



은행 [비중확대]

관심은 경기개선 기대감에서 ROE 상승으로



>> Top-picks: 신한지주, 하나금융지주

Outlook: 2014년 예상 은행 ROE 7.3%(YoY +0.9%p), 추세적 반등의 기점

2013년 은행주는 양호한 성과를 기록했다. 경기 개선 및 NIM 반등 기대감, 글로벌 각국의 양적 완화 지속 등 은행주를 둘러싼 환경은 우호적이다.

2014년 예상 은행 ROE는 7.3%로 YoY 0.9%p 개선될 전망이다. 경제주체들의 신용 확대 수요가 늘고 대출태도가 완화되며 원화대출금이 YoY 5.8% 성장하고, 시중금리 상승과 궤를 같이 하며 NIM은 2bp 상승할 전망이다. 한편 가계부채 우려가 완화되고 있고 위험 산업의 채무재조정도 마무리 국면에 있어 Credit Cost도 57bp로 낮게 유지될 것으로 보인다.

Focus: 1) 경기상승 국면에서 은행이 얻는 기회, 2) 일본과 다른 한국 은행

한국경제의 순환적 경기개선 사이클은 2014년까지 이어질 것으로 예상되며 은행은 성장과 마진 개선의 기회를 얻게 된다. 자산성장 +5%, NIM +5bp를 가정하면 은행권 이자이익은 1.7조원 확대된다. 신용확대와 시중금리 상승의 긍정적 효과가 기대된다.

저성장, 저금리 상황이 이어지며 은행의 수익성 훼손 우려가 있다. 기술적으로 한국 부동산 시장의 과열 정도(+20.9%)가 일본(+253.0%)과 비교해 미미하고 연체율, 신용등급 등 차주들의 건전성지표가 양호해 우려가 현실화될 가능성은 없다.

Valuation: 2014년 은행 목표 PBR 0.76배, Top-picks: 신한지주, 하나금융지주

2014년 은행업종 목표PBR로 0.76배를 제시한다. 2011년 이후 3년 만에 ROE가 반등하고 리스크프리미엄이 축소되면서 자기자본비용이 낮게 유지될 전망이다. 시중은행 최고의 ROE가 유지되는 신한지주와 2014년 이익모멘텀을 보유한 하나금융지주가 Top-picks이다.

TOP PICKS

신한지주 (055550)

투자이견	매수(유지)
목표주가	53,000원
현재가 (11/19)	45,500원

하나금융지주 (086790)

투자이견	매수(유지)
목표주가	50,000원
현재가 (11/19)	40,400원



은행/증권

박진형

02 6915 5668

jhpark@ibks.com



CONTENTS

I. 2013년 은행 Review	4
2013년 은행주 주가는 KOSPI대비 10.3%p 아웃퍼폼	4
II. 2014년 은행 전망	5
1. 자산성장: 경제주체 대출수요 확대와 은행 대출태도 완화로 전반적 회복	5
2. NIM: 하반기를 저점으로 완만한 상승, 2014년 연간 NIM은 2bp 개선 전망	7
3. Credit Cost: 신용위험 관리 강화와 건전성 규제 강화로 낮은 수준 지속	8
III. Focus I: 디레버리징 이후와 레버리징 이전	10
1. 금융위기 이후 5년, 국내은행 디레버리징의 굴레	10
2. 한국경제, 순환적 경기상승 사이클 2014년까지 이어질 전망	11
3. 경기 상승 국면에서 은행은 성장과 마진 개선의 기회 얻어	13
4. 자산성장 +5%, NIM +5bp 가정하면 은행 이자이익 약 1.7조원 개선	15
IV. Focus II: 한국의 은행은 일본 은행의 전철(前轍)을 밟아가는가?	16
1. 저성장, 저금리 환경 하에서 한국의 은행, 일본 은행 답습 우려	16
2. 1990년 이후 일본 은행은 장기적 디레버리징, 예대율 하락	17
3. 저성장, 저금리 상황에서 일본 은행의 대응책은 포트폴리오 조정	18
4. 한국 은행이 처한 상황, 일본과 다른 점	19
5. 중장기적으로 한국 은행의 성장 초점은 자산성장에서 M&A로 이동	22
V. Valuation 및 투자전략	23
1. 2013년, 2014년 수정ROE 각각 6.4%, 7.3% 제시	23
2. ROE 반등 국면에서 글로벌 은행주에 주가 상승 뒤쳐질 이유 없어	23
3. 은행주 목표 PBR 0.76배, 은행주 Valuation은 ROE, COE 측면에서 상승 가능	27
4. Top-picks: 신한지주, 하나금융지주	30

기업분석.....	31
신한지주 (055550)	
: 시중은행 최고의 ROE 유지될 전망, 추가적 이익확대 여지도 있어	
/ 매수(유지) / 목표주가: 53,000원	32
하나금융지주 (086790)	
: 시너지와 건전성 개선, 2014년 경상이익 확대 예상 / 매수(유지) / 목표주가: 50,000원	34
KB금융 (105560)	
: 2014년에 대한 기대치 높아져 / 매수(유지) / 목표주가: 47,000원	36
우리금융 (053000)	
: 실적 변동성 축소의 과제, 양호한 핵심 이익지표는 긍정적	
/ 매수(유지) / 목표주가: 15,000원	38
기업은행 (024110)	
: 이익지표 둔화가 제한적이라는 점이 긍정적 / 매수(유지) / 목표주가: 15,000원	40
BS금융지주 (138930)	
: 실적과 비교하면 Value는 여전히 매력적 / 매수(유지) / 목표주가: 20,000원	42
DGB금융지주 (139130)	
: 성장이 주도하는 높은 ROE에 NIM도 방어된다면 / 매수(유지) / 목표주가: 21,000원	44

II. 2014년 은행 전망

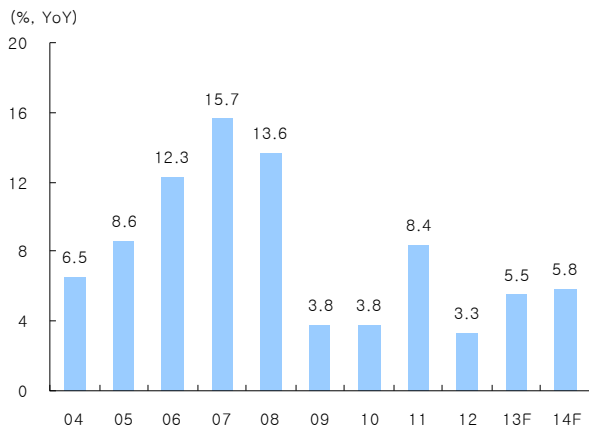
1. 자산성장: 경제주체 대출수요 확대와 은행 대출태도 완화로 전반적 회복

2014년 은행의 원화대출금 성장은 전반적으로 회복 국면이 유지될 전망이다. 금융위기 이후 부동산시장 부진과 경제주체들의 신용 확대 유인 축소로 은행의 자산 성장이 부진했으나, 2013년 하반기 이후에는 순환적 경기개선 사이클 진입에 발맞추어 경제주체의 대출수요 확대와 은행권의 대출태도 완화로 자산성장률이 회복되는 모습을 보이고 있다.

자산 성장이 개선될 것으로 보는 이유는, 1) 자산건전성 및 수익성 둔화 우려로 대출 성장에 보수적이었던 은행의 대출태도가 완화되고 있고, 2) 경제 주체들의 신용 확대 수요가 늘어가고 있으며, 3) 한국 경제의 비교 우위적 위치를 감안하면 부동산 및 금융시장의 완만한 회복이 예상되기 때문이다.

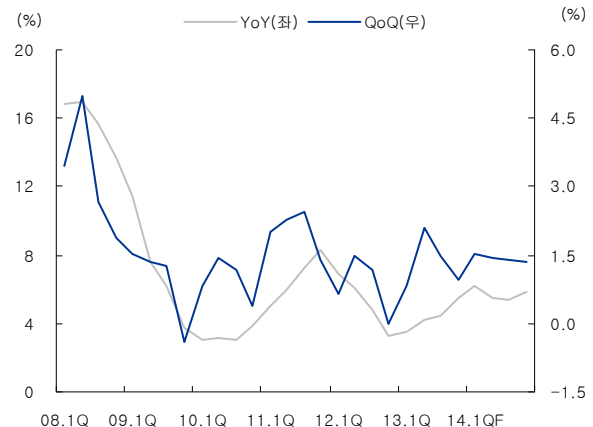
다만 자산 성장 폭이 크게 확대되기에는 한계가 있다. 금융산업 규제강도가 약화되지 않는 한 금융이 주도하는 경기 확장 국면을 바라기 어렵고 경제주체들의 낮은 저축률 또한 신용 확대를 제한하는 요인이기 때문이다.

그림 5. 주요은행 원화대출금 연간 성장률 추이 및 전망



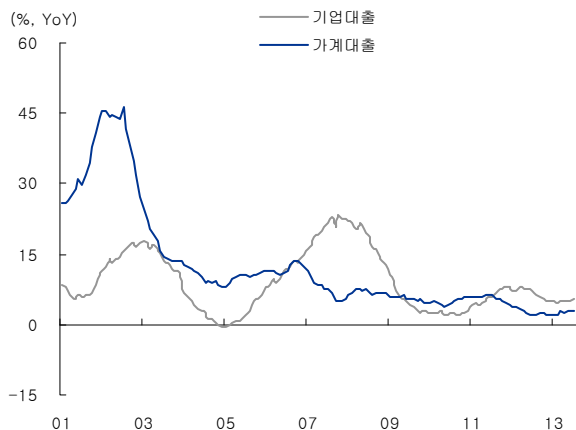
자료: IBK투자증권

그림 6. 주요은행 원화대출금 분기별 성장률 추이 및 전망



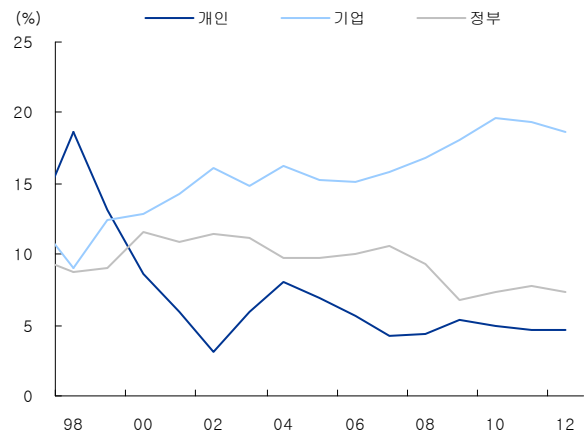
자료: IBK투자증권

그림 7. 예금은행 기업대출 및 가계대출 증가율 추이



자료: 한국은행

그림 8. 경제주체별 저축률 추이



자료: 한국은행

표 1. 예금은행 부문별 원화대출금 잔액 및 성장률 추이

	05	06	07	08	09	10	11	12	13.10
잔액	613.9	697.0	788.4	882.0	915.4	948.2	1,011.2	1,055.5	1,105.1
은행 기업대출	308.4	350.6	424.3	492.8	506.2	517.1	556.2	589.0	630.7
대기업	50.8	49.5	58.0	81.6	75.5	87.3	115.1	142.2	156.1
중소기업	257.6	301.1	366.3	411.2	430.7	429.7	441.1	446.8	474.6
은행 가계대출	305.5	346.4	364.2	389.2	409.3	431.1	455.0	466.5	474.4
(주택담보대출)	190.1	216.8	221.4	239.5	264.9	285.2	306.1	316.9	323.3
증가율(YoY, YTD)	7.8	13.5	13.1	11.9	3.8	3.6	6.6	4.4	4.7
은행 기업대출	5.1	13.7	21.0	16.2	2.7	2.2	7.6	5.9	7.1
대기업	8.4	-2.6	17.2	40.6	-7.5	15.7	31.8	23.5	9.7
중소기업	4.5	16.9	21.6	12.3	4.7	-0.2	2.6	1.3	6.2
은행가계대출	10.6	13.4	5.1	6.9	5.2	5.3	5.5	2.5	1.7
주택담보대출	12.1	14.1	2.1	8.2	10.6	7.7	7.3	3.6	2.0

자료: 한국은행

표 2. 주요은행 원화대출금 잔액과 부문별 비중 추이

	05	06	07	08	09	10	11	12	13.3Q
원화대출금	472,548	529,639	613,828	696,404	721,669	748,296	810,002	831,638	839,118
가계	227,186	261,342	277,890	298,242	311,693	326,068	346,755	358,899	357,313
주택관련대출	102,387	141,518	147,060	160,383	176,913	187,579	202,115	210,072	209,484
일반대출	82,542	118,642	271,542	136,543	133,428	136,858	142,639	148,827	147,829
기업	245,362	268,296	335,938	398,162	409,975	422,229	463,247	472,738	481,795
중소기업대출	203,187	240,007	297,172	338,383	354,994	354,614	367,133	370,032	378,043
대기업 및 기타대출	42,176	28,289	38,766	59,778	54,982	67,615	96,115	102,706	103,752
(% 원화대출금)									
가계	48.1	49.3	45.3	42.8	43.2	43.6	42.8	43.2	42.6
주택관련대출	21.7	26.7	24.0	23.0	24.5	25.1	25.0	25.3	25.0
일반대출	17.5	22.4	44.2	19.6	18.5	18.3	17.6	17.9	17.6
기업	51.9	50.7	54.7	57.2	56.8	56.4	57.2	56.8	57.4
중소기업	43.0	45.3	48.4	48.6	49.2	47.4	45.3	44.5	45.1
대기업 및 기타대출	8.9	5.3	6.3	8.6	7.6	9.0	11.9	12.3	12.4
(% 가계대출)									
주택관련대출	45.1	54.2	52.9	53.8	56.8	57.5	58.3	58.5	58.6
일반대출	36.3	45.4	97.7	45.8	42.8	42.0	41.1	41.5	41.4
(% 기업대출)									
중소기업대출	82.8	89.5	88.5	85.0	86.6	84.0	79.3	78.3	78.5
대기업 및 기타대출	17.2	10.5	11.5	15.0	13.4	16.0	20.7	21.7	21.5
(%, YoY)									
원화대출금	8.7	12.1	15.9	13.5	3.6	3.7	8.2	2.7	0.9
가계	8.7	15.0	6.3	7.3	4.5	4.6	6.3	3.5	-0.4
주택관련대출	30.0	38.2	3.9	9.1	10.3	6.0	7.7	3.9	-0.3
일반대출	15.8	43.7	128.9	-49.7	-2.3	2.6	4.2	4.3	-0.7
기업	8.7	9.3	25.2	18.5	3.0	3.0	9.7	2.0	1.9
중소기업대출	5.9	18.1	23.8	13.9	4.9	-0.1	3.5	0.8	2.2
대기업 및 기타대출	24.3	-32.9	37.0	54.2	-8.0	23.0	42.1	6.9	1.0

자료: IBK투자증권

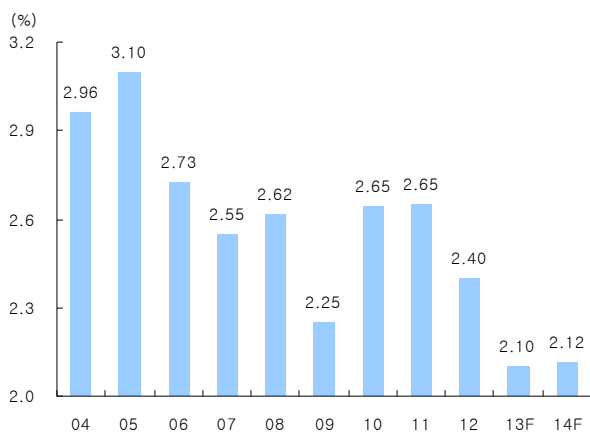
2. NIM: 하반기를 저점으로 완만한 상승, 2014년 연간 NIM은 2bp 개선 전망

은행 NIM은 2013년 하반기를 저점으로 완만한 상승 추세로 전환될 전망이다. 2012년 7월과 10월, 2013년 5월 세 차례에 걸친 기준금리 인하의 영향으로 하반기까지는 NIM 반등을 제한할 것이나 대출금리 재조정이 마무리되고 있어 반등이 예상된다.

은행의 금리감응자산은 금리감응부채대비 듀레이션이 짧아 지표금리가 하락하는 국면에서 대출수익률 하락이 먼저 나타난다. 따라서 5월 기준금리 인하 효과는 적어도 하반기까지는 NIM에 부정적인 영향이 예상된다. 다만 NIM 하락 폭은 은행별로 1~3bp 수준으로 미미할 전망이다. 시중금리가 이미 기준금리 인하를 반영하고 있으며 절대금리가 낮아 지표금리 하락 폭이 제한적이기 때문이다.

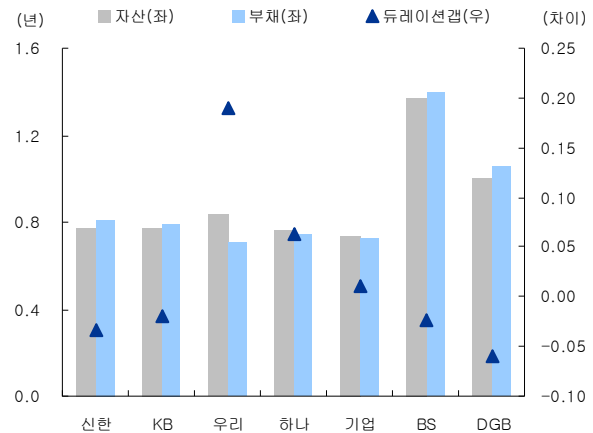
순환적 경기상승 국면과 글로벌 출구전략이 가시화되는 상황에서 2014년에는 NIM 반등이 기대된다. 경제주체들의 신용 확대 유인이 크지 않다고 해도 지표금리 상승에 의한 NIS 반등이 예상되며 예대율 부담이 낮기 때문에 조달비용률 축소도 동반할 수 있다.

그림 9. 주요은행 NIM 추이 및 전망



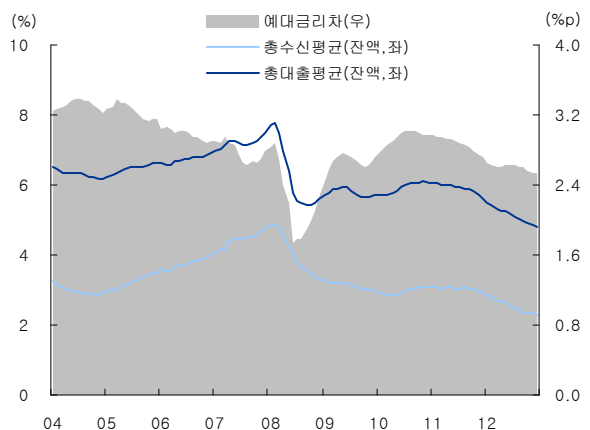
자료: IBK투자증권

그림 10. 주요 은행 자산/부채 듀레이션 비교



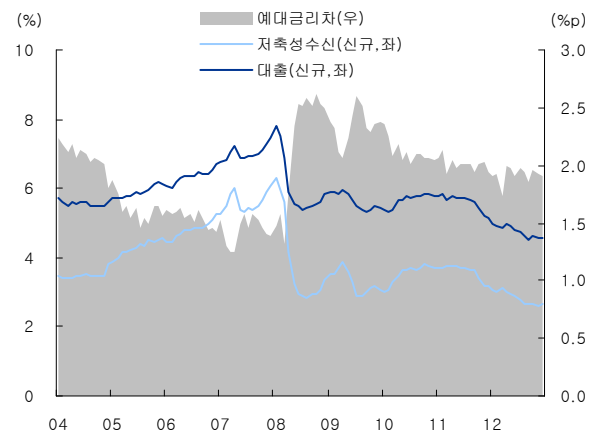
자료: IBK투자증권

그림 11. 예금은행 잔액기준 예대금리차 추이



자료: 한국은행

그림 12. 예금은행 신규취급기준 예대금리차 추이



자료: 한국은행

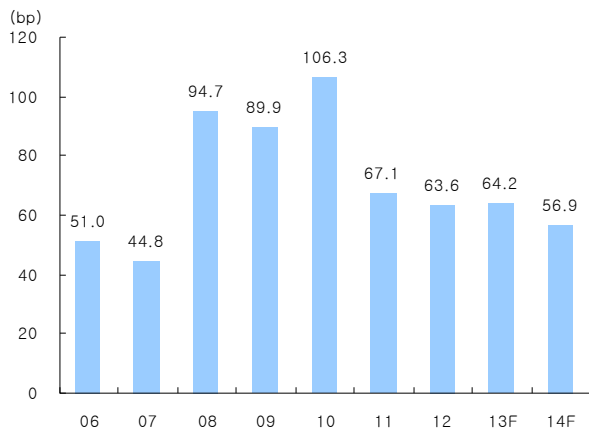
3. Credit Cost: 신용위험 관리 강화와 건전성 규제 강화로 낮은 수준 지속

2014년 은행의 대손충당금 규모는 2013년과 비교해 소폭 개선될 전망이다. 이에 은행의 Credit Cost는 2013년 64bp, 2014년 57bp로 예상된다.

기업 대출에서는 금융위기 이후 지속된 조선/해운/건설 등 위험산업군에 대한 채무 재조정이 마무리 국면에 들어 갔다. 가계 부문에서는 가계부채종합대책과 경기개선의 영향으로 가계부채가 급격히 부실화될 가능성이 크지 않다.

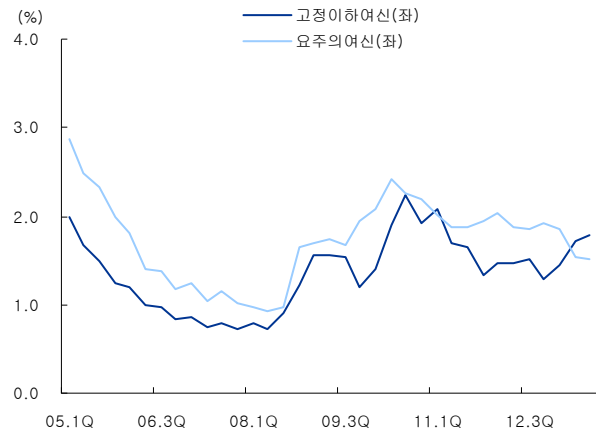
특히 작년 웅진그룹에 이어 올 해 STX그룹까지 구조조정에 들어가면서 대기업 여신에 대한 우려가 높아지고 있으나 은행 실적에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. 대기업 여신 중 고위험 및 잠재위험 익스포저는 10.7조원으로 파악되는데, 이는 예금은행 전체 산업대출금 655조원 대비 각각 1.6%, 국내은행 자기자본 대비 6.7% 수준에 불과하다. 또한 주요은행의 총자산 대비 충당금 적립비율은 2.0%에 달해 위험 자산 감내능력을 충분히 보유하고 있다는 판단이다.

그림 13. 주요은행 Credit Cost 추이 및 전망



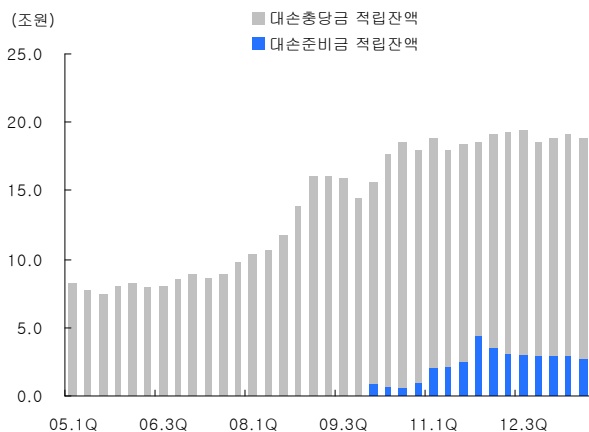
자료: IBK투자증권

그림 14. 주요은행 요주의/고정이하여신비율 추이



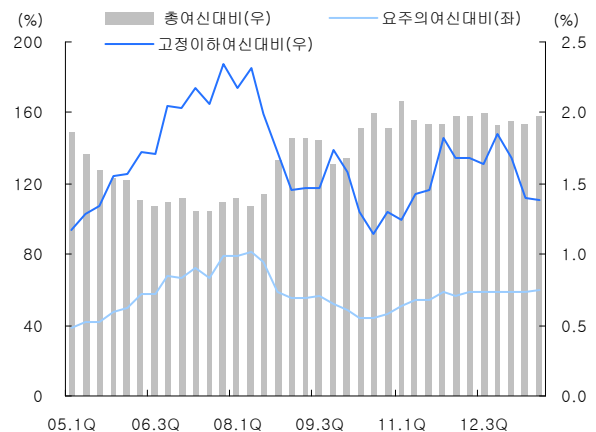
자료: 각 사

그림 15. 주요은행 대손충당금 및 대손준비금 적립잔액



자료: 각 사

그림 16. 주요은행 대손충당금 적립비율 추이



자료: 각 사

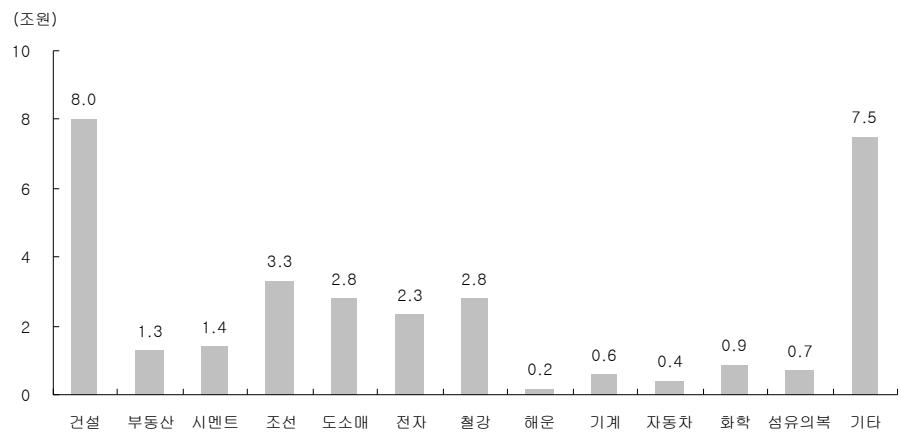
표 3. 국내은행 주요 업종별 익스포저 비중 및 건전성비율

	업종별 익스포저 비중	고정이하 여신비율	요주의 여신비율	한계기업 익스포저	고위험 익스포저	잠재위험 익스포저
건설·부동산	12.0	9.1	4.1	9.3	3.4	7.8
조선	11.0	1.7	10.9	3.3	3.3	0.4
전자	8.0	1.4	6.7	2.3	1.7	2.9
화학	8.0	2.6	4.8	0.9	0.1	6.3
도소매	9.0	0.3	1.2	2.8	0.2	3.7
철강	7.0	1.1	0.4	2.8	0.9	3.4
자동차	4.0	0.0	0.1	0.4	0.1	0.6
기계	4.0	0.7	1.7	0.6	0.3	1.1
합계				22.4	10.0	26.2

주: 한계기업은 3년 연속 이자보상비율 100% 미만이거나 영업활동현금흐름이 마이너스인 기업.

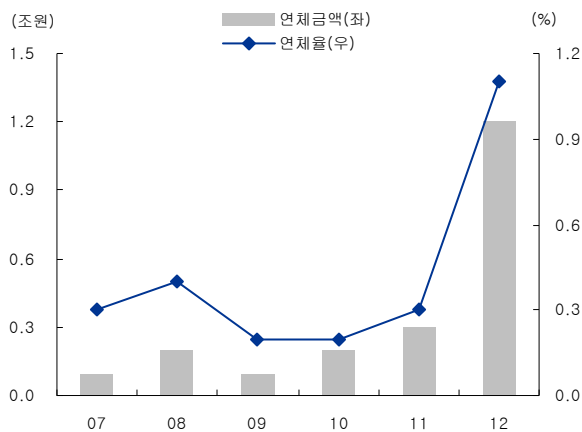
고위험 익스포저는 부실 자산, 잠재위험 익스포저는 향후 기업 재무 건전성 악화 등으로 부실화 가능성이 높은 익스포저
자료: 한국은행

그림 17. 국내은행의 업종별 한계기업 익스포저



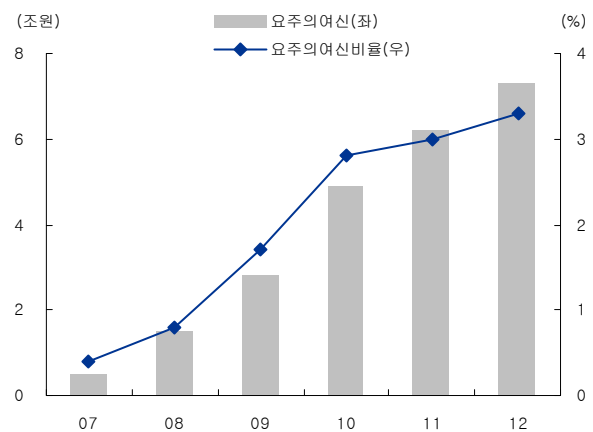
주: 2012년 11월말 기준
자료: 한국은행

그림 18. 국내은행의 대기업대출 연체율 추이



자료: 한국은행

그림 19. 대기업대출 요주의여신 및 요주의여신비율 추이



자료: 한국은행

III. Focus I: 디레버리징 이후와 레버리징 이전

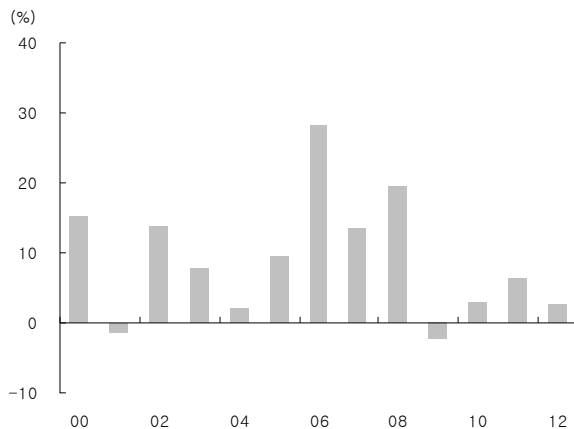
1. 금융위기 이후 5년, 국내은행 디레버리징의 굴레

금융위기 이후 글로벌 금융기관의 신용경색은 국내은행에게도 예외가 아니었다. 국내은행의 경우 글로벌 위험자산 노출 규모가 크지 않았고, 수익성 둔화가 크지 않았음에도 자산 성장이 둔화되며 레버리지가 지속적으로 축소되고 있다.

자산 성장이 부진한 이유는 1) 경기개선이 지연되며 기업들의 자금 수요가 늘지 않았고, 2) 부동산시장이 부진하고 가계의 처분가능소득이 정체되며 신용 확대 유인이 감소했으며, 3) 건전성 및 수익성 둔화에 직면한 은행의 대출태도가 보수적이었기 때문이다.

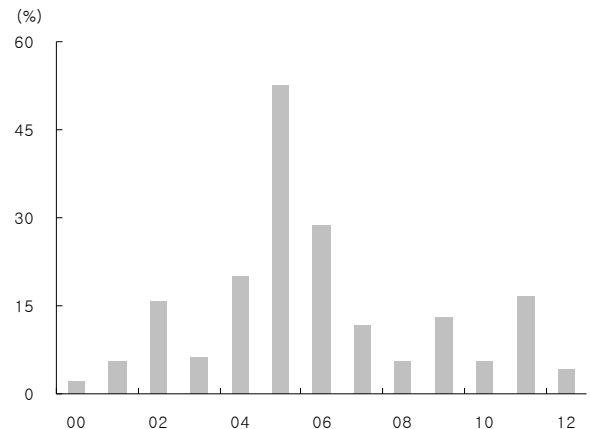
부진한 자산 성장은 은행 ROE 정체로 이어졌다. 국내 주요은행의 ROE는 금융위기 직전 5년 평균 14.9%에서 직후 5년 평균 8.3%까지 하락했다. 은행들이 2011년에 현대건설 주식을 매각하며 유가증권 매각익으로 2.2조원(세후기준)을 인식했음을 감안하면 정상ROE 하락 폭은 표면적 수준보다 훨씬 크다고 할 수 있다.

그림 20. 국내 주요은행의 총자산 성장률 추이



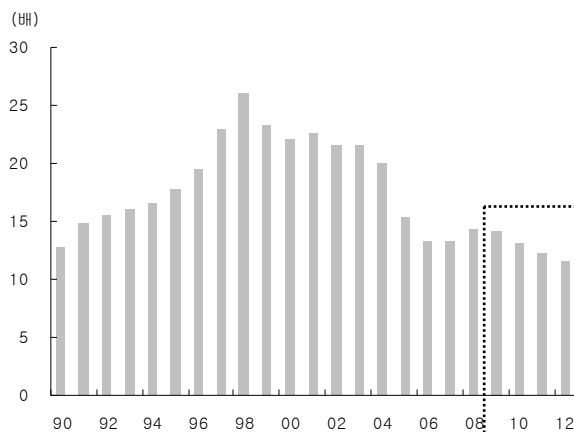
자료: IBK투자증권

그림 21. 국내 주요은행의 자기자본 증가율 추이



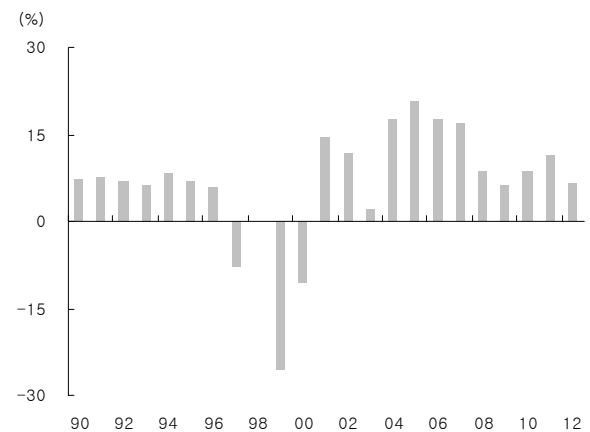
자료: IBK투자증권

그림 22. 국내 주요은행 레버리지 추이



자료: IBK투자증권

그림 23. 국내 주요은행 ROE 추이



주: 1998년 ROE는 -63.3%로 차트에서 제거

자료: IBK투자증권

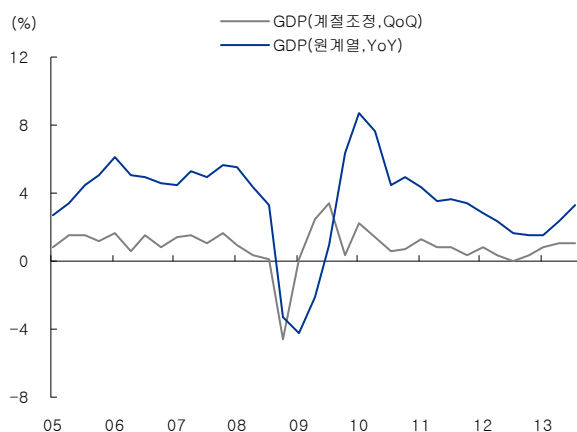
2. 한국경제, 순환적 경기상승 사이클 2014년까지 이어질 전망

은행의 ROE 반등을 산업의 구조적인 관점에서 접근하기에는 무리가 있으나 대내외 여건은 은행한테 유리하게 진행될 전망이다. 경기 측면에서 은행의 자산성장과 마진둔화는 바닥권을 지나고 있다는 판단이다.

2013년 2분기 국내 GDP 성장률은 1.1%로 2012년 4분기 0.3%, 2013년 1분기 0.8%를 기록한 이후 개선세를 이어가고 있다. 건설투자 및 설비투자는 회복국면에 있으나 소비가 아직 하강국면에 있다. 추세적인 확대는 제한적이나 저점을 확인하고 반등한 점은 의미가 있다. 또한 투자 개선이 이어진다면 고용이 늘어나면서 소비도 확대될 수 있을 전망이다.

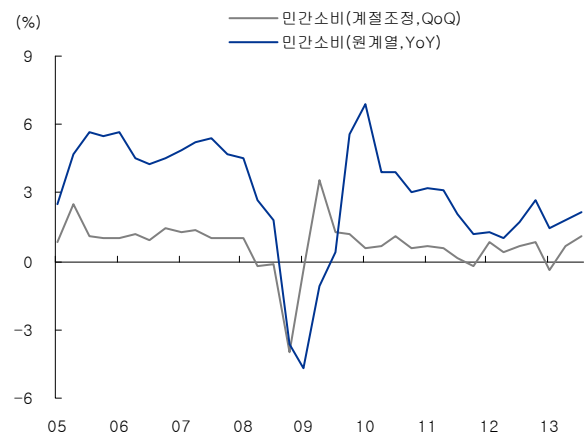
경기 개선 기대감은 선행지표에도 반영되고 있다. 경기선행지수 전년동월비는 2013년 2월을 저점으로 추세적으로 상승하고 있다. 향후 투자 활성화가 소비로 이어지는 순환적인 경기 상승 사이클이 유지되는 상황에서 선행지표 또한 개선 국면을 이어갈 전망이다.

그림 24. 국내총생산



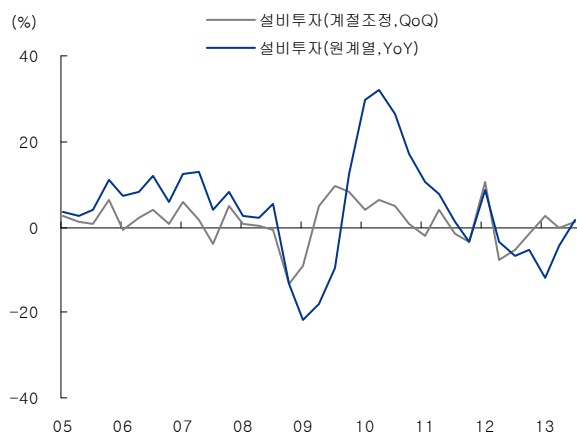
자료: 한국은행

그림 25. 민간소비



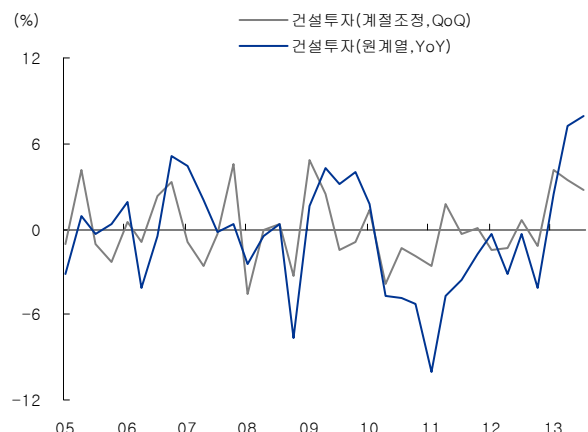
자료: 한국은행

그림 26. 설비투자



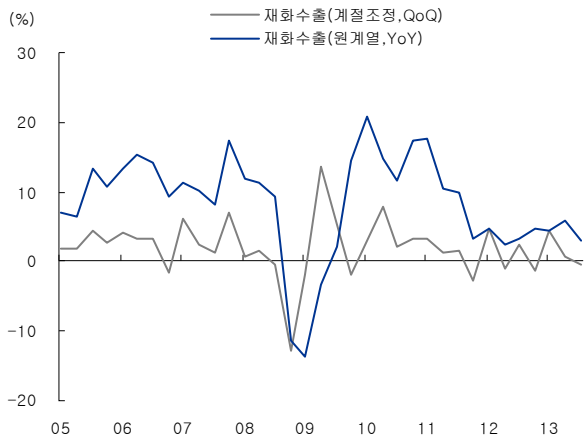
자료: 한국은행

그림 27. 건설투자



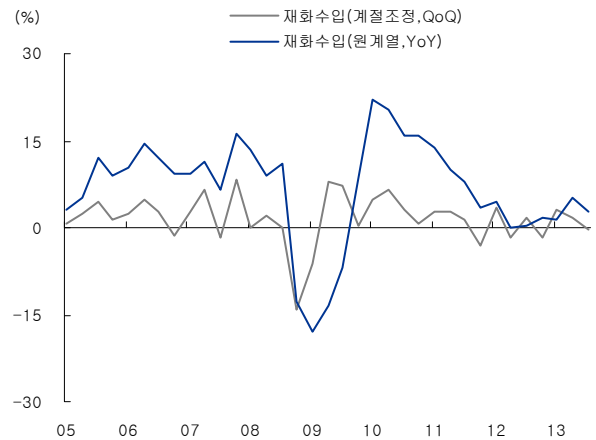
자료: 한국은행

그림 28. 재화 수출



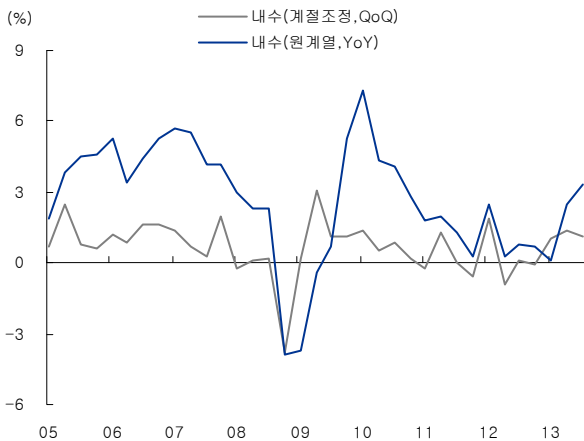
자료: 한국은행

그림 29. 재화 수입



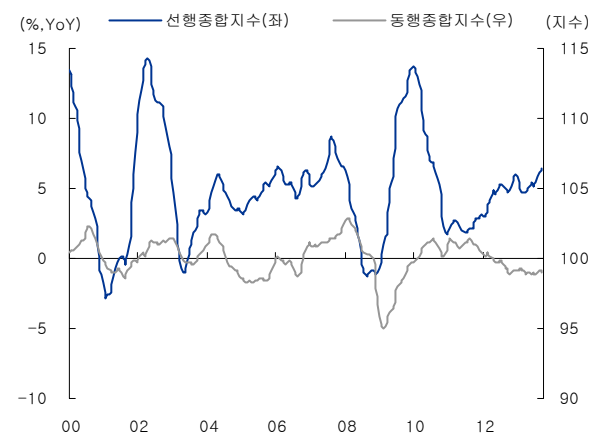
자료: 한국은행

그림 30. 내수



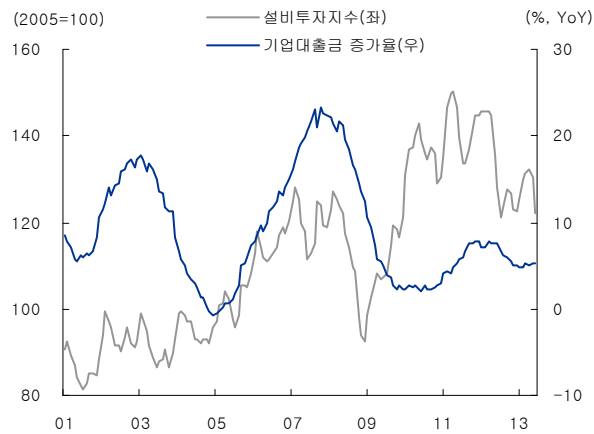
자료: 한국은행

그림 31. 선행지수 전년동월비와 동행지수 순환변동치



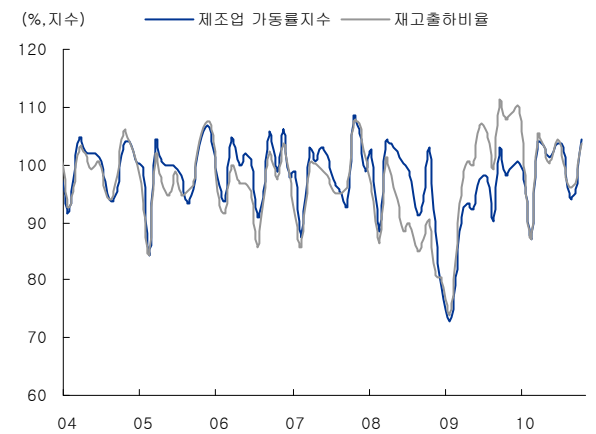
자료: 한국은행

그림 32. 설비투자지수와 예금은행 기업대출금 증가율



자료: IBK투자증권

그림 33. 제조업 가동률지수와 재고출하비율



자료: 통계청

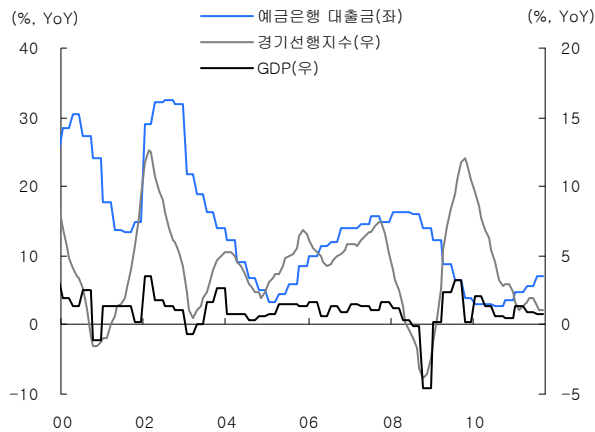
3. 경기 상승 국면에서 은행은 성장과 마진 개선의 기회 얻어

경기상승 국면에서 경제주체들의 신용확대 수요 증가와 시중금리 상승은 은행의 대출태도 완화, NIM 개선으로 이어질 전망이다. 경제주체들의 대출수요지수는 13.1Q 이후 확대되고 있으며 은행의 대출태도지수는 2013년 하반기 이후 개선 추세가 이어질 것으로 판단된다.

실제로 부동산시장 반등에 의한 가계대출 확대, 설비투자압력 강화에 의한 기업대출 확대의 여건은 강화되고 있다. 지난 4월과 8월 부동산대책 이후 가계대출 성장률이 확대되고 있으며 설비투자지수도 2012년 하반기 이후 높은 수준이 유지되고 있다.

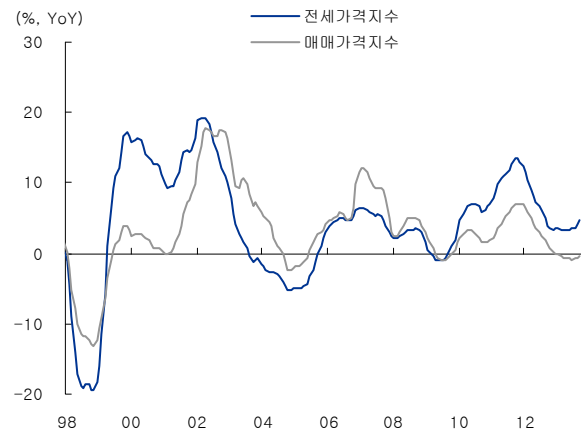
물론 바젤3로 대표되는 글로벌 자본 규제는 금융기관들의 신용 확대 유인을 여전히 제한하는 요인이다. 그러나 국내은행의 양호한 자본적정성과 자산건전성을 감안하면 영향력과 강도가 크지 않을 전망이다.

그림 34. 경기지표와 예금은행 대출금 증가율



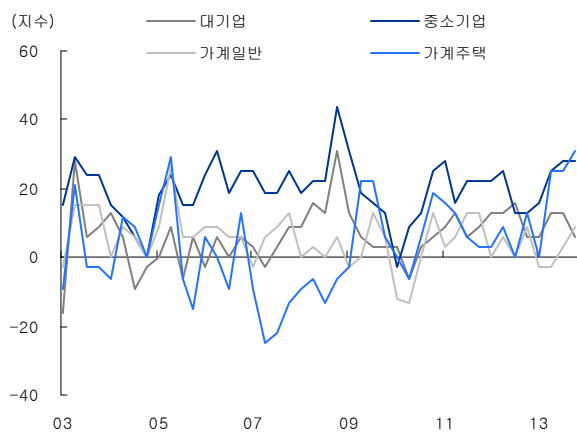
자료: 한국은행, 통계청

그림 35. 부동산가격지표 상승률 추이



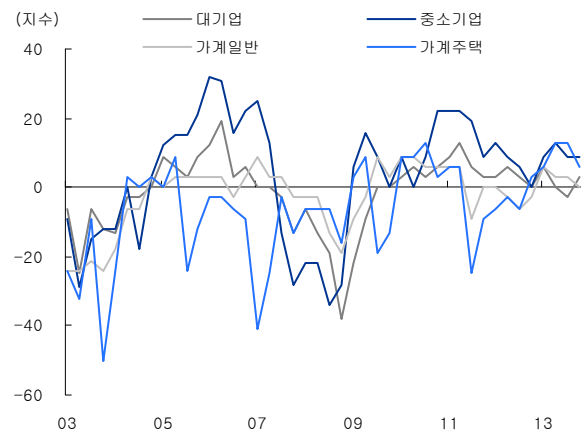
자료: KB국민은행

그림 36. 예금은행 대출수요 서베이



자료: 한국은행

그림 37. 예금은행 대출태도 서베이



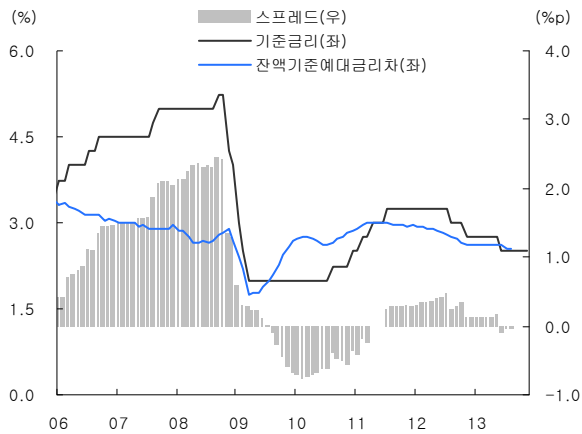
자료: 한국은행

경기상승 국면에서 시중금리는 완만한 상승이 이어질 전망이다. 시중금리 반동이 이어진다면 지표금리 확대로 대출금리가 인상되며 은행들의 금리감응자산의 만기가 금리감응부채의 만기보다 짧다는 점을 감안하면 NIS은 자연스럽게 확대된다.

또한 은행의 여신 부문별 가산금리가 2000년 이후 최저 수준에 근접해 경제주체들의 신용 확대 수요가 늘어나면 적정 수준은 인상할 수 있다는 판단이다. 실제로 은행의 가산금리는 2009년 하반기부터 지속적으로 하락하고 있다. 가계대출 가산금리는 2000년 이후 최저 수준에 근접해 있으며 기업대출 또한 바닥에 근접했다.

물론 금융위기 이전처럼 금융이 주도하는 레버리지 확대가 제한적이고, 규제환경과 은행의 공공적 역할이 강요되는 상황에서 은행이 금융위기 직후 당시처럼 가산금리를 급격히 확대시켜 NIM을 개선하기에는 쉽지 않으나 바닥권은 지나고 있다는 판단이다.

그림 38. 한국은행 기준금리와 예금은행 예대금리차



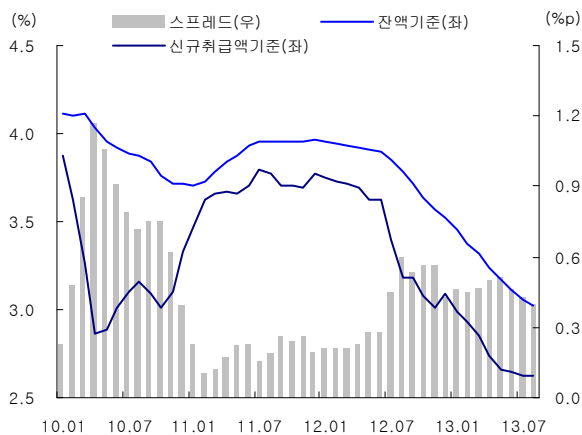
자료: 한국은행

그림 39. CD금리와 시중금리 추이



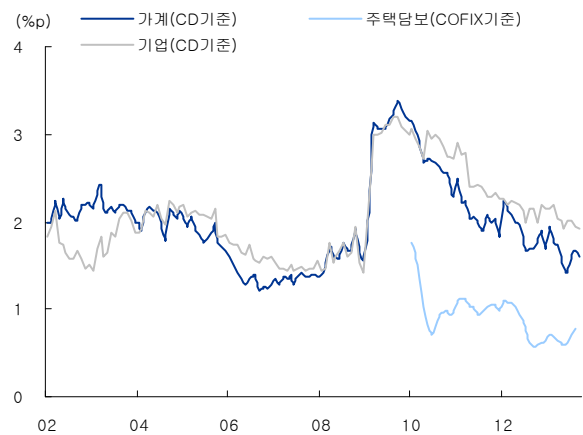
자료: IBK투자증권

그림 40. COFIX 금리 추이



자료: 은행연합회

그림 41. 예금은행 여신 부문별 가산금리 추이



자료: 은행연합회, IBK투자증권

4. 자산성장 +5%, NIM +5bp 가정하면 은행 이자이익 약 1.7조원 개선

경기개선 추세에 발맞추어 자산성장이 확대되고 NIM이 확대된다면 은행의 이자이익은 확대된다. 2013년 8월말 기준 예금은행의 총대출금은 1,092조원으로 연환산 성장률 5.3%를 기록하고 있다. 경기개선과 대출태도 완화가 현재와 같은 추세로 이어진다면 2014년 은행의 대출성장률은 5%를 초과할 것으로 예상된다.

대출성장 5%와 NIM 5bp 개선을 가정한 은행의 이자이익 확대분은 약 1.7조원이다. 이는 은행 ROA 0.6%, 연간 이자이익규모 6.7조원(대출자산만 반영, 비이자이익 미반영)의 26%에 해당하는 수치로 자산성장과 NIM이 바닥권을 지나고 있다면 이익확대 폭은 예상보다 커질 수 있다는 판단이다.

표 4. 자산성장과 NIM 변화에 따른 예금은행 이자이익 변동 시나리오

(단위: 십억원, %)

		10.12	11.12	12.12	13.8	성장률	연환산	2013년말 추정치
은행 총대출		948,178	1,011,184	1,055,548	1,092,623	3.5	5.3	1,111,161
은행 기업대출		517,084.7	556,187.1	589,025	620,820	5.4	8.1	636,717
	대기업	87,345.8	115,136.3	142,248	153,036	7.6	11.4	158,430
	중소기업	429,739.0	441,050.8	446,777	467,784	4.7	7.1	478,288
은행 가계대출		431,093.4	454,997.1	466,524	471,804	1.1	1.7	474,444
	(주택담보대출)	285,210.5	306,062.6	316,942	321,199	1.3	2.0	323,327
대출성장 시나리오 (2014년 추정)	0%							1,111,161
	3%							1,144,496
	5%							1,166,719
	7%							1,188,942
이자이익 시나리오 (2013년 210bp 가정)	2013년							22,750
	-5bp							23,348
	0bp							23,918
	+5bp							24,487
이자이익 증가분 (대출성장 5% 가정)	-5bp							598
	0bp							1,167
	+5bp							1,737

자료: IBK투자증권

표 5. 금리 1%p 하락 시 이자이익 증감 규모 시나리오

	0~3개월	3~6개월	6~12개월	계
원화금리감응자산(A)	685.9	231.1	201.9	1118.9
원화금리감응부채(B)	481.1	217	311.8	1009.9
원화금리감응갭(A-B)	204.8	14.1	-109.9	109
순이자이익 증감 규모	-1.8	-0.1	0.3	-1.6

자료: 한국은행

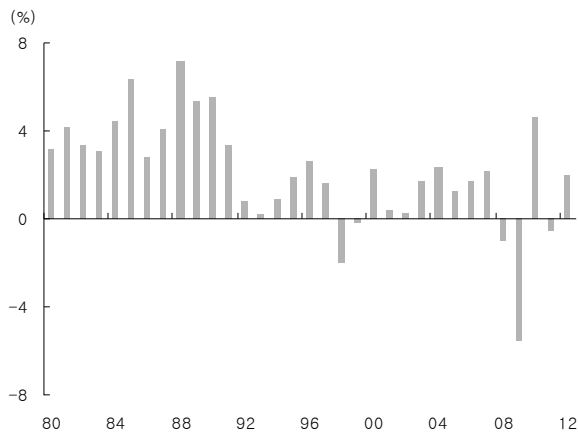
IV. Focus II: 한국의 은행은 일본 은행의 전철(前轍)을 밟아가는가?

1. 저성장, 저금리 환경 하에서 한국의 은행, 일본 은행 답습 우려

한국경제의 저성장, 저금리 국면에서 한국의 은행이 일본 은행을 따라가는 것이 아니냐는 우려가 존재한다. 이는 은행의 대출 성장이 둔화되고 NIM 하락이 이어지는 가운데 부동산 가격이 추가 하락하며 신용위험까지 증대해 은행의 수익성이 훼손되는 모습에 대한 우려이다. 1990년대 이후 일본의 은행은 실제로 이러한 과정을 겪었다.

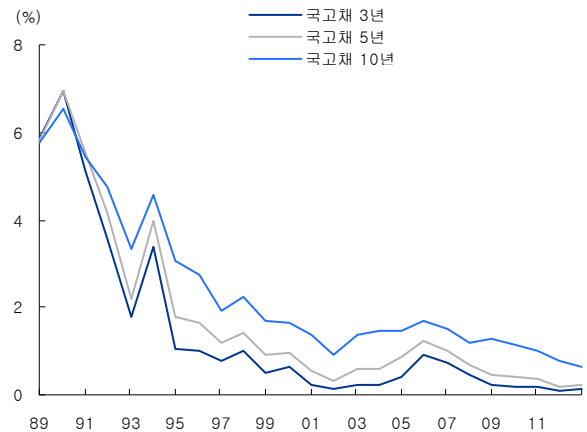
당시 일본은 수많은 기업들이 파산하거나 구조조정을 거치게 되면서 자금 수요가 급감했고, 부동산 시장이 붕괴되면서 가계부채가 급격히 부실화 되었다. 일본의 은행들은 1993년부터 2002년까지 10년간 무려 7번의 적자를 시현하며 실적 부진을 지속했다.

그림 42. 일본 GDP 성장률 추이



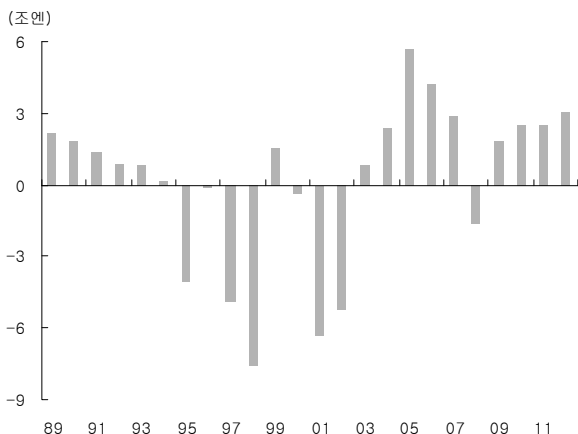
자료: IMF

그림 43. 일본 시중금리 추이



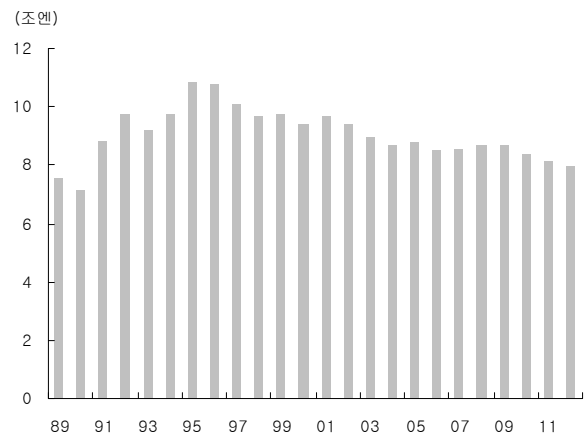
자료: Bloomberg

그림 44. 일본 은행 당기순이익 추이



자료: 일본은행연합회

그림 45. 일본 은행 순이자이익 추이



자료: 일본은행연합회

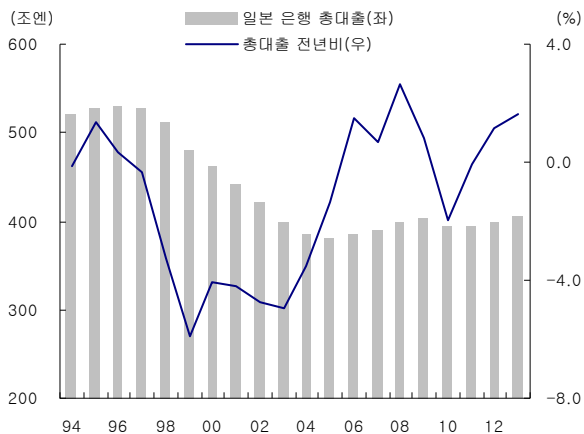
2. 1990년 이후 일본 은행은 장기적 디레버리징, 예대율 하락

장기 불황 국면에서 일본 은행의 대출 자산은 급격하게 줄었다. 1997년 이후 일본 은행의 대출 자산은 감소세로 돌아섰으며 1996년 530조엔에서 2005년 380조엔까지 감소했다. 반면 저금리 상황이 지속됨에도 예금 유입은 꾸준히 있었는데, 1996년 431조원이던 은행 예수금은 2005년 500조엔까지 상승했다.

대출과 예금의 균형이 깨지면서 예대율은 급격히 하락했다. 은행 예대율은 1994년 127%를 고점으로 2005년 76%까지 하락했으며 예대율 하락은 최근까지 이어지고 있다. 잉여자금이 늘어나면서 일본 은행의 수익성은 더욱 악화되는 악순환에 이르게 된다.

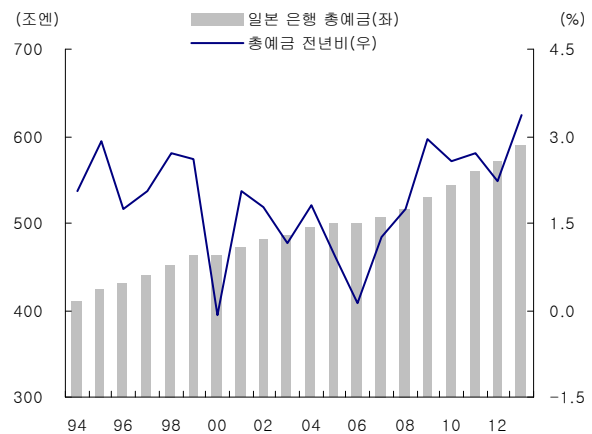
디레버리징 과정에서 일본 은행의 레버리지는 자연스럽게 축소되었는데, 1998년 31배에서 2013년 21배까지 하락했다. 저금리 상황에서 레버리지 축소는 ROE 개선을 지연시켰으며 잉여자금의 기대수익률 또한 높지 않은 상황에서 장기적인 수익성 둔화를 경험하게 되었다.

그림 46. 일본 은행 대출금 추이



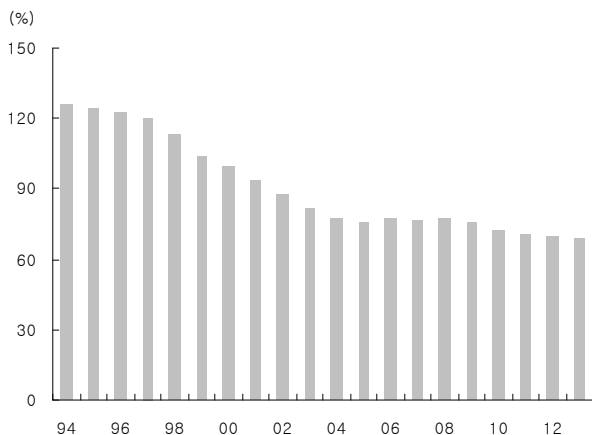
자료: BOJ

그림 47. 일본 은행 예수금 추이



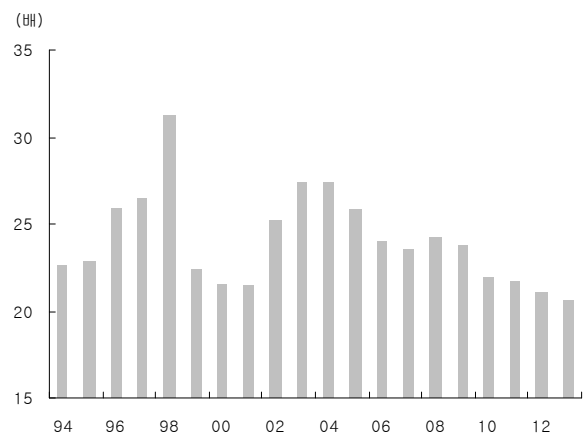
자료: BOJ

그림 48. 일본 은행 예대율 추이



자료: BOJ

그림 49. 일본 은행 레버리지 추이



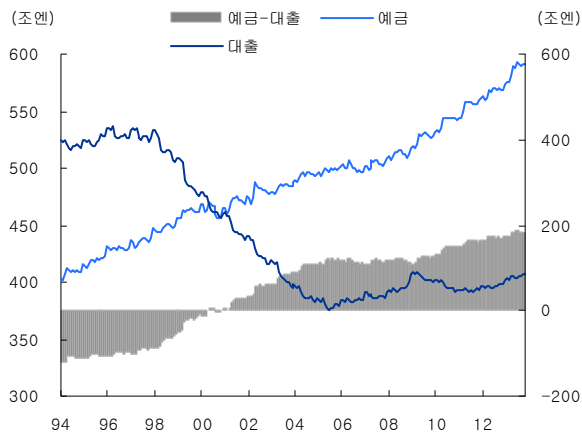
자료: BOJ

3. 저성장, 저금리 상황에서 일본 은행의 대응책은 포트폴리오 조정

예대업무 수익성 악화가 이어지며 일본 은행의 대응은 포트폴리오 조정으로 나타났다. 대출 자산이 정체되는 상황에서 유가증권 보유 비중이 크게 늘어났다. 일본 은행의 운용 자산에서 유가증권이 차지하는 비중은 1993년 14.9%에서 2013년 31.3%까지 상승했다. 유가증권 보유액이 늘면서 국공채 보유 규모도 증가했다. 유가증권 중 국공채 비중은 2010년 61.1%까지 상승했다.

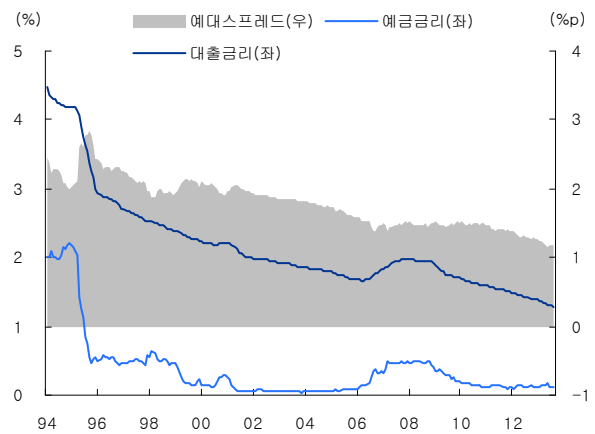
이자이익 정체는 비이자이익 확대 전략으로 이어졌다. 기업 대출 부문에서는 자산유동화, 신디케이트론 주관 등 IB 기반의 수수료수익이 크게 늘었으며 가계 부문에서는 신탁, 보험 상품 등 금융상품 판매수수료수익이 늘었던 것으로 파악된다.

그림 50. 일본 은행 잉여자금(예수금과 대출금의 차이) 추이



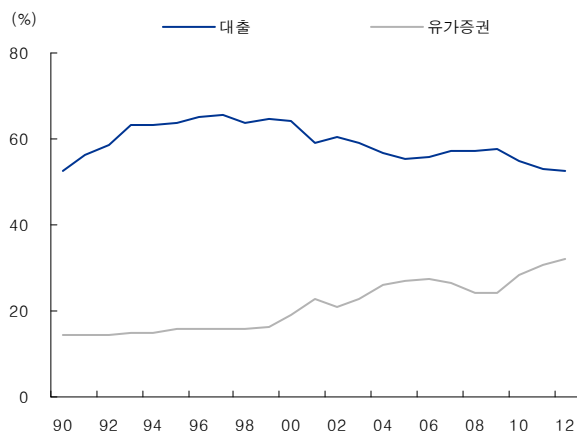
자료: BOJ

그림 51. 일본 은행 예대스프레드



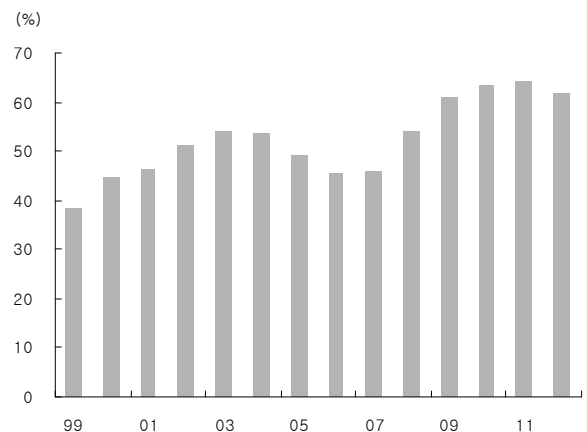
자료:

그림 52. 일본 은행 자산 포트폴리오 중 대출과 유가증권 비중



자료: BOJ

그림 53. 유가증권 중 국공채 비중



자료: BOJ

4. 한국 은행이 처한 상황, 일본과 다른 점

① 한국 부동산시장의 조정가능성 및 정도

한국의 은행이 일본 은행을 답습하며 장기적으로 수익성이 훼손될 것이라는 우려가 현실화 될 가능성은 높지 않다. 한국의 은행과 장기 불황을 겪었던 시기의 일본 은행과는 대내외환경 및 은행의 전략에 차이가 있기 때문이다.

먼저 대내외환경을 살펴보면, 국내 부동산시장의 급격한 악화 가능성은 제한적이다. 일본의 경우 장기 불황 직전의 부동산시장은 과열되어 있었다. 실제로 일본의 부동산가격지수는 1992년 부동산가격지수가 고점을 기록하기 이전 20년 동안 311.3% 상승하며 세 배 이상 올랐다. 특히 직전 5개년 상승률이 253.0%에 달해 단기간에 과열된 모습을 보였다.

반면 국내 부동산가격지수는 1986년부터 가계부채 우려가 본격화되던 2008년까지 137.0% 상승해 상승폭이 상대적으로 작았으며, 과거 5년간 상승률은 20.9%에 불과했다. 기술적으로 보면 일본에 비해 주택가격 상승 폭이 매우 작기 때문에 조정 가능성은 높지 않다는 판단이다.

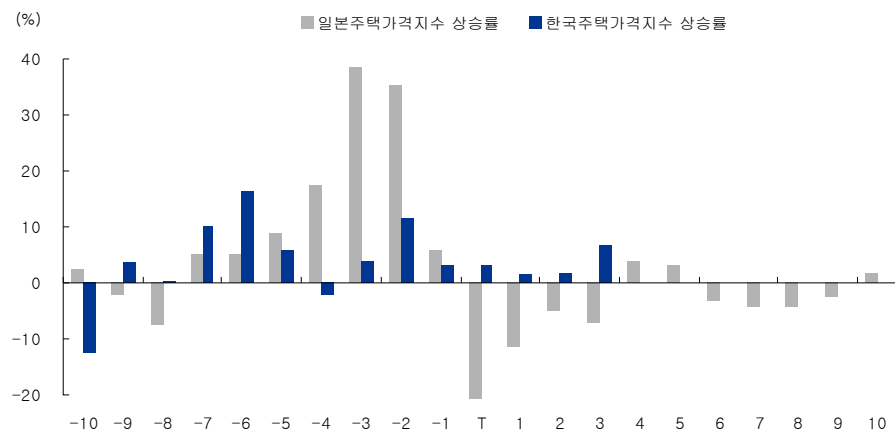
표 6. 일본과 한국의 주택가격지수 비교(기준, 일본=1992년, 한국=2008년)

(단위: 년, 자수, %)

	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
일본 연도	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
주택가격지수	70	68	63	66	70	76	89	123	167	176	139	123	117	109	113	117	113	108	103	101	102
상승률	2.4	-2.0	-7.6	4.8	5.1	8.9	17.4	38.6	35.3	5.6	-21	-12	-5.0	-7.1	3.8	3.2	-3.4	-4.4	-4.4	-2.4	1.9
한국 연도	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13					
주택가격지수	53	55	55	61	71	75	73	76	85	88	91	92	94	100	100	100					
상승률	-12	3.4	0.4	9.9	16.4	5.7	-2.1	4.0	11.6	3.1	3.1	1.5	1.9	6.9	0.0	0.0					

자료: Datastream, 국민은행, IBK투자증권

그림 54. 일본과 한국의 주택가격지수 상승률 비교



자료: IBK투자증권

② 가계부채 부실화 우려 크지 않아

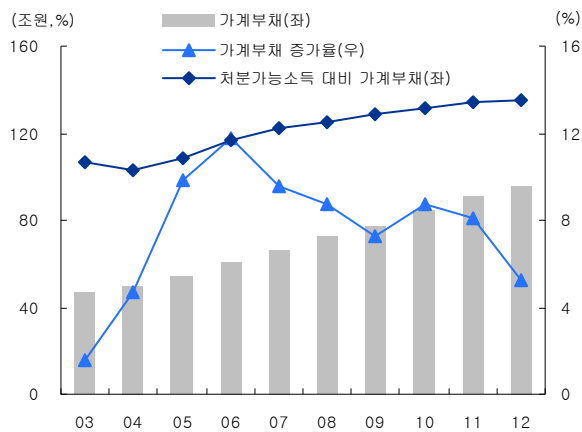
가계부채 증가, 부동산 시장의 부진, 개인의 처분가능소득 정체화 등이 이어지며 부실화 우려가 존재한다. 그러나 국내의 경우 일본과 다르게 가계부채 부실화가 급격히 나타날 가능성은 제한적이다.

부동산 시장 급락 가능성이 낮은 한편, 가계부채의 양적 수준이 개인의 채무감내 능력 안에 있으며, 가계소득 정체에도 가계금융자산의 증가가 부채 증가를 상쇄하고 있기 때문이다.

가계대출 연체율 또한 안정화 추세이다. 13.2Q 주택담보대출 연체율은 모든 소득분위에서 하락했다. 이와 함께 고신용자에 대한 대출 비중도 상승하고 있어 향후 가계부채의 급격한 부실화 가능성은 더욱 낮아지게 되었다.

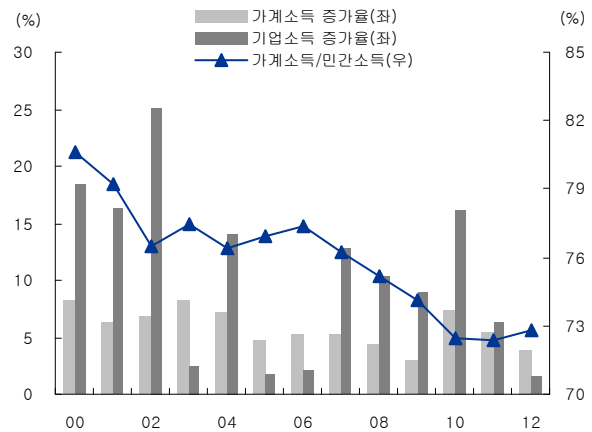
반면 일본의 경우 부채 축소 과정에서 연체율이 급등했다. 자산가격 급락으로 개인의 처분가능소득 급감, 채무상환 악화의 악순환 속에서 일본 은행의 수익성이 크게 훼손되었다.

그림 55. 가계부채 규모 및 처분가능소득 대비 비율



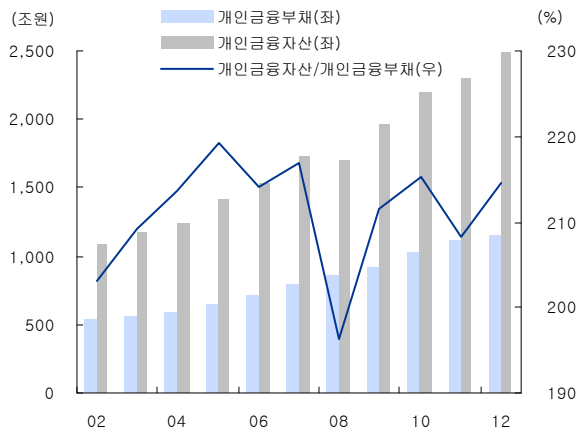
자료: 한국은행

그림 56. 가계/기업소득 증가율과 민간소득 대비 가계소득



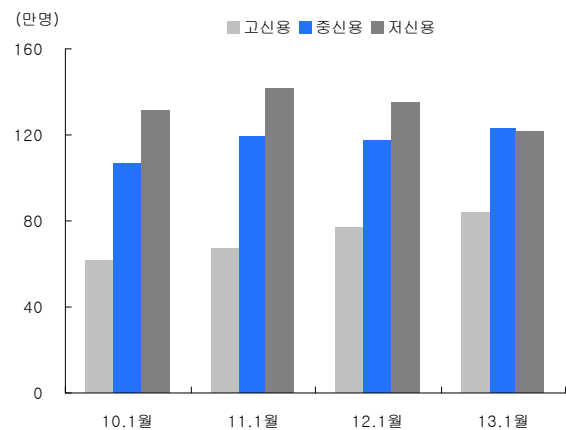
자료: 한국은행

그림 57. 가계금융부채 대비 가계금융자산



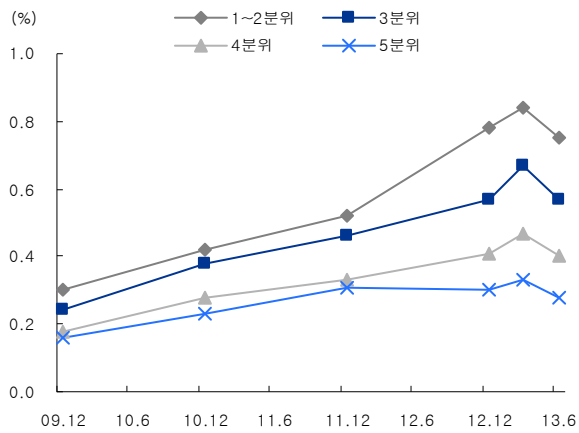
자료: 통계청

그림 58. 신용등급별 다중채무자수



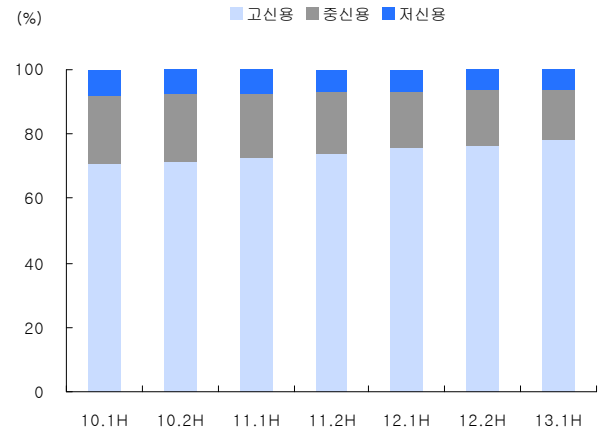
자료: 한국은행

그림 59. 주택담보대출 소득분위별 연체율



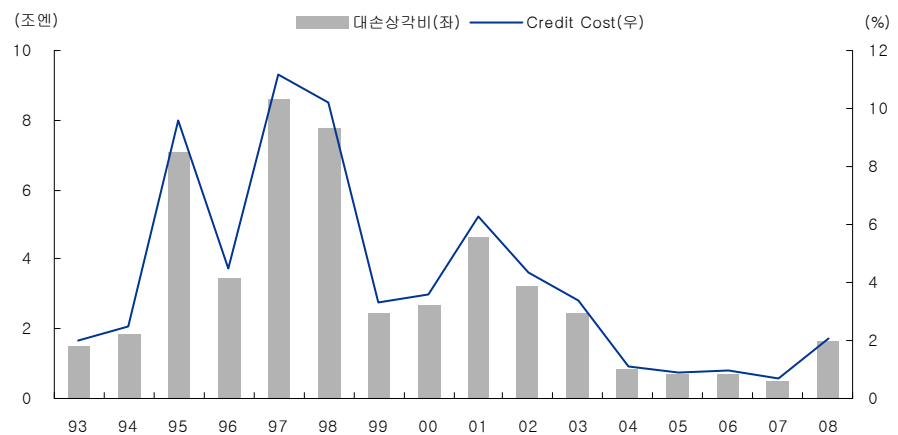
주: 9개 국내은행 기준
자료: 한국은행

그림 60. 신용등급별 가계대출 비중



자료: 한국은행

그림 61. 일본 은행 대손상각비 규모 및 Credit Cost 추이



자료: BOJ

5. 중장기적으로 한국 은행의 성장 초점은 자산성장에서 M&A로 이동

저성장/저금리 기조하에서 국내 은행의 성장 동력 확보는 M&A 등 비유기적 성장으로 초점이 돌려질 것이다. 미국과 유럽의 글로벌 은행들의 성장 과정을 살펴보면, 2000년~2006년간 발생했던 은행 중심의 M&A는 30대 대형은행이 건수로는 9.3%에 불과하지만 규모로는 42.1%나 차지한다.

국내 은행의 경우에도 우리금융 민영화 과정에서 우리은행, 지방은행, 우리투자증권계열을 분리 매각하면서 다양한 시도를 하고 있다. 단기적으로 보면 은행간 M&A가 통합 비용 및 자산클린화 작업을 수반해 수익성이 둔화될 수는 있으나 중장기적으로는 규모의 경제를 달성할 수 있는 유일한 방법이기 때문에 향후 비유기적 성장 시도는 더욱 늘어날 전망이다.

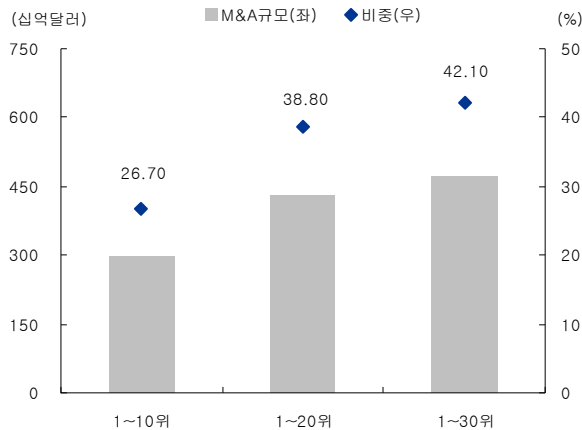
표 7. 국내 주요 금융지주사 기본자본 및 총자산의 글로벌 순위

(단위: 억달러, 위)

2011년말					2012년말				
은행명	순 위		기본자본	총자산	은행명	순 위		기본자본	총자산
	기본자본	총자산				기본자본	총자산		
산은지주	71	125	172.1	1,491.60	KB지주	68	88	192.4	2,634.10
KB지주	72	88	169.5	2,407.00	산은지주	69	111	188.3	1,792.10
우리지주	74	83	160.7	2,712.10	우리지주	72	79	181.1	3,042.30
신한지주	79	86	150.2	2,498.20	신한지주	73	86	178.6	2,810.10
농협	98	111	116.7	1,704.60	하나지주	81	87	156.7	2,650.10
하나지주	101	122	107.3	1,545.4	농협지주	83	95	154.6	2,297.20

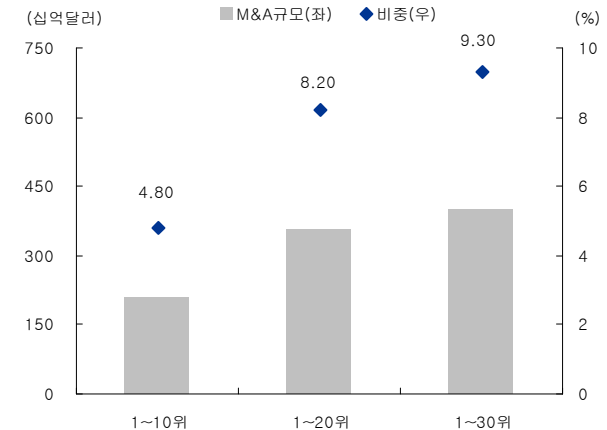
자료: 한국은행

그림 62. 글로벌 은행 M&A 규모 및 비중



주: 1) 인수기업은 은행, 피인수기업은 모든 금융회사, 2) 2000년~2006년 총 M&A 규모는 1,12조달러, 3) 규모는 인수가격
자료: 금융연구원

그림 63. 글로벌 은행 M&A 건수 및 비중



주: 1) 인수기업은 은행, 피인수기업은 모든 금융회사, 2) 2000년~2006년 총 M&A 건수는 4,334건
자료: 금융연구원

V. Valuation 및 투자전략

1. 2013년, 2014년 수정ROE 각각 6.4%, 7.3% 제시

2013년, 2014년 은행 ROE로 각각 7.8%, 7.3%를 제시한다. 2013년 주요 이익지표 가정은 대출성장률 5.8%, NIM 212bp, Credit Cost 57bp이며 ROA와 ROE는 2013년 대비 각각 0.1%p, 0.9%p 상승할 전망이다. 2014년 은행의 이익지표는 2013년 대비 소폭 개선될 것으로 전망하는데, 근거는 1) 경기개선에 의한 자산성장 확대, 2) 시중금리 반등과 NIM 확대 반전, 3) 대손비용 개선, 4) 자본활용 여건 개선 등이다.

표 8. 은행 이익지표 추이 및 2013년 가정

(단위: %, 배, bp)

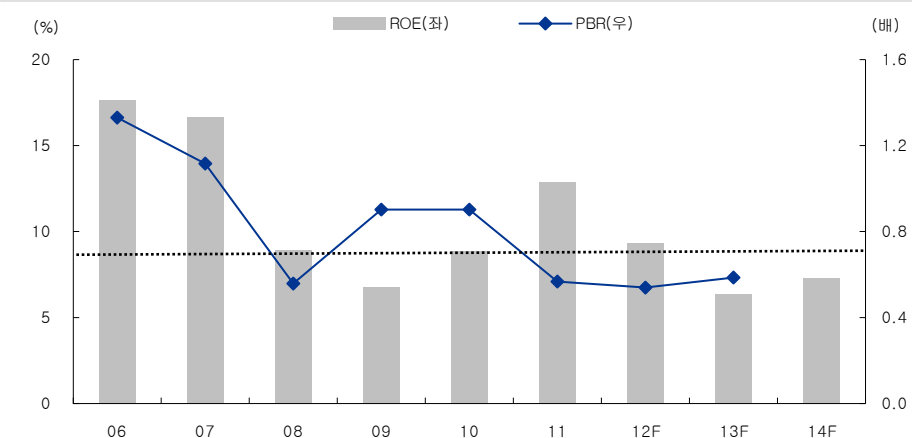
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F
수정ROA	1.3	1.3	0.6	0.4	0.6	0.9	0.6	0.4	0.5
대출성장률	12.3	15.7	13.6	3.8	3.8	8.4	3.3	5.5	5.8
NIM	273	255	262	225	265	265	240	210	212
Credit Cost Ratio	51	45	95	90	106	67	64	64	57
수정ROE	17.6	16.7	9.0	6.7	8.8	12.9	9.4	6.4	7.3
레버리지(총자산/수정자본총계)	19.0	18.8	18.2	15.7	15.1	14.0	14.6	14.6	14.2
배당성향	33.5	25.0	7.6	23.0	26.7	21.5	13.7	15.0	18.0

자료: IBK투자증권

2. ROE 반등 국면에서 글로벌 은행주에 주가 상승 뒤흔칠 이유 없어

2014년에는 한국의 은행 ROE가 반등할 것으로 기대된다. 경기 개선 사이클에서 시중금리 상승에 의한 NIM 개선, 자산성장 회복으로 ROA, 레버리지가 확대될 것으로 예상되며 이에 ROE도 상승 반전할 전망이다. 물론 이익지표 반등 이후에도 추세적인 ROE 개선이 지속되기 위해서는 탄력적인 자본 정책이 선행되어야 할 것이지만 국내 경기 회복에 의한 건전성 개선은 배당 및 투자여력을 여유 있게 할 것이다. 자산성장 확대, 은행의 이익안정성, Valuation을 감안하면 국내 은행주는 글로벌 은행주 대비 매력적이라는 판단이다.

그림 64. KRX은행업지수 ROE, PBR 추이



자료: IBK투자증권

1) 글로벌 은행주는 선진국→신흥국(특히 동남아시아) 순으로 상승, 한국 은행 반등

2012년 중반 이후 글로벌 은행주의 주가 상승이 이어지고 있다. 유럽과 미국, 일본 등 세계 각국의 양적완화 정책이 은행의 실적과 Valuation에 긍정적으로 작용하며 주가 상승을 견인하고 있다. ECB는 기준금리를 인하하고 있고, 일본은 무제한 양적 완화로 엔저 현상이 지속되고 있으며 미국은 채권 매입을 지속하고 있다.

2013년 들어서는 일본 은행이 상승세를 지속한 가운데 동남아시아와 호주 은행주의 상승폭이 컸다. 호주 은행은 고배당 정책으로 ROE 개선에 의한 Valuation 매력이 부각되며 주가가 상승하고 있다.

반면 한국과 중국의 은행주 주가는 선진국대비 부진한 흐름을 보였다. 이는 선진국과 달리 양적완화 정책에 본격적으로 동조하고 있지 않고 있으며 뚜렷한 ROE 개선도 나타나고 있지 않기 때문으로 풀이된다. 한국 은행은 동남아시아의 재정 불안 우려가 부각되고 경기개선 기대감이 반영되며 2013년 하반기 상승폭이 컸다.

표 9. 주요 글로벌 은행업지수 수익률 비교

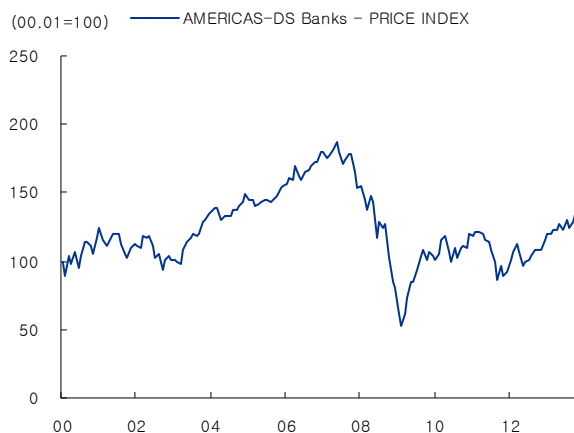
(단위: 지수, %)

	주가지수					수익률			
	2011년말	12.6월	12.12월	13.6월	13.11월	12.1H	12.2H	13.1H	13.11월
미국	813.0	873.3	1,017.3	1,082.2	1,186.4	7.4	16.5	6.4	9.6
일본	94.4	103.1	121.5	161.0	169.1	9.1	17.9	32.5	5.1
유럽	524.9	526.3	664.4	633.4	759.8	0.3	26.2	-4.7	20.0
호주	1,626.8	1,715.1	1,982.7	2,246.5	2,527.9	5.4	15.6	13.3	12.5
신흥국	207.0	215.4	249.6	232.2	241.9	4.1	15.9	-7.0	4.2
동남아시아	1,111.7	1,232.3	1,400.1	1,432.6	1,362.6	10.8	13.6	2.3	-4.9
한국	91.1	96.5	94.2	87.9	98.0	6.0	-2.4	-6.7	11.5
중국	2,331.2	2,247.7	2,467.2	2,259.1	2,269.9	-3.6	9.8	-8.4	0.5
평균						4.9	14.1	3.5	7.3

주: 13.11월은 11월 14일 종가 기준

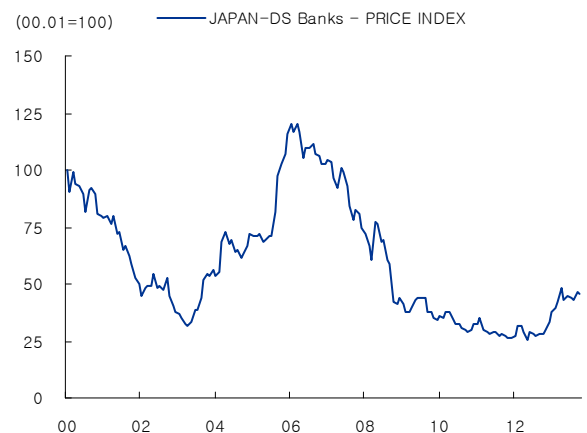
자료: IBK투자증권

그림 65. 미국 은행업지수 주가 추이



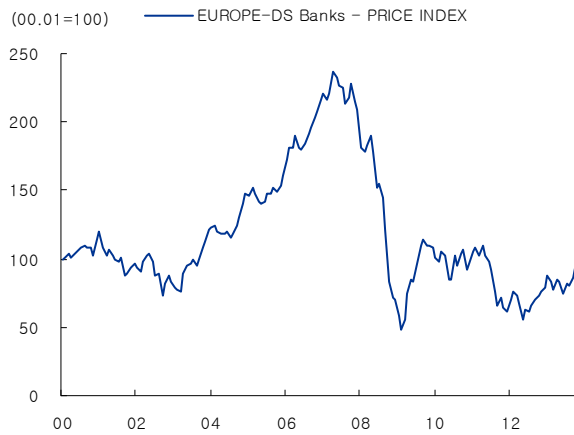
자료: Datastream

그림 66. 일본 은행업지수 주가 추이



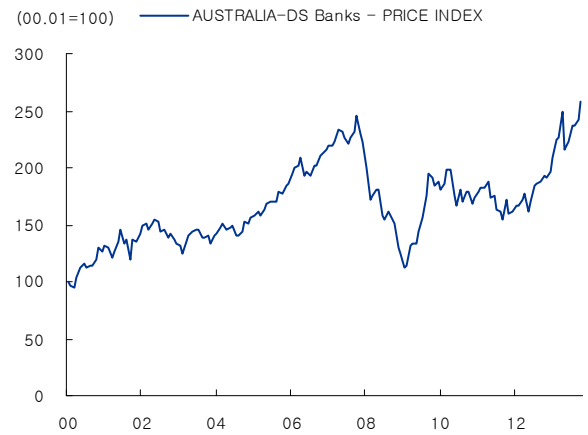
자료: Datastream

그림 67. 유럽 은행업지수 주가 추이



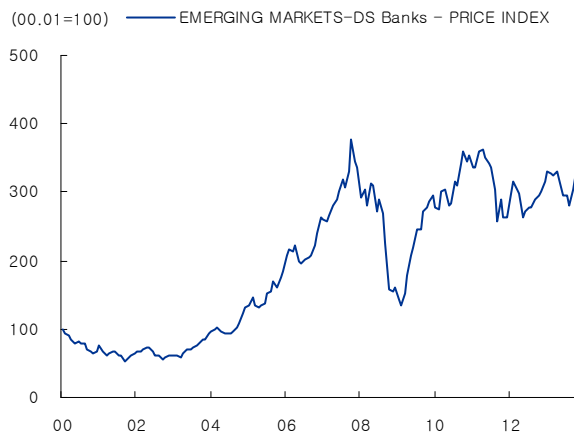
자료: Datastream

그림 68. 호주 은행업지수 주가 추이



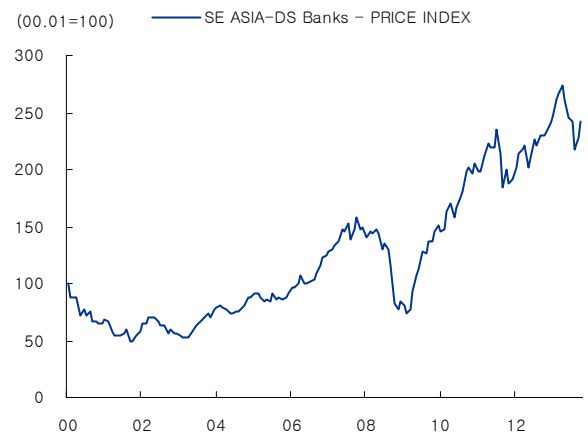
자료: Datastream

그림 69. 신흥국 은행업지수 주가 추이



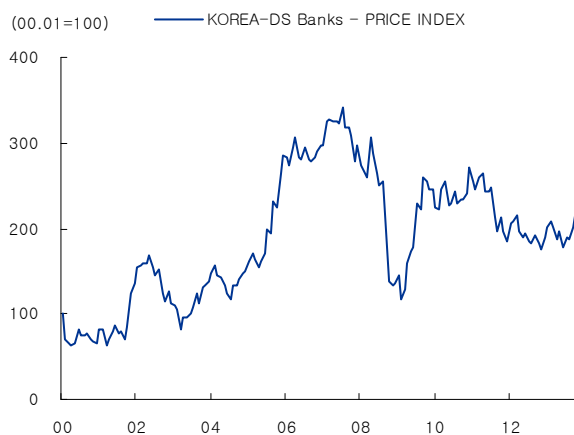
자료: Datastream

그림 70. 동남아시아 은행업지수 주가 추이



자료: Datastream

그림 71. 한국 은행업지수 주가 추이



자료: Datastream

그림 72. 중국 은행업지수 주가 추이



자료: Datastream

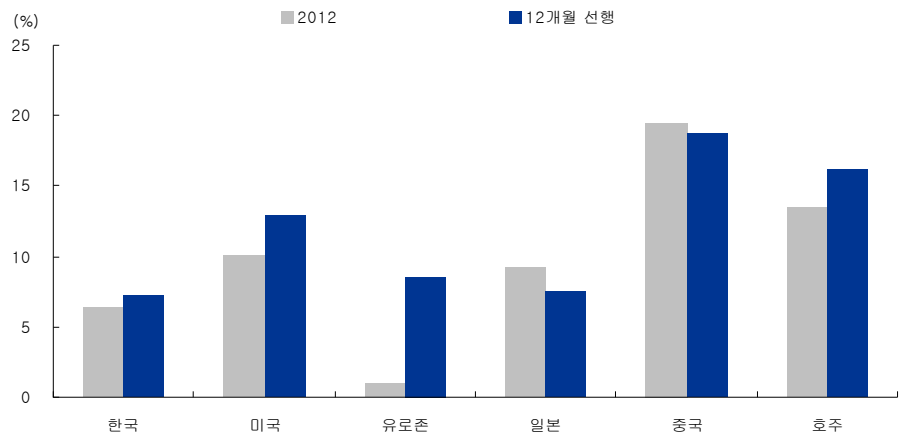
2) 한국 은행의 글로벌 은행과의 ROE 방향성 동조화, 주가매력도 확대될 듯

한국 은행의 주가 반등이 지연되었던 이유는 각국의 통화정책의 차이와 은행 ROE의 방향성에 기인한다. 미국과 유럽, 일본 등 선진국 은행은 금융위기 이후 디레버리징을 겪으며 부실자산을 많이 줄였다. 은행의 부실 자산 클린화(2009년~2012년) 이후 각국은 양적완화 정책을 보이며 경기 부양에 나서고 있어 향후 부동산시장 회복에 의한 자산 성장 재개, NIM 반등 및 대손 비용 축소를 기대할 수 있는 상황에 와 있다.

실제로 미국의 주택가격지표는 반등 국면에 있어 가계부채의 디레버리징이 마무리 국면에 있다는 판단이다. 이에 2011년 9.6%, 2012년 10.2%에 머물렀던 ROE는 12개월 선행 기준으로 12.5%까지 상승했다. 일본 은행의 경우에는 이익지표 전망이 개선되고 있지는 않으나 금융위기 이후 사상 최저 수준의 기준금리가 지속되고 있고 무제한 유동성 공급 정책을 펼치고 있어 향후 엔저 효과에 의한 경기 개선 기대감이 반영되어 주가가 큰 폭으로 상승한 것으로 판단된다. 유럽 은행의 경우 재정 위기 이후 연체율이 상승하고 자산 상각이 본격화되며 대손비용이 급격히 확대되었으나 자산 상각이 마무리되며 수익성이 빠르게 개선되고 있다. 특히 2012년 0.9%에 불과했던 ROE가 12개월 선행 기준으로 8.6%까지 상승했다.

향후 한국의 은행은 선진국 은행의 주가 흐름과 궤를 같이 할 수 있을 전망이다. 경기 개선 사이클 상에서 자산성장과 NIM 반등이 이어지며 추세적 ROE 하락이 일단락될 것으로 예상된다. 실적뿐 아니라 Valuation 측면에서도 매력도가 확대되며 글로벌 은행주와의 디커플링은 해소될 것으로 예상된다.

그림 73. 글로벌 주요국 은행 예상 ROE 비교



자료: IBK투자증권, Datastream

표 10. 글로벌 주요국 기준금리 추이

(단위:%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	13.11.18
한국	4.25	3.75	3.25	3.75	4.50	5.00	3.00	2.00	2.50	3.25	2.75	2.50
미국	1.25	1.00	2.25	4.25	5.25	4.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
유로존	2.75	2.00	2.00	2.25	3.50	4.00	2.50	1.00	1.00	1.00	0.75	0.25
영국	4.00	3.75	4.75	4.50	5.00	5.50	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
일본	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

자료: Datastream

3. 은행주 목표 PBR 0.76배, 은행주 Valuation은 ROE, COE 측면에서 상승 가능

1) ROE: 이익지표 바닥권 지나고 있고 양호한 자본적정성 보유

2014년 은행업종 목표PBR로 0.76배를 제시한다. 목표PBR 0.76배는 2014년 예상ROE 7.3%에 2013년 자기자본비용을 10% 할인한 9.7%를 적용해 산출했다. 현주가 대비 상승여력은 28.2%이며 업종 투자의견으로 '비중확대'를 유지한다.

향후 은행주 주가 전망을 긍정적으로 보는 근거는 ROE(실적)과 Valuation이다. ROE 개선 가능성은 앞서 언급한 대로 1) 경기개선에 의한 자산성장 확대 및 NIM 개선, 2) 신용위험 축소에 의한 자산건전성 확대에 요약할 수 있다.

다만 적극적인 자본 활용을 통한 자본효율성 제고의 과제는 남아 있다. 바젤3 시행에 따라 글로벌 은행에 대한 자본 확충 압력은 여전히나 국내 은행의 양호한 자본 여력과 낮은 레버리지를 감안하면 실질적인 자본 부담은 없다는 판단이다. 다만 위험가중자산 축소와 후순위채권 발행 증가 등 일부 자산운용 및 자본정책 변화는 예상된다.

반면 글로벌 금융시장이 안정되면서 국내 은행의 배당 확대 가능성은 오히려 높아지고 있다는 판단이다. 2013년과 2014년 은행의 배당성향 가정은 각각 15%와 18%이다.

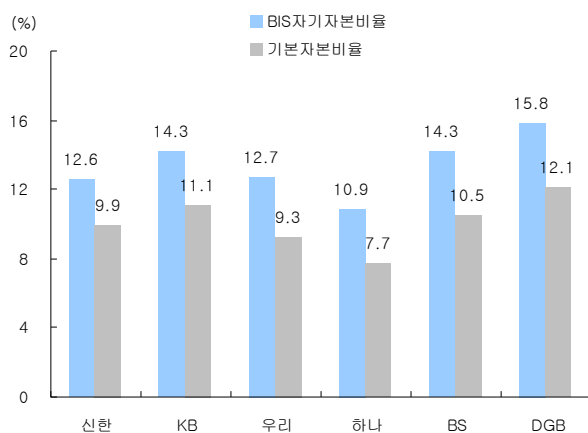
표 11. 2006년 이후 은행 ROE, PBR 추이 및 2013년 목표 PBR

(단위: %, 배)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F
ROE	17.6	16.7	9.0	6.7	8.8	12.9	9.4	6.4	7.3
PBR	1.44	1.34	0.90	1.09	0.91	0.64	0.61	0.59	0.59
COE	12.2	12.4	10.0	6.2	9.7	20.2	15.3	10.8	9.7
2012년 은행업 목표PBR(단순COE적용)									0.76
2013년 COE 10% 할인의 평균									9.7
상승여력									28.2

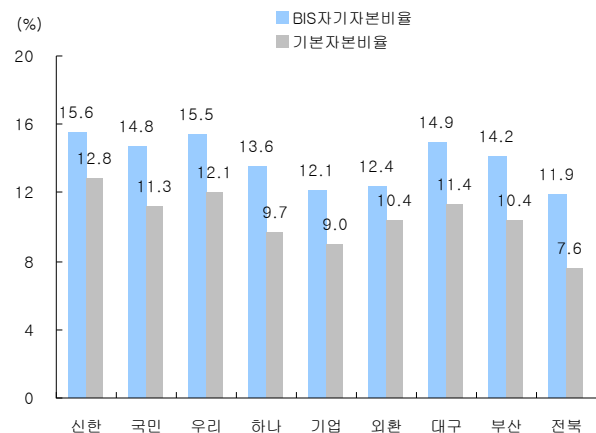
주: 2013년 PBR은 트레일링 기준, 2014년 PBR은 포워드 기준
자료: IBK투자증권

그림 74. 주요 금융지주회사 자본비용 비교



자료: 금융감독원

그림 75. 주요 은행 자본비용 비교



자료: 금융감독원

표 12. Basel 3 자본 및 유동성규제 이행 일정

(단위: %)

			Basel 2	Basel 3	이행계획							
					13	14	15	16	17	18	19	20
자본규제	최소필요 자본비율(A)	총자본비율	≥8.0	≥8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
		-기본자본(Tier 1 자본)비율	≥4.0	≥6.0	4.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
		-보통주자본비율	≥2.0	≥4.5	3.5	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
		-보완자본(Tier 2 자본)비율	≥4.0	≥2.0	3.5	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
		-단기후순위채무(Tier 3 자본) 비율	인정	폐지	-	-	-	-	-	-	-	-
	완충 자본비율	손실보전 완충자본비율(B)	-	≥2.5	-	-	-	0.625	1.25	1.875	2.5	2.5
		경기대응 완충자본비율	-	≥0~2.5	-	-	-	0~2.5	0~2.5	0~2.5	0~2.5	0~2.5
	필요 자본비율(A+B)	총자본비율+손실보전 완충자본비율	-	≥10.5	8.0	8.0	8.0	8.625	9.250	9.875	10.5	10.5
		기본자본비율+손실보전완충자본비율	-	≥8.5	4.5	5.5	6.0	6.625	7.250	7.875	8.5	8.5
		보통주자본비율+손실보전완충자본비율	-	≥7.0	3.5	4.0	4.5	5.125	5.750	6.375	7.0	7.0
	레버리지비율		-	≥3.0	보조지표 활용(parallel run)					3.0	3.0	3.0
유동성규제	유동성커버리지비율(LCR)		-	≥100.0	관찰기간		시행					
	순안정자금조달비율(NSFR)		-	≥100.0	관찰기간					시행		

자료: 한국은행

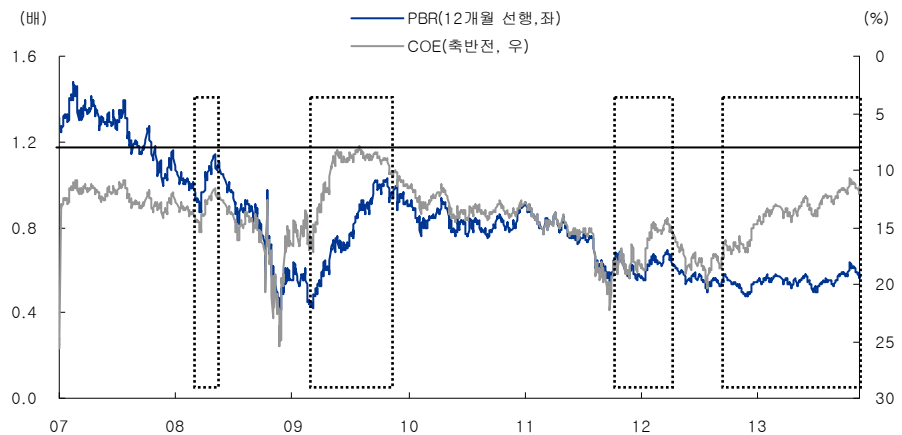
2) COE: 리스크프리미엄 완화에 의한 자기자본비용 축소

기술적으로 보면 은행주의 자기자본비용이 축소되고 있는 점도 향후 주가 전망을 밝게 하는 요인이다. 은행주의 자기자본비용(성장률을 배제한 Valuation대비 ROE 비율)은 이익지표가 바닥권을 지나고 있고 글로벌 금융시장이 안정되며 리스크프리미엄이 축소되고 있어 향후에도 낮은 수준이 이어질 전망이다.

2007년 이후 은행주의 흐름을 보면 자기자본비용이 낮아지는 국면에서 은행주 PBR이 상승하는 모습이 관찰된다. 이는 금융위기 직전 3개월(08.3월~08.5월), 금융위기 직후 8개월(09.1월~09.9월), 2012년 초 3개월(12.1월~12.3월)이다.

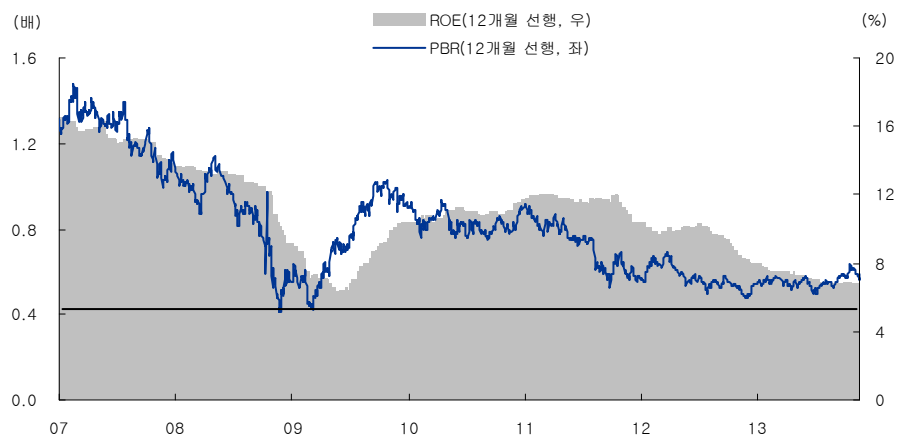
현재 은행주의 자기자본비용은 11.5%로 2012년 8월 18.8%를 기록한 이후 지속적으로 하락하고 있다. 동기간 은행주의 ROE 전망치도 지속적으로 하향됐으나 향후 추가적인 ROE 하락이 없다면 자기자본비용이 낮은 국면이 유지되며 은행주 Valuation은 상승할 것으로 예상된다.

그림 76. KRX은행업지수 PBR과 자기자본비용



자료: IBK투자증권

그림 77. KRX은행업지수 PBR과 ROE 추정치



자료: IBK투자증권

4. Top-picks: 신한지주, 하나금융지주

은행주 Top-picks로 신한지주를 유지하며 하나금융지주를 신규 제시한다. 전반적인 은행주 상승 국면이 이어질 것으로 예상되며 중장기적으로 신한지주와 하나금융지주에 대한 최선호 의견을 제시한다.

신한지주의 투자포인트는 1) 비은행 자회사의 높은 이익기여도를 바탕으로 높은 ROE 유지, 2) SOHO 대출을 필두로 대출성장 다변화, 3) VISA, SK하이닉스 등 추가적인 이익확대 요인 보유 등이다.

하나금융지주의 투자포인트는 1) 외환은행 인수 이후 본격적인 시너지 가시화, 2) 2013년 일회성 손실 요인 소진에 의한 이익모멘텀, 3) 높은 Valuation 매력 등이다.

표 13. 은행 투자의견과 목표주가

(단위: 원, %, 배)

	신한지주	KB금융	우리금융	하나금융	기업은행	BS금융	DGB금융
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(원)	53,000	47,000	15,000	50,000	15,000	20,000	21,000
현재주가(원)	45,500	40,300	12,550	40,400	12,150	16,350	16,800
상승여력(%)	16.5	16.6	19.5	23.8	23.5	22.3	25.0
기존목표주가(원)	52,000	45,000	15,000	48,000	16,000	19,000	20,000
조정폭(%)	1.9	4.4	0.0	4.2	-6.3	5.3	5.0
Target PBR	0.90	0.69	0.61	0.72	0.62	1.05	0.95
BPS(2014년 예상)	58,737	68,511	24,714	68,508	23,766	19,571	22,014
ROE(2014년 예상)	8.4	6.3	6.4	7.2	7.2	10.9	10.4
자기자본비용(COE)	9.3	9.2	10.4	9.9	11.5	10.4	10.9

자료: IBK투자증권

표 14. 은행별 주가 성과

(단위: 원, 조원, %)

	KOSPI	KRX은행	신한	KB	우리	하나	기업	BS	DGB
주가									
주가	2,031.64	815.87	45,500	40,300	12,550	40,400	12,150	16,350	16,800
시가총액	1,197.3	71.6	21.6	15.6	10.1	11.7	6.7	3.2	2.3
주가수익률(TD)									
절대수익률									
1M	0.1	-2.2	6.2	11.7	0.8	11.0	2.9	6.2	4.9
1Q	1.7	5.4	6.2	11.7	0.8	11.0	2.9	6.2	4.9
1H	9.0	18.4	23.3	22.8	19.4	23.0	11.9	18.0	9.0
1Y	1.7	12.1	19.3	10.8	6.8	17.9	3.4	29.2	16.8
상대수익률									
1M	0.1	-2.3	6.1	11.6	0.7	10.9	2.9	6.2	4.9
1Q	1.7	3.7	4.4	10.0	-0.9	9.3	1.2	4.5	3.2
1H	9.0	9.4	14.2	13.8	10.4	14.0	2.8	9.0	-0.1
1Y	1.7	10.4	17.6	9.1	5.0	16.1	1.6	9.0	-0.1

자료: IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
신한지주 (055550)	매수(유지)	53,000원
하나금융지주 (086790)	매수(유지)	50,000원
KB금융 (105560)	매수(유지)	47,000원
우리금융 (053000)	매수(유지)	15,000원
기업은행 (024110)	매수(유지)	15,000원
BS금융지주 (138930)	매수(유지)	20,000원
DGB금융지주 (139130)	매수(유지)	21,000원

매수 (유지)

목표주가 53,000원
현재가 (11/19) 45,500원

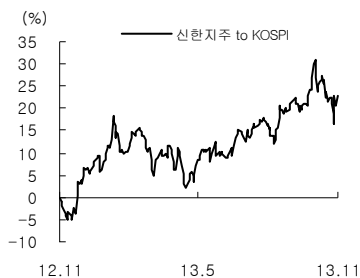
KOSPI (11/19) 2,031.64pt
시가총액 21,576십억원
발행주식수 485,300천주
액면가 5,000원
52주 최고가 48,650원
최저가 33,550원
60일 일평균거래대금 44십억원
외국인 지분율 64.5%
배당수익률 (12.12월) 1.8%

주주구성
국민연금공단 8.10%
BNP Paribas SA 5.35%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-6%	16%	31%
절대기준	-5%	13%	21%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	53,000	52,000	▲

신한지주 상대주가 (%)



신한지주 (055550)

시중은행 최고의 ROE 유지될 전망, 추가적 이익확대 여지도 있어

투자의견 매수 및 Top-pick 의견, 목표주가 53,000원

신한지주에 대해서 투자의견 매수와 Top-pick 의견, 목표주가를 기존 52,000원에서 53,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 58,737원에 목표 PBR 0.90배(지속가능 ROE 8.4%, COE 9.6%)를 적용해 산출했다. 목표주가 상향의 근거는 목표주가 산정 BPS 기준을 2013년, 2014년 평균(56,667원)에서 2014년으로 변경했기 때문이다.

2014년 당기순이익 2.3조원, ROE 8.4%, 시중은행 최고 수준 유지

2014년 동사의 당기순이익과 ROE 전망치는 각각 2.3조원과 8.4%이다. 동사의 경우 2013년에 일회성 손실 요인이 많지 않았기 때문에 2014년 이익모멘텀이 타행대비 크지는 않을 전망이다. 그러나 이익안정성 측면에서 보면 월등한 수준이 유지될 전망이다. 2014년 주요 이익지표 흐름은 1) 안정적 성장기조 유지되며 원화대출금 4.3% 성장, 2) 조달비용 축소에 의한 NIM 방어, 3) 대손비용 전년 수준 유지로 요약된다.

시중은행 최고의 ROE: 균형 있는 자회사 이익기여도, 보유 유가증권

2014년에도 시중은행 중에서 가장 높은 ROE는 유지될 전망이다. 근거는 1) SOHO 부문 대출 성장에서 입증된 탄력적인 자산성장 정책, 2) 월등한 리스크 관리 능력에 입각해 대손비용 안정적 유지, 3) 업황 둔화 우려에도 비은행 자회사의 높은 ROE 수준(13.3Q 누적기준, 신한카드 12.4%, 신한캐피탈 10.1%), 4) SK하이닉스, 비자카드 등 매각가능 유가증권 보유 등이다.

특히 동사의 최대 강점은 비은행 자회사의 균형 있는 이익기여도이다. 신용카드 부문에서 마케팅비용 절감 및 대손비용 축소가 이익 축소 우려를 상당부분 상쇄할 것으로 판단되며 신한생명의 이익 축소를 신한캐피탈과 금융투자가 메우고 있음을 감안하면 비은행 자회사의 균형 있는 이익 흐름은 지속될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
순영업이익	8,097	7,075	6,809	7,366	8,142
영업이익	4,172	3,194	2,765	3,102	3,401
순이익	3,100	2,323	1,986	2,260	2,487
자기자본	22,938	24,838	25,900	27,853	30,004
BPS(원)	46,915	52,378	54,617	58,737	63,272
증감률(%)	15.7	11.6	4.3	7.5	7.7
EPS(원)	6,341	4,898	4,188	4,767	5,244
증감률(%)	30.0	-22.7	-14.5	13.8	10.0
ROA(%)	1.1	0.8	0.6	0.7	0.7
ROE(%)	14.5	9.7	7.8	8.4	8.6
PBR(배)	0.8	0.7	0.83	0.77	0.7
PER(배)	6.3	7.9	10.9	9.5	8.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	19,178	19,355	20,270	20,190	21,133
순영업이익	8,097	7,075	6,809	7,366	8,142
순이자이익	7,080	6,974	6,569	7,124	7,878
수수료이익	1,759	1,572	1,502	1,693	1,787
기타비이자이익	1,161	1,155	1,291	1,147	1,181
영업이익(K-IFRS)	4,172	3,194	2,765	3,102	3,401
충당금적립전순영업이익	9,023	8,207	7,888	8,494	9,323
판매비와 관리비	4,135	4,060	4,138	4,264	4,741
충당금적립전영업이익	4,888	4,147	3,750	4,229	4,582
영업외이익	20	39	91	93	93
충당금적립전이익	4,908	4,186	3,841	4,322	4,674
제충당금	926	1,132	1,079	1,128	1,181
세전계속사업이익	3,982	3,054	2,762	3,195	3,493
법인세비용	920	739	679	773	845
당기순이익	3,273	2,494	2,147	2,422	2,648
(지배회사지분기준)	3,100	2,323	1,986	2,260	2,487

수익성/건전성/적정성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
ROE	13.1	9.0	7.3	7.9	8.1
수정ROE	14.5	9.7	7.8	8.4	8.6
ROA	1.2	0.8	0.7	0.7	0.8
수정ROA	1.1	0.8	0.6	0.7	0.7
NIM(총자산이자수익률)	2.6	2.4	2.1	2.1	2.3
CIR	51.1	57.4	60.8	57.9	58.2
Leverage	10.7	10.5	11.4	10.8	10.3
단순예대율	117.8	117.0	106.7	112.3	118.0
요주의이하/총여신	2.5	2.9	2.9	2.9	2.9
고정이하/총여신	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
대손충당금/요주의이하	21.1	18.2	21.8	18.1	18.7
대손충당금/고정이하	41.4	39.3	40.9	33.9	35.0
BIS Capital Ratio	15.3	15.8	15.0	15.8	16.6
Tier 1 Capital Ratio	12.4	12.6	12.4	13.1	13.7
Tier 2 Capital Ratio	2.8	3.2	2.6	2.8	2.9
단순자지자본비율	9.3	9.6	8.8	9.3	9.7

투자지표

(월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
PER	5.8	7.4	10.0	8.9	8.1
수정PER	6.3	7.9	10.9	9.5	8.7
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
수정PBR	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
배당수익률(보통주)	1.9	1.8	1.6	1.8	1.9
배당수익률(우선주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per Share Data					
EPS	6,901	5,260	4,528	5,107	5,584
수정EPS	6,341	4,898	4,188	4,767	5,244
BPS	56,640	60,691	62,588	66,708	71,243
수정BPS	46,915	52,378	54,617	58,737	63,272
DPS(보통주)	750	700	750	800	850
DPS(우선주)	7,000	5,580	7,000	8,000	8,500

주: ~2010년 K-GAAP 기준, 2011년부터 IFRS 기준
 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	288,042	300,848	338,311	341,361	346,851
운용자산	269,280	279,842	292,058	301,476	312,589
현금과예금	15,072	13,832	16,223	16,562	16,596
유가증권	61,635	66,354	67,461	67,509	67,549
대출채권	192,573	199,656	208,373	217,405	228,443
(대손충당금)	2,577	2,793	2,859	2,966	3,109
비운용자산	18,762	21,007	46,253	39,885	34,262
부채총계	261,183	272,069	308,632	309,729	313,067
예수부채	163,430	170,581	195,302	193,663	193,670
차입부채	59,770	57,732	62,388	65,087	68,390
기타부채	37,983	43,757	50,942	50,978	51,008
자본총계	26,859	28,780	29,679	31,633	33,783
자본금	2,884	3,182	3,182	3,182	3,182
자본잉여금	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887
기타자본	-393	-393	-393	-393	-393
기타포괄손익누계액	1,189	1,135	755	755	755
이익잉여금	10,830	12,499	13,942	15,895	18,046
비지배주주지분	2,462	2,469	2,307	2,307	2,307
수정자본총계	22,938	24,838	25,900	27,853	30,004
부채와 자본총계	288,042	300,848	338,311	341,361	346,851

성장률

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
총자산	8.3	4.4	12.5	0.9	1.6
대출채권	8.8	3.7	4.4	4.3	5.1
부채총계	7.6	4.2	13.4	0.4	1.1
예수금	6.8	4.4	14.5	-0.8	0.0
영업수익	-43.0	0.9	4.7	-0.4	4.7
순이자이익	-9.1	-1.5	-5.8	8.4	10.6
세전이익	28.9	-23.3	-9.6	15.7	9.4
당기순이익	38.0	-23.8	-13.9	12.8	9.4

원화대출금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화대출금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자금합계	46.9	48.4	47.7	46.8	46.4
주택관련대출	32.8	31.7	29.7	29.7	29.7
일반대출	14.1	16.7	18.1	18.1	18.1
기업자금합계	53.1	51.6	52.3	53.2	53.6
중소기업대출	37.6	35.6	37.1	37.7	37.9
대기업 및 기타대출	15.5	16.0	15.3	15.5	15.6

원화예수금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화예수금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
저비용조달	27.6	27.7	30.6	31.9	32.2
요구불예금	8.8	9.3	10.5	10.9	11.0
저비용 저축성예금	18.7	18.5	20.1	21.0	21.2
저축성조달	57.3	59.0	56.4	55.1	54.8
정기예금	53.3	54.1	51.1	49.9	49.7
기타	4.0	4.9	5.3	5.2	5.2
시장성조달	15.1	13.2	13.0	13.0	13.0
정기예금	5.6	4.6	4.9	4.9	4.9
기타	9.5	8.6	8.2	8.1	8.1

매수 (유지)

목표주가 50,000원
현재가 (11/19) 40,400원

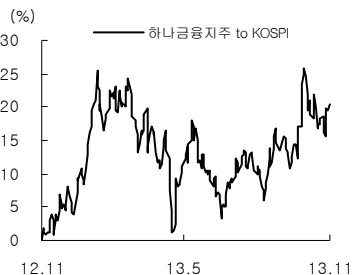
KOSPI (11/19)	2,031.64pt
시가총액	11,712십억원
발행주식수	289,894천주
액면가	5,000원
52주 최고가	42,500원
최저가	31,450원
60일 일평균거래대금	41십억원
외국인 지분율	62.4%
배당수익률 (12.12월)	1.3%

주주구성	
국민연금공단	8.58%
블랙록 펀드 어드바이저스 외 13인	5.08%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	10%	28%
절대기준	-4%	8%	19%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	50,000	47,000	▲

하나금융지주 상대주가 (%)



하나금융지주 (086790)

시너지와 건전성 개선, 2014년 경상이익 확대 예상

투자의견 매수 및 Top-pick 의견, 목표주가 50,000원

하나금융지주에 대해 투자의견 매수와 Top-pick 의견을 제시하고 목표주가를 기존 47,000원에서 50,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 68,508원에 목표PBR 0.72배(지속가능 ROE 7.2%, COE 9.9%)를 적용해 산출했다. 목표주가 상향의 근거는 목표주가 산정 BPS 기준을 2013년, 2014년 평균 (66,375원)에서 2014년으로 변경했기 때문이다.

2014년 당기순이익 1.4조원(YoY +17.7%), ROE 7.2% 전망

2014년 동사의 당기순이익과 ROE 전망치는 각각 1.4조원과 7.2%이다. 동사의 경우 2013년에 일회성 손실 요인(비화폐성환손손, 유가증권 감액손, STX그룹 충당금 등)이 많았기 때문에 2014년 이익모멘텀이 타행대비 클 것으로 예상된다. 동사의 2014년 당기순이익은 2013년 대비 17.7% 증가할 것으로 예상된다.

하나은행과 외환은행 모두 대손비용(13.3Q 기준 Credit Cost, 하나은행 32bp, 외환은행 52bp) 관리가 양호하게 유지되고 있어 2014년 이익 전망이 더욱 밝다. 양사 모두 대기업 익스포저가 많다는 점에서 우려가 있으나 최근 실질NPL 순증액도 감소하고 있어 자산건전성은 빠른 속도로 안정화되고 있다는 판단이다.

2014년에는 시너지 확대될 듯, 금융시장 안정의 수혜도 예상

2014년에는 외환과의 시너지와 금융시장 안정의 수혜도 예상된다. 당사는 외환은행 인수 이후 지속적인 일회성 손실로 실적에 대한 신뢰가 낮아졌으나 최근 들어 외환은행 실적이 안정되고 있어 향후 경상이익 규모는 더욱 확대될 전망이다.

하나은행의 경우 CD연동 대출 비중이 60%에 육박해 기준금리의 영향을 많이 받는데, 기준금리 인하 가능성이 거의 없다는 점에서 향후 대출수익률 재조정예 의한 NIM 개선이 가능해 보인다. 2014년 금융시장이 하나금융지주에 우호적일 것으로 예상되나 비이자부문 변동성 축소 방안은 필요하다는 판단이다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
순영업이익	3,791	5,735	5,493	5,855	6,731
영업이익	1,732	1,981	1,466	1,782	2,019
순이익	1,222	1,602	1,165	1,372	1,549
자기자본	13,765	14,185	18,494	19,722	21,127
BPS(원)	57,108	58,851	64,242	68,508	73,389
증감률(%)	10.9	3.1	9.2	6.6	7.1
EPS(원)	5,072	6,648	4,047	4,764	5,380
증감률(%)	5.0	31.1	-39.1	17.7	12.9
ROA(%)	0.7	0.7	0.4	0.4	0.5
ROE(%)	10.0	11.5	7.1	7.2	7.6
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PER(배)	7.0	5.2	10.0	8.5	7.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	21,525	26,315	31,064	31,694	33,115
순영업이익	3,791	5,735	5,493	5,855	6,731
순이자이익	3,206	4,595	4,475	4,970	5,831
수수료이익	978	1,550	1,738	1,760	1,712
기타비이자이익	786	2,385	1,294	1,591	1,654
영업이익(K-IFRS)	1,732	1,981	1,466	1,782	2,019
충당금적립전순영업이익	4,370	7,060	6,517	7,099	7,974
판매비와 관리비	2,108	3,813	4,199	4,073	4,712
충당금적립전영업이익	2,262	3,248	2,318	3,026	3,262
영업외이익	-17	-24	136	123	120
충당금적립전이익	2,246	3,224	2,454	3,148	3,381
제충당금	579	1,325	1,024	1,243	1,243
세전계속사업이익	1,667	2,016	1,430	1,905	2,138
법인세비용	413	250	327	461	517
당기순이익	1,303	1,708	1,228	1,444	1,621
(지배회사지분기준)	1,222	1,602	1,165	1,372	1,549

수익성/건전성/적정성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
ROE	10.0	9.7	6.0	6.8	7.1
수정ROE	10.0	11.5	7.1	7.2	7.6
ROA	0.8	0.7	0.4	0.5	0.5
수정ROA	0.7	0.7	0.4	0.4	0.5
NIM(총자산이자수익률)	1.9	2.0	1.5	1.6	1.9
CIR	55.6	66.5	76.4	69.6	70.0
Leverage	12.0	13.9	14.7	14.1	13.6
단순예대율	123.6	110.8	111.6	117.0	122.7
요주의이하/총여신	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5
고정이하/총여신	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
대손충당금/요주의이하	30.8	59.8	38.6	41.0	42.5
대손충당금/고정이하	71.2	146.3	78.4	83.2	86.2
BIS Capital Ratio	13.4	13.9	13.8	14.4	15.0
Tier 1 Capital Ratio	9.6	9.6	9.9	10.3	10.7
Tier 2 Capital Ratio	3.8	4.3	3.9	4.0	4.2
단순자지자본비율	8.3	7.2	6.8	7.1	7.4

투자지표

(월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
PER	6.6	4.9	9.5	8.1	7.2
수정PER	7.0	5.2	10.0	8.5	7.5
PBR	0.6	0.4	0.6	0.5	0.5
수정PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
배당수익률(보통주)	1.7	1.3	1.4	1.9	1.9
배당수익률(우선주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per Share Data					
EPS	5,362	7,027	4,236	4,981	5,591
수정EPS	5,072	6,648	4,047	4,764	5,380
BPS	60,979	83,827	71,602	75,838	80,684
수정BPS	57,108	58,851	64,242	68,508	73,389
DPS(보통주)	600	450	550	750	750
DPS(우선주)	0	0	0	0	0

주: ~2010년 K-GAAP 기준, 2011년부터 IFRS 기준

자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	178,229	283,722	304,968	310,851	317,362
운용자산	170,085	262,680	273,475	285,181	297,710
현금과예금	11,053	18,701	17,874	17,953	17,989
유가증권	29,850	47,678	49,618	49,947	50,334
대출채권	129,182	196,301	205,983	217,280	229,386
(대손충당금)	1,187	2,089	2,497	2,612	2,771
비운용자산	8,144	21,042	31,492	25,671	19,652
부채총계	163,408	263,348	284,211	288,866	293,972
예수부채	104,552	177,099	184,603	185,716	186,903
차입부채	43,923	54,794	55,764	59,016	62,592
기타부채	14,933	31,454	43,843	44,134	44,476
자본총계	14,821	20,374	20,757	21,985	23,390
자본금	1,514	1,514	1,749	1,749	1,749
자본잉여금	6,669	6,817	10,385	10,385	10,385
기타자본	-71	-81	-500	-500	-500
기타포괄손익누계액	291	357	163	163	163
이익잉여금	5,677	7,140	8,200	9,428	10,833
비자배주주지분	740	4,627	760	760	760
수정자본총계	13,765	14,185	18,494	19,722	21,127
부채와 자본총계	178,229	283,722	304,968	310,851	317,362

성장률

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
총자산	12.4	59.2	7.5	1.9	2.1
대출채권	16.5	52.0	4.9	5.5	5.6
부채총계	11.0	61.2	7.9	1.6	1.8
예수금	8.5	69.4	4.2	0.6	0.6
영업수익	-12.3	22.3	18.0	2.0	4.5
순이자이익	-1.9	43.3	-2.6	11.1	17.3
세전이익	21.6	21.0	-29.0	33.2	12.2
당기순이익	30.3	31.1	-28.1	17.6	12.2

원화대출금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화대출금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자금합계	52.3	53.4	52.1	51.8	51.5
주택관련대출	31.4	32.6	31.4	31.4	31.4
일반대출	20.9	20.9	20.7	20.7	20.7
기업자금합계	47.7	46.6	47.9	48.2	48.5
중소기업대출	30.3	29.3	30.1	30.3	30.5
대기업 및 기타대출	17.3	17.2	17.8	17.9	18.0

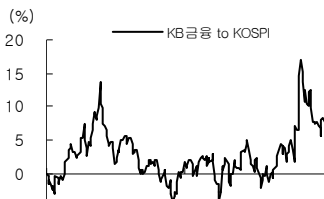
원화예수금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화예수금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
저비용조달	20.7	19.9	22.6	23.8	24.9
요구불예금	9.4	9.7	11.0	11.5	12.1
저비용 저축성예금	11.3	10.2	11.7	12.3	12.8
저축성조달	53.9	53.1	52.8	53.5	54.3
정기예금	51.9	50.6	49.4	50.1	50.7
기타	2.1	2.5	3.4	3.5	3.5
시장성조달	25.4	27.0	24.6	22.6	20.8
정기예금	3.9	3.5	3.4	3.1	2.9
기타	21.5	23.5	21.2	19.5	17.9

매수 (유지)

목표주가	47,000원
현재가 (11/19)	40,300원
KOSPI (11/19)	2,031.64pt
시가총액	15,570십억원
발행주식수	386,352천주
액면가	5,000원
52주 최고가	43,950원
최저가	32,600원
60일 일평균거래대금	49십억원
외국인 지분율	64.2%
배당수익률 (12.12월)	1.6%
주주구성	
국민연금공단	9.24%
Franklin Resources Inc 외 46인	7.32%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-8% 9% 16%
절대기준	-7% 7% 7%
	현재 직전 변동
투자의견	매수 매수 -
목표주가	47,000 45,000 ▲

KB금융 상대주가 (%)



KB금융 (105560)

2014년에 대한 기대치 높아져

투자의견 매수, 목표주가 47,000원

KB금융에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 45,000원에서 47,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 68,511원에 목표PBR 0.69배(지속가능 ROE 6.3%, COE 9.2%)를 적용해 산출했다. 목표주가 상향의 근거는 목표주가 산정 BPS 기준을 2013년, 2014년 평균(66,795원)에서 2014년으로 변경했기 때문이다.

동사의 현재 PBR은 0.58배에 불과하다. 이는 동사의 주가 할인 요인으로 거론되는 낮은 자본효율성(과자본대비), 우리금융 인수 관련 불확실성, 가계부채 부실화 우려 등을 감안해도 절대적으로 낮은 수준이다. 따라서 은행업종 전반적으로 업황이 개선되는 시기에는 Valuation매력이 급격히 부각될 수도 있다.

2014년 당기순이익 1.6조원, ROE 6.3% 전망

2014년 동사의 당기순이익과 ROE 전망치는 각각 1.6조원과 6.3%이다. 은행권 전반적으로 자산성장과 NIM 개선이 예상되는 가운데, 최근 부동산시장이 반등하면서 주택담보대출 위주의 자산성장이 회복되고 있으며 BCC 및 보유유가증권 감액손 등 일회성 요인이 소진되며 이익 확대가 예상된다.

자산성장 회복 국면, 향후 조달비용 축소로 NIM 방어될 전망

동사의 향후 과제는 자산 성장 회복 이후 NIM 방어가 될 전망이다. 최근 자산성장이 회복되면서 대출금리 하락이 동반되어 NIM 하락이 크게 나타난 것으로 파악된다. 결국 NIM 방어의 관건은 대출금리 상승보다는 조달비용 축소가 선행되어야 하는데, 1) 1년만기 고금리 예금금리 재조정, 2) 고금리 부채 상환(후순위채발행 4조원, 커버드본드 10억불)이 예정되어 있어 중장기적으로 조달비용 축소가 가속화될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
순영업이익	7,236	6,205	6,021	6,456	6,839
영업이익	3,398	2,411	2,090	2,442	2,646
순이익	2,373	1,703	1,339	1,627	1,779
자기자본	22,593	24,226	25,143	26,469	27,947
BPS(원)	58,477	62,703	65,078	68,511	72,337
증감률(%)	0.6	7.2	3.8	5.3	5.6
EPS(원)	6,142	4,408	3,466	4,212	4,606
증감률(%)	2,343.7	-28.2	-21.4	21.5	9.3
ROA(%)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	11.0	7.3	5.4	6.3	6.5
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PER(배)	5.9	8.6	11.6	9.6	8.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	26,390	25,207	25,877	27,234	28,719
순영업이익	7,236	6,205	6,021	6,456	6,839
순이자이익	7,105	7,116	6,545	6,744	7,160
수수료이익	1,795	1,593	1,562	1,680	1,683
기타비이자이익	1,362	712	1,680	2,626	2,727
영업이익(K-IFRS)	3,398	2,411	2,090	2,442	2,646
충당금적립전영업이익	8,749	7,812	7,487	8,022	8,531
판매비와 관리비	3,932	3,885	3,961	4,014	4,193
충당금적립전영업이익	4,817	3,927	3,526	4,008	4,337
영업외이익	-138	-150	-248	-285	-288
충당금적립전이익	4,679	3,777	3,277	3,723	4,049
제충당금	1,513	1,608	1,466	1,566	1,692
세전계속사업이익	3,166	2,169	1,811	2,157	2,358
법인세비용	832	549	541	522	571
당기순이익	2,429	1,712	1,345	1,635	1,787
(지배회사지분기준)	2,373	1,703	1,339	1,627	1,779

수익성/건전성/적정성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
ROE	11.7	7.2	5.4	6.3	6.5
수정ROE	11.0	7.3	5.4	6.3	6.5
ROA	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
수정ROA	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
NIM(총자산이자수익률)	2.6	2.5	2.2	2.2	2.2
CIR	54.3	62.6	65.8	62.2	61.3
Leverage	12.0	11.4	11.8	11.9	12.0
단순예대율	111.4	109.4	109.5	107.9	106.1
요주의이하/총여신	3.7	3.7	3.5	3.5	3.5
고정이하/총여신	1.4	1.4	1.9	1.9	1.9
대손충당금/요주의이하	26.8	26.2	22.0	21.3	23.3
대손충당금/고정이하	70.0	70.5	40.2	39.0	42.7
BIS Capital Ratio	13.6	14.4	14.7	14.6	14.5
Tier 1 Capital Ratio	10.3	10.9	11.2	11.1	11.0
Tier 2 Capital Ratio	3.3	3.5	3.5	3.4	3.4
단순자지자본비율	8.3	8.8	8.4	8.4	8.3

투자지표

(월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
PER	5.8	8.6	11.6	9.5	8.7
수정PER	5.9	8.6	11.6	9.6	8.8
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
수정PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
배당수익률(보통주)	2.0	1.6	2.0	2.0	2.0
배당수익률(우선주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per Share Data					
EPS	6,286	4,431	3,481	4,232	4,626
수정EPS	6,142	4,408	3,466	4,212	4,606
BPS	59,790	63,942	65,752	69,184	73,010
수정BPS	58,477	62,703	65,078	68,511	72,337
DPS(보통주)	720	600	800	800	800
DPS(우선주)	0	0	0	0	0

주: ~2010년 K-GAAP 기준, 2011년부터 IFRS 기준
 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	277,601	282,007	300,792	318,296	338,594
운용자산	266,156	269,357	282,956	296,280	311,339
현금과예금	9,178	10,568	11,228	11,377	11,403
유가증권	44,871	46,073	50,858	54,020	57,721
대출채권	212,107	212,716	220,870	230,884	242,215
(대손충당금)	3,448	3,268	3,277	3,397	3,549
비운용자산	11,445	12,649	17,836	22,016	27,255
부채총계	254,501	257,303	275,389	291,567	310,387
예수부채	190,338	194,403	201,623	213,899	228,224
차입부채	43,894	40,101	42,681	44,651	46,883
기타부채	20,270	22,798	31,085	33,017	35,280
자본총계	23,100	24,704	25,403	26,729	28,207
자본금	1,932	1,932	1,932	1,932	1,932
자본잉여금	16,410	16,409	16,424	16,424	16,424
기타자본	-569	-569	-569	-569	-569
기타포괄손익누계액	192	360	314	314	314
이익잉여금	4,953	6,377	7,302	8,628	10,106
비지배주주지분	182	195	0	0	0
수정자본총계	22,593	24,226	25,143	26,469	27,947
부채와 자본총계	277,601	282,007	300,792	318,296	338,594

성장률

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
총자산	6.0	1.6	6.7	5.8	6.4
대출채권	7.9	0.3	3.8	4.5	4.9
부채총계	4.5	1.1	7.0	5.9	6.5
예수금	3.1	2.1	3.7	6.1	6.7
영업수익	3.2	-4.5	2.7	5.2	5.5
순이자이익	-1.8	0.2	-8.0	3.0	6.2
세전이익	16,399	-31.5	-16.5	19.1	9.3
당기순이익	2,324.1	-29.5	-21.4	21.6	9.3

원화대출금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화대출금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자금합계	56.1	54.8	55.2	55.9	56.6
주택관련대출	24.5	24.1	23.9	23.9	23.9
일반대출	31.6	30.8	30.8	30.8	30.8
기업자금합계	43.9	45.2	44.8	44.1	43.4
중소기업대출	35.3	36.2	36.0	35.4	34.9
대기업 및 기타대출	8.6	9.0	8.8	8.6	8.5

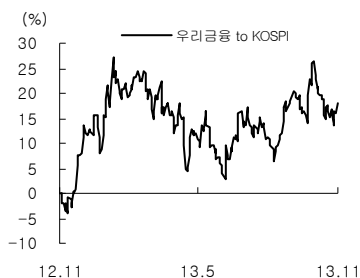
원화예수금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화예수금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
저비용조달	29.2	30.4	32.6	33.4	34.0
요구불예금	29.2	30.4	32.6	33.4	34.0
저비용 저축성예금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
저축성조달	62.1	62.1	60.1	59.2	58.7
정기예금	56.6	56.1	5.3	5.2	5.2
기타	5.5	6.0	54.8	54.0	53.5
시장성조달	8.8	7.5	7.3	7.3	7.3
정기예금	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
기타	7.5	6.4	6.2	6.3	6.3

매수 (유지)

목표주가	15,000원		
현재가 (11/19)	12,550원		
KOSPI (11/19)	2,031.64pt		
시가총액	10,115십억원		
발행주식수	806,015천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	13,500원		
최저가	9,740원		
60일 일평균거래대금	19십억원		
외국인 지분율	21.2%		
배당수익률 (12.12월)	2.1%		
주주구성			
예금보험공사	56.97%		
국민연금공단	6.01%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	7%	26%
절대기준	-6%	5%	17%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	15,000	15,000	-

우리금융 상대주가 (%)



우리금융 (053000)

실적 변동성 축소의 과제, 양호한 핵심 이익지표는 긍정적

투자의견 매수, 목표주가 15,000원 유지

우리금융에 대해 투자의견 매수, 목표주가 15,000원을 유지한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 24,714원에 목표PBR 0.61배(지속가능 ROE 6.4%, COE 10.4%)를 적용해 산출했다. 목표주가 산정의 근거를 2014년으로 변경했으나 13.3Q 실적 발표 시기(2014년 수익예상 17.7% 하향)에 목표주가를 유지했기 때문에 변동 요인이 발생하지 않았다.

동사의 현재 PBR은 0.50배로 저평가 영역에 있다. 대손비용 확대 요인이 지속적으로 발생하며 실적에 대한 가시성이 낮아졌기 때문이다. 그러나 은행주 상승 국면에서 소외되지는 않을 전망이다. 1) 은행 평균 PBR 0.6배와 비교해 저평가 되어 있고, 2) 대손비용을 배제하면 핵심이익 흐름은 양호하기 때문이다.

2014년 당기순이익 1.2조원, ROE 6.4% 전망

2014년 동사의 당기순이익과 ROE 전망치는 각각 1.2조원과 6.4%이다. 은행권 전반적으로 자산성장 확대, NIM 개선 여건 강화 등 이익지표가 완만한 개선 추세를 이어갈 것으로 예상되기 때문이다.

실적 변동성 축소의 과제, 양호한 핵심이익지표는 긍정적

결국 동사가 이익안정성을 확보하기 위해서는 대손비용과 관련된 불확실성을 축소시켜야 한다. 13.3Q (주)STX 충당금을 전액 적립한 점과 향후 STX그룹과 관련된 충당금 적립 이슈가 거의 마무리 되었다는 점은 긍정적이다. 다만 신규 NPL(13.3Q 8,510억원)이 줄지 않고 있어 향후에도 리스크 관리를 강화해야 할 것으로 판단된다. 반면 핵심이익지표는 양호한 수준이 이어지고 있다. 자산성장(13.3Q 기준 YTD +6.1%)이 크게 나타나고 있으며 NIM 하락 폭(13.3Q -4bp)도 비교적 작다. 99.2%에 육박하는 예대율 관리만 잘 한다면 2014년에도 핵심 이익 흐름은 양호할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
순영업이익	6,658	6,022	4,972	5,968	6,381
영업이익	3,086	2,229	1,124	1,778	1,923
순이익	2,137	1,584	651	1,229	1,339
자기자본	17,185	18,364	18,727	19,919	21,222
BPS(원)	21,320	22,784	23,234	24,714	26,329
증감률(%)	18.2	6.9	2.0	6.4	6.5
EPS(원)	2,651	1,965	808	1,524	1,661
증감률(%)	78.7	-25.9	-58.9	88.7	9.0
ROA(%)	0.7	0.5	0.2	0.4	0.4
ROE(%)	13.5	8.9	3.5	6.4	6.5
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PER(배)	3.6	6.0	15.5	8.2	7.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	27,582	21,383	19,716	19,714	20,914
순영업이익	6,658	6,022	4,972	5,968	6,381
순이자이익	7,264	7,267	5,846	5,954	6,442
수수료이익	1,195	1,003	1,260	1,178	1,306
기타비이자이익	2,630	2,004	2,391	1,889	2,045
영업이익(K-IFRS)	3,086	2,229	1,124	1,778	1,923
총당금적립전순영업이익	8,927	8,143	7,339	7,531	8,097
판매비와 관리비	3,776	3,956	3,918	4,190	4,458
총당금적립전영업이익	5,152	4,187	3,421	3,341	3,639
영업외이익	92	63	55	61	61
총당금적립전이익	5,243	4,249	3,476	3,402	3,700
제충당금	2,269	2,121	2,367	1,563	1,716
세전계속사업이익	3,177	2,291	1,178	1,839	1,984
법인세비용	744	493	338	445	480
당기순이익	2,433	1,798	817	1,394	1,504
(지배회사지분기준)	2,137	1,584	651	1,229	1,339

수익성/건전성/적정성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
ROE	12.5	8.0	3.5	5.7	5.8
수정ROE	13.5	8.9	3.5	6.4	6.5
ROA	0.8	0.6	0.2	0.4	0.4
수정ROA	0.7	0.5	0.2	0.4	0.4
NIM(총자산이자수익률)	2.4	2.3	1.8	1.8	1.8
CIR	56.7	65.7	78.8	70.2	69.9
Leverage	14.2	14.2	13.9	13.7	13.7
단순예대율	106.6	107.2	114.9	117.6	118.0
요주의이하/총여신	4.7	4.5	4.7	4.7	4.7
고정이하/총여신	2.0	1.8	2.7	2.7	2.7
대손충당금/요주의이하	22.7	19.0	15.8	15.3	15.6
대손충당금/고정이하	54.5	48.8	27.6	26.8	27.4
BIS Capital Ratio	13.8	14.7	15.7	15.9	15.9
Tier 1 Capital Ratio	10.7	11.4	12.3	12.4	12.4
Tier 2 Capital Ratio	3.0	3.4	3.5	3.5	3.5
단순자지자본비율	7.1	7.1	7.2	7.3	7.3

투자지표

(월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
PER	3.1	5.3	12.4	7.3	6.7
수정PER	3.6	6.0	15.5	8.2	7.6
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
수정PBR	0.4	0.5	0.54	0.51	0.5
배당수익률(보통주)	2.7	2.1	2.0	2.0	2.0
배당수익률(우선주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per Share Data					
EPS	3,019	2,231	1,014	1,729	1,866
수정EPS	2,651	1,965	808	1,524	1,661
BPS	27,386	28,539	29,825	31,304	32,920
수정BPS	21,320	22,784	23,234	24,714	26,329
DPS(보통주)	250	250	250	250	250
DPS(우선주)	0	0	0	0	0

주: ~2010년 K-GAAP 기준, 2011년부터 IFRS 기준
 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	312,792	325,706	333,484	345,984	364,102
운용자산	296,874	302,440	315,354	330,312	346,907
현금과예금	22,576	20,980	22,356	22,528	22,552
유가증권	65,418	63,908	61,453	63,183	66,455
대출채권	208,880	217,552	231,546	244,602	257,900
(대손충당금)	3,759	3,564	5,976	6,126	6,439
비운용자산	15,918	23,266	18,130	15,672	17,195
부채총계	290,718	302,703	309,445	320,752	337,568
예수부채	195,930	202,920	201,573	207,982	218,639
차입부채	63,933	61,439	62,413	66,033	69,772
기타부채	30,855	38,345	45,458	46,737	49,158
자본총계	22,073	23,003	24,039	25,232	26,534
자본금	4,339	4,528	4,528	4,528	4,528
자본잉여금	176	174	172	172	172
기타자본	-68	-62	-61	-61	-61
기타포괄손익누계액	654	248	194	194	194
이익잉여금	12,423	13,777	14,195	15,387	16,690
비자배주주지분	4,549	4,337	5,011	5,011	5,011
수정자본총계	17,185	18,364	18,727	19,919	21,222
부채와 자본총계	312,792	325,706	333,484	345,984	364,102

성장률

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
총자산	7.3	4.1	2.4	3.7	5.2
대출채권	4.3	4.2	6.4	5.6	5.4
부채총계	5.9	4.1	2.2	3.7	5.2
예수금	4.8	3.6	-0.7	3.2	5.1
영업수익	N/A	-22.5	-7.8	0.0	6.1
순이자이익	12.4	0.0	-19.6	1.8	8.2
세전이익	76.9	-27.9	-48.6	56.1	7.9
당기순이익	87.1	-26.1	-54.5	70.5	7.9

원화대출금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화대출금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자금합계	41.5	43.1	41.6	40.6	39.6
주택관련대출	28.7	31.4	30.7	30.7	30.7
일반대출	12.8	11.6	10.8	10.8	10.8
기업자금합계	58.5	56.9	58.4	59.4	60.4
중소기업대출	44.6	42.8	43.0	43.7	44.4
대기업 및 기타대출	13.8	14.1	15.5	15.7	16.0

원화예수금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화예수금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
저비용조달	30.3	32.2	32.7	32.9	32.9
요구불예금	30.3	32.2	32.7	32.9	32.9
저비용 저축성예금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
저축성조달	57.0	56.2	56.5	56.4	56.4
정기예금	53.7	52.0	52.0	51.9	51.9
기타	3.4	4.2	4.5	4.5	4.5
시장성조달	12.7	11.5	10.8	10.7	10.7
정기예금	1.8	1.7	2.5	2.5	2.5
기타	10.9	9.8	8.3	8.3	8.2

매수 (유지)

목표주가 15,000원
현재가 (11/19) 12,150원

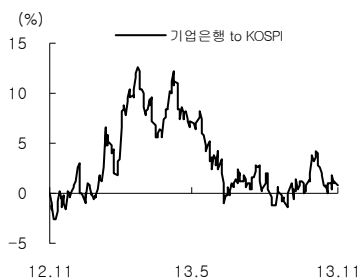
KOSPI (11/19)	2,031.64pt
시가총액	6,685십억원
발행주식수	648,167천주
액면가	5,000원
52주 최고가	13,300원
최저가	10,800원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	13.1%
배당수익률 (12.12월)	3.4%

주주구성
대한민국정부(기획재정부) 68.84%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-4%	9%
절대기준	-3%	-6%	1%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	15,000	16,000	▼

기업은행 상대주가 (%)



기업은행 (024110)

이익지표 둔화가 제한적이라는 점이 긍정적

투자의견 매수, 목표주가 15,000원

기업은행에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 15,000원으로 제시한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 23,712원에 목표PBR 0.63배(지속가능 ROE 7.2%, COE 11.5%)를 적용해 산출했다. 목표주가 산정의 근거를 2014년으로 변경했으나 2014년 수익예상을 7.2% 하향해 목표주가를 조정한다.

동사의 현재 PBR은 0.51배로 저평가 영역에 있다. 2013년 예상 ROE가 6.5%임을 감안하면 수익성과 비교해도 저평가 되어 있으며 은행평균 PBR 0.6배와 비교해도 저평가 영역에 있다. 또한 연말로 갈수록 배당매력(2013년 예상 배당수익률 2.5~3.3%)도 부각될 전망이다. 다만 정부지분 매각 우려(경영권 50% 이 외 잔여지분 18.8%)는 주가의 추세적 상승을 제약하는 요인이다.

2014년 당기순이익 1.0조원, ROE 7.2% 전망

2014년 동사의 당기순이익과 ROE 전망치는 각각 1.0조원과 7.2%로 2013년과 비교해 개선될 전망이다. 이익 확대의 근거는 1) 최근 들어 경제 및 경기 지표 반등으로 대출성장이 늘고 있어 2014년 원화대출금 성장률이 7.7%에 달할 전망이다. 2) 선제적인 금리 인하로 NIM 상승 국면에서 반등 폭이 클 것으로 예상(현재 IBK 중소기업대출 물적담보대출 평균금리 4.7%, 타행평균 5.1%)되며, 3) 자산건전성도 양호한 수준(분기당 대손충당금 3,000~3,500억원)이 이어지고 있기 때문이다.

중소기업 대출 확대 국면에서 레버리지 효과 부각될 것

중소기업 신용위험이 크지 않은 상황에서 자산성장이 안정적 수준에서 이어지고 있다. 향후 중소기업 지원대책이 가시화된다면 보증서 대출 등 추가적인 자산 성장의 기반이 될 것이다. 동사의 2014년 예상 레버리지는 15.8배로 은행평균 12~13배와 비교해 높기 때문에 ROE 개선 속도는 타행대비 빠르게 나타날 수 있다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
순영업이익	3,523	3,394	2,942	3,202	3,544
영업이익	1,927	1,594	1,153	1,322	1,506
순이익	1,450	1,166	869	1,002	1,140
자기자본	12,518	13,228	13,592	14,339	15,191
BPS(원)	20,893	22,079	22,529	23,766	25,178
증감률(%)	24.7	5.7	2.0	5.5	5.9
EPS(원)	2,419	1,946	1,440	1,661	1,890
증감률(%)	12.4	-19.6	-26.0	15.3	13.8
ROA(%)	0.8	0.6	0.4	0.5	0.5
ROE(%)	12.9	9.1	6.5	7.2	7.7
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PER(배)	5.2	6.1	8.4	7.3	6.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	15,334	15,508	16,038	16,806	18,033
순영업이익	3,523	3,394	2,942	3,202	3,544
순이자이익	4,690	4,468	4,273	4,744	5,352
수수료이익	457	409	365	350	351
기타비이자이익	1,176	866	814	834	1,006
영업이익(K-IFRS)	1,927	1,594	1,153	1,322	1,506
총당금적립전영업이익	4,829	4,482	4,041	4,304	4,800
판매비와 관리비	1,668	1,878	1,880	1,879	2,038
총당금적립전영업이익	3,161	2,604	2,161	2,424	2,761
영업외이익	1	-63	10	4	3
총당금적립전이익	3,162	2,541	2,172	2,428	2,764
제충당금	1,306	1,088	1,099	1,102	1,255
세전계속사업이익	1,856	1,455	1,072	1,326	1,509
법인세비용	488	364	268	321	365
당기순이익	1,440	1,167	874	1,005	1,144
(지배회사지분기준)	1,450	1,166	869	1,002	1,140

수익성/건전성/적정성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
ROE	12.2	8.6	6.2	6.9	7.4
수정ROE	12.9	9.1	6.5	7.2	7.7
ROA	0.8	0.6	0.4	0.5	0.5
수정ROA	0.8	0.6	0.4	0.5	0.5
NIM(총자산이자수익률)	2.7	2.3	2.1	2.2	2.3
CIR	47.3	55.3	63.9	58.7	57.5
Leverage	14.1	14.2	14.9	15.0	15.1
단순예대율	212.9	194.3	196.6	201.8	209.1
요주의이하/총여신	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1
고정이하/총여신	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
대손충당금/요주의이하	51.9	24.8	25.6	25.8	25.3
대손충당금/고정이하	121.5	57.3	55.3	55.7	54.6
BIS Capital Ratio	11.7	11.9	12.1	11.9	11.9
Tier 1 Capital Ratio	8.9	9.0	8.9	8.8	8.8
Tier 2 Capital Ratio	2.8	2.9	3.1	3.1	3.1
단순자지자본비율	7.1	7.0	6.7	6.6	6.6

투자지표

(월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
PER	4.7	5.5	7.6	6.6	5.8
수정PER	5.2	6.1	8.4	7.3	6.4
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
수정PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
배당수익률(보통주)	4.6	3.4	2.9	3.3	3.7
배당수익률(우선주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per Share Data					
EPS	2,638	2,138	1,588	1,827	2,079
수정EPS	2,419	1,946	1,440	1,661	1,890
BPS	24,180	25,490	25,966	27,322	28,871
수정BPS	20,893	22,079	22,529	23,766	25,178
DPS(보통주)	580	400	350	400	450
DPS(우선주)	580	400	350	400	450

주: ~2010년 K-GAAP 기준, 2011년부터 IFRS 기준
 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	185,976	197,744	212,571	226,203	240,056
운용자산	179,497	190,489	203,147	217,621	232,763
현금과예금	7,397	7,378	8,847	9,101	9,131
유가증권	29,655	35,759	36,708	38,818	40,643
대출채권	142,446	147,352	157,591	169,701	182,989
(대손충당금)	2,516	2,214	2,100	2,100	2,100
비운용자산	6,159	6,928	9,425	8,582	7,293
부채총계	172,774	183,826	198,285	211,170	224,171
예수부채	66,920	75,840	80,152	84,113	87,518
차입부채	95,500	95,165	102,634	110,668	119,492
기타부채	10,355	12,821	15,499	16,390	17,161
자본총계	13,202	13,918	14,286	15,033	15,885
자본금	3,820	3,820	3,841	3,841	3,841
자본잉여금	454	454	483	483	483
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	524	484	386	386	386
이익잉여금	8,331	9,085	9,500	10,246	11,098
비지배주주지분	73	74	77	77	77
수정자본총계	12,518	13,228	13,592	14,339	15,191
부채와 자본총계	185,976	197,744	212,571	226,203	240,056

성장률

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
총자산	12.4	6.3	7.5	6.4	6.1
대출채권	11.9	3.4	6.9	7.7	7.8
부채총계	11.5	6.4	7.9	6.5	6.2
예수금	14.8	13.3	5.7	4.9	4.0
영업수익	-16.9	1.1	3.4	4.8	7.3
순이자이익	7.7	-4.7	-4.4	11.0	12.8
세전이익	8.5	-21.6	-26.3	23.7	13.8
당기순이익	11.6	-19.0	-25.1	15.0	13.8

원화대출금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화대출금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자금합계	19.4	19.3	18.6	18.0	17.9
주택관련대출	10.6	8.8	8.5	8.5	8.5
일반대출	8.8	10.5	10.3	10.3	10.3
기업자금합계	80.6	80.7	81.4	82.0	82.1
중소기업대출	76.4	77.2	77.6	78.1	78.2
대기업 및 기타대출	4.2	3.5	3.9	3.9	3.9

원화예수금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화예수금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
저비용조달	22.9	24.4	25.3	26.3	26.5
요구불예금	17.4	18.7	20.3	21.1	21.3
저비용 저축성예금	5.5	5.7	5.0	5.2	5.2
저축성조달	16.9	16.7	18.1	18.6	18.7
정기예금	16.9	16.7	18.1	18.6	18.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
시장성조달	60.2	58.9	56.6	55.1	54.8
정기예금	12.9	10.8	9.9	9.6	9.6
기타	47.2	48.1	46.7	45.5	45.2

매수 (유지)

목표주가 20,000원
현재가 (11/19) 16,350원

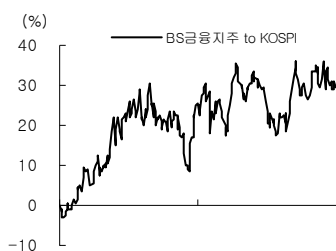
KOSPI (11/19)	2,031.64pt
시가총액	3,162십억원
발행주식수	193,380천주
액면가	5,000원
52주 최고가	17,100원
최저가	11,600원
60일 일평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	60.9%
배당수익률 (12.12월)	2.5%

주주구성		
롯데정학재단 외 8인		13.59%
Aberdeen Asset Management Asia Limited 외 1인		10.34%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	5%	38%
절대기준	-2%	3%	28%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	20,000	19,000	▲

BS금융지주 상대주가 (%)



BS금융지주 (138930)

실적과 비교하면 Value는 여전히 매력적

투자의견 매수, 목표주가 20,000원

BS금융지주에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 19,000에서 20,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 19,571원에 목표PBR 1.05배(지속가능 ROE 10.9%, COE 10.4%)를 적용해 산출했다. 목표주가 상향의 근거는 목표주가 산정 BPS 기준을 2013년, 2014년 평균(18,752원)에서 2014년으로 변경했기 때문이다.

2014년 당기순이익 3,940억원, ROE 10.9% 전망

2014년 동사의 당기순이익과 ROE 전망치는 각각 3,940억원과 10.9%로 전망한다. 이는 2013년 예상치 3,553억원과 10.7% 대비 각각 10.9%, 0.2%p 개선된 수치이다. 이익 확대의 근거는 1) 양호한 지역 경기를 기반으로 고성장(2014년 원화대출금 성장률 9.7% 예상)이 지속되고, 2) 13.2Q에 이어 13.3Q에도 NIM 방어(13.1Q 2.45%-13.2Q 2.47%-13.3Q 2.36%)가 잘 되고 있고 향후에도 하이브리드 채권 2,300억원 상환 등 조달비용 축소가 예상되며, 3) 적절한 매각/상각으로 자산건전성 및 대손비용(분기당 Credit Cost 40bp 미만)이 양호하게 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

관건은 자본정책이나 장기적으로 우수한 펀더멘털 더욱 부각될 듯

BS금융지주는 11/4 부산은행 유상증자 참여(1,500억원)를 공시했다. 이는 위에서 언급한 하이브리드 채권 2,300억원 상환에 의한 기본자본비율 방어를 위한 것으로 주가가치에 미치는 영향은 제한적이다. 다만 향후 관건은 경남은행 인수 관련 자본정책의 불확실성이다.

자본정책 측면의 불확실성을 배제하면 동사의 펀더멘털은 높은 수익성과 성장성을 여전히 보유하고 있다. 높은 자산성장률과 안정적 NIM 전망을 감안하면 ROE는 10% 이상에서 유지될 전망이며 이에 따라 주가매력도 또한 여전히 높다는 판단이다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
순영업이익	1,006	1,043	1,010	1,109	1,243
영업이익	536	488	482	530	595
순이익	400	361	355	394	444
자기자본	2,931	3,178	3,468	3,785	4,151
BPS(원)	15,156	16,434	17,933	19,571	21,466
증감률(%)	15.1	8.4	9.1	9.1	9.7
EPS(원)	2,070	1,868	1,837	2,038	2,295
증감률(%)	15.9	-9.8	-1.6	10.9	12.6
ROA(%)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	14.9	11.8	10.7	10.9	11.2
PBR(배)	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
PER(배)	5.3	7.1	8.9	8.0	7.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	3,046	3,032	3,011	3,004	3,222
순영업이익	1,006	1,043	1,010	1,109	1,243
순이자이익	1,025	1,140	1,147	1,264	1,413
수수료이익	96	109	79	74	74
기타비이자이익	158	161	143	162	182
영업이익(K-IFRS)	536	488	482	530	595
충당금적립전순영업이익	1,146	1,211	1,180	1,294	1,446
판매비와 관리비	489	574	548	579	648
충당금적립전영업이익	657	637	632	715	798
영업외이익	-3	-9	-9	-10	-10
충당금적립전이익	653	628	623	705	788
제충당금	140	168	170	185	203
세전계속사업이익	514	460	453	520	585
법인세비용	132	118	114	126	142
당기순이익	400	361	355	394	444
(지배회사지분기준)	400	361	355	394	444

수익성/건전성/적정성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
ROE	14.8	11.6	10.6	10.9	11.2
수정ROE	14.9	11.8	10.7	10.9	11.2
ROA	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
수정ROA	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
NIM(총자산이자수익률)	2.8	2.8	2.5	2.6	2.7
CIR	48.6	55.0	54.3	52.2	52.1
Leverage	13.3	13.2	13.7	13.5	13.3
단순예대율	104.3	106.2	107.6	110.2	112.0
요주의이하/총여신	3.0	2.6	2.7	2.7	2.7
고정이하/총여신	1.0	1.1	1.4	1.4	1.4
대손충당금/요주의이하	16.9	20.7	20.5	20.6	20.7
대손충당금/고정이하	50.5	48.9	39.2	39.4	39.5
BIS Capital Ratio	15.0	14.9	14.0	14.2	14.4
Tier 1 Capital Ratio	10.7	10.5	10.3	10.5	10.6
Tier 2 Capital Ratio	4.3	4.4	3.7	3.8	3.8
단순자지자본비율	7.5	7.6	7.3	7.4	7.5

투자지표

(월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
PER	5.3	7.1	8.9	8.0	7.1
수정PER	5.3	7.1	8.9	8.0	7.1
PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
수정PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
배당수익률(보통주)	3.2	2.5	2.4	2.4	2.4
배당수익률(우선주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per Share Data					
EPS	2,070	1,868	1,837	2,038	2,295
수정EPS	2,070	1,868	1,837	2,038	2,295
BPS	15,281	16,833	17,933	19,571	21,466
수정BPS	15,156	16,434	17,933	19,571	21,466
DPS(보통주)	350	330	400	400	400
DPS(우선주)	0	0	0	0	0

주: ~2010년 K-GAAP 기준, 2011년부터 IFRS 기준
 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	39,359	42,891	47,541	51,215	55,348
운용자산	36,137	40,095	43,570	47,356	51,442
현금과예금	2,596	2,143	1,901	1,880	1,880
유가증권	7,471	7,852	8,094	8,675	9,340
대출채권	26,071	30,100	33,576	36,800	40,222
(대손충당금)	316	368	385	385	385
비운용자산	3,222	2,796	3,970	3,859	3,906
부채총계	36,404	39,636	44,073	47,430	51,197
예수부채	24,991	28,346	31,191	33,395	35,914
차입부채	8,256	8,557	9,037	9,914	10,845
기타부채	3,156	2,734	3,845	4,122	4,437
자본총계	2,955	3,255	3,468	3,785	4,151
자본금	967	967	967	967	967
자본잉여금	46	46	46	46	46
기타자본	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄손익누계액	36	46	22	22	22
이익잉여금	1,907	2,197	2,435	2,751	3,118
비지배주주지분	0	0	0	0	0
수정자본총계	2,931	3,178	3,468	3,785	4,151
부채와 자본총계	39,359	42,891	47,541	51,215	55,348

성장률

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
총자산	13.3	9.0	10.8	7.7	8.1
대출채권	18.1	15.5	11.5	9.6	9.3
부채총계	12.8	8.9	11.2	7.6	7.9
예수금	16.3	13.4	10.0	7.1	7.5
영업수익	10.4	-0.5	-0.7	-0.2	7.2
순이자이익	13.2	11.2	0.6	10.2	11.8
세전이익	15.9	-10.5	-1.5	14.8	12.6
당기순이익	20.0	-9.8	-1.6	10.9	12.6

원화대출금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화대출금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자금합계	24.2	24.8	24.0	23.8	23.7
주택관련대출	15.6	17.3	16.9	16.9	16.9
일반대출	8.6	7.5	7.2	7.2	7.2
기업자금합계	75.8	75.2	76.0	76.2	76.3
중소기업대출	66.6	64.1	63.8	64.0	64.1
대기업 및 기타대출	9.2	11.1	12.2	12.2	12.2

원화예수금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화예수금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
저비용조달	31.0	29.8	30.3	30.5	30.3
요구불예금	7.1	7.4	7.0	7.1	7.0
저비용 저축성예금	23.9	22.5	23.3	23.4	23.3
저축성조달	55.8	61.0	63.2	63.0	63.6
정기예금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
시장성조달	13.2	9.2	6.5	6.5	6.1
정기예금	5.9	2.5	1.1	1.1	1.1
기타	7.3	6.7	5.3	5.3	5.0

매수 (유지)

목표주가 21,000원
현재가 (11/19) 16,800원

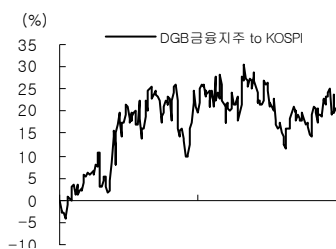
KOSPI (11/19)	2,031.64pt
시가총액	2,252십억원
발행주식수	134,053천주
액면가	5,000원
52주 최고가	17,100원
최저가	12,700원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	74.5%
배당수익률 (12.12월)	2.3%

주주구성		
Aberdeen Asset Management Asia Limited	11.46%	
Saudi Arabian Monetary Agency	8.04%	

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	2%	29%
절대기준	0%	0%	19%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	21,000	20,000	▲

DGB금융지주 상대주가 (%)



DGB금융지주 (139130)

성장이 주도하는 높은 ROE에 NIM도 방어된다면

투자의견 매수, 목표주가 21,000원

DGB금융지주에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 20,000에서 21,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 22,014원에 목표PBR 0.95배(지속가능 ROE 10.4%, COE 10.9%)를 적용해 산출했다. 목표주가 상향의 근거는 목표주가 산정 BPS 기준을 2013년, 2014년 평균(21,064원)에서 2014년으로 변경했기 때문이다.

2014년 당기순이익 2,936억원, ROE 10.4% 전망

2014년 동사의 당기순이익과 ROE 전망치는 각각 2,936억원과 10.4%로 전망한다. 이는 2013년 예상치 2,599억원과 10.1% 대비 각각 13.0%, 0.3%p 개선된 수치이다. 이익 확대의 근거는 1) 양호한 지역 경기를 기반으로 고성장(2014년 원화대출금 성장률 8.9% 예상)이 지속되고, 2) 2013년 지속되었던 NIM 하락(13.1Q 2.62%-13.2Q 2.54%-13.3Q 2.50%)이 월 중으로 반등하고 있고 향후 지표금리 상승국면에서 낮은 조달비용률(13.3Q 2.18%)이 긍정적으로 반영되어 반등 여건이 강화될 것으로 예상되며, 3) 2013년 예상 Ccredit Cost 45~50bp가 2014년에도 이어져 전반적으로 우수한 자산건전성이 예상되기 때문이다.

NIM 반등 국면에서 개선 폭 클 것, 경남은행 인수 과정 주목할 필요

NIM 하락 이외에는 특별히 흠잡을 곳 없는 실적이 이어지고 있다. 향후 NIM Q 반등 국면에서 개선 속도도 빠를 전망이다. 자산-부채 듀레이션 갭이 크고 핵심 예금 비중이 높기 때문이다.

동사의 BIS자기자본비율과 기본자본비율(13.3Q 예상) 각각 16.3%와 12.2%로 매우 높은 수준이다. 따라서 재무적 안정성은 매우 높다. 다만 경남은행 과정에서 인수가 확정된다면 자본 확충 가능성은 배제할 수 없다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
순영업이익	871	856	813	865	947
영업이익	415	359	357	392	423
순이익	306	273	260	294	317
자기자본	2,211	2,450	2,696	2,951	3,229
BPS(원)	16,494	18,273	20,114	22,014	24,087
증감률(%)	8.3	10.8	10.1	9.4	9.4
EPS(원)	2,281	2,039	1,939	2,190	2,363
증감률(%)	32.5	-10.6	-4.9	13.0	7.9
ROA(%)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	14.5	11.7	10.1	10.4	10.3
PBR(배)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
PER(배)	5.7	7.1	8.7	7.7	7.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	2,391	2,432	2,501	2,718	2,956
순영업이익	871	856	813	865	947
순이자이익	948	924	917	988	1,078
수수료이익	74	74	73	72	73
기타비이자이익	92	99	44	54	68
영업이익(K-IFRS)	415	359	357	392	423
충당금적립전순영업이익	999	967	947	1,004	1,097
판매비와 관리비	467	494	473	472	524
충당금적립전영업이익	532	473	474	532	573
영업외이익	0	3	-3	-3	-3
충당금적립전이익	531	476	471	529	570
제충당금	128	111	135	139	151
세전계속사업이익	415	362	349	389	420
법인세비용	109	88	85	94	102
당기순이익	306	273	263	295	318
(지배회사지분기준)	306	273	260	294	317

수익성/건전성/적정성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
ROE	14.2	11.4	9.7	9.8	9.7
수정ROE	14.5	11.7	10.1	10.4	10.3
ROA	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
수정ROA	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
NIM(총자산이자수익률)	3.0	2.8	2.5	2.5	2.4
CIR	53.6	57.7	58.2	54.6	55.3
Leverage	14.2	13.6	13.2	13.4	13.6
단순예대율	100.8	99.6	96.6	95.2	93.5
요주의이하/총여신	3.2	2.2	2.4	2.4	2.4
고정이하/총여신	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2
대손충당금/요주의이하	11.9	14.7	27.8	22.5	21.4
대손충당금/고정이하	33.0	31.6	53.9	43.7	41.5
BIS Capital Ratio	14.2	14.6	14.8	14.6	14.5
Tier 1 Capital Ratio	10.8	10.9	11.3	11.2	11.0
Tier 2 Capital Ratio	3.4	3.7	3.5	3.5	3.4
단순자지자본비율	7.0	7.4	7.6	7.5	7.4

투자지표

(월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
PER	5.7	7.1	8.6	7.6	7.1
수정PER	5.7	7.1	8.7	7.7	7.1
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
수정PBR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
배당수익률(보통주)	2.7	2.3	1.8	1.8	1.8
배당수익률(우선주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per Share Data					
EPS	2,281	2,039	1,964	2,201	2,373
수정EPS	2,281	2,039	1,939	2,190	2,363
BPS	17,093	18,823	21,603	23,504	25,577
수정BPS	16,494	18,273	20,114	22,014	24,087
DPS(보통주)	350	330	300	300	300
DPS(우선주)	0	0	0	0	0

주: ~2010년 K-GAAP 기준, 2011년부터 IFRS 기준
 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	33,505	34,218	38,350	42,274	46,567
운용자산	29,611	32,275	35,718	38,961	42,377
현금과예금	1,428	1,184	1,213	1,215	1,216
유가증권	6,056	6,656	7,670	8,508	9,423
대출채권	22,128	24,434	26,836	29,238	31,738
(대손충당금)	312	294	301	301	301
비운용자산	1,683	1,943	2,632	3,313	4,190
부채총계	29,003	31,695	35,454	39,123	43,138
예수부채	21,943	24,521	27,770	30,714	33,956
차입부채	5,536	5,316	5,681	6,188	6,722
기타부채	1,524	1,858	2,002	2,221	2,460
자본총계	2,291	2,523	2,896	3,151	3,429
자본금	670	670	670	670	670
자본잉여금	1,424	1,424	1,423	1,423	1,423
기타자본	0	0	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	23	28	0	0	0
이익잉여금	175	401	604	858	1,136
비배주주지분	0	0	200	200	200
수정자본총계	2,211	2,450	2,696	2,951	3,229
부채와 자본총계	31,294	34,218	38,350	42,274	46,567

성장률

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
총자산	8.5	4.8	12.1	10.2	10.2
대출채권	13.6	10.4	9.8	9.0	8.6
부채총계	3.3	9.3	11.9	10.4	10.3
예수금	14.9	11.7	13.3	10.6	10.6
영업수익	-11.8	1.7	2.8	8.7	8.8
순이자이익	9.4	-2.6	-0.8	7.8	9.2
세전이익	38.5	-12.8	-3.7	11.6	7.8
당기순이익	34.5	-10.6	-3.7	12.0	7.8

원화대출금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화대출금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자금합계	30.0	28.8	27.0	26.6	26.3
주택관련대출	16.4	14.4	13.8	13.8	13.8
일반대출	13.6	14.4	13.2	13.2	13.2
기업자금합계	70.0	71.2	73.0	73.4	73.7
중소기업대출	62.7	61.6	62.8	63.2	63.4
대기업 및 기타대출	7.3	9.6	10.1	10.2	10.2

원화예수금구성

(%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
원화예수금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
저비용조달	32.4	31.4	30.0	29.7	29.4
요구불예금	5.6	5.4	5.0	4.9	4.9
저비용 저축성예금	26.8	26.1	25.0	24.7	24.5
저축성조달	44.3	50.9	52.8	53.3	53.7
정기예금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	44.3	50.9	52.8	53.3	53.7
시장성조달	23.4	17.6	17.1	17.0	16.8
정기예금	23.4	17.6	17.1	17.0	16.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 IBK기업은행의 자회사입니다.

본 KB금융 조사분석자료 작성과 관련하여 (11/08~11/09)당사의 조사분석담당자 박진형은 상기 회사 탐방에 해당 회사비용으로 참석하였음을 고지합니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

신한지주 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.10.27	매수	56,000원			
	2012.01.16	매수	51,000원			
	2012.04.08	매수	56,000원			
	2012.08.01	매수	53,000원			
	2012.10.31	매수	50,000원			
	2012.11.28	매수	48,000원			
	2013.01.16	매수	47,000원			
	2013.10.07	매수	52,000원			
	2013.11.19	매수	53,000원			
하나금융지주 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.11.11	매수	45,000원			
	2012.02.21	중립	-			
	2012.04.08	매수	55,000원			
	2012.07.10	매수	54,000원			
	2012.11.28	매수	48,000원			
	2013.01.16	매수	47,000원			
	2013.11.19	매수	50,000원			

KB금융 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.11.11	매수	56,000원			
	2012.01.16	매수	48,000원			
	2012.04.08	매수	58,000원			
	2012.07.29	매수	55,000원			
	2012.10.28	매수	52,000원			
	2012.11.28	매수	50,000원			
	2013.01.16	매수	48,000원			
	2013.07.29	매수	45,000원			
	2013.11.19	매수	47,000원			
우리금융 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.02.07	매수	20,000원			
	2012.01.16	중립	-			
	2012.04.08	매수	16,000원			
	2012.05.04	매수	17,000원			
	2012.08.03	매수	16,000원			
	2012.11.01	매수	15,000원			
	2012.11.28	매수	14,000원			
	2013.02.08	매수	15,000원			
	2013.11.19	매수	15,000원			
기업은행 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.11.07	매수	19,000원			
	2012.01.16	매수	15,000원			
	2012.04.02	매수	18,000원			
	2012.11.28	매수	17,000원			
	2013.01.16	매수	16,000원			
	2013.11.19	매수	15,000원			
BS금융지주 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.11.04	매수	18,000원			
	2012.01.16	매수	14,000원			
	2012.02.13	매수	16,000원			
	2012.04.08	매수	17,000원			
	2013.08.05	매수	19,000원			
	2013.11.19	매수	20,000원			

DGB금융지주 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.11.01	매수	21,000원			
	2012.01.16	매수	16,000원			
	2012.02.09	매수	18,000원			
	2012.02.21	중립	-			
	2012.04.08	매수	19,000원			
	2012.11.28	매수	18,000원			
	2013.07.10	매수	20,000원			
	2013.11.19	매수	21,000원			