

은행

High PER 및 Low PBR 괴리가 해소되기 위한 2가지 요건

2013. 7. 9

2012년 6월 이후 PBR 및 PER간 괴리 확대

은행/카드
Analyst 하학수
02.3779-0053
haksoo.ha@etrade.co.kr

2012년 6월 이후, 상장 금융지주·은행 7사의 2013년 합산 순이익 전망치는 11.2조원에서 7.5조원까지 33% 하락한 반면, KRX은행지수 하락 폭은 3.4%에 불과하다 (KOSPI 대비 상대수익률 -4.8%p).

Valuation 착시 현상(low PBR but high PER)은 COE 보다도 낮아진 ROE에 기인

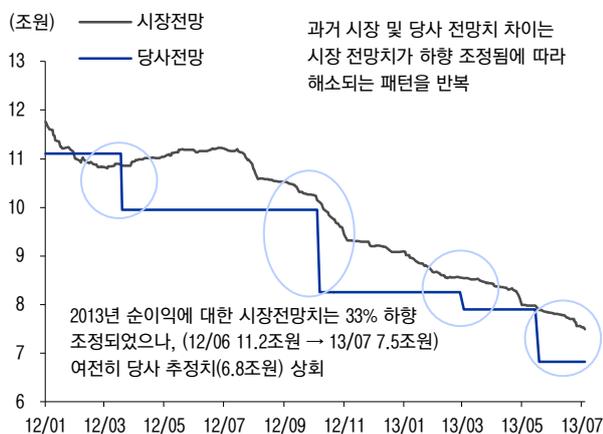
2013년 순이익에 대한 당사 및 시장 전망치 기준, 은행업종 PER은 8.8~8.0배에 이른다. 이는 은행업종이 자산 고성장으로 인해 re-rating된 06~07년 평균 PER(8.7배 vs 04년 이전 8.0배)가 유사한 점을 감안, 저평가 국면이라 할 수 없다. 하지만, 극도의 신용위기 환경을 제외하면 2Q13E PBR(0.60)은 역사적 저점 수준에 근접한다.

High PER but low PBR은 ROE가 COE 이하로 하락했기 때문이다. 이러한 valuation 착시 현상이 해소되기 위해서는 (1) 이익이 증가하여 PER이 낮아지거나, (2) 대규모 손실을 인식하여(자본이 감소하거나 또는 유상증자를 실시하여) PBR이 상승해야 한다.

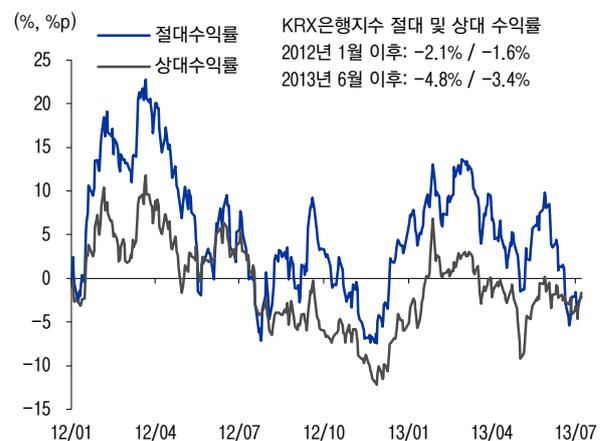
이런 관점에서, low PBR만으로 저평가되었다는 논리는 (1) ROE가 회복국면에 진입하기 이전에 자본 훼손에 따른 증자 위험으로부터 안전하거나, (2) 또는 ROE 상승까지 소요되는 기간이 길지 않아야 한다. 하지만, 현 시점에서 (1) 신용위험 고조 또는 (2) 장기 저성장(침체) 가능성을 배제할 수는 없다.

다시 말해, 현시점에서 은행업종 PBR이 최근 형성된 band(0.54~0.63배)를 상향 돌파할 근거를 찾기 힘들다. 이에 PBR band 하단(0.54~0.57배)에서 저가 매수를, 반면 주가 회복 국면에서 추격매수를 자제할 것을 권유한다. 즉, 당사 목표주가(PBR 0.63배)에 근접하면, 차익 실현하라는 기존의 입장을 유지한다.

[그림1] 2013년 은행업종 합산 순이익에 대한 당사 및 시장전망 추이



[그림2] 2012년 이후 KRX 은행지수의 절대 및 상대 수익률 추이



자료: Quantwise, 이트레이드증권 리서치본부

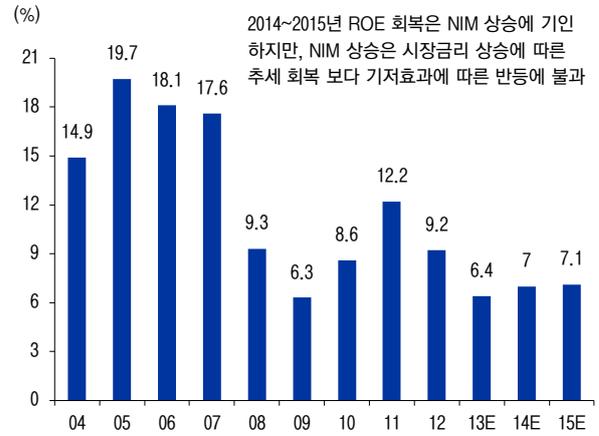
자료: Quantwise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] 상장 금융지주은행 7사 합산 순이익 추정치



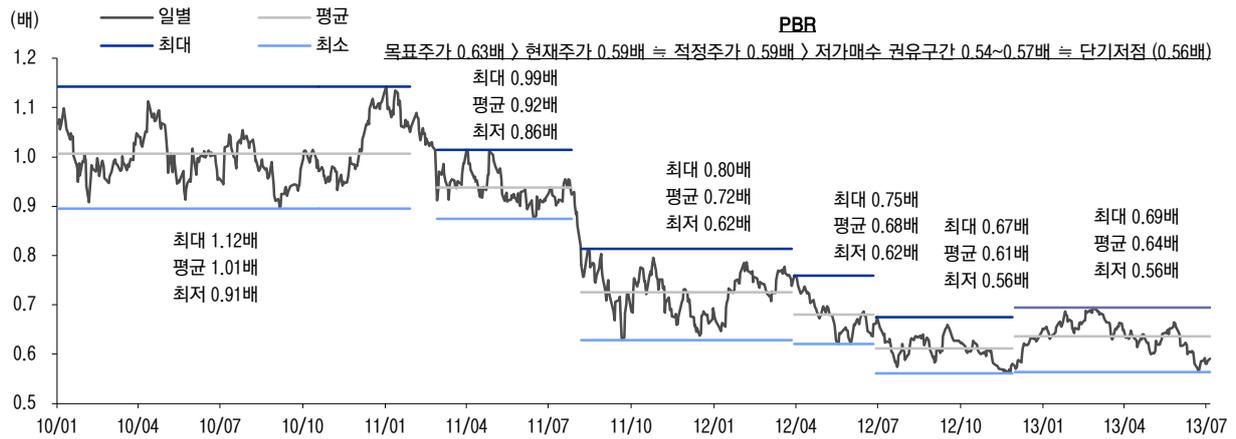
자료: 이트레이드증권리서치본부

[그림4] 상장 금융지주은행 7사 합산 ROE 추정치



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림5] 은행업종 2m trailing PBR 추이



자료: Quantwise, 이트레이드증권 리서치본부

[표1] ROE 및 PBR에 기초한 implied PER(주요 가정: 배당성향 15%)

(단위: 배)	ROE (%)					
	6.0	6.5	7.0	7.5	8.0	
P	0.50	8.6	8.0	7.4	6.9	6.5
B	0.55	9.5	8.8	8.1	7.6	7.1
R	0.60	10.4	9.6	8.9	8.3	7.8
(배)	0.65	11.2	10.4	9.6	9.0	8.4
	0.70	12.1	11.2	10.4	9.7	9.1

자료: 이트레이드증권 리서치본부

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 허학수)
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
 업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
 2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류