하고 있다. 자본적정성에 대한 부담으로 인해 대출 증가가 억제되었기 때문이다. 이에 반해 예금은 안전자산 선호 현상으로 인해 꾸준히 유입되었기 때문이다.

최근 자본적정성 부담이 줄어들고 있어 향후 예대율을 높일 여력이 있어 보이고 예대율 제고 노력 과정에서 순이자마진 개선이 가능할 것으로 전망된다. 이 경우 타지방은행 대비 과도한 주가 할인 요인이 해소될 수도 있을 것이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
총영업이익 (십억원)	270	380	423	408	430	446
충전영업이익 (십억원)	144	211	218	189	201	205
영업이익 (십억원)	95	127	93	102	111	115
세전순이익 (십억원)	89	127	91	102	111	115
순이익 (십억원)	68	111	65	75	81	85
EPS (원)	1,126	1,693	970	1,119	1,219	1,266
BVPS (원)	9,151	10,487	12,298	13,161	14,198	14,409
P/E (배)	6.2	2.9	4.3	5.6	5.1	4.9
P/B (배)	0.8	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	12.9	18.0	8.6	8.8	8.9	8.9
ROA (%)	0.8	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년은 K-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

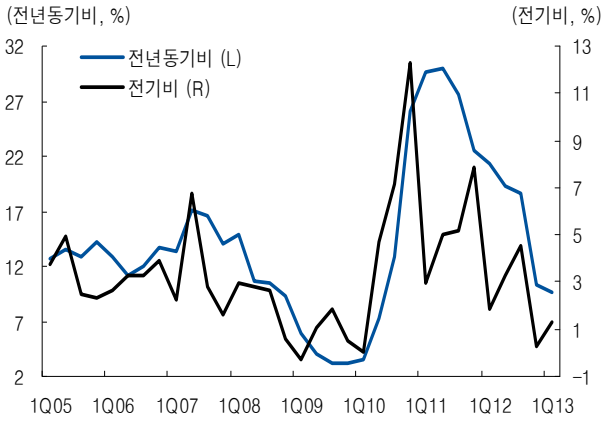
표 1. 전북은행 분기별/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012				2013F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013F	2014F
순이자이익	127.4	94.9	98.6	97.8	95.4	97.1	96.9	98.2	418.6	387.6	409.5
비이자이익	3.5	-1.1	2.7	-0.4	5.0	5.0	5.1	5.1	4.6	20.1	20.7
총영업이익	130.8	93.7	101.3	97.5	100.4	102.1	101.9	103.3	423.3	407.7	430.2
판관비	47.6	45.2	51.6	60.4	53.1	54.1	55.1	56.2	204.8	218.5	229.4
충전영업이익	83.2	48.5	49.6	37.1	47.3	48.0	46.8	47.1	218.4	189.2	200.8
영업외이익	0.0	0.0	0.0	-2.7	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.7	0.0	0.0
충전이익	83.2	48.5	49.6	34.4	47.3	48.0	46.8	47.1	215.7	189.2	200.8
충당금전입액	57.7	19.4	18.4	29.5	24.0	21.4	20.2	21.6	124.9	87.2	90.1
영업이익	25.5	29.2	31.3	7.6	23.2	26.7	26.6	25.5	93.5	102.0	110.7
세전순이익	25.5	29.2	31.3	4.9	23.2	26.7	26.6	25.5	90.8	102.0	110.7
법인세	6.5	8.4	7.4	1.1	5.8	6.5	6.4	6.2	23.4	24.9	26.8
당기순이익	18.9	19.9	23.0	3.0	16.9	19.6	19.6	18.7	64.8	74.7	81.5

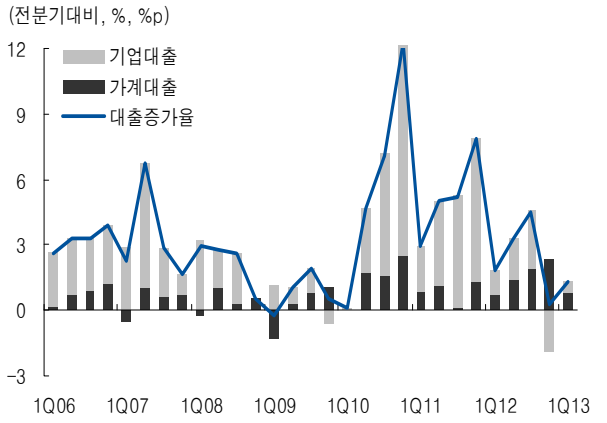
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원화대출금 증가율 추이



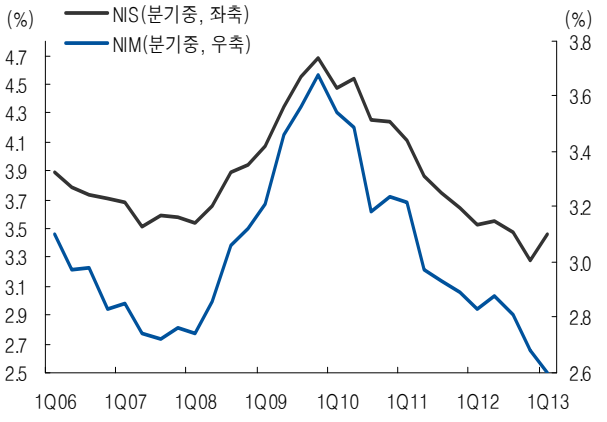
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원화대출금 증가율과 부문별 기여도 추이



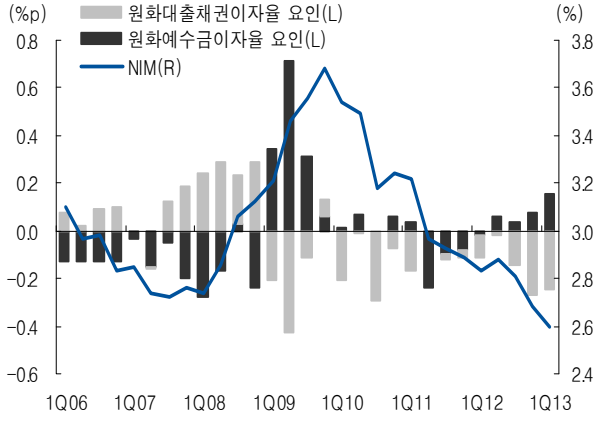
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 순이자마진과 순이자스프레드 추이



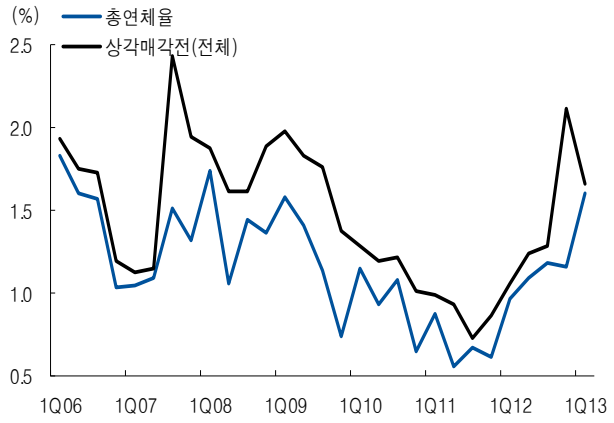
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 순이자마진과 요인별 기여도 추이



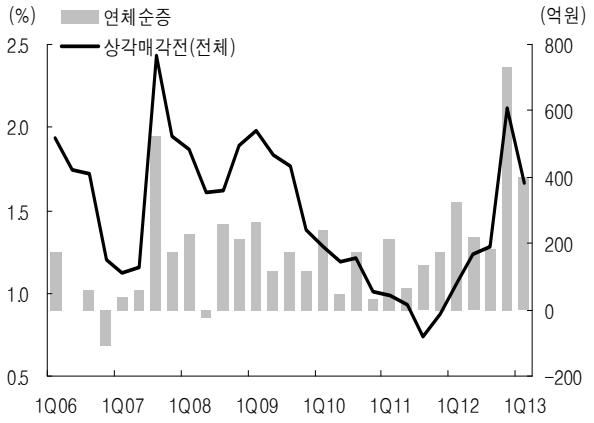
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 연체율 추이



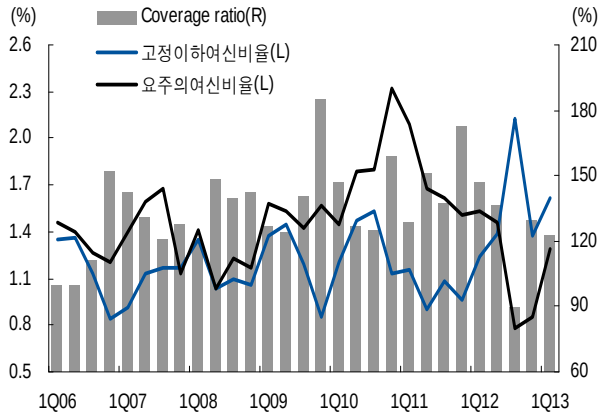
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 상각 및 매각 전 연체 순증 추이



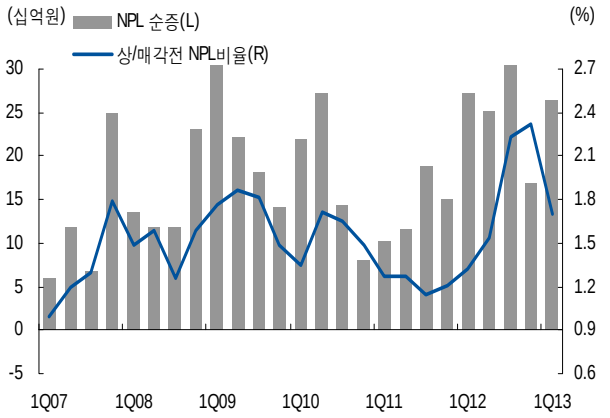
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 자산건전성 지표 추이



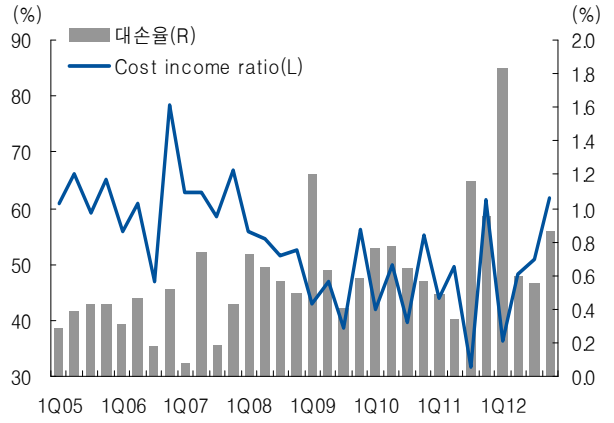
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 상각 및 매각 전 NPL비율과 NPL 순증 추이



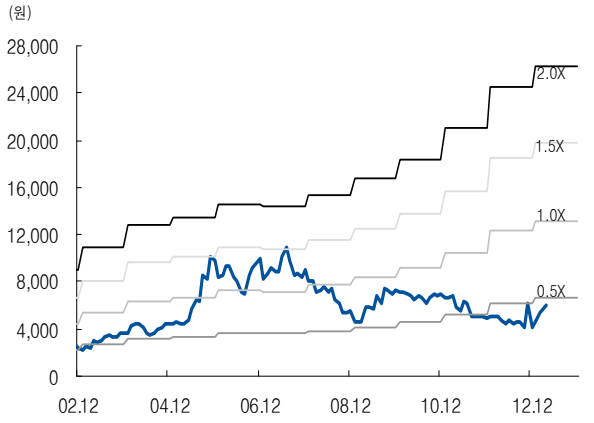
자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 대손율 및 Cost income ratio 추이



자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주가와 PBR밴드 차트



자료: 전북은행, KDB대우증권 리서치센터

DGB금융지주 (139130)

꾸준한 행보

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	21,600
현재주가(13/05/23,원)	16,900
상승여력	28%

영업이익(13F,십억원)	393
Consensus 영업이익(13F,십억원)	386
EPS 성장률(13F,%)	9.3
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.6
P/E(13F,x)	7.6
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	1,969.19
시가총액(십억원)	2,265
발행주식수(백만주)	134
유동주식비율(%)	85.3
외국인 보유비중(%)	76.3
베타(12M,일간수익률)	0.69
52주 최저가(원)	12,050
52주 최고가(원)	17,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	31.5	25.2
상대주가	7.1	28.5	16.3

투자의견 매수 유지, 목표주가 21,600원으로 상향

목표주가 산출은 12개월 Forward BPS에 PBR 1.0배를 적용하여 산출하였다. 목표주가를 상향 조정한 것은 2013년과 2014년 ROE를 동시에 고려하였기 때문이다. 현재 Valuation은 12개월 Forward 기준으로 PBR 0.7배, 2013년말 기준으로 0.8배로 타행대비 높은 수준으로 ROE 수준이 높기 때문이다.

투자포인트: 양호한 자산건전성, 양호한 지역 경기, 순이자마진 안정

첫째, **자산건전성이 양호한 수준에서 유지**되고 있다. 부동산 관련 자산건전성 관리 노력이 지속되었던 영향으로 자산건전성 관리 지표는 안정적 흐름이 지속되고 있다. 이로 인해 글로벌 위기 이후 확대되었던 실적 변동성이 줄어들면서 실적 안정성이 높아지고 있다. 이러한 점이 확인될 경우 Valuation에서 프리미엄을 받을 수 있을 것으로 보인다.

둘째, **지역 경기 상황이 나쁘지 않다.** Top line 증가에 일조할 것이다. 대구 지역은 부동산 경기 침체의 영향을 크게 받았었다. 이로 인해 DGB금융지주 실적에도 부정적 영향을 받았다고 할 수 있다. 최근까지 지방 부동산 경기는 회복세를 보였고 이로 인해 경기 상황도 좋아졌다고 할 수 있다. 또한 자동차 부품 등의 산업 호조도 경기에 긍정적 영향을 미쳤다고 할 수 있을 것이다.

지역 경기가 나쁘지 않다면 향후 자산 성장에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 대구은행의 경우 대출 성장에 대해 여전히 보수적인 입장을 보이고 있다. 과거 부실 부담의 안좋은 기억 때문일 것이다. 향후 경기 흐름이 나쁘지 않다면 대출 성장을 통해 이익 증가가 가능할 것이다.

셋째, **순이자마진 관리가 가능**할 것으로 보인다. 상반기 중 대규모 예금 만기가 돌아올 것으로 보여 조달 비용 감소가 가능할 것이다. 이는 순이자마진 하락이 방어될 수 있는 주된 요인이라고 할 수 있다. 견조한 성장세가 지속될 것으로 보이는데 순이자마진이 안정될 경우 Top line 개선 효과가 커질 수 있을 것이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
총영업이익 (십억원)	968	754	964	1,012	1,081	1,158
충전영업이익 (십억원)	570	382	470	548	594	647
영업이익 (십억원)	300	280	359	393	427	477
세전순이익 (십억원)	300	280	362	394	427	477
순이익 (십억원)	227	205	273	299	324	362
EPS (원)	1,721	1,530	2,039	2,228	2,416	2,698
BVPS (원)	15,234	17,093	18,883	20,818	22,751	25,449
P/E (배)	9.1	8.4	7.1	7.6	7.0	6.3
P/B (배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	12.0	9.5	11.3	11.2	11.1	11.2
ROA (%)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년은 K-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

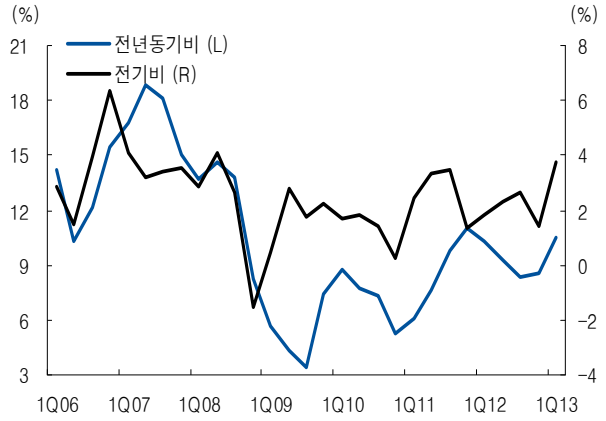
표 1. DGB금융지주 분기별/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012				2013F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013F	2014F
순이자이익	233.1	232.2	228.9	230.2	226.4	229.5	233.0	238.5	924.4	927.4	995.8
비이자이익	31.0	1.0	15.0	-7.3	20.7	21.0	21.3	21.6	39.6	84.7	85.5
총영업이익	264.1	233.2	243.9	222.9	247.1	250.5	254.3	260.2	964.0	1,012.1	1,081.3
판관비	110.0	110.3	117.6	155.7	110.5	110.8	113.0	130.0	493.6	464.4	487.6
충전영업이익	154.0	122.9	126.3	67.2	136.6	139.7	141.3	130.2	470.5	547.7	593.8
영업외이익	2.6	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.1	0.0	0.0	2.6	0.5	0.5
충전이익	156.7	122.7	126.3	67.4	137.1	139.7	141.3	130.2	473.1	548.3	594.3
충당금전입액	43.2	26.6	21.5	19.6	36.5	38.5	38.0	41.6	111.0	154.6	167.0
영업이익	110.8	96.3	104.8	47.5	100.1	101.1	103.2	88.6	359.4	393.1	426.8
세전순이익	113.5	96.1	104.7	47.8	100.6	101.2	103.2	88.6	362.0	393.6	427.3
법인세	26.7	24.1	25.7	12.1	24.0	24.5	25.0	21.4	88.7	94.9	103.4
당기순이익	86.8	72.0	79.0	35.6	76.6	76.7	78.3	67.2	273.4	298.7	323.9

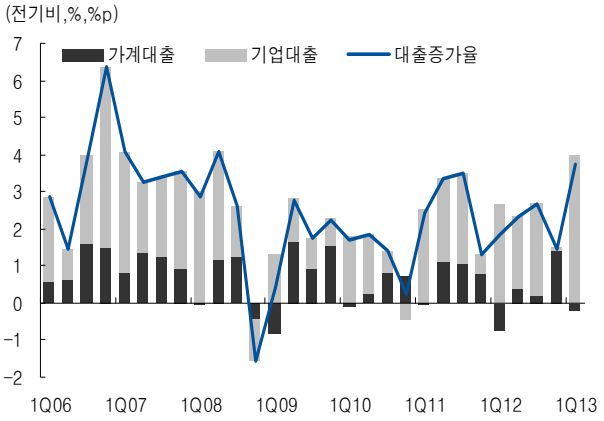
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원화대출금 증가율 추이



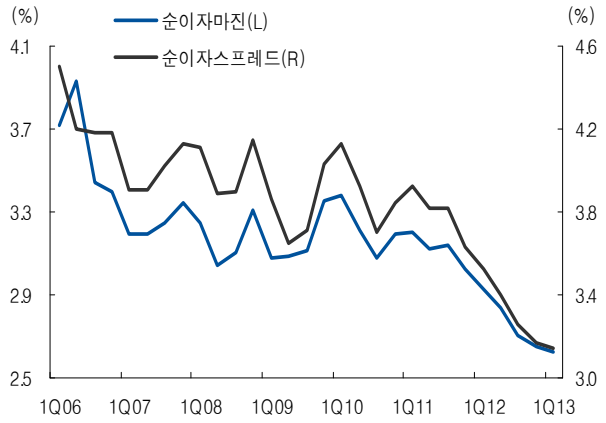
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원화대출금 증가율과 부문별 기여도 추이



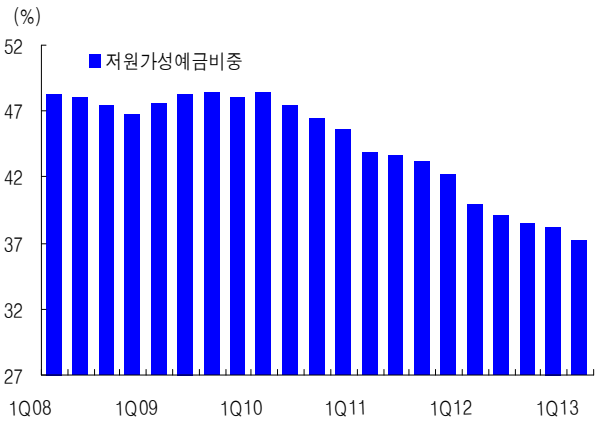
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 순이자마진과 순이자스프레드 추이



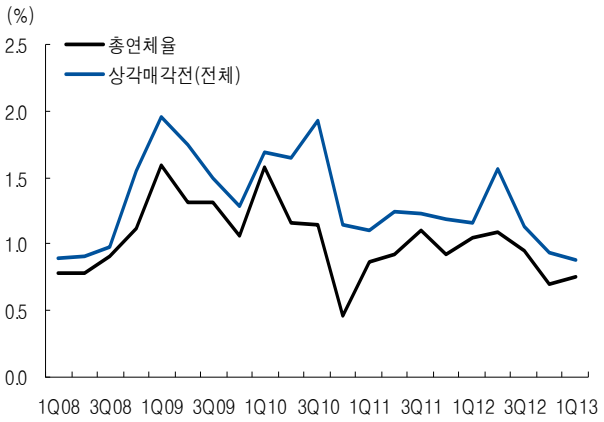
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 저원가성예금비중



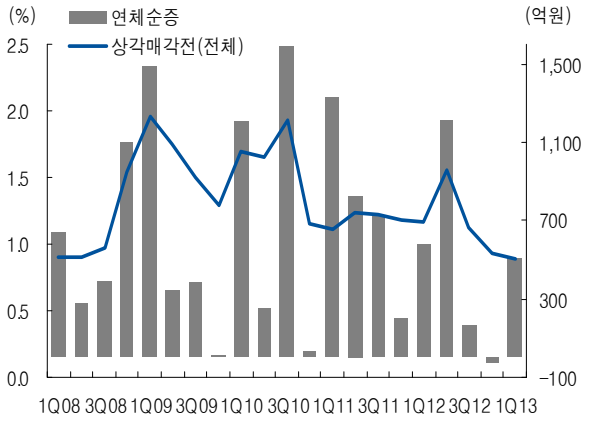
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 연체율 추이



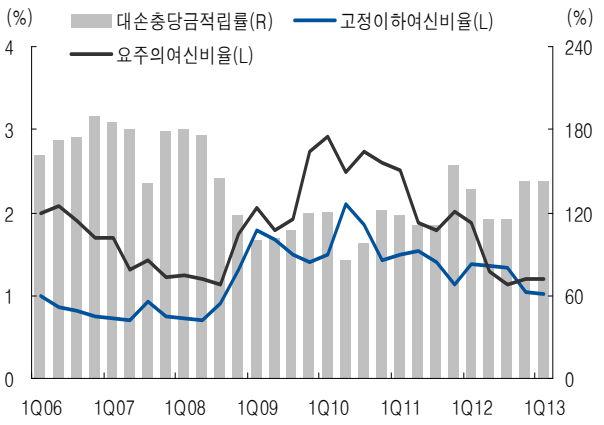
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 상각 및 매각 전 연체 순증 추이



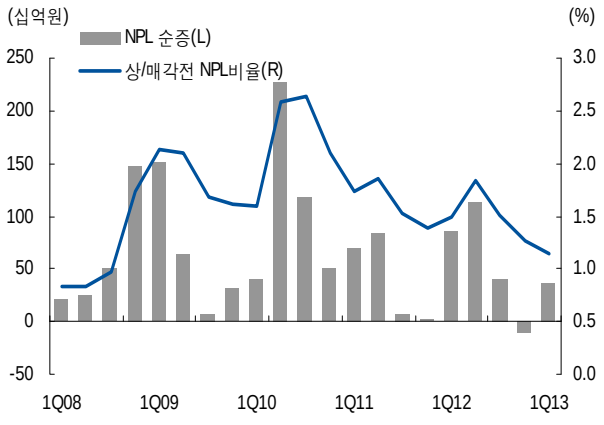
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 자산건전성 지표 추이



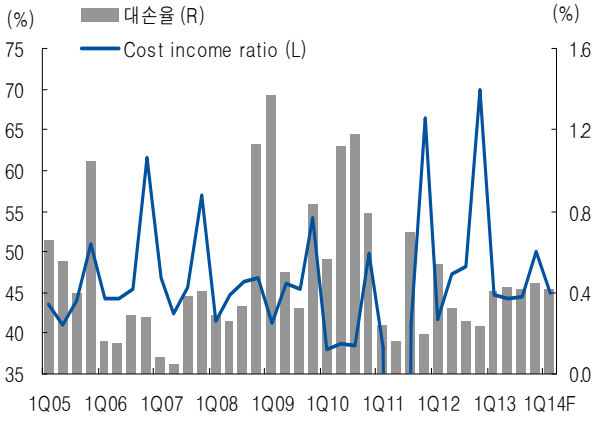
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 상각 및 매각 전 NPL비율과 NPL 순증 추이



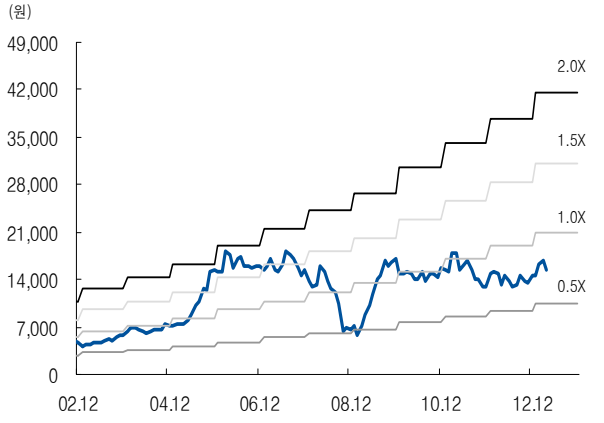
자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 대손율 및 Cost income ratio 추이



자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주가와 PBR밴드 차트



자료: DGB금융지주, KDB대우증권 리서치센터

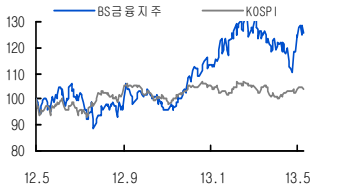
BS금융지주 (138930)

순이자마진

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	19,100
현재주가(13/05/23,원)	15,200
상승여력	26%

영업이익(13F,십억원)	494
Consensus 영업이익(13F,십억원)	487
EPS 성장률(13F,%)	2.5
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.6
P/E(13F,x)	7.9
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	1,969.19
시가총액(십억원)	2,939
발행주식수(백만주)	193
유동주식비율(%)	86.4
외국인 보유비중(%)	62.3
베타(12M,일간수익률)	0.98
52주 최저가(원)	10,550
52주 최고가(원)	16,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	29.9	26.7
상대주가	3.3	26.9	17.8



투자의견 매수 유지, 목표주가 19,100원으로 상향

목표주가 산출은 12개월 Forward BPS에 PBR 1.0배를 적용하여 산출하였다. 목표주가를 상향 조정한 것은 2013년과 2014년 예상 ROE 수준을 동시에 반영하였기 때문이다. 또한 목표 PBR이 타행대비 높은 것은 타행대비 ROE가 높기 때문이다.

투자포인트: 비은행 강화, 순이자마진 하락 제약 노력, 고성장 후유증 없을 전망

첫째, **비은행 부문의 이익 기여도가 제고**될 것으로 보인다. BS캐피탈과 BS저축은행이 그룹내 편입 되면서 계열사간 시너지 창출을 통해 비은행 부문의 이익 기여도 제고가 가능할 것이다. 특히 부산은행의 지역 밀착도가 높은 점과 금융지주사 체제에서는 이를 활용하기 용이하다는 점을 고려하면 향후 비은행 부문의 이익 기여도 제고는 충분히 가능할 것이다.

BS캐피탈의 경우 조달 비용이 수익성에 중요할 것이다. 최근 시장 금리가 충분히 낮아져 있고 금융지주사의 지원이 가능해 보여 수익성 관리는 용이한 상황으로 판단된다. 여기에 은행과의 수직 계열화를 통해 수익 창출 기반 확대가 가능할 것이다.

둘째, **순이자마진 하락은 점차 제한**될 것으로 보인다. 상반기 중 대규모 예금 만기가 도래할 것으로 보인다. 이 때 예금이 재취급되는 과정에서 조달 비용이 줄어들 가능성이 커 보인다. 또한 대출 금리 측면에서는 새정부 출범 이후 가격 경쟁이 유발되던 대출시장 분위기가 안정을 찾게 되면서 대출 금리 인하 정도가 약화된 것으로 보인다. 이 점도 순이자마진 개선에 일조할 것으로 보인다.

셋째, **고성장 이후 부실 발생 가능성을 우려할 필요는 없어 보인다.** 자산건전성 지표를 보면 여전히 양호한 수준에서 관리되고 있다고 할 수 있다. 연체율이나 고정이하여신비율 등이 소폭 상승하기는 했지만 관리 가능한 수준에 머물러 있다고 판단된다.

다만 최근 지방 부동산 경기 회복세는 완화되고 있고 그동안 타행대비 높은 성장을 지속해 왔다는 점에서 부실 발생 가능성이 완전히 사라졌다고 보기는 어려울 것이므로 지속적으로 살펴볼 필요는 있을 것이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
총영업이익 (십억원)	999	1,161	1,230	1,221	1,292	1,335
충전영업이익 (십억원)	594	673	656	681	726	743
영업이익 (십억원)	434	533	488	494	528	549
세전순이익 (십억원)	443	533	479	489	523	543
순이익 (십억원)	334	400	361	370	396	412
EPS (원)	1,787	2,070	1,868	1,915	2,049	2,130
BVPS (원)	13,167	15,281	16,833	18,358	19,895	21,492
P/E (배)	8.0	5.3	7.1	7.9	7.4	7.1
P/B (배)	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
ROE (%)	14.6	14.6	11.6	10.9	10.7	10.3
ROA (%)	1.0	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년은 K-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

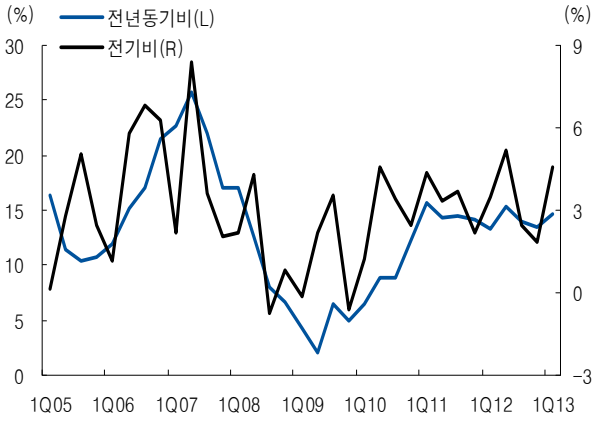
표 1. BS금융지주 분기별/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012				2013F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013F	2014F
순이자이익	289.0	282.4	283.5	284.8	273.1	278.3	279.6	286.8	1,139.7	1,117.8	1,184.4
비이자이익	34.0	26.0	28.4	2.1	25.2	25.6	25.9	26.1	90.5	102.8	107.9
총영업이익	323.0	308.4	311.8	286.9	298.3	303.9	305.4	312.9	1,230.2	1,220.6	1,292.3
판관비	128.2	138.4	132.7	175.0	127.6	131.4	127.5	153.0	574.3	539.5	566.5
충전영업이익	194.9	170.0	179.1	111.9	170.7	172.5	177.9	159.9	655.9	681.1	725.8
영업외이익	-2.1	-1.0	-1.0	-5.0	-2.0	-1.0	-1.0	-1.2	-9.2	-5.2	-5.2
충전이익	192.7	169.0	178.1	106.9	168.8	171.5	177.0	158.6	646.8	675.9	720.6
충당금전입액	46.7	52.9	29.7	38.7	43.7	45.8	44.8	52.4	167.9	186.7	197.8
영업이익	148.2	117.1	149.4	73.2	127.0	126.7	133.1	107.4	488.0	494.3	528.0
세전순이익	146.1	116.1	148.5	68.2	125.1	125.7	132.1	106.2	478.9	489.1	522.8
법인세	36.4	29.8	35.4	16.1	30.7	30.4	32.0	25.7	117.7	118.8	126.5
당기순이익	109.7	86.4	113.1	52.1	94.4	95.3	100.2	80.5	361.1	370.3	396.3

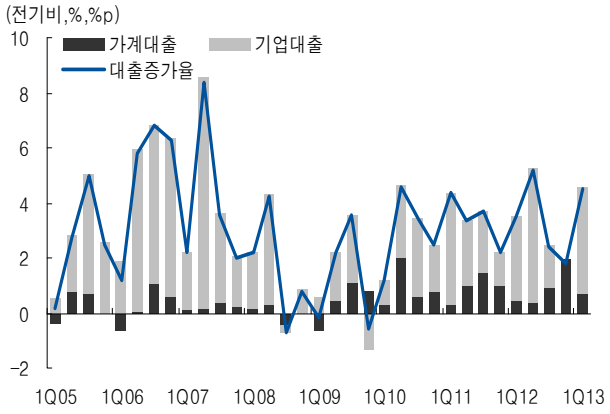
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원화대출금 증가율 추이



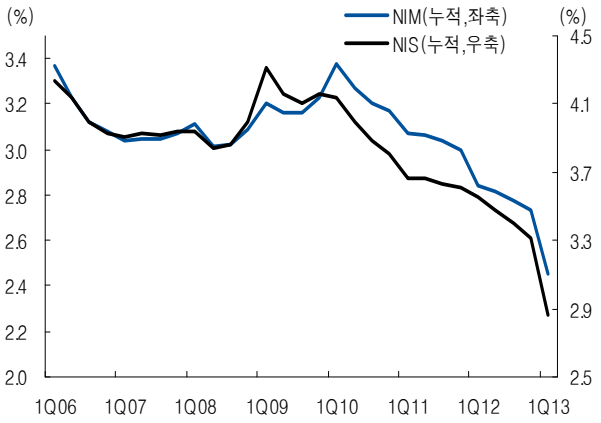
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원화대출금 증가율과 부문별 기여도 추이



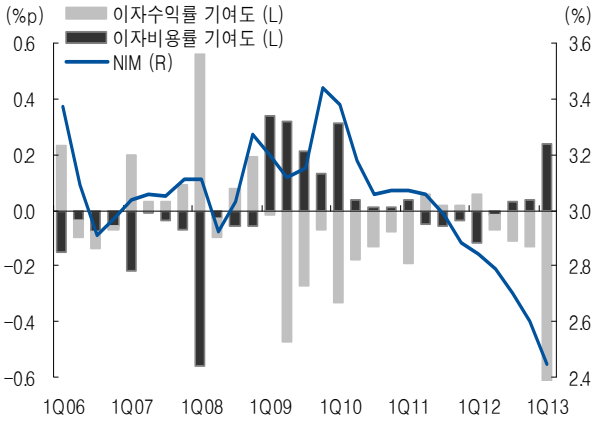
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 순이자마진과 순이자스프레드 추이



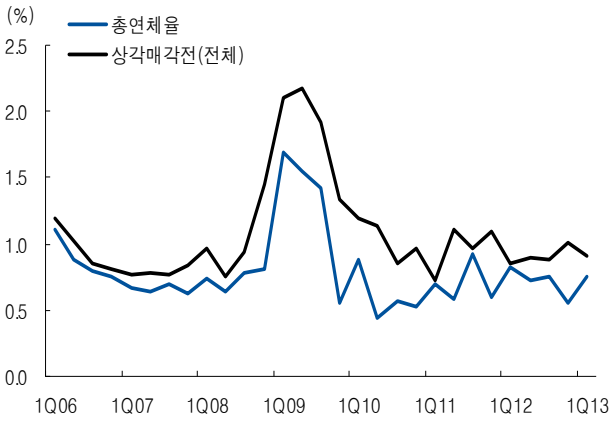
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 순이자마진과 요인별 기여도 추이



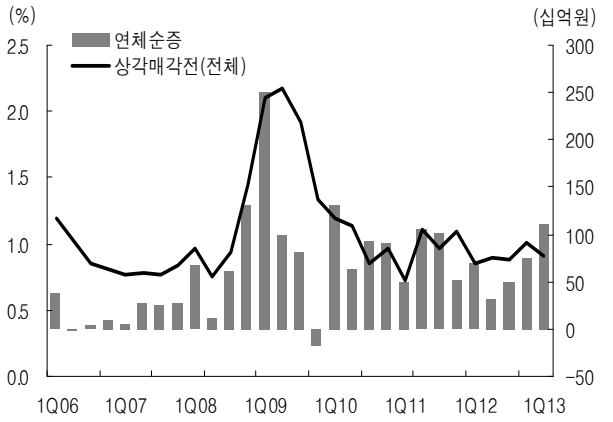
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 연체율 추이



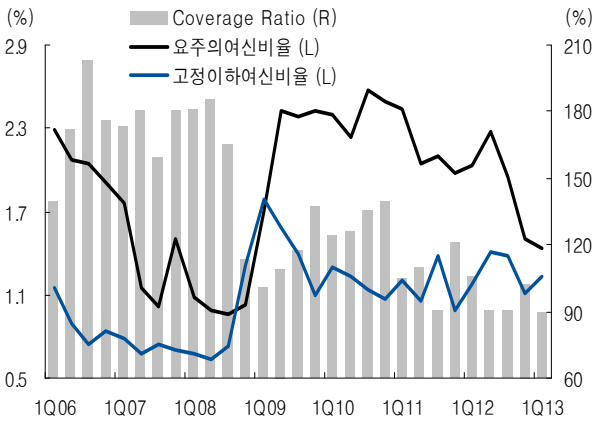
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 상각 및 매각 전 연체 순증 추이



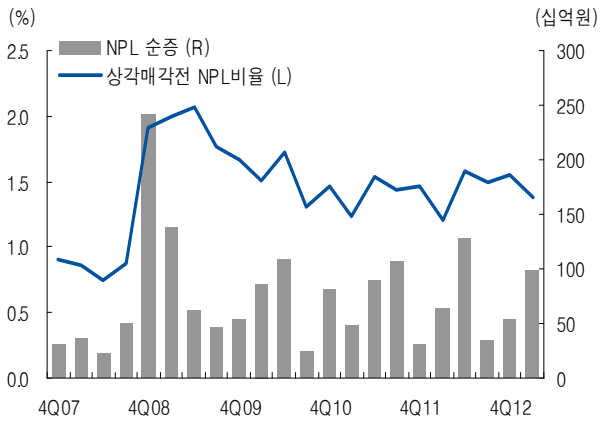
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 자산건전성 지표 추이



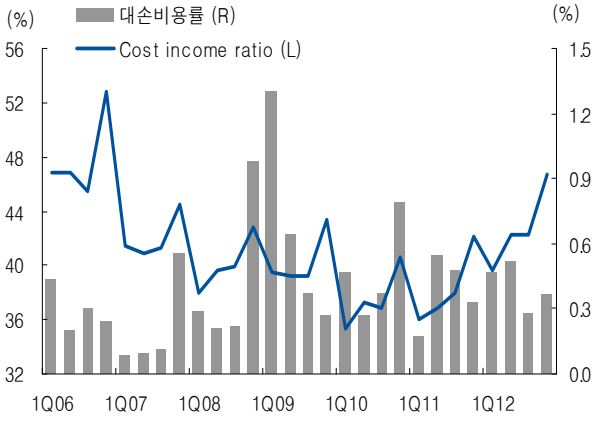
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 상각 및 매각 전 NPL비율과 NPL 순증 추이



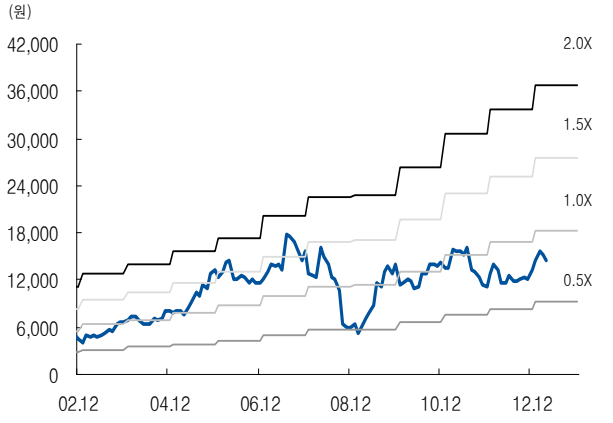
자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 대손율 및 Cost income ratio 추이

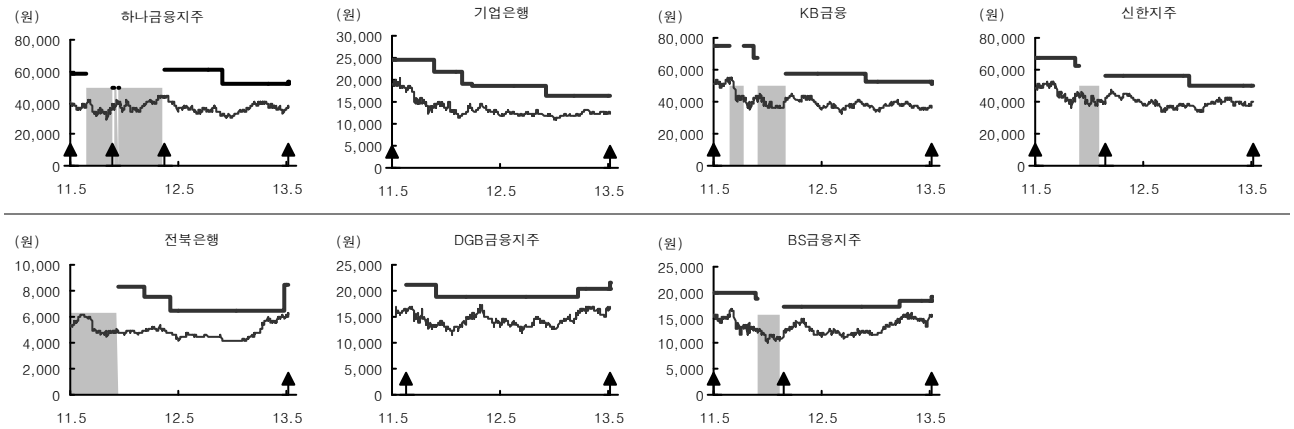


자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주가와 PBR밴드 차트



자료: BS금융지주, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 신한지주, 하나금융지주, KB금융: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 신한지주, 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)