

2014. 5. 8
Industry Report

은행업

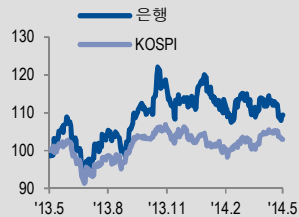
Positive (유지)

Top Picks

기업은행 Buy (유지) 16,500원 (유지)
BS금융지주 Buy (유지) 20,000원 (유지)

	PER(배)	PBR(배)
Market	10.2	1.1
Sector	9.2	0.6

Sector Index



업종 시가총액 68,293십억원
(Market 비중 5.9%)

주: KRX 업종 분류 기준



Analyst 최진석

02)768-7606, jason.choi@wooriwm.com

RA 최애린

02)768-7539, aierin.choi@wooriwm.com

역풍(逆風)을 피하고 순풍(順風)을 타자

은행업종에 투자할 때는 경기회복에 따른 순풍(Tailwinds) 효과와 더불어 가계 및 기업부문 정책규제와 저금리구조 등 역풍(Headwinds) 영향도 고려해야 함. 역풍 영향을 덜 받고 순풍 효과를 크게 받을 수 있는 종목을 선호함. 업종 투자의견 Positive 유지하고 Top Picks로 기업은행 및 BS금융 유지

Headwinds 영향 적고 경기회복의 순풍 효과가 큰 은행 선호

- 경기회복에 따른 업황 개선의 순풍(Tailwinds) 효과는 정책규제와 저금리구조에 의한 역풍(Headwinds) 영향보다는 클 전망이므로 업종 투자의견 Positive 유지
- 업종 Top Picks로 기업은행과 BS금융 유지. 두 종목 모두 가계 및 기업부문 정책규제와 저금리구조에 따른 역풍 영향에서 비껴나 있어 순풍 효과를 크게 받을 수 있음. 상대적으로 높은 ROE수익성 대비 저평가되어 있으며 경기회복의 순풍 효과와 더불어 각각 턴어라운드와 고성장으로 할인요인 축소 전망
- 업종 순이자마진은 상반기 부채 리프라이징 효과에 의해 개선될 것으로 보이나 하반기 자금조달 부문 및 대출 금리경쟁 심화 가능성에 따라 횡보 내지 소폭 하락할 가능성 있음을 염두에 두어야 함. 경기회복의 순풍 효과는 정책과 저금리구조 역풍 영향에도 불구하고 전년대비 완만하게 개선되는 대출성장과 대손비용 감소에 의해 나타날 전망

Top Picks : 기업은행, BS금융지주

- 기업은행은 수익성과 성장성의 악순환에서 선순환 사이클로의 전환 예상. 정책과 저금리구조에 따른 역풍 영향에서 비껴나 있으며 향후 할인요인 해소 관점 접근
- BS금융은 경남은행과의 화학적 통합 과정이 빠르게 진행될 가능성이 있고 시너지를 제외한 재무적 효과도 긍정적. 지역 중소기업 관계금융 관련 시장지배력 지위가 향상될 것으로 예상. 유상증자로 인해 주가 하락 시 매수기회로 활용 권유

은행업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가 (5/2)	P/PPOP		PER		PBR		ROE	
					2014E	2015F	2014E	2015F	2014E	2015F	2014E	2015F
신한지주	055550.KS	Buy(유지)	52,000(유지)	45,700	5.5	5.2	10.3	9.7	0.77	0.73	7.4	7.5
KB금융	105560.KS	Buy(유지)	44,000(하향)	35,300	4.2	3.9	9.0	8.0	0.51	0.48	5.7	6.1
하나금융	086790.KS	Hold(유지)	44,000(유지)	36,300	4.1	3.6	9.7	8.0	0.52	0.49	5.4	6.3
기업은행	024110.KS	Buy(유지)	16,500(유지)	12,700	3.2	2.9	7.7	6.7	0.55	0.51	7.7	8.3
BS금융	138930.KS	Buy(유지)	20,000(유지)	15,750	4.0	3.8	8.0	7.3	0.77	0.71	10.0	10.1
DGB금융	139130.KS	Buy(유지)	20,500(유지)	15,800	4.0	3.6	7.9	7.0	0.72	0.66	9.5	9.9

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

CONTENTS

I. Summary	3
II. 매크로 개선에 의한 Top-down류 긍정적 (Tailwinds)	5
II-1 부동산경기 완만한 회복세	6
II-2 장단기금리차는 하반기 확대 예상	9
III. 업황 개선 제한 요인 (Headwinds)	11
III-1 가계부채 구조개선 대책	12
III-2 기업부실 사전방지 대책	17
III-3 저금리기조 및 신용양극화	24
IV. 업황 (핵심이익지표) 전망	
IV-1 순이자마진 (NIM)	28
IV-2 대출성장률	33
IV-3 대손비용률	37
V. 업종 투자전략 및 최선호주	41
VI. 종목별 투자의견 및 투자지표	
신한지주 [Buy유지, TP 52,000원 유지]	46
KB금융 [Buy유지, TP 44,000원 하향]	48
하나금융 [Hold유지, TP 44,000원 유지]	50
기업은행 [Buy유지, TP 16,500원 유지]	52
BS금융 [Buy유지, TP 20,000원 유지]	54
DGB금융 [Buy유지, TP 20,500원 유지]	56

I. Summary

부동산 등 매크로 훈풍 (Tailwinds) 불어 긍정적

수도권 부동산경기의 완전한 회복세는 이어질 것으로 보이며 이는 은행업종의 대출성장과 대손비용 감소 측면에 긍정적인 영향을 줄 수밖에 없다. 또한 기준금리가 연내 계속 동결되면서 하반기 장단기금리차는 다시 확대될 가능성이 있다. 장단기금리차가 확대된다고 해서 업종 마진이 개선되는 것은 아니나 전반적인 경기 개선에 따라 업황에 긍정적인 영향을 기대할 수 있다. 따라서 부동산, 금리, 주가, 환율 등 은행업종에 영향을 주는 매크로 환경은 개선되고 있어 Top-down 관점에서 보면 순풍(Tailwinds)이 불고 있는 셈이다.

정책과 구조적 요인 역풍 (Headwinds) 영향

다만 매크로 순풍에 의한 업황 개선 폭은 정책과 구조적 요인에 의한 역풍(Headwinds) 영향으로 일부 제한될 것으로 보인다. 먼저 가계부채 구조개선 추진방안 등 가계부채 대책으로 인해 주택담보대출 중 고정금리대출비중을 올해 말까지 20%, 2015년 25%, 2016년 30%, 2017년 40%까지 올려야 하는데 장단기금리차 확대에 의해 고정금리대출 판매가 쉽지 않아 혼합금리형 주담대 등 금리경쟁이 심화되고 있다. 당사의 추정으로는 주담대 금리경쟁으로 인한 연간 마진 영향은 -2~-3bp내외로 판단된다.

가계부채 대책으로 주담대 금리경쟁

제2의 동양사태 방지 위해 기업 구조조정 노력 강화

또 다른 역풍으로는 제2의 동양사태를 방지하기 위해 대기업 구조조정 노력이 강화되는데 따른 은행권 충당금 부담의 불확실성이 있다. 2분기 대기업 정기 신용위험평가와 주채무계열 재무구조평가 등을 통해 신규 재무구조개선약정을 체결하거나 C등급 및 D등급을 받는 대기업들은 워크아웃 내지 법정관리를 받을 것으로 보인다. 당사가 주채무계열 주력기업 연결기준으로 재무구조평가(비재무평가 제외)를 해 본 결과 신규 재무구조개선 약정 및 관리대상으로 선정될 대기업그룹 수는 전년보다 늘어날 것으로 예상된다.

저금리기조 및 신용악화 지속

마지막으로 저금리기조 지속으로 인해 예금성장률이 여전히 저조한 상태에서 중장기 안정적 정기예금 비중이 감소하는 대신 은행채 발행이 늘어나는 등 시중자금의 부동화에 따른 은행 자금조달구조의 단기화와 운용구조의 장기화가 진행되고 있다고 판단된다. 유동성갭을 관리하고 금리상승기에 대비하며 높은 예대율을 관리하면서 대출성장을 추진하기 위해서는 안정적 중장기 고객성예금 기반을 확충할 필요성이 커질 것으로 보인다. 이에 따라 하반기 자금조달과 운용부문 일부에서 금리경쟁이 나타나며 마진 개선세를 일부 제한할 수 있다.

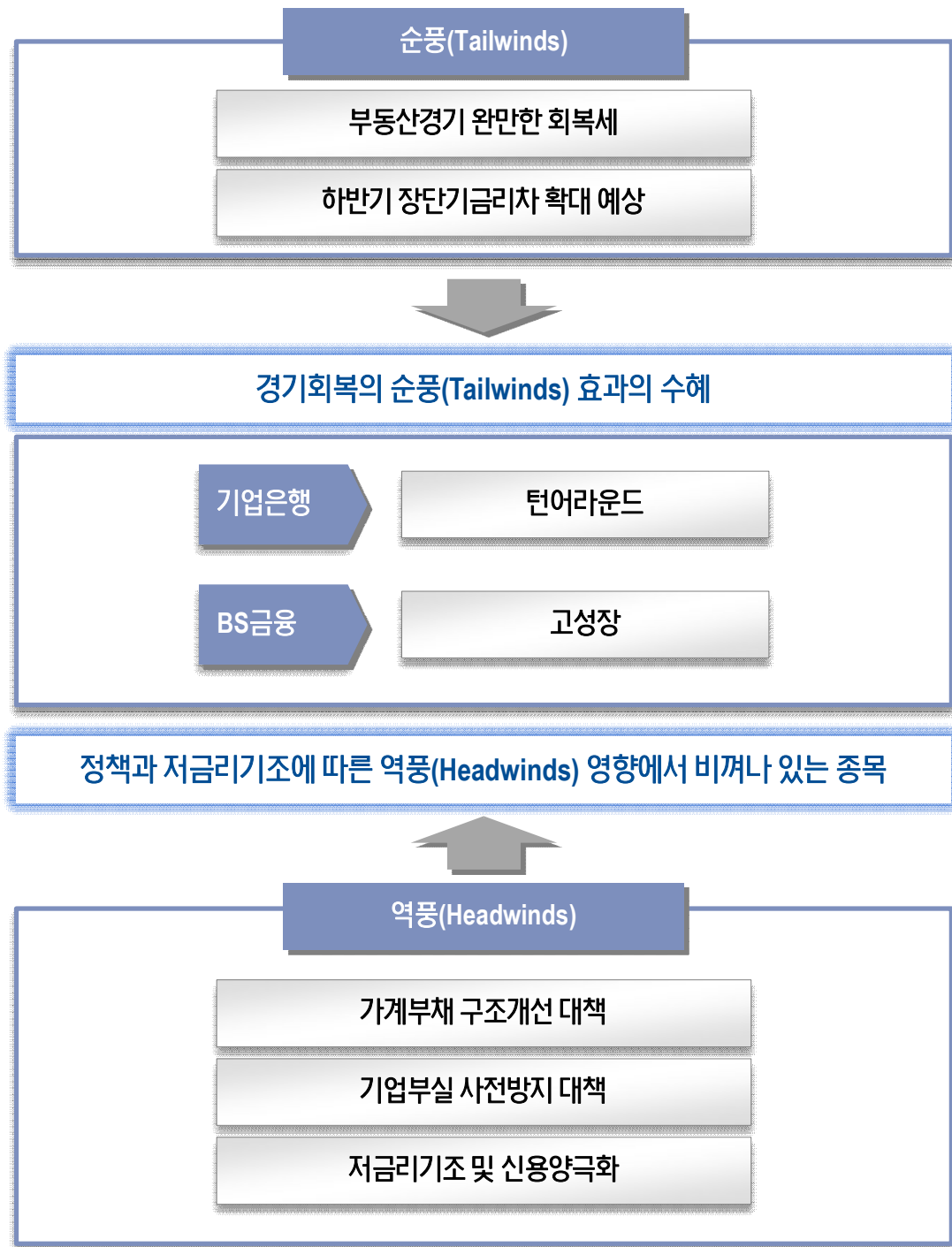
역풍 영향에도 불구하고 핵심이익지표 개선 전망

이러한 역풍 영향에도 불구하고 업종 핵심이익지표는 전년대비 완만하게 개선되는 흐름을 보일 것으로 예상되어 업종 투자 의견 Positive를 유지한다. 즉, 대출성장은 전년대비 1%p 이상 높아진 6% y-y 내외 정도로 개선될 것으로 보이며 마진은 상반기 5bp 이내의 개선을 보인 후 하반기 Flat 내지 소폭 하락 압력을 받을 것으로 예상된다. 총여신대비 대손비용률은 2분기 대기업 구조조정 효과의 불확실성이 있으나 전년대비 5~10bp내외 개선을 전망하고 있다.

Top Picks로 기업은행과 BS금융 유지

경기회복의 순풍에 따른 은행업종의 ROE 개선 폭은 이러한 역풍 영향으로 크지는 않겠지만 경기회복기에 업종 할인율(CoE) 역시 하락하는 점을 감안하여 PBR 트레이딩 박스권은 전년보다 높아진 0.58~0.73배로 제시하며 Top Picks로는 기업은행과 BS금융을 유지한다. 두 종목 모두 정책과 저금리기조에 따른 역풍 (Headwinds) 영향에서 비껴나 있고 상대적으로 높은 ROE수익성 대비 저평가되어 있으며 경기회복의 순풍 (Tailwinds) 효과와 더불어 각각 턴어라운드와 고성장으로 할인요인 축소될 것으로 보이기 때문이다.

순풍(Tailwinds) 효과의 수혜와 동시에 역풍(Headwinds) 영향에서 비껴나 있는 종목 선정



자료: 우리투자증권 리서치센터

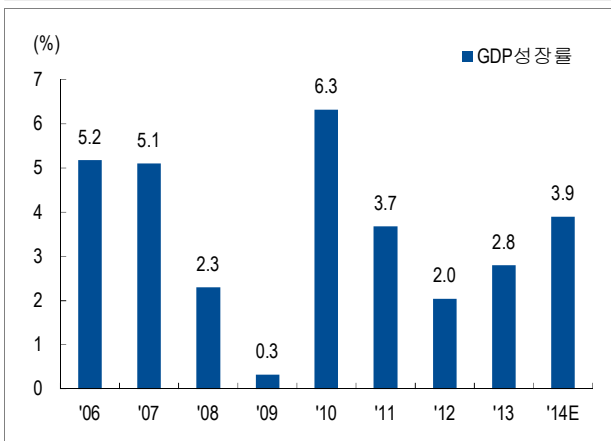
II. 매크로 개선에 의한 Top Down 뷰 긍정적 (Tailwinds)

Top Down 관점에서 매크로환경은 은행에 우호적

은행업황에 주된 영향을 주는 매크로 변수들은 부동산경기, 금리, 주가, 환율 등이다. 수도권 부동산경기는 완만한 회복세를 지속할 것으로 예상되어 긍정적이다. 수도권 미분양아파트 수가 감소하고 있고 전세가율이 3월 현재 64%를 넘어섰으며, 수도권 부동산가격지수도 작년 8.28대책 이후 상승 추세에 있다. 부동산경기가 개선되면 부의효과로 소비개선 등 내수경기 전반이 좋아지면서 은행들의 대출성장(e.g. 부동산담보대출 LTV여력 확대)과 대손비용 개선에 긍정적인 영향을 준다.

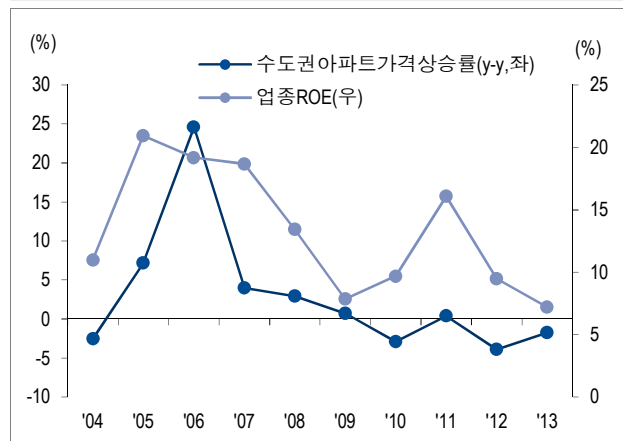
기준금리 인하사이클 종료 후 기준금리 인상 전 동결기간에 장단기금리차가 확대되었기 때문에 장단기금리차는 하반기 다시 확대될 것으로 예상하고 있다. 장단기금리차가 확대되면 일부 장기 국채금리에 연동되는 금융채금리 연동대출비중이 높은 은행의 경우 마진 개선에 긍정적인 영향을 받는다. 국내 경기선행지수는 최근 2개월 연속 하락하였으나 OECD한국경기선행지수는 상승세를 보이고 있어 추세 변화 여부를 지켜볼 필요가 있다.

GDP 성장률 전망



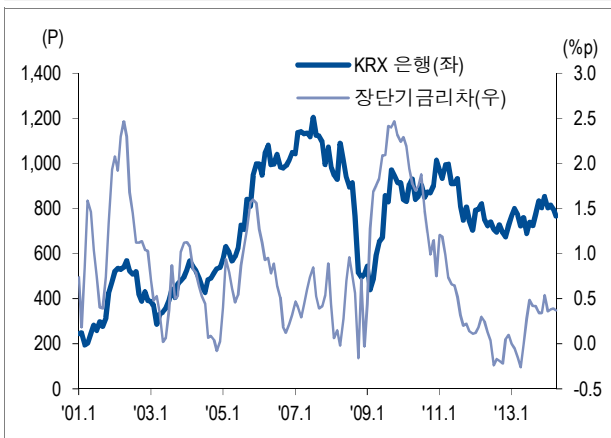
자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터 전망

수도권 부동산경기와 업종 ROE 추이



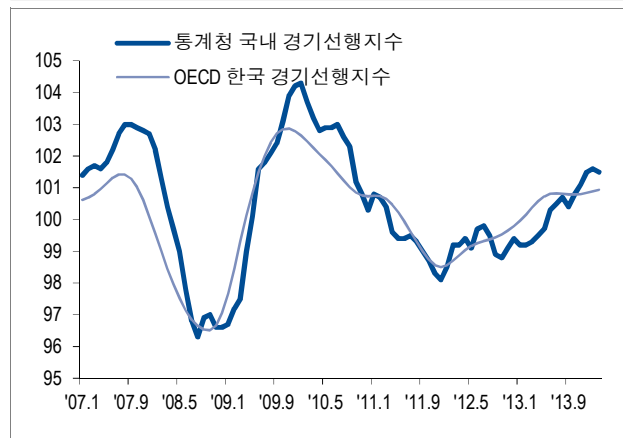
자료: KB 부동산, 업계, 우리투자증권 리서치센터

은행업지수와 장단기금리차



자료: Dataguide, 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

경기선행지수 순환변동치 및 OECD 한국경기선행지수 추이



자료: 통계청, Datastream, 우리투자증권 리서치센터

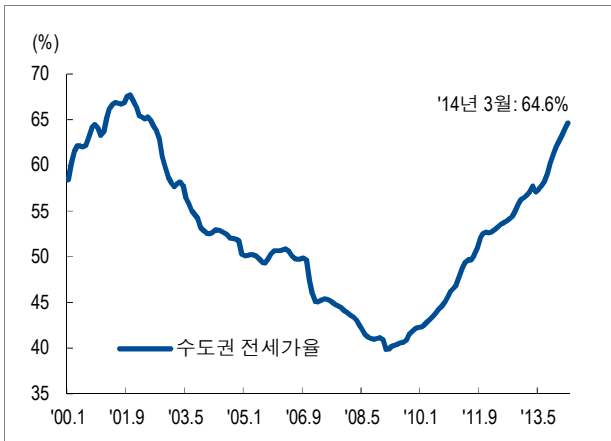
II-1. 부동산경기는 완만한 회복 지속 전망

부동산경기 좋아지면 대출성장을 높이고 대손비용 감소한다

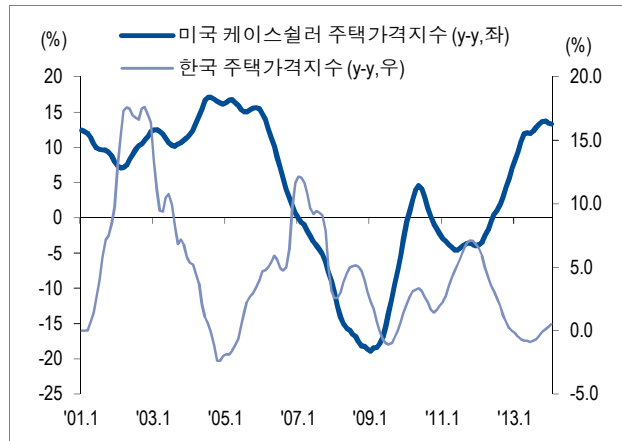
부동산경기가 좋아지면 부동산담보대출의 LTV(Loan-to-Value, 주택담보인정비율) 여력이 커지기 때문에 경기개선효과를 제외하더라도 대출성장에 긍정적이다. 현재 업종 원화대출금 대비 부동산담보대출 비중이 47.3%를 기록하고 있고, 이 중 주택담보대출 비중인 28.1%를 제외한 19.1%의 대부분은 중소기업대출로 판단되어 중소기업대출 성장률도 높아진다. 또한 부동산경기 회복에 따라 건설 및 부동산 관련 부실채권 (e.g. 집단대출, 부동산PF, 건설 및 부동산임대업 대출 등)에 대해 적절한 충당금이 환입될 가능성이 커지는 점도 긍정적이다.

2013년 하반기 이후 수도권 부동산경기가 완만한 회복세를 나타내고 있다. 수도권 전세가율 (=전세가격/매매가격)이 3월 현재 64.6%까지 상승한데다 취득세 및 양도소득세 감면 조치 등으로 전세수요가 매매수요로 전환되는 등 실수요 중심의 완만한 부동산경기 회복세가 진행되고 있다. 최근 부동산 임대소득에 대한 과세강화 방침에 따라 다소 주춤한 모습이나 전반적인 부동산경기 회복세는 이어질 것으로 보인다.

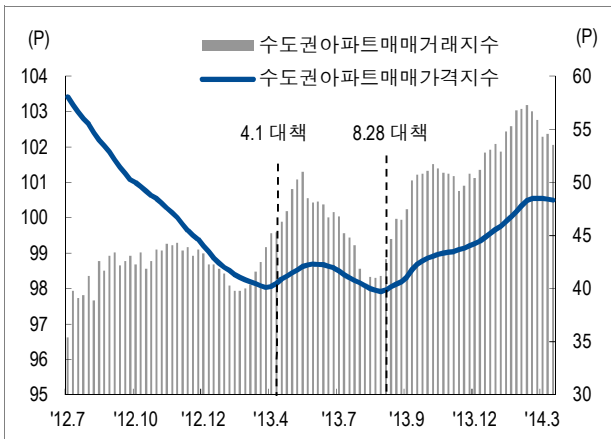
수도권 전세가율 추이



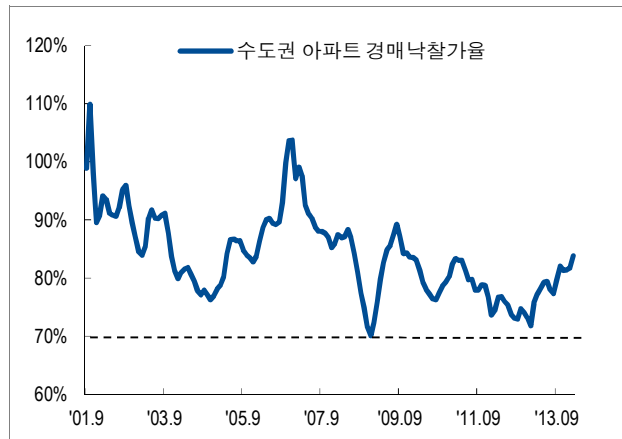
미국 및 국내 부동산가격지수 등락률(y-y)추이



주간 수도권 아파트매매가격지수 및 거래지수 추이



수도권 아파트 경매낙찰가를 반등



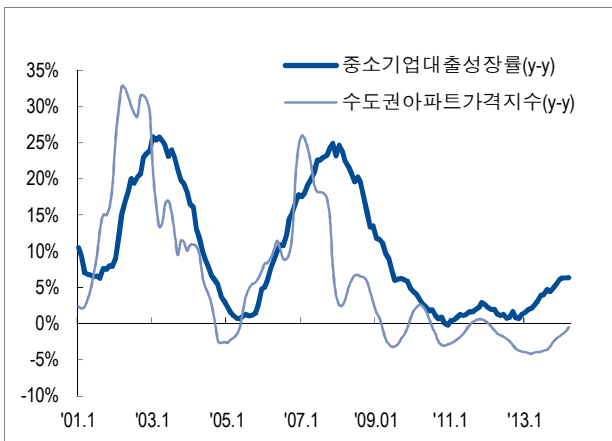
대출성장은 일부 제한적으로 개선되나 대손비용 감소 긍정

다만, 정책모기지 공급확대 및 가계부문 이자율변동위험 축소를 위한 가계부채 관리대책 (e.g. 가계부채 연착륙 대책 및 가계부채 구조개선 촉진 방안)으로 인해 부동산경기가 회복되더라도 주택담보대출은 일정 부분 제한적 성장에 그칠 가능성이 크다. 그러나 여전히 은행업 중 성장과 대손비용 측면에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보인다. 또한 부동산경기 개선에 따른 부의 효과(Wealth Effect)와 이로 인한 소비개선 및 내수경기 회복등을 감안한다면, 완만하나 수도권 부동산경기가 회복되는 점은 은행업중에 긍정적인 매크로 환경 변화로 판단된다.

부동산경기 회복세 전망 이유

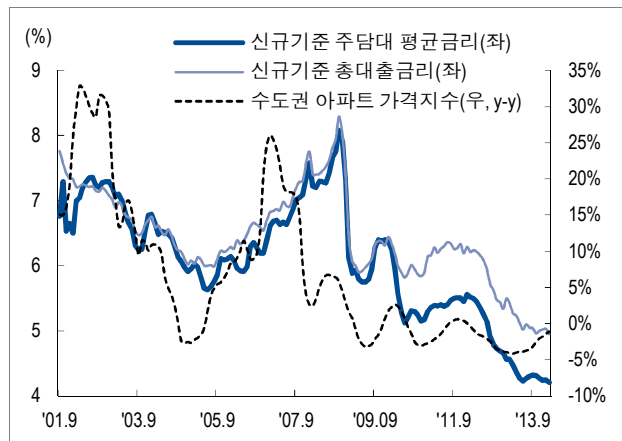
2014년 부동산경기 회복강도가 현 수준보다 강해진다면 업종 펀더멘털 개선 폭도 더 커질 것으로 예상되나, 실수요 중심의 회복세인 것을 감안하면 다소 완만한 기율기로 이어갈 것으로 전망한다. 당사 리포트 '집 팔지 말고 은행주 사자'(2013.1.17)에서 살펴 보았듯이, 전세수요에서 매매수요로의 전환 가능성과 관련된 수요 중심 모델의 주요 변수들인 1) 전세가율 상승 2) 주택담보대출 예대금리차 축소 3) 취득등록세 및 양도소득세 인하 등이 부동산경기 회복에 긍정적인 방향으로 움직이고 있기 때문이다.

부동산경기가 회복되면 중소기업대출 성장률도 상승



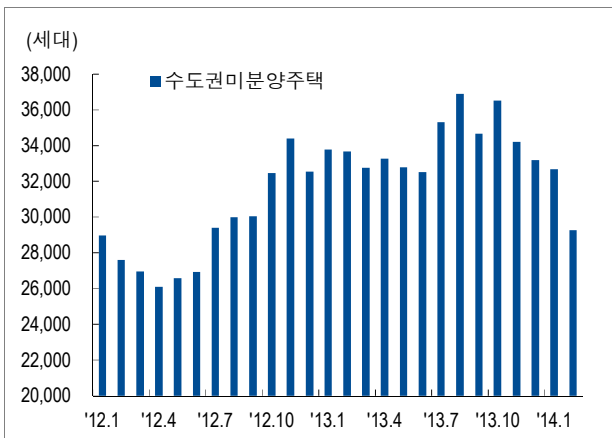
자료: 한국은행, KB 부동산, 우리투자증권 리서치센터

주담대 평균금리 사상 최저 수준



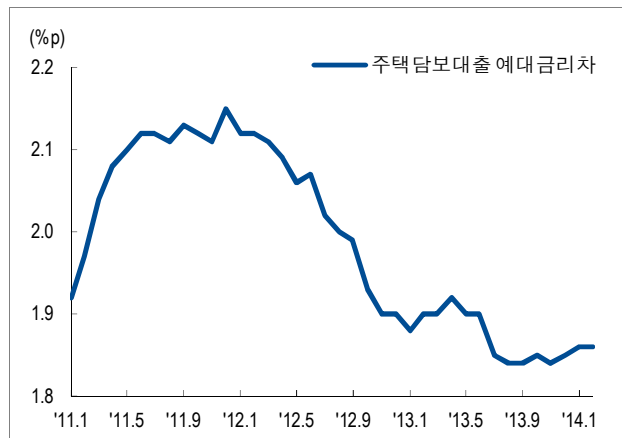
자료: 한국은행, KB 부동산, 우리투자증권 리서치센터

수도권 미분양아파트(서울+경기+인천) 추이



자료: 한국감정원, 우리투자증권 리서치센터

주택담보대출 예대금리차



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

참고 : 당사 리포트 (2013.1.17) '집 팔지 말고 은행주 사자' 중 발췌

아파트가격 상승에 대한 기대가 없거나 아파트가격이 더 하락할 것으로 기대하는 경우에는 잠재적 수요자는 “소유(O)”보다는 “전세(J)”를 선택할 것으로 판단된다. 따라서 다음과 같은 관계가 성립한다.

1. $OB - OC > RB - RC$ 성립시 잠재수요가 실수요로 전환하면서 아파트 가격 상승

참고: OB = 아파트소유를 통해 얻을 수 있는 이득

OC = 아파트소유에 필요한 비용

RB = 전세를 통해 얻을 수 있는 이득

RC = 전세에 필요한 비용

2. $OB = (1 - Te) * (P1(E) - P0) + P0 * J * Di$, 즉 $(P1(E) - P0)$ 는 세후 기대시세차익이며 $P0 * J * Di$ 는 전세를 통한 임대수익률이다.

참고: $P1(E)$ = (T=1)시점 아파트가격, $P0$ = (T=0)시점 아파트가격,

J = 전세가율 (즉, 전세가격/매매가격 비율),

Di = 1년 정기예금금리, Te = 양도소득세

3. $OC = P0 * LTV * Mi + P0 * (1 - LTV) * Di + P0 * Ti$ 이며, $P0 * LTV * Mi$ 는 주택담보대출비용, $P0 * (1 - LTV) * Di$ 는 자기자본의 기회비용이며 $P0 * Ti$ 아파트매입에 따른 세금(ie. 취득등록세 및 보유재산세)을 의미한다

참고 : LTV = 담보인정비율, Mi = 주택담보대출 1년 금리, Ti = 취득등록세 및 재산세

4. $RB = P0 * (1 - J) * Di$, 즉, 소유에 필요한 아파트가격보다 저렴한 전세가격에 주거수요를 충족하므로 그 차액(ie. 아파트가격 - 전세가격) * 은행 정기예금 수익률만큼 발생한다고 가정하였다.

5. $RC = P0 * J * Di$, 즉, 전세가격(ie. 매매가격 * 전세가율)에 대한 세입자의 자기자본 기회비용을 의미한다.

상기 (1) 산식을 다시 정리하면 아래와 같다.

6. $[(1 - Te) * (P1(E) - P0) + P0 * J * Di] - [P0 * LTV * Mi + P0 * (1 - LTV) * Di + P0 * Ti] >$

$[P0 * (1 - J) * Di] - [P0 * J * Di]$ 이면 잠재수요가 실수요로 전환하면서 아파트 가격 상승한다

상기 (6) 산식의 양변을 세후 기대시세차익을 중심으로 정리하면 다음과 같다

7. $[(1 - Te) * (P1(E) - P0) / P0] > (2 - 3J) * Di + LTV * (Mi - Di) + Ti$

위에서 제시한 단순한 수요모델을 회귀분석(OLS Regression)으로 검증해보면 다음과 같다.

8. $[(1 - Te) * (P1(E) - P0) / P0] = -0.0023 - 2.6171 * [(2 - 3J) * Di]$
 $-12.1861 * [LTV * (Mi - Di)] + 4.8650 * Ti$

참고 : $P1(E)$ 는 1년 후 수도권 아파트가격지수 사용.

관측기간 2001.9월~2011.9월까지 관측수 121개 → $R^2 = 0.54$

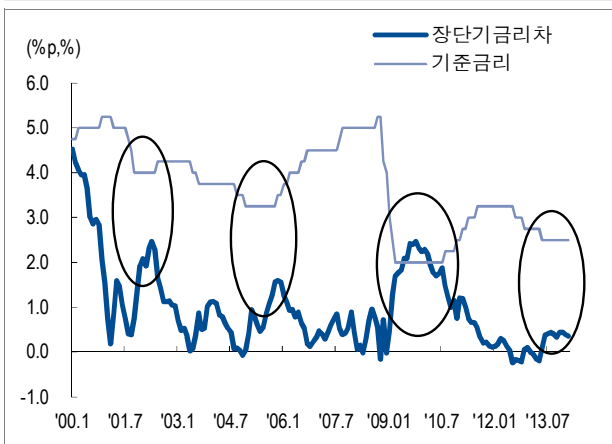
II-2. 장단기 금리차는 하반기 확대 예상

당초 상반기 확대를 예상했던 장단기금리차는 신흥국 경제불안 등으로 인해 중장기 국채금리가 박스권에서 움직이면서 기존 전망과 달리 소폭 축소되는 흐름을 보였다.

장단기금리차는 하반기 확대 예상

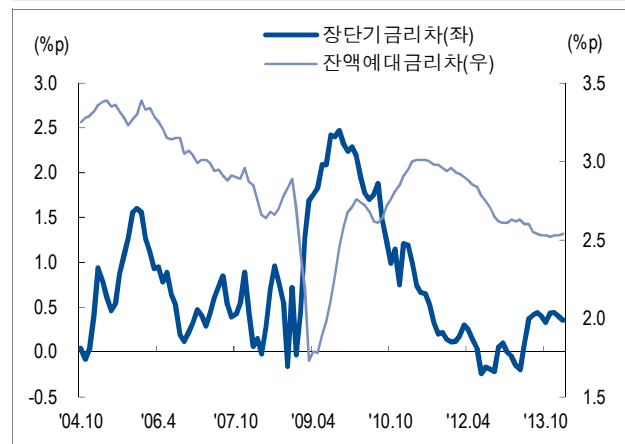
그러나 장단기금리차는 기준금리 인하사이클이 마무리되고 난 뒤 동결구간에 경기회복에 대한 기대감으로 인해 확대되고 기준금리 인상이 단행된 후에 축소되는 경향을 보인다. 올해 기준금리의 인하 가능성은 낮아 보이며 현재 11개월째 동결된 기준금리는 올해 연간 내내 동결될 것으로 보기 때문에 하반기 장단기 금리차는 다시 확대될 것으로 예상된다.

장단기금리차(국고채 3년-기준금리)와 기준금리



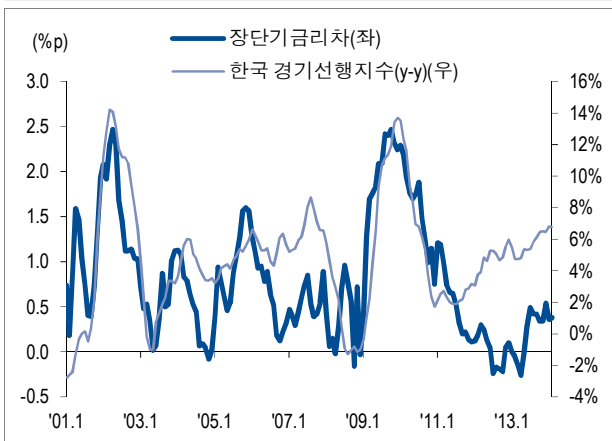
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

장단기금리차와 예대금리차 (잔액기준)



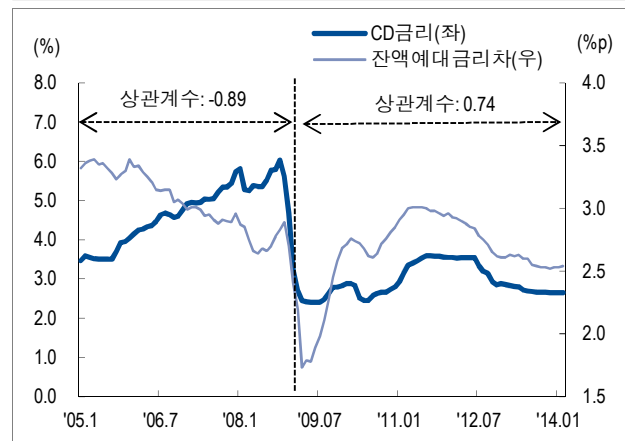
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

장단기금리차와 경기선행지수



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

단기금리(CD 금리)와 예대금리차 (잔액기준)



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

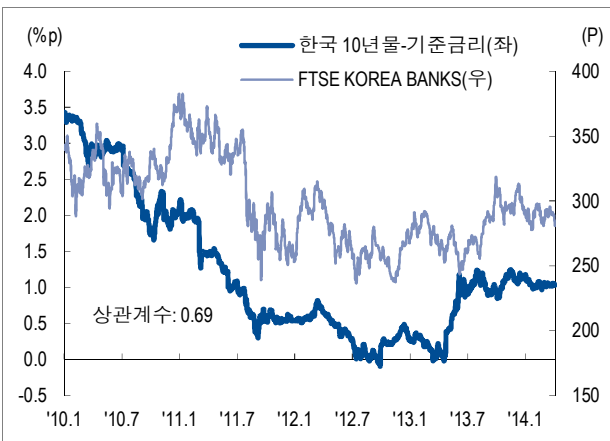
장단기금리차 확대시 일부 은행들의 경우 마진 개선 가능

장단기금리차 확대가 업종 마진개선으로 이어지긴 어렵지만 경기부진 이후 경기확대로의 전환 기대감으로 장단기금리차가 확대될 경우 전반적인 은행 영업환경은 개선될 것으로 보인다. 물론 국채5~10년물 등 장기금리에 연동되는 금융채금리가 상승할 경우 금융채연동대출 비중이 높은 지방은행들의 경우에는 일부 마진 개선을 기대할 수 있다. 그러나 업종 전체로는 금리수익률곡선의 기울기가 가팔라지는 것보다 기준금리 인상에 따라 금리수익률곡선 자체가 상향 조정되는 것이 비록 그 마진 개선폭은 크지 않겠지만 마진 개선에 유리하다. 기준금리 인상에도 마진 개선 폭이 크지 않을 것으로 보이는 것은 고정금리대출 비중 확대와 CD 금리연동대출비중의 축소 및 COFIX연동대출비중의 확대에 의해 단기 금리감응갭이 축소되었기 때문이다.

장단기금리차와 은행업종지수 상관계수 높다

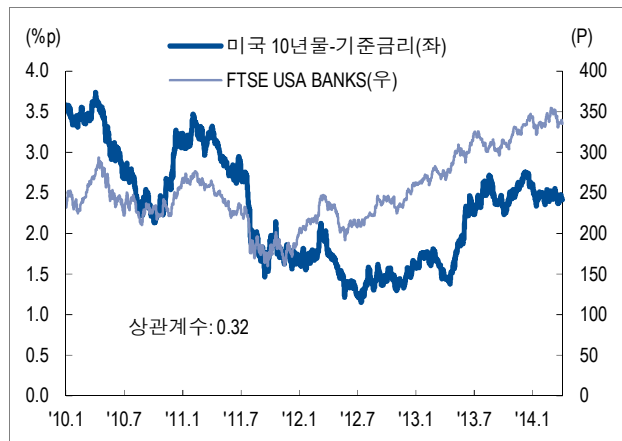
그럼에도 불구하고 경기부진 이후 장단기금리차 확대는 경기회복에 대한 기대감을 통해 은행주 상승으로 이어지는 것으로 보인다. 2010년 이후 국내 장단기금리차와 은행업종지수의 상관계수는 0.69로 비교적 높게 나타나고 있다.

국내 장단기금리차와 은행업종지수 추이



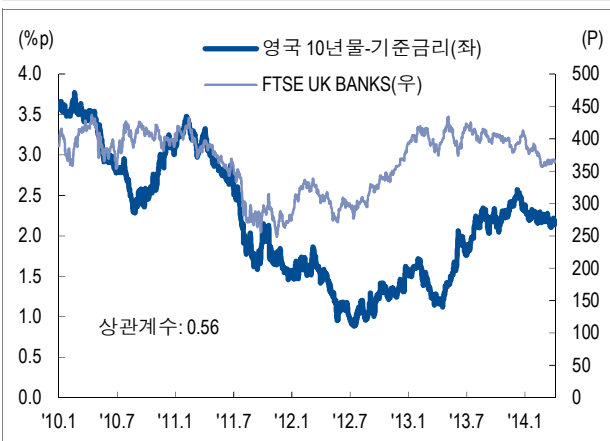
자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

미국 장단기금리차와 은행업종지수 추이



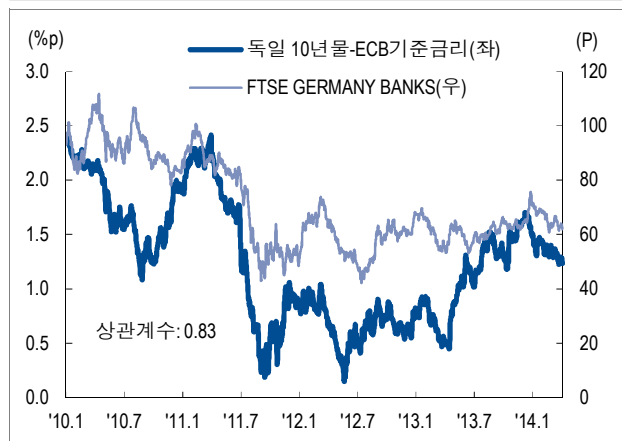
자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

영국 장단기금리차와 은행업종지수 추이



자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

독일 장단기금리차와 은행업종지수 추이



자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

Ⅲ. 업황 개선 둔화 요인 (Headwinds)

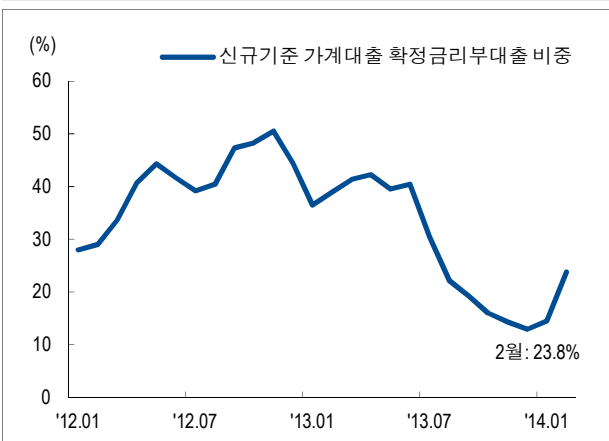
업황 개선 둔화 요인으로는 가계부채 및 기업 사전적 구조조정 정책과 저금리기조 등

매크로 순풍에 의해 업황이 개선될 것으로 보이나 개선 폭은 정책과 구조적 요인에 의한 역풍(Headwinds) 영향으로 일부 제한될 것으로 보인다. 먼저 가계부채 구조개선 촉진방안 등 가계부채 대책으로 인해 주택담보대출 중 고정금리대출비율을 올해 말까지 20%, 2015년 25%, 2016년 30%, 2017년 40%까지 올려야 하는데 장단기금리차 확대에 의해 고정금리대출 판매가 쉽지 않아 혼합금리형 주담대 등 금리경쟁이 심화되고 있다. 당사의 추정으로는 주담대 금리경쟁으로 인한 연간 마진 영향은 -2~-3bp내외로 판단된다.

두 번째 역풍으로는 제2의 동양사태를 방지하기 위해 대기업 구조조정 노력이 강화되는데 따른 은행권 충당금 부담의 불확실성이 있다. 특히, 대기업의 차입금의존도가 완만하게나마 상승하고 있고 상장기업 전체 중 부채비율 200%이상이면서 이자보상배율이 1배미만인 재무구조 취약기업 수 비중이 증가 추세에 있어 당국의 기업 구조조정에 대한 의지는 강한 편으로 판단된다. 올 2분기 대기업 정기 신용위험평가와 주채무계열 재무구조평가 등을 통해 신규 재무구조개선약정을 체결하거나 C등급 및 D등급을 받는 대기업들은 워크아웃 내지 법정관리 절차를 밟을 것으로 보인다. 당사는 주채무계열 대기업집단의 주력기업체 연결기준 및 개별 기준으로 재무구조평가(비재무평가 제외)를 해 본 결과 신규 재무구조개선 약정 및 관리대상으로 선정될 대기업그룹 수가 전년보다 늘어날 가능성이 있다고 보고 있다.

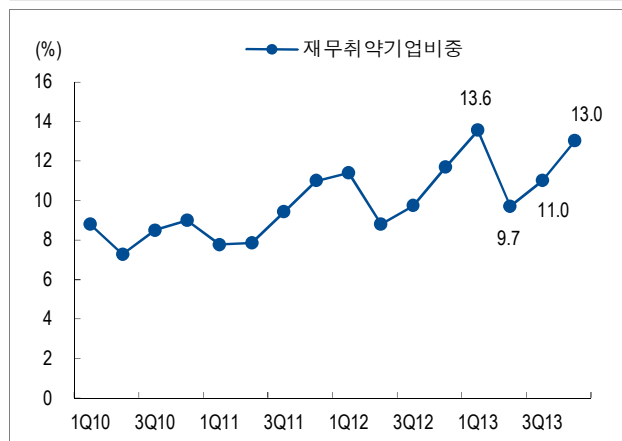
마지막으로 저금리기조 지속으로 인해 예금성장률이 여전히 저조한 상태에서 중장기 안정적인 정기예금 비중이 감소하는 대신 은행채 발행이 늘어나는 등 시중자금의 부동화에 따른 은행 자금조달구조의 단기화와 운용구조의 장기화가 진행되고 있다고 판단된다. 유동성갭을 관리하고 금리상승기에 대비하며 높은 예대율을 관리하면서 대출성장을 추진하기 위해서는 안정적인 중장기 고객성예금 기반을 확충할 필요성이 커질 것으로 보인다. 이에 따라 하반기 자금조달과 운용부문 일부에서 금리경쟁이 나타나며 마진 개선세를 제한할 수 있다.

신규취급기준 가계대출 중 고정금리대출 비중 증가세 전환



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터 전망

상장기업 중 재무구조취약기업 수 비중 상승 추세



주: 부채비율 200%이상이면서 이자보상배율 1배 미만 기업 수
자료: Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

III-1. 가계부채 구조개선 대책 : 마진과 성장 제한 요인

가계부문 정책적 요인에 의한 성장과 마진 개선 둔화 경로 : 1) 소득 대비 가계부채 증가 속도 억제와 정책모기지 공급 확대, 2) 주택담보대출 구조개선을 위한 금리경쟁, 3) 변동금리 가계대출은 COFIX에 연동되어 자금조달비용 하락 불구 대출금리 하락으로 일부 상쇄

가계부채 관리대책의 두 가지 정책 Focus

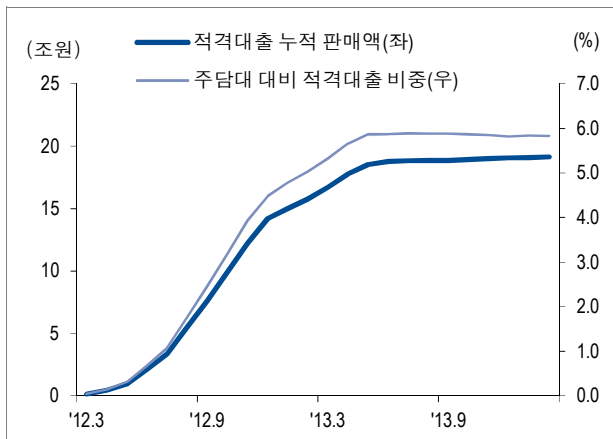
금융감독당국의 가계부채 관리대책은 크게 두 가지에 초점이 맞추어진 것으로 판단된다. 첫째는 LTV 및 DTI규제를 유지하면서 소득대비 가계부채 증가 속도를 관리함으로써 가계부문 레버리지 확대를 억제하는 것이고 둘째는 이자율변동위험을 낮추기 위해 은행권 주택담보대출 구조를 개선하는 것이다.

이에 따라 소득 대비 부채비율을 2017년말까지 현재보다 5%p 인하하는 것을 목표로 정하고 가계부채 총량 증가를 일정부분 억제하는 한편 정책모기지과 적격대출 공급 확대를 통해 민간 주택담보대출 수요를 흡수하고 관련 리스크를 유동화 시켜 시장으로 분산하는 정책을 시행하고 있다. 이러한 정책으로 인해 부동산경기가 회복되더라도 은행권 주택담보대출 성장 폭은 다소 제한적인 수준에 머무를 가능성이 크다.

정책모기지 공급확대 의지 강하다

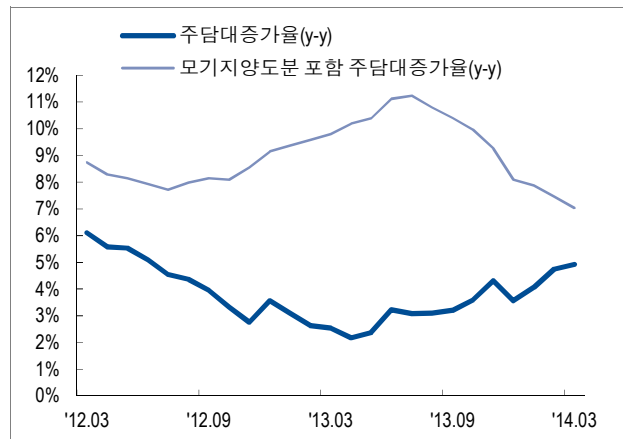
보금자리론 및 디딤돌대출 등 정책모기지 공급확대와 더불어 적격대출 양수도에 관련된 금리 리스크를 주택금융공사가 떠안는 방식으로 전환될 것으로 예상되는 등 정부의 정책모기지과 적격대출 공급에 대한 의지가 강하다. 은행들 입장에서 적격대출 양수도 관련 금리리스크가 제거되므로 적격대출의 준거금리인 국채5년물 등 장기금리의 상승 시기에도 대출수요만 있다면 적극적으로 취급할 가능성이 크다.

적격대출 누적 판매액 및 은행권 주담대 대비 적격대출 비중



자료: 주택금융공사, 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

은행 주담대 및 모기지양도분 포함 주담대 증가율



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

**주담대 중
고정금리대출 비중을
높여야 하는데
장단기금리차 벌어져
금리인하 경쟁**

다만, 현재 고정금리대출의 금리경쟁력이 변동금리대출에 비해 떨어지기 때문에 고정금리 주담대 수요가 적어 고정금리대출 비중을 확대하고 싶어도 순수 고정금리대출을 판매하기 쉽지 않은 상황이다. 감독당국은 2월말 가계부채 구조개선 촉진방안을 발표하면서 은행권 주택담보대출 중 고정금리대출 비중을 2014년 20%, 2015년 25%, 2016년 30%, 2017년 40%까지 높이도록 기존 목표치를 상향 조정한 바 있다.

2013년말 현재 일부 은행들의 주택담보대출 중 고정금리대출 비중은 10% 초반에 머물고 있어 금리경쟁력이 상대적으로 약한 고정금리대출 금리를 낮추거나 혼합형금리대출의 금리를 변동금리대출 수준으로 낮추어 고정금리대출비중을 확대할 가능성이 있다. 최근 은행들은 혼합금리형 주택담보대출(3~5년 고정금리 + 이후 변동금리 적용) 금리를 변동금리대출 수준인 3%초중반 내외로 낮추어 금리경쟁을 하고 있는데 은행채 5년물 자금조달 비용이 3.4% 정도인 점과 업무원가 등을 고려할 경우 역마진까지 우려될 수 있는 부분이다. 혼합금리형 주택담보대출은 현재 고정금리기간을 10으로 나눈 만큼 고정금리대출로 인정받고 있는데 고정금리대출 비중을 확대하기 위해 공격적으로 금리경쟁을 하고 있어 일부 마진 개선 요인을 둔화시킬 우려가 있어 보인다.

또한 향후에는 금리변동주기 5년 이상 적격대출, 금리상한 대출, 만기 5년 내지 7년 중기 적격대출 등 고정금리대출로 인정받는 다양한 상품이 출시될 예정이다. 기존 정책모기지와의 적격대출의 특징은 아래 테이블과 같다. 특징 중 하나는 정책모기지인 보금자리론 금리는 주택금융공사가 결정하는 반면 적격대출 금리는 은행들이 결정하고 있는데 향후 적격대출 금리는 주택금융공사가 취급은행으로부터 양수 받기 2개월 전에 미리 제시하는 미국식으로 전환될 것으로 보인다.

보금자리론, 적격대출, 미국 및 일본 모기지 비교

구분	공사		미국 (GSE)	일본 (JHF)
	보금자리론	적격대출		
상품명	u-보금자리론	금융기관 자율	Conforming Loan	Flat 35
계약방식	— 사전양수확약 — 공사 양수 의무 부담	— MOU 에 따른 자체 판매 — 금융기관 양도 옵션 보유	— 확약프로그램 — GSE 양수 의무 부담	— 사전양수확약 — JHF 양수 의무 부담
대출금리결정	공사	금융회사	금융회사	금융회사
금리구조	고정금리	고정금리	고정/변동금리	고정금리
양수시기	3개월 내외	2개월 이내	5일~90일	평균 2개월
매매가격	대출잔액(원금)	시장가격	시장가격	시장가격
금리위험 부담주체	국고채	공사	GSE	JHF
	스프레드	공사	GSE	JHF
채권관리자	공사	금융기관(대출기관)	금융기관	금융기관(대출기관)

자료: 주택금융공사, 우리투자증권 리서치센터

가계부채 대책이 업황 개선을 둔화시키는 경로

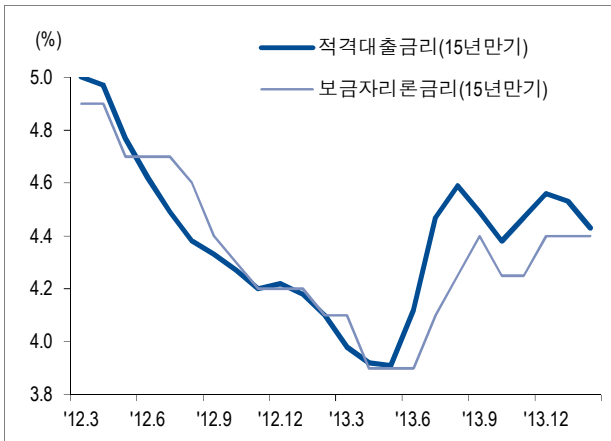
가계부문 정책적 요인들에 의한 성장과 마진 개선요인 둔화를 우려하는 이유는 다음과 같다.

- 1) 소득 대비 가계부채 증가율 억제와 적격대출 및 정책모기지 공급 확대에 의한 은행권 가계대출 성장 제한
- 2) 주택담보대출 중 고정금리대출 비중 목표치 상향조정에 따른 혼합금리형 주담대 등 금리 경쟁으로 인한 마진개선 요인 둔화
- 3) 변동금리 주택담보대출의 준거금리인 COFIX가 은행권 자금조달비용 하락에 따라 추가 하락하더라도 이에 연동되는 변동금리대출 평균금리 역시 하락하여 마진개선 요인 둔화. 조기상환수수료가 적어지거나 소멸될 경우 기존 고금리 주택담보대출 조기상환 후 저금리 대출을 통해 대출평균금리 하락

정부가 정책모기지 금리를 인위적으로 조정하고 있는 것은 아니다

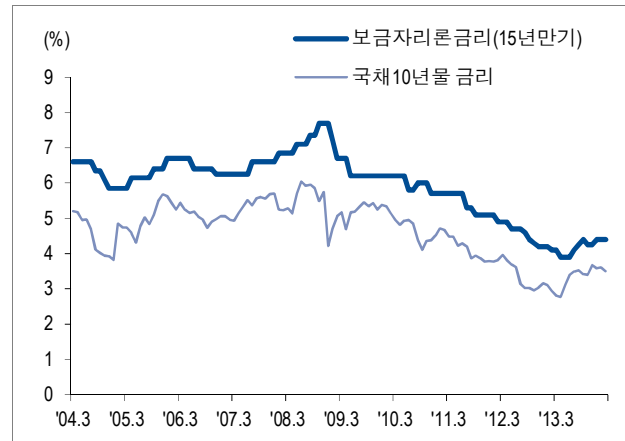
일각에서 우려하는 정부의 정책모기지 금리 조정을 통한 은행권 마진 압박은 그 가능성이 다소 낮은 것으로 판단된다. 적격대출 금리는 출시 이후 지금까지 은행들이 결정해왔다. 다만 정책모기지인 보금자리론의 금리는 주택금융공사가 결정하고 있으나 보금자리론과 국채10년물 상관계수가 0.89로 매우 높아 보금자리론의 금리는 사실상 시장에서 결정되는 것으로 판단된다.

보금자리론 및 적격대출 평균금리 추이



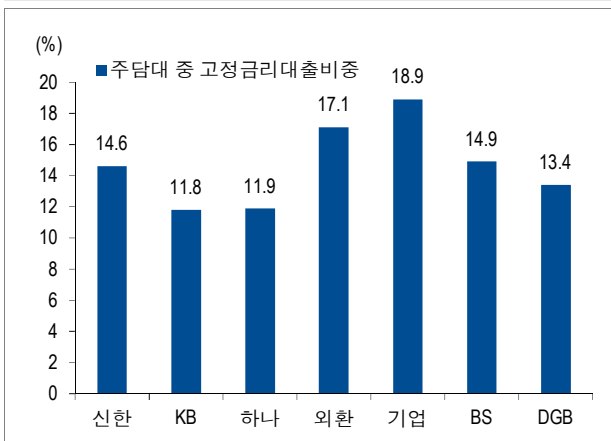
자료: 주택금융공사, 우리투자증권 리서치센터

보금자리론 및 국채 10년물 금리 추이



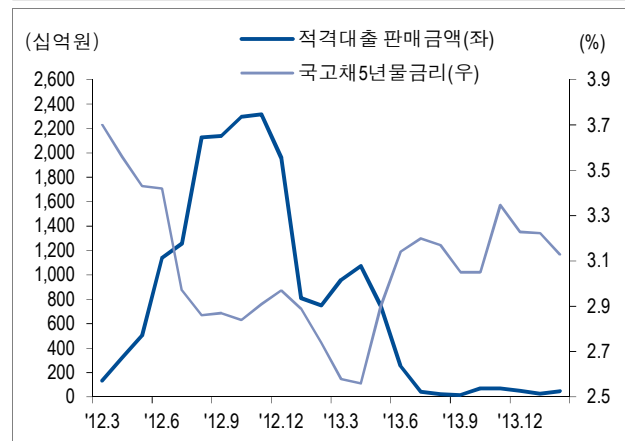
자료: 주택금융공사, 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

은행별 주담대 중 고정금리대출 비중 (2013 년말)



자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

적격대출 판매금액 vs 국채 5년물 금리



자료: 주택금융공사, 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

**주담대 중
고정금리대출 비중
확대는 마진 2~3bp
압박 요인**

당사는 주택담보대출 중 고정금리대출 비중을 확대하기 위해 금리경쟁이 심화되는데 따른 연간 마진압박 정도를 가늠하기 위해 두 가지 시나리오를 분석해 보았다. 즉, 시나리오 1)은 고정금리대출 비중을 7%p 확대하기 위해 고정금리대출 신규금리를 변동금리대출보다 25bp 높은 수준으로 설정, 금리경쟁이 심화된 경우이다. 시나리오 2)는 고정금리대출 관련 금리경쟁이 없어 고정금리대출 신규금리가 변동금리대출보다 100bp 높은 경우이다.

두 가지 시나리오를 가정하여 분석한 결과 주택담보대출 금리경쟁 심화에 따른 연간 마진압박은 2~3bp (i.e. 11bp × 주담대/총대출) 내외 수준으로 파악된다. 고금리 부채 리프라이싱에 따른 자금조달비용 하락 효과를 일정 부분 둔화시키는 요인으로 보인다.

시나리오 1) 주택담보대출 중 고정금리대출 비중 확대를 위해 고정금리대출 금리경쟁 심화

(단위: 십억원)

(예금은행 기준)	2014년 2월	비중(가정)	잔액	금리(가정)	신규 금리(가정)	2014년말 추정	비중	잔액	평균금리	금리변동
주택담보대출	328,923	100.0%		4.01%	3.51%	347,014	100.0%		3.59%	-0.42%
고정금리대출	49,338	15.0%		4.85%	3.70%	76,343	22.0%		4.07%	-0.78%
변동금리대출	279,585	85.0%		3.85%	3.45%	270,671	78.0%		3.45%	-0.40%

주) 가정 1: 주택담보대출 증가율 5.5% 가정

주) 가정 2: 기존 고정금리대출의 50%는 저금리대출, 변동금리대출은 코픽스연동이므로 1년 이내 신규금리로 전액 리프라이싱

주) 가정 3: 신규 고정금리대출 금리는 혼합형 주담대 금리경쟁 등으로 변동금리 대비 25bp 높은 수준

자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

시나리오 2) 주택담보대출 금리경쟁 없는 경우

(단위: 십억원)

(예금은행 기준)	2014년 2월	비중(가정)	잔액	금리(가정)	신규 금리(가정)	2014년말 추정	비중	잔액	평균금리	금리변동
주택담보대출	328,923	100.0%		4.01%	3.60%	347,014	100.0%		3.70%	-0.31%
고정금리대출	49,338	15.0%		4.85%	4.45%	76,343	22.0%		4.58%	-0.27%
변동금리대출	279,585	85.0%		3.85%	3.45%	270,671	78.0%		3.45%	-0.40%

주) 가정 1: 주택담보대출 증가율 5.5% 가정

주) 가정 2: 기존 고정금리대출의 50%는 저금리대출, 변동금리대출은 코픽스연동이므로 1년 이내 신규금리로 전액 리프라이싱

주) 가정 3: 신규 고정금리대출 금리는 주담대 금리경쟁이 없어 변동금리 대비 100bp 높은 수준

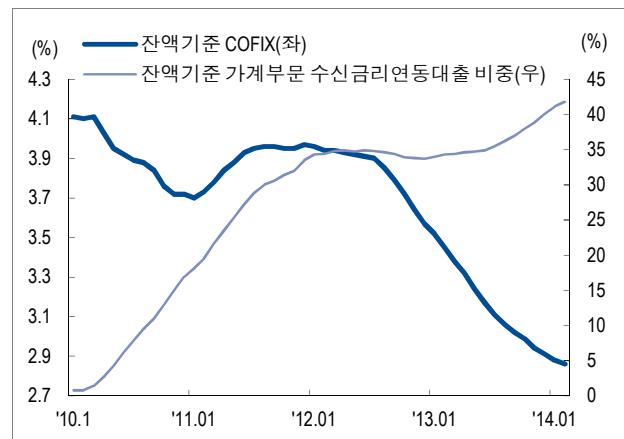
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

변동금리, 고정금리(만기 10년), 혼합형주담대 금리 비교

(%)	고정금리대출 (기간 혼합형)		변동금리대출 (신규코픽스, 6개월 변동)	장기고정 적격대출 (10년만기)
	3년고정	5년고정		
국민	3.66	3.23	3.10	4.49
신한	3.75	4.20	3.46	4.44
우리	3.47	4.32	3.34	4.40
하나	3.35	3.69	3.41	4.33

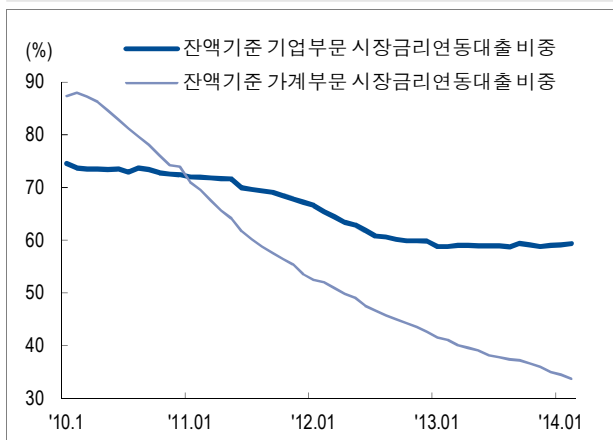
주: 3월 11일, 아파트담보, 비거치식, 최저금리 기준. 우리금융경영연구소 발췌
자료: 각 은행, 우리투자증권 리서치센터

COFIX 및 가계부문 수신금리연동대출 비중 추이 (잔액기준)



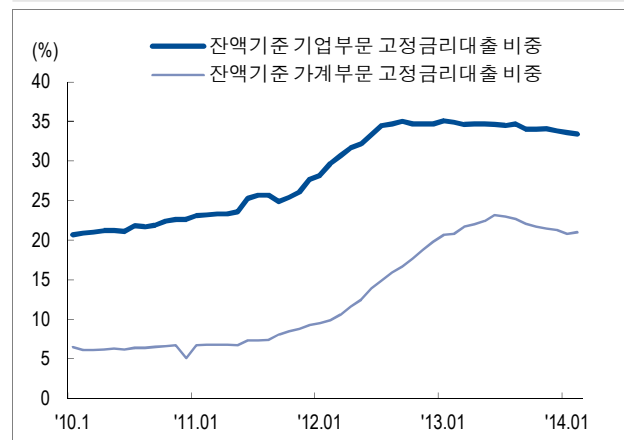
자료: 은행연합회, 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

기업 및 가계부문 시장금리연동대출 비중 추이 (잔액기준)



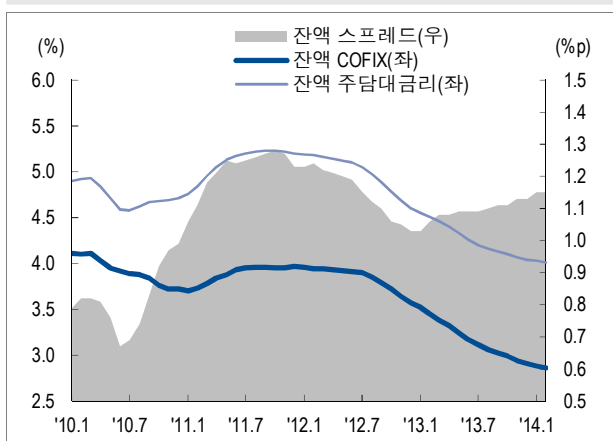
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

기업 및 가계부문 고정금리대출 비중 추이 (잔액기준)



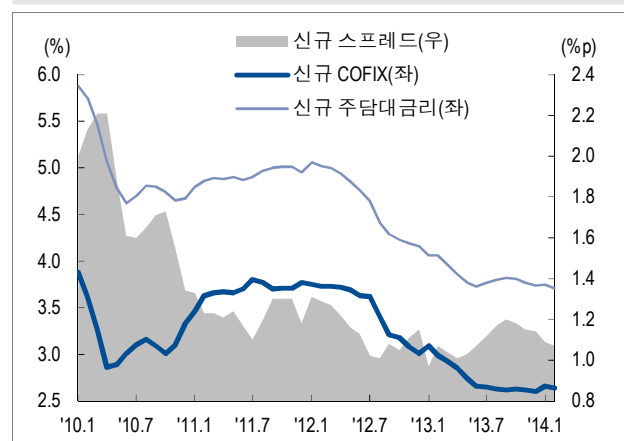
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

코픽스(COFIX)금리와 주담대 평균금리 추이 (잔액 스프레드)



자료: 한국은행, 은행연합회, 우리투자증권 리서치센터

코픽스(COFIX)금리와 주담대 평균금리 추이 (신규 스프레드)



자료: 한국은행, 은행연합회, 우리투자증권 리서치센터

III-2. 기업부실 사전방지 대책 : 대손비용 개선 둔화 요인

기업 및 가계부문 연체율의 하향 안정화와 전반적인 경기의 완만한 회복에 따른 대손비용 개선을 예상하고 있으나 기업부실 사전방지 대책으로 대손비용 개선 폭은 다소 둔화 가능

제2의 동양사태 재발방지를 위한 당국의 의지는 강하다

2012년 웅진그룹 법정관리에 이어 2013년 STX그룹 자율협약과 동양그룹 법정관리로 인해 회사채시장의 금리스프레드 양극화가 지속되고 있고, 특히 동양그룹 사태는 관련 CP 및 회사채에 투자한 개인투자자들의 투자손실로 인해 사회적 이슈로 부각된 바 있다. 여기에도 최근 KT ENS의 법정관리 신청에 따라 우량 대기업그룹 소속 비우량 계열사의 회사채에 대한 투자심리도 악화되고 있는 상황이다.

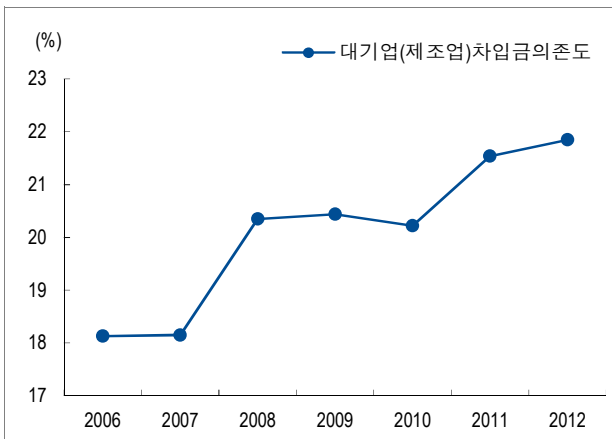
상장기업 중 재무구조취약기업 수 비중 상승 추세

또한 코스피 및 코스닥 상장사 전체에서 ‘이자보상배율이 1배 미만’이면서 동시에 부채비율이 200% 이상인 재무구조취약기업들이 차지하는 비중이 상승 추세를 보이고 있다. 대기업 차입금의존도 역시 외환위기 이전에 비해서는 낮은 수준이긴 하지만 상승하고 있고 한국은행 통계에 따르면 상장기업 전체의 매출액영업이익률은 2013년 현재 4.6%로 2003년 통계작성 이후 최저수준으로 하락했다.

기업부실 사전방지를 위한 제도 변경 내용

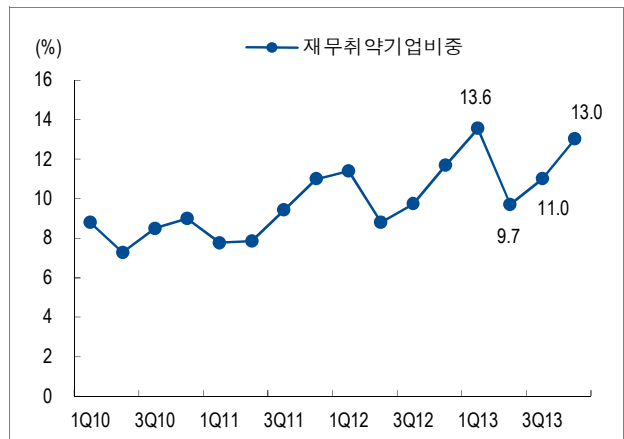
이러한 배경에서 금융감독당국은 동양그룹과 같은 중견 및 대기업의 부실사태를 방지하기 위해 “동양그룹 문제 유사사례 재발방지를 위한 종합대책” (2013.11)과 “기업부실 사전방지를 위한 관련제도 개선방안” (2014.3) 등 사전적 기업구조조정 노력을 강화하고 있다. 최근 기업부실 사전방지 및 효율적인 구조조정을 촉진하기 위한 제도 변경의 주된 내용은 다음과 같다.

대기업 차입금의존도 추이



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

상장사 전체 중 재무구조취약기업 비중 상승 추세

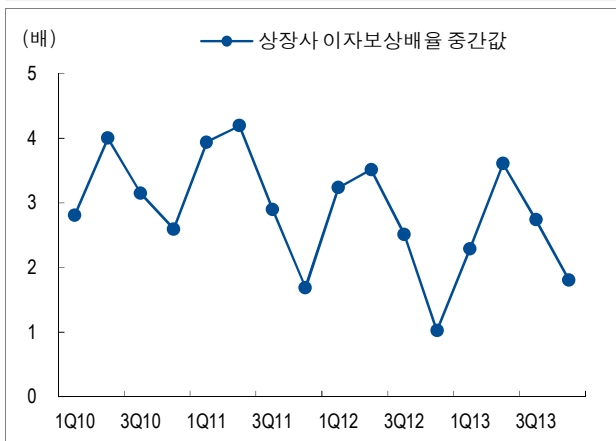


주: 부채비율 200%이상이면 이자보상배율 1배 미만 기업의 수

자료: Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

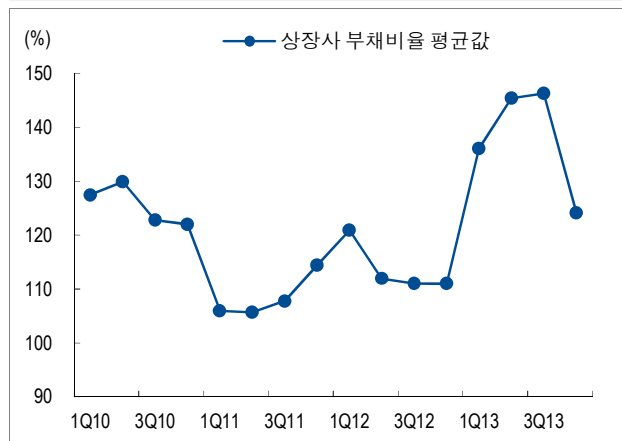
- 1) 주채무계열(대기업그룹) 편입대상 확대 : 선정기준을 기존 “금융권 총신용공여액 × 0.1%”에서 “금융권 총신용공여액 × 0.075%”로 하향조정
- 2) 시장성차입금이 많아 주채무계열에서 제외된 대기업그룹에 대해서는 투자자보호차원에서 총차입금 및 시장성차입금 규모를 공시하는 방안 검토
- 3) 재무구조평가방식 개선 : 기준점수가 적용되는 부채비율 구간을 현행보다 세분화하여 적용하고 “매출액영업이익률”과 “이자보상배율” 산정 시 최근 사업연도의 실적에 가중 평균비율(5:3:2)을 적용
- 4) “관리대상 계열”제도 신설 : 부채비율 구간별로 (기준점수 ~ 기준점수 × 110%) 구간에 있는 대기업그룹으로 하여금 주채권은행과 정보제공 약정을 체결토록 하여 중요한 영업활동에 관해 사전에 주채권은행과 협의토록 하고 약정 미이행시 단계별 제재 등 채권은행간 가이드라인 체결을 통해 협력 대응
- 5) 재무구조개선약정 체결 거부 시 공시 등 시장통제 강화 : 약정체결 거부사실을 주기업체가 수시공시하고, 계열 기업의 회사채 발행공시에 “핵심투자위험알림문”을 포함시켜 약정체결 거부로 은행권 차입이 어렵다는 내용이 포함되도록 하며 증권사 창구 판매 시에도 고지
- 6) 금융지주회사법 시행령 개선을 통해 금융지주회사 소속 은행의 기업 구조조정업무 관련 애로 해소 : 금융지주회사법은 소속 은행의 비금융회사 지배를 금지하고 있으나 기업구조조정촉진법에 따라 자회사인 은행이 구조조정 기업에 출자전환하는 경우에는 예외적으로 허용. 또한 자회사 및 손자회사 등간 부실전이 방지를 위해 신용공여 시 적정담보 취득의무를 부과하고 있으나 기업구조조정 원활화를 위해 적정담보 확보의무를 배제

상장사 전체 이자보상배율 중간값 추이



자료: Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

상장사 전체 부채비율 평균값 추이



자료: Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

2013년 대기업 재무구조평가에서는 주채무계열로 선정된 30개 대기업그룹에 대해서 평가하였고 재무구조개선약정을 신규로 체결한 대기업은 없었다. 따라서 STX자율협약에 따른 충당금 영향을 제외할 경우 2012년과 동일한 한진, 동부, 금호아시아나, 성동조선, STX, 대한전선 등 6개 대기업집단에 대해서는 기존 약정을 연장하여 이로 인한 충당금 영향은 크지 않았다.

2014년 주채무계열 선정 그룹 수 42개로 확대

그러나 2014년에는 기준변경으로 2012년 금융권 총신용공여액 1,622조원 대비 0.075% 인 1.22조원 이상 2013년말 현재 금융권 차입금을 보유한 대기업그룹을 주채무계열로 선정하면서 42개로 재무구조평가 대상(대한전선은 금융권 출자전환으로 제외)이 늘어났다.

또한 앞에서 살펴본 제도변경 등의 내용을 감안할 때 금융감독당국의 사전적 구조조정 의지가 강한 상태로 판단되어 2014년 신규로 재무구조개선약정을 체결하는 대기업그룹 수는 늘어날 것으로 예상된다. 또한 부채비율을 통해 결정되는 기준점수 대비 재무구조평가점수가 110% 이내인 대기업그룹은 “관리대상”으로 지정되어 모니터링 수준이 강화될 것으로 보인다.

연도별 재무구조개선약정 체결 대기업집단 현황

2009년	2010년	2011년	2012년	2013년
금호아시아나	금호아시아나	금호아시아나	금호아시아나	금호아시아나
동부	동부	동부	동부	동부
한진	한진	한진	한진	한진
GM대우	SPP	SPP	STX	STX
대한전선	대한전선	대한전선	대한전선	대한전선
성동조선	성동조선	성동조선	성동조선	성동조선
유진	유진			
애경	애경			
동양				
하이닉스				
대주				

자료: 금융위원회, 우리투자증권 리서치센터

연도별 대기업 신용위험 정가평가 결과

	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년
구조조정대상 업체수	33	65	32	36	40
C 등급	22	38	n/a	15	27
건설	n/a	9	5	5	14
조선/해운	8	2	0	1	2
기타	n/a	27	n/a	9	11
D 등급	11	27	n/a	21	13
건설	n/a	7	15	12	6
조선/해운	9	2	1	1	1
기타	n/a	18	n/a	8	6

자료: 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

**2014년 신규
재무구조개선약정 체결
대기업그룹 수
전년보다 늘어날
가능성 있다**

당사가 주채무계열 대기업집단별(주력기업체 채무제표 연결기준 및 개별기준)로 재무구조평가 점수를 산정하여 기본점수와 비교해본 결과 2014년 신규로 재무구조개선약정을 체결할 가능성이 큰 대기업집단은 공기업을 제외할 경우 전년보다 늘어날 가능성이 있다. 물론 주력기업체 연결 및 개별채무제표기준 재무구조평가에만 의존한 판단이며 비재무적 평가를 고려하지 않았기 때문에 실제 재무구조개선약정 체결 대상과는 차이가 발생할 가능성이 크다.

2013년 기존 재무구조개선약정을 연장한 한진, 동부, 금호아시아나, 성동조선, STX 등에 대해서는 이미 자산건전성 분류와 충당금적립수준이 적절하게 반영되어 있을 것으로 보여 신규 대출지원이 없는 한 추가 충당금 영향은 거의 없을 것으로 예상된다.

다만, 2014년 신규로 재무구조개선약정을 체결하는 대기업그룹에 대해서는 비록 공식적인 워크아웃이나 법정관리는 아니지만 일종의 신용이벤트이므로 요주의 정도의 자산건전성 분류와 7% 내외의 추가 충당금 부담이 발생할 수 있다. 또한 대기업 신용위험 정기평가에서 C등급(워크아웃 대상) 및 D등급(법정관리 대상)을 받는 업체수가 늘어날 경우 충당금부담이 확대될 가능성이 있다.

당사가 주채무계열의 주력기업체 연결 및 개별 채무제표기준으로 재무구조평가를 해 본 결과 신규 재무구조개선 약정을 체결할 가능성이 있는 대기업집단의 주력기업체 기본점수와 재무평가점수 산정 결과는 다음 페이지 테이블과 같다. 또한 대출포트폴리오 중 대기업 비중이 높은 은행지주들이 이들 대기업그룹에 대한 익스포저가 큰 것으로 나타나 2분기 관련 충당금 부담이 커질 수 있는 불확실성이 있다.

부채비율 구간별 기준점수

부채비율	200%미만	200~225%	226~250%	251~275%	276~300%	301~350%	351~400%	400%이상
기준점수	40점이상	50점이상	55점이상	60점이상	65점이상	70점이상	75점이상	80점이상

자료: 금융위원회, 우리투자증권 리서치센터

재무평가 점수 산정 기준

평가항목		등급				
		가	나	다	라	마
수익성 (25)	매출액 영업이익률(%)	70이상	5~7	3~5	1~3	1미만
		25	20	15	10	5
채무상환능력 (25)	이자보상배율(배)	40이상	2~4	1~2	0.5~1	0.5미만
		25	20	15	10	5
재무안정성 (20)	총차입금/자기자본	100미만	100~150	150~200	200~250	250이상
		20	16	12	8	4
현금흐름 (20)	EBITDA/총차입금	30이상	20~30	10~20	5~10	5미만
		20	16	12	8	4
유동성 (10)	현금성자산/유동부채	30이상	20~30	10~20	5~10	5미만
		10	8	6	4	2

자료: 금융위원회, 우리투자증권 리서치센터

재무구조취약 대기업그룹 재무구조평가 세부 내역

계열명	신규채결 가능성 높음			신규채결 가능성 있음				기존 채결 그룹				
	A 그룹	B 그룹	C 그룹	D 그룹	E 그룹	F 그룹	G 그룹	한진	동부	금호아시아나	STX	성동조선
부채비율 기준점수	66	72	80	76	70	80	60	80	80	80	80	80
매출액영업이익률 점수	0	5	20	15	5	5	0	10	5	10	5	5
이자보상배율 점수	0	5	20	15	5	10	0	5	5	10	5	5
총차입금/자기자본 점수	12	8	12	12	4	0	8	4	4	4	4	4
EBITDA/총차입금 점수	0	4	20	12	4	8	4	12	4	8	4	4
현금성자산/유동부채 점수	2	4	6	4	6	2	4	6	4	8	4	4
재무평가점수	14	26	78	58	24	25	16	37	22	40	22	22
재무평가점수/기준점수 비율	21.2%	36.1%	97.5%	76.7%	34.3%	31.3%	26.9%	46.3%	27.5%	50.0%	27.5%	27.5%
주력기업 신용등급 ('14년 4월)	A	BBB	BB+	BBB	BBB	A	A	A-	BBB-	BBB+	CCC	N/A
주력기업 신용등급 ('13년 9월)	A+	BBB+	A-	BBB	BBB+	A+	A+	A	BBB-	BBB+	B-	N/A

주: 주채무계열의 주력기업체 연결 및 개별 재무제표를 기준으로 금융위원회 "기업부실 사전방지를 위한 관련제도 개선방안"(2013.11.5)에 의거 재무평가점수 산출
 자료: 금융위원회, Dataguide, DART 공시시스템, KIS Pricing, 우리투자증권 리서치센터

은행별 재무구조취약 대기업집단 익스포저

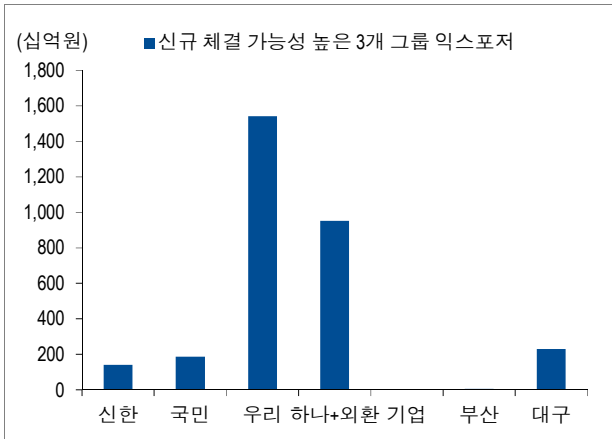
(단위: 십억원)

	A 그룹	B 그룹	C 그룹	D 그룹	E 그룹	F 그룹	G 그룹	합계
신한	14	96	30	73	123	613	261	1,210
국민		138	48	109	133	404	81	912
우리	352	540	650	623	134	1,193	350	3,841
하나·외환	306	298	347	739	174	1,026	1,023	3,912
기업	0	0	0	0	16	14	6	36
부산	0		5	5		44	65	119
대구		10	220	60	55	43	20	408
전북			30			50		80
광주		0	65	8		91	13	177
경남		5	10	3	14	82	103	216
SC	52	26	0		0	11		90
씨티		32		10	5	32		79
산업	809	541	484	979	657	2,109	2,368	7,947
농협	274	125	368	180	110	187	144	1,388
수협		8	150	26	8	116	0	308
수출입	3,161	49	253	177	21	873	60	4,593
외국은행계	106	11	120			257		494
제1금융권계	5,074	1,879	2,779	2,991	1,449	7,146	4,493	25,812

주: 그룹 계열사(상장 및 외감 기준)들의 신용공여액 합계에서 환매조건부채권, 미확정지급보증, 외상매출채권담보대출 제외 기준 (2014.3.14 기준)

자료: 은행연합회, KIS Line, 우리투자증권 리서치센터

신규 체결 가능성 높은 3개 그룹 은행별 익스포저

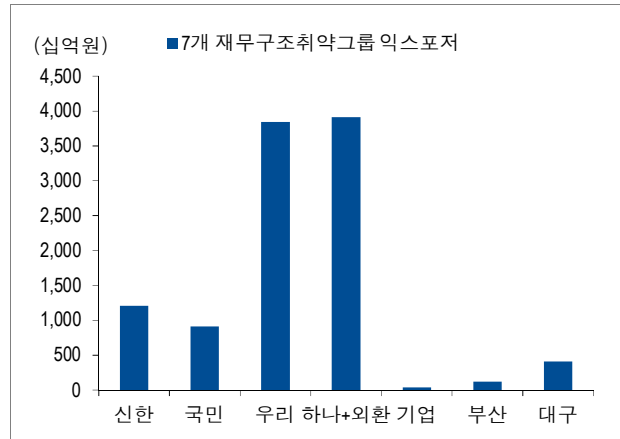


주 1: RP, 미확정지급보증, 외상매출채권담보대출 제외 기준

주 2: 주력기업체의 주채무계열 재무구조평가 점수 미달 그룹 기준

자료: 은행연합회, KIS Line, 우리투자증권 리서치센터

7개 재무구조취약 대기업그룹 은행별 익스포저

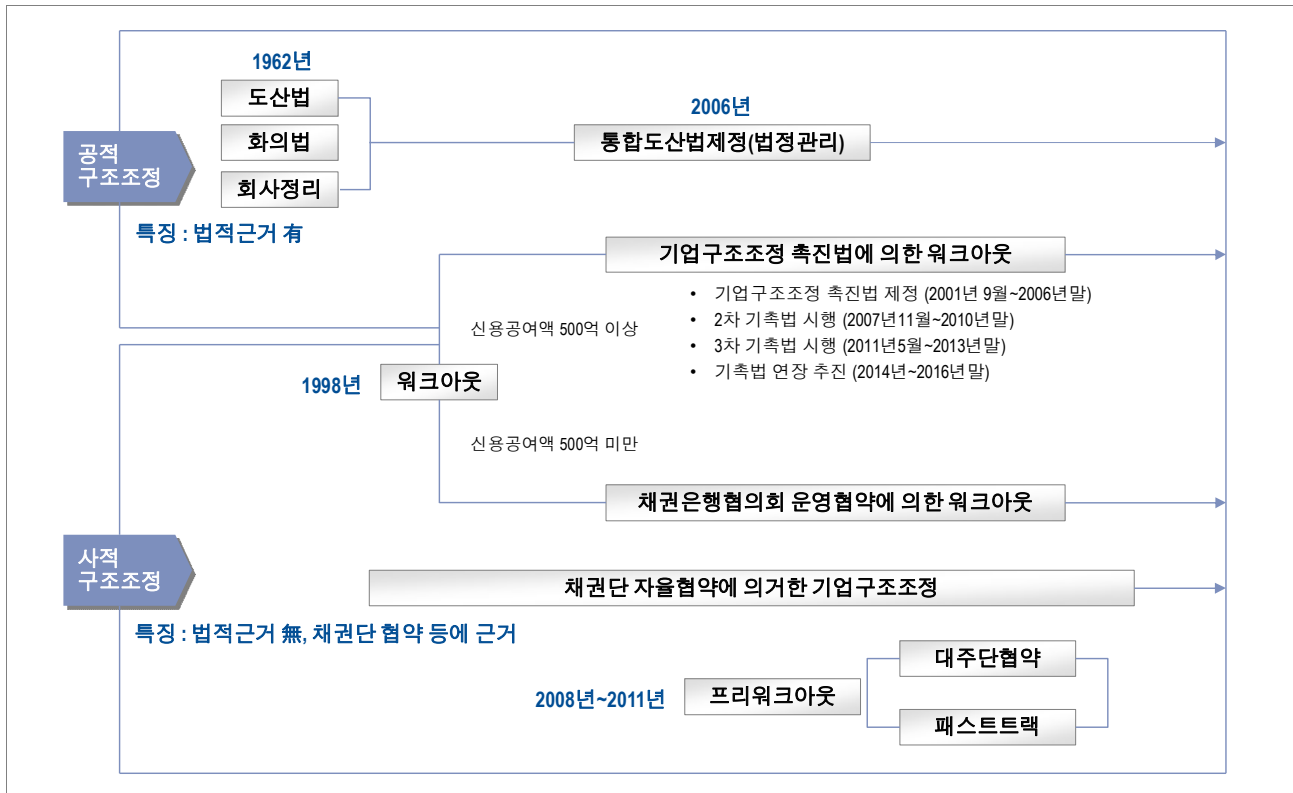


주 1: RP, 미확정지급보증, 외상매출채권담보대출 제외 기준

주 2: 주력기업체의 주채무계열 재무구조평가 점수 미달 그룹 기준

자료: 은행연합회, KIS Line, 우리투자증권 리서치센터

〈참고〉 공적 및 사적 구조조정 개요



자료: 우리금융경영연구소, 우리투자증권 리서치센터

〈참고〉 주요 구조조정제도 비교

	자율협약	워크아웃	법정관리
1 시행근거	채권단자율협약	구조조정촉진법	통합도산법
2 주관	은행 중심의 채권단	채권금융기관	법원
3 대상기업	일시적 유동성위기 기업	신용위험평가 C 등급	부실기업(D 등급 등)
4 적용채권	협약채권	협약채권	모든 채권
5 적용조건	채권단 100% 동의	총채권액 75% 동의	법원 회생계획 인가

자료: 우리금융경영연구소, 우리투자증권 리서치센터

III-3. 저금리기조 및 신용양극화 : 성장과 마진 제한 요인

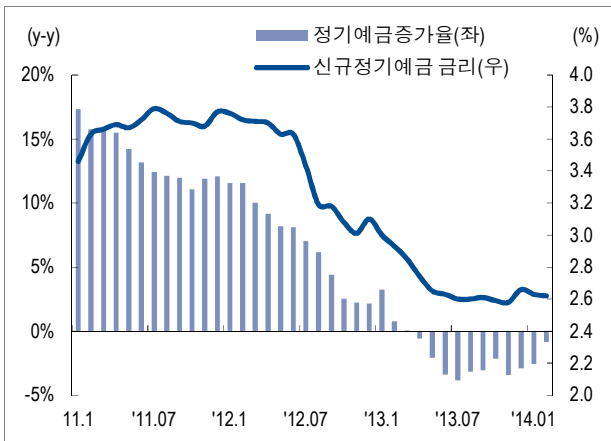
저금리기조 → 정기에금 금리매력 저하 → 금리대비 유동성 선호 → 시중자금의 단기 부동산화
→ 은행 조달구조 단기화 및 운용구조 장기화 → 유동성리스크 관리 및 금리상승기 이자이의
증대 목적 → 중장기 수신 금리경쟁 요인 → 조달비용 상승 가능성

시중자금의 단기부동화는 금리대비 유동성 선호 현상 때문

저금리기조 지속으로 정기에금금리는 사상 최저 수준으로 하락하였고, 이 같은 정기에금의 금리매력 저하로 수시입출식예금 및 단기성수신 등 금리대비 유동성(Flight to Liquidity)을 선호하는 방향으로 시중자금의 단기 부동산화가 지속되고 있다.

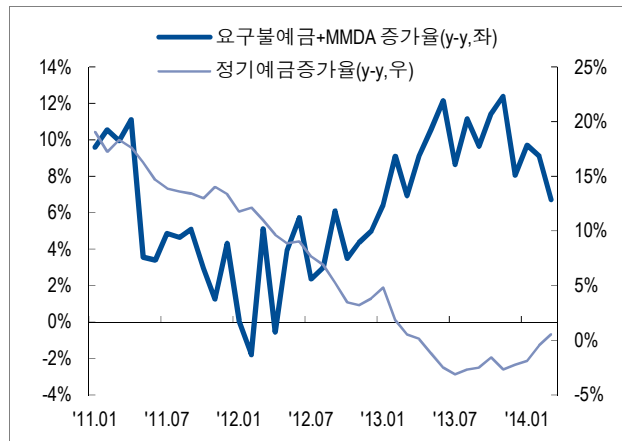
은행 정기에금은 정기에금 금리 하락과 더불어 개인 금융소득종합과세 기준 강화(2013년 1월 시행) 및 기관성 정기에금 취급 감소 등의 영향으로 지속 감소하다가 최근 감소 추세는 다소 주춤한 상태이다.

예금은행 정기에금성장률 및 정기에금 평균금리 추이



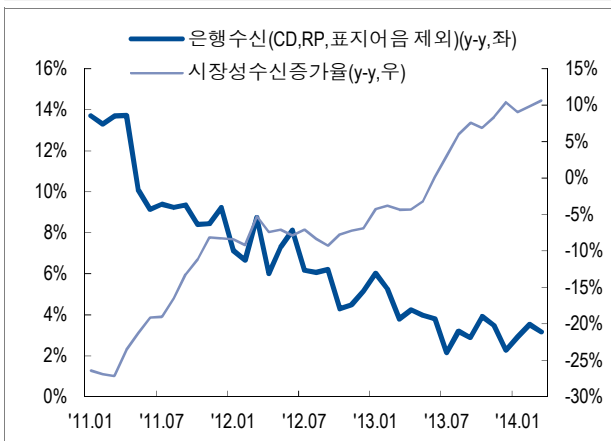
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

요구불예금+MMDA vs 정기에금 증가율 추이



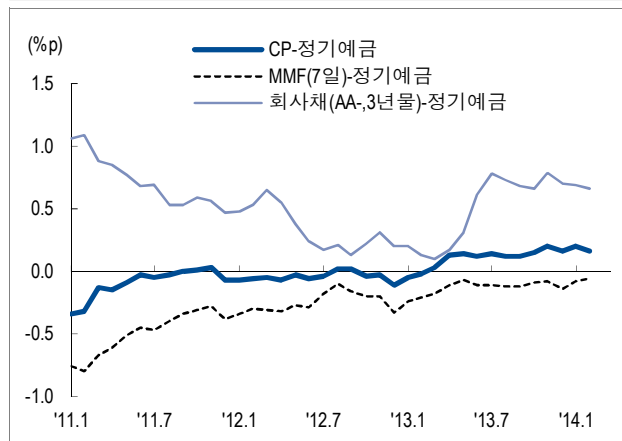
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

은행수신(CD,RP,표지어음 제외) vs 시장성수신 증가율 추이



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

정기에금금리 대비 CP,회사채,MMF 금리스프레드 추이



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

다른 한편으로는 만기 1년 이상의 중장기 정기예금 조달 비중이 감소 후 최근 소폭 증가하고 있는 반면 대표적인 시장성 수신인 은행채 자금조달은 최근 급증하고 있다. 이는 운용 및 조달자금 만기별 유동성 갭을 줄이기 위해 중장기 정기예금 감소를 은행채 발행으로 대체하고 있는 것으로 판단된다. 바젤3 유동성규제인 LCR 및 NSFR 등이 완화되었으므로 유동성비율 관리에 대한 우려는 크지 않지만 전반적으로 자금조달 구조는 다소 약화되고 있는 것으로 보인다.

이와 같은 시중자금의 단기 부동화(浮動化)에 따른 은행 자금조달구조의 단기화 및 자금운용 구조의 장기화는 한편으로 은행들의 조달비용률을 낮추고 운용수익률을 높이기 때문에 최근 순이자마진 관리에 유리하게 작용했다고 볼 수 있다.

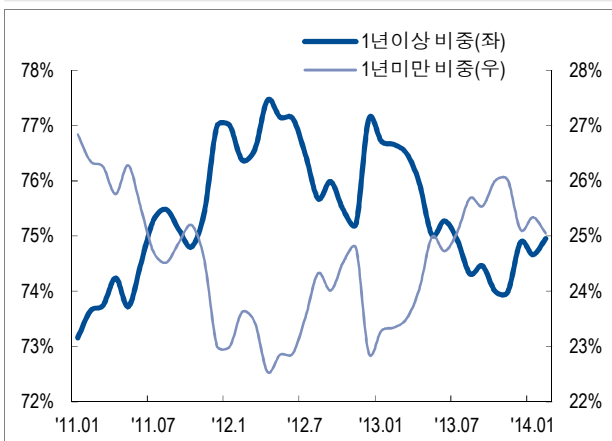
자금조달구의 단기화와 운용구조의 장기화는 향후 우려 요인으로 작용할 수도 있다

그러나 조달구조 단기화와 운용구조 장기화는 다음과 같은 측면에서 우려 요인으로 작용할 수 있다 : 1) 고정금리대출과 코픽스연동대출의 확대 및 단기 수신비중 확대로 단기 금리감응 갭이 축소되면 향후 기준금리가 인상되더라도 마진개선 효과는 미미하고, 2) 주식 및 부동산 시장 회복으로 위험자산선호도가 높아질 경우 단기 부동화된 자금이 이탈할 가능성이 있으며, 3) 유동성 리스크 관리 및 금리상승기 이자이익 증대 효과(1년이하 금리감응부채 축소로 단기 금리감응갭 확대)를 높이기 위한 중장기 수신 조달 확대에 따른 조달비용 증가 가능성이 있다.

향후 가계부채 구조개선 대책에 따라 주택담보대출 중 고정금리대출 비중을 확대하는데 대비 하면서 동시에 금리상승기에 은행 순이자이익 증대 효과를 높이기 위해서는 중장기 정기예금 등 안정적 장기자금 확보 필요성이 커질 가능성이 있다. 즉, 1) 유동성 갭 안정화와 2) 금리 상승시 순이자이익 확대 목적으로 중장기 수신 금리경쟁 요인이 발생할 수 있을 것으로 예상된다.

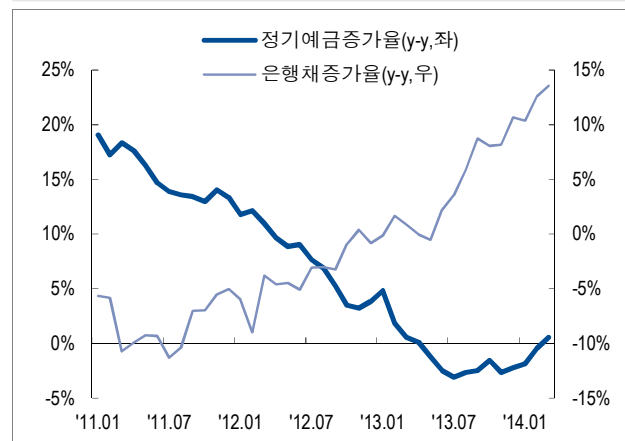
또한 업종 예대율이 2013년말 현재 97.4% 수준으로 높은 상태에서 저금리조로 인해 예금 성장률이 3월말 현재 3.2% y-y에 불과해 예대 균형성장이 필요하므로 마진훼손 없는 대출성장률 역시 일부 지장이 생길 여지가 있다.

1년미만 정기예금 vs 1년이상 정기예금 비중 추이



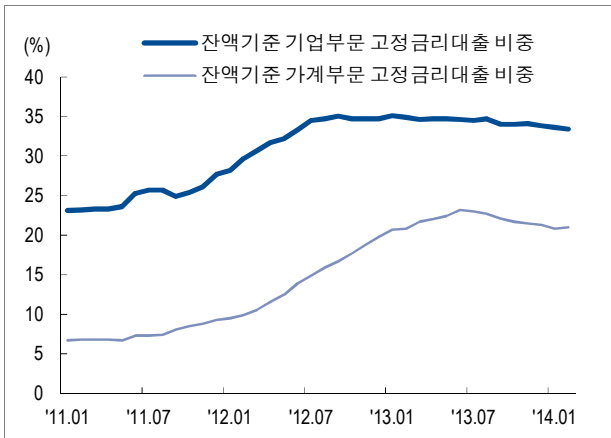
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

정기예금 vs 은행채 증가율 추이



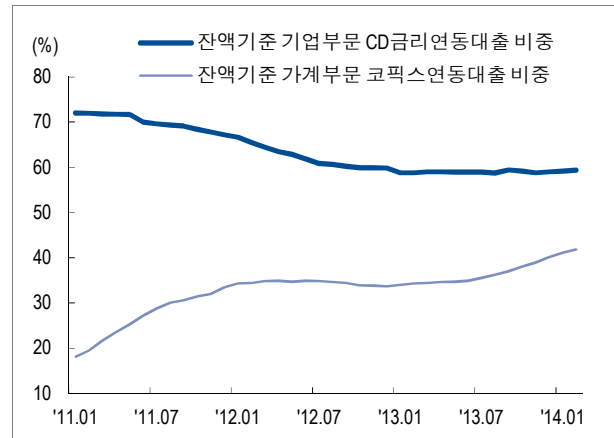
자료: 한국은행, 금투협, 우리투자증권 리서치센터

기업 및 가계부문 고정금리대출 비중 추이 (잔액)



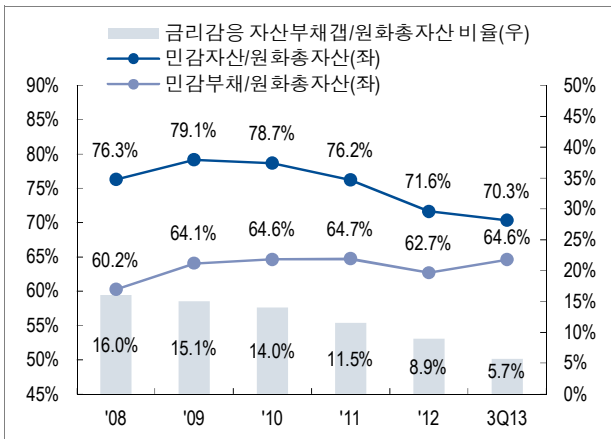
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

기업 CD 연동대출 및 가계 코픽스연동대출 비중 추이 (잔액)



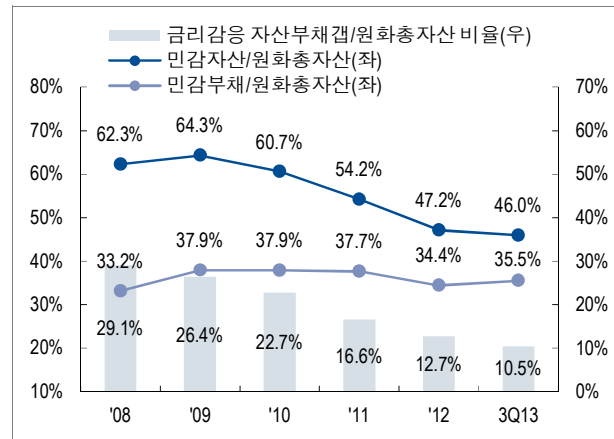
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

1년 이하 누적 금리감응 자산부채 갭 비율 추이



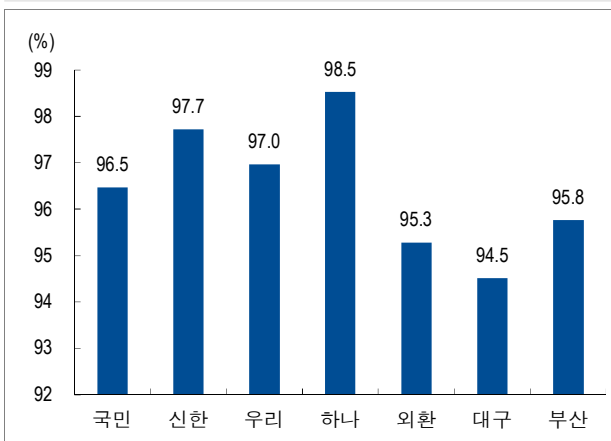
자료: 우리금융경영연구소, 우리투자증권 리서치센터

3개월 이하 누적 금리감응 자산부채 갭 비율 추이



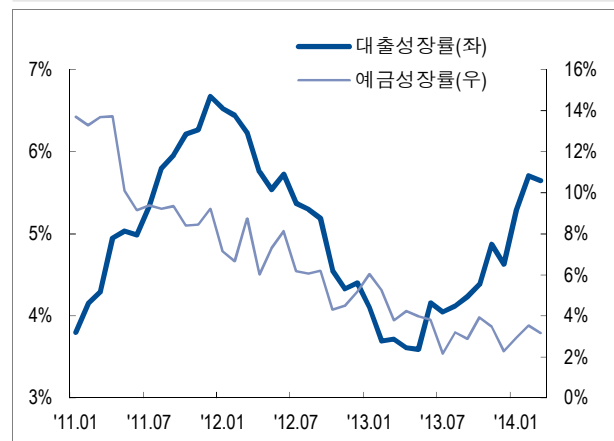
자료: 우리금융경영연구소, 우리투자증권 리서치센터

2013년말 은행별 예대율



자료: 업계, 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

2011년 이후 대출성장률과 예금성장률 추이



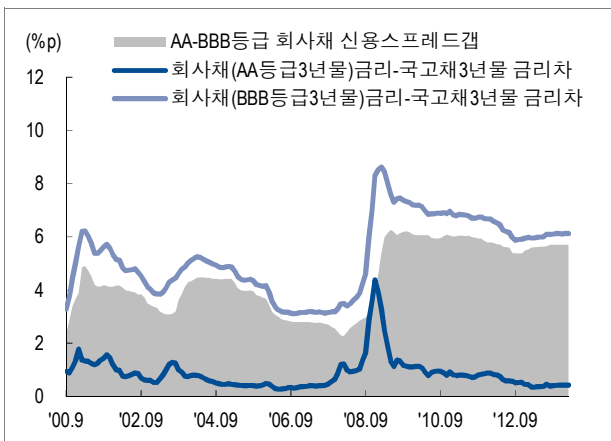
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

신용등급간 금리스프레드 양극화 지속

저금리기조와 더불어 채권시장의 우량 및 비우량회사채 사이의 신용등급간 금리스프레드 양극화가 지속되고 있다. 2012년 웅진그룹사태, 2013년 STX자율협약 및 동양그룹사태에 따른 투자심리 악화로 인해 비우량회사채의 금리스프레드는 축소되지 않고 있다. 금리스프레드를 구성하고 있는 신용프리미엄과 유동성프리미엄이 우량회사채에 비해 클 뿐만 아니라 오히려 소폭 확대되었기 때문이다.

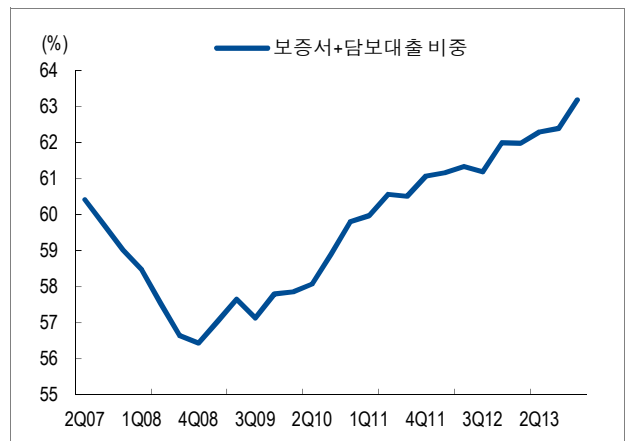
회사채 시장에서 이러한 신용등급간 금리스프레드 양극화 현상이 지속되고 있어 은행들 역시 우량기업체 중심의 선택적 대출성장을 추진하고 있는 것으로 보인다. 일부 은행들이 비외감 중소기업에 대한 대출성장을 추진하고 있으나 보증서담보대출 중심으로 리스크는 낮은 편이다. 은행 대출포트폴리오에서 우량등급대출 비중이 상승하고 있고 은행들의 위험추구성향이 크지 않아 보증서 및 담보대출 등 우량대출 위주의 제한적 성장을 추진하고 있는 것으로 보인다.

우량 및 비우량 회사채 등급간 금리스프레드 추이



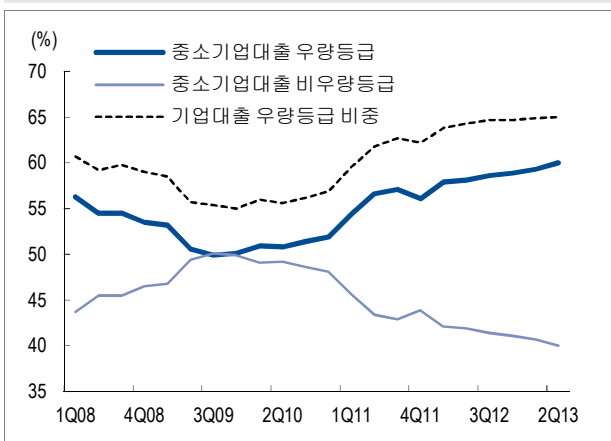
자료: 금투협, 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

보증서+담보 대출 비중 추이



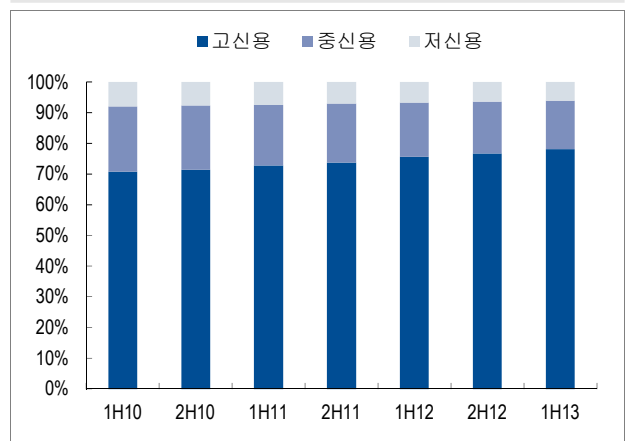
자료: 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

기업대출 고신용등급 비중 확대



자료: 한국은행 금융안정보고서, 우리투자증권 리서치센터

가계대출 고신용등급 비중 확대



자료: 한국은행 금융안정보고서, 우리투자증권 리서치센터

IV. 업황 (핵심이익지표) 전망

IV-1. 순이자마진 (NIM)

마진 개선 둔화요인인 1) 고정금리형 주택담보대출 확대 및 우량대출 성장에 따른 금리경쟁, 2) 중장기 안정적 수신 확보 필요성, 3) 낮은 예금성장률과 높은 예대율을 감안하였을 때, 자금조달과 운용부문 경쟁요인 상존에도 불구하고 업종 예대금리차는 2014년 상반기 5bp 미만 개선 및 하반기 금리경쟁에 따라 Flat 내지 소폭 하락 예상

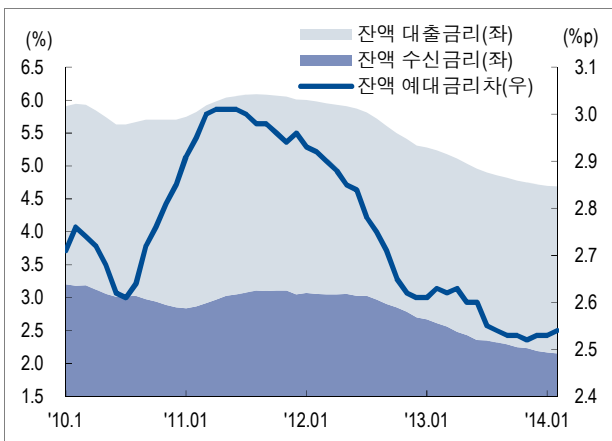
**상반기 마진 개선세
유지 예상되나 하반기
자금조달 및 운용부문
금리경쟁 심화 가능성**

잔액기준 자금조달비용과 대출평균금리 하락 속도 유사한 상태로 잔액기준 예대금리차는 지난해 11월 이후 2월 현재 2~3bp내외 상승하여 완만한 개선 추세를 보이고 있다. 시중자금의 단기부동화에 따른 수시입출식예금 비중 확대와 더불어 정기예금 및 후순위채 등 고금리 부채 리프라이싱에 따른 자금조달 비용 하락세가 상반기까지 유지될 전망이나 하반기 중장기 수신 확보 필요성 부각되며 자금조달 비용 하락추세는 둔화될 가능성도 있을 것으로 예상된다.

**가계대출 부문 정책에
따른 금리경쟁**

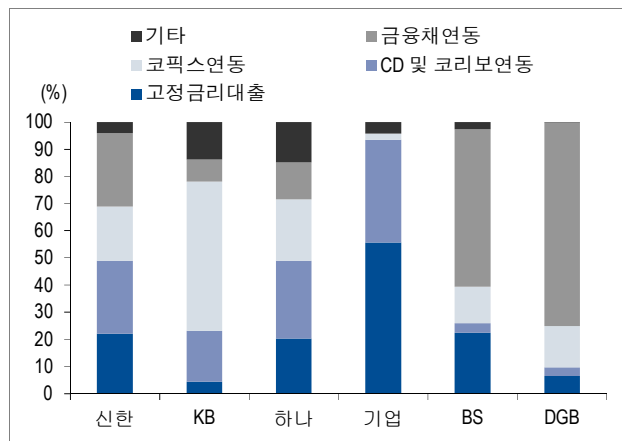
주택담보대출 중 고정금리대출 비중 확대를 위해 은행권 내부 고정금리대출 또는 혼합금리형 주택담보대출 금리를 변동금리형 주택담보대출 금리 수준으로 낮추어 경쟁하는 것은 마진 압박 요인으로 보인다. 혼합금리형 주택담보대출 금리가 변동금리형 수준으로 매력적인 경우 조기상환수수료를 면제받거나 만기도래하는 기존 고금리 고정금리대출의 저금리 대환 및 신규 고정금리형 주택담보대출 유치 과정에서 따른 마진압박이 발생하기 때문이다.

잔액기준 대출평균금리 및 수신평균금리 추이 (스프레드 포함)



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

은행별 금리연동대출 비중 (2013년 말 기준)

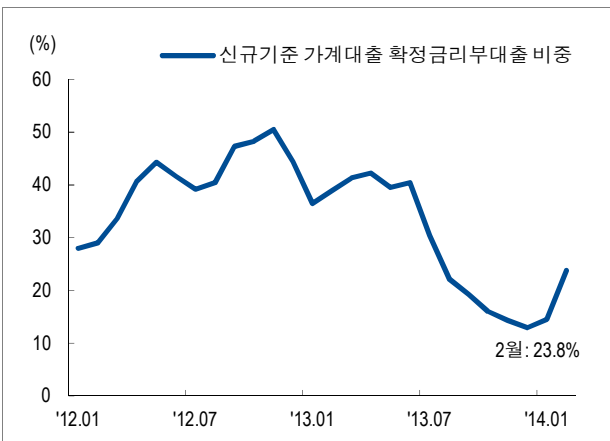


자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

실제 가계부채 구조개선 촉진방안 발표 (2014년 2월)로 2월 신규취급 기준 가계대출 중 확정금리부(고정금리)대출 비중이 높아졌다. 주택담보대출 중 고정금리대출 비중을 확대하기 위해서는 고정금리대출 금리가 변동금리대출에 비해서 상대적으로 매력적이어야 하는데 고정금리대출의 기준금리인 국채5년물 (은행채5년물)과 변동금리대출의 기준금리인 신규 코픽스 사이의 금리스프레드가 크게 확대된 점을 감안하면 고정금리대출의 적정금리를 적용할 경우 대출수요가 적을 수 밖에 없다.

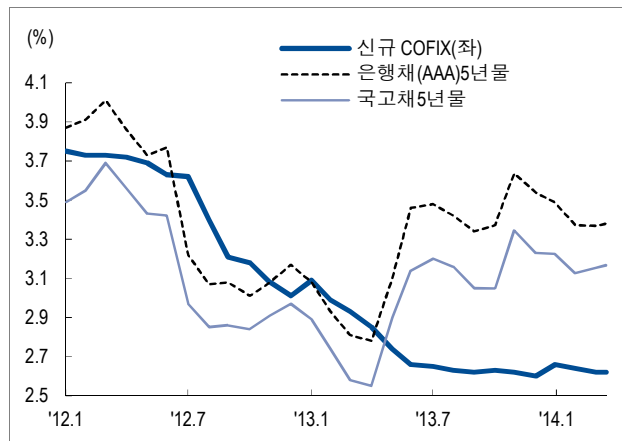
이에 따라 은행간 고정금리대출 신규취급을 위한 금리경쟁이 심화되면서 고정금리대출에 대해 시장금리 수준에 부합하는 적정금리를 부여하지 못하고 있는 것으로 파악된다. 고정금리대출 비중 목표치 상향조정에 따른 고정금리대출 부문 금리경쟁이 심화될 수 있는 이유는 두 가지로 보인다: 1) 시장금리에 부합하는 고정금리대출 금리는 변동금리대출 금리보다 크게 높아 고정금리대출 수요가 적다는 점과 2) 주택담보대출 고객은 대출만기가 길어 은행의 장기 고객이므로 은행간 고객 빼앗기 경쟁이 격화될 소지가 크다는 점이다

신규취급기준 가계대출 중 확정금리부대출 비중 추이



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

국채/은행채 및 신규 코픽스 금리 추이



자료: 은행연합회, 금투협, 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

혼합형, 변동금리, 고정금리(만기 10년) 주담대 금리 비교

(단위: %)

	고정금리대출 (기간 혼합형)		변동금리대출 (신규코픽스, 6개월 변동)	장기고정 적격대출 (10년만기)
	3년고정	5년고정		
국민	3.66	3.23	3.10	4.49
신한	3.75	4.20	3.46	4.44
우리	3.47	4.32	3.34	4.40
하나	3.35	3.69	3.41	4.33

주: 3월 11일, 아파트담보, 비거치식, 최저금리 기준. 우리금융경영연구소 발채

자료: 각 은행, 우리투자증권 리서치센터

당사는 주택담보대출 중 고정금리대출 비중을 확대하기 위해 금리경쟁이 심화되는데 따른 연간 마진압박 정도를 가늠하기 위해 두 가지 시나리오를 분석해 보았다. 즉, 시나리오 1)은 고정금리대출 비중을 7%p 확대하기 위해 고정금리대출 신규금리를 변동금리대출보다 25bp 높은 수준으로 설정, 금리경쟁이 심화된 경우이다. 시나리오 2)는 고정금리대출 관련 금리경쟁이 없어 고정금리대출 신규금리가 변동금리대출보다 100bp 높은 경우이다.

두 가지 시나리오를 가정하여 분석한 결과 주택담보대출 금리경쟁 심화에 따른 연간 마진압박은 2~3bp (i.e. 11bp × 주담대/총대출) 내외 수준으로 파악된다. 고금리 부채 리프라이싱에 따른 자금조달비용 하락 효과를 일정 부분 둔화시키는 요인으로 보인다.

시나리오 1) 주택담보대출 중 고정금리대출 비중 확대를 위해 고정금리대출 금리경쟁 심화

(단위: 십억원)

(예금은행 기준)	2014년 2월	비중(가정)	잔액 금리(가정)	신규 금리(가정)	2014년말 추정	비중	잔액 평균금리	금리변동
주택담보대출	328,923	100.0%	4.01%	3.51%	347,014	100.0%	3.59%	-0.42%
고정금리대출	49,338	15.0%	4.85%	3.70%	76,343	22.0%	4.07%	-0.78%
변동금리대출	279,585	85.0%	3.85%	3.45%	270,671	78.0%	3.45%	-0.40%

주) 가정 1: 주택담보대출 증가율 5.5% 가정

주) 가정 2: 기존 고정금리대출의 50%는 저금리대환, 변동금리대출은 코픽스연동이므로 1년 이내 신규금리로 전액 리프라이싱

주) 가정 3: 신규 고정금리대출 금리는 혼합형 주담대 금리경쟁 등으로 변동금리 대비 25bp 높은 수준

자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

시나리오 2) 주택담보대출 금리경쟁 없는 경우

(단위: 십억원)

(예금은행 기준)	2014년 2월	비중(가정)	잔액 금리(가정)	신규 금리(가정)	2014년말 추정	비중	잔액 평균금리	금리변동
주택담보대출	328,923	100.0%	4.01%	3.60%	347,014	100.0%	3.70%	-0.31%
고정금리대출	49,338	15.0%	4.85%	4.45%	76,343	22.0%	4.58%	-0.27%
변동금리대출	279,585	85.0%	3.85%	3.45%	270,671	78.0%	3.45%	-0.40%

주) 가정 1: 주택담보대출 증가율 5.5% 가정

주) 가정 2: 기존 고정금리대출의 50%는 저금리대환, 변동금리대출은 코픽스연동이므로 1년 이내 신규금리로 전액 리프라이싱

주) 가정 3: 신규 고정금리대출 금리는 주담대 금리경쟁이 없어 변동금리 대비 100bp 높은 수준

자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

중소기업대출 부문에도 금리경쟁 심화되고 있다

그렇다고 중소기업대출에 금리경쟁이 없는 것이 아니다. 아래 그래프에서 확인하듯이 중소기업대출 성장률이 높아지면서 중소기업대출의 가산금리 중 신용프리미엄을 제외한 가산금리 부분이 축소되고 있다. 이는 곧 중소기업대출 부문 금리경쟁에 의해 가산금리가 축소되고 있음을 의미하고 있다.

가계대출보다 중소기업대출 비중이 증가한다면 마진에는 일반적으로 도움이 되겠지만 대손비용을 감안할 경우 가계대출보다 불리할 가능성도 있다. 중소기업대출에도 금리경쟁 요인이 있고 보증서담보 등 담보유무와 신용등급에 따라 대출금리가 다르고 주택담보대출에 비해 일반적으로 대손비용이 크다는 점도 감안해야 한다. 2월 현재 중소기업대출 신규 평균금리가 4.79%로 가계대출 4.05% 및 대기업대출 4.31% 대비 각각 74bp 및 48bp 높은 수준이다. 그러나 3월 현재 시중은행 기준 90%보증비율 보증서담보 중소기업대출 평균금리는 4.55%로 가계대출 금리와 50bp차이로 격차가 줄어든다. 중소기업은 정량적 정보보다 정성적 정보가 더 중요하다는 점에서 중소기업 거래처와 관계금융 노하우가 축적된 은행들이 관련 리스크 프라이싱과 마진관리에 유리하다고 판단된다.

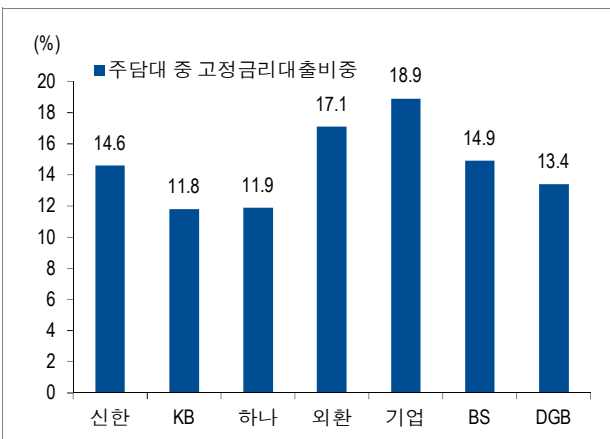
기준금리 인상될 경우 마진은 개선되겠지만 개선 폭은 크지 않을 것

하반기 이후 업종 마진 개선은 기준금리 인상이 예상되는 2015년 이후에나 가능할 것으로 기대되지만 과거와 달리 단기 금리감응갭이 앞에서 살펴본 대로 이미 크게 축소되어 있어 기준금리가 인상되더라도 마진개선 폭은 크지 않을 전망이다. 1년이하 및 3개월이하 금리감응갭이 축소된 이유는 CD금리 연동대출비중(금리연동주기 3개월)이 축소되면서 COFIX연동대출비중(금리연동주기 6개월~12개월)과 고정금리대출비중이 크게 확대되었기 때문이다.

유리한 은행은?

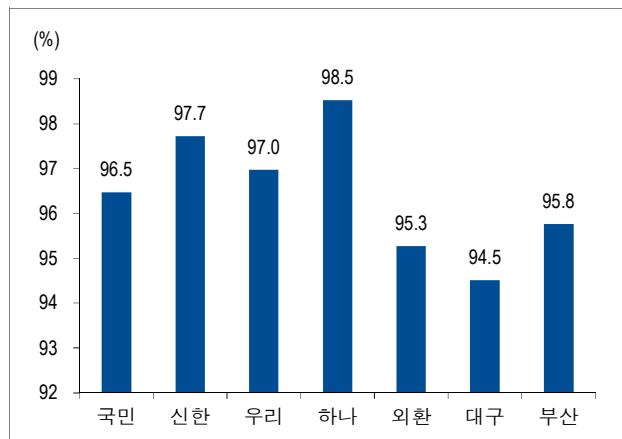
따라서 단기적으로는 1) 예대율이 낮으면서 2) 가계대출보다 중소기업대출 성장이 크고 3) 총대출 대비 주담대 비중이 적고 주담대 중 고정금리대출 비중이 높아 고정금리 주담대 금리경쟁에서 비껴나 있으며 4) 고금리 부채의 저금리 리프라이싱 요인이 큰 은행이 마진 관리에 유리해 보인다. 중장기적으로는 1) 예대율이 낮으면서 2) 장기 수신기반이 강하고 3) 고정금리대출과 코픽스연동대출 비중이 낮은 은행이 금리상승기에 유리할 것으로 보인다.

은행별 주담대 중 고정금리대출 비중 (2013 년말)



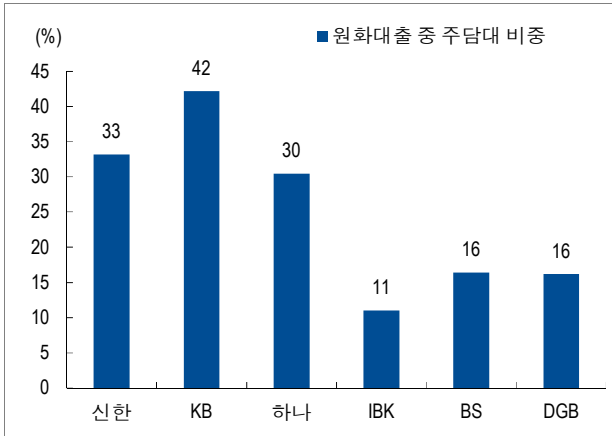
자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

은행별 예대율 현황 (2013 년말)



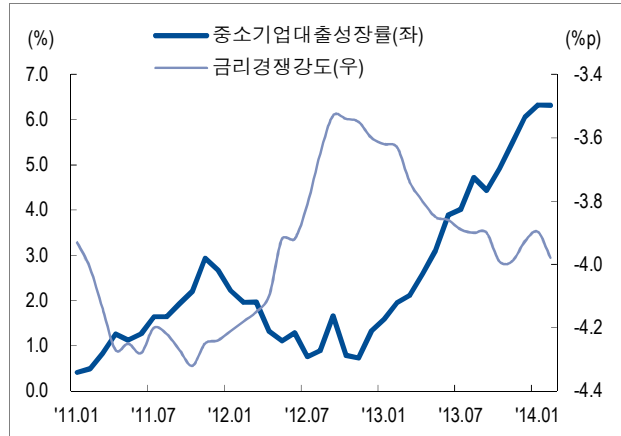
자료: 업계, 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

원화대출금 중 주택담보대출 비중 (2013 년말)

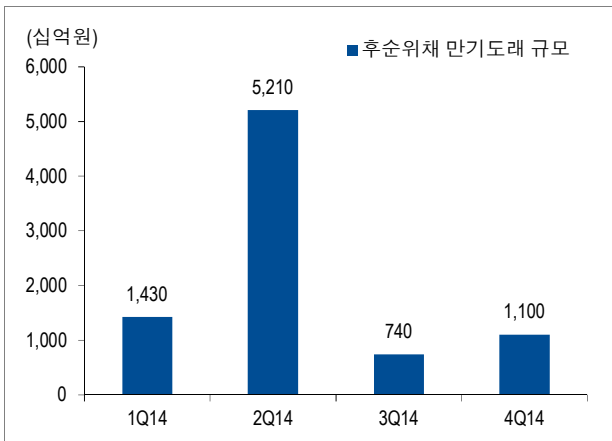


자료: 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

중소기업대출 성장을 높이지면서 금리경쟁강도도 심화

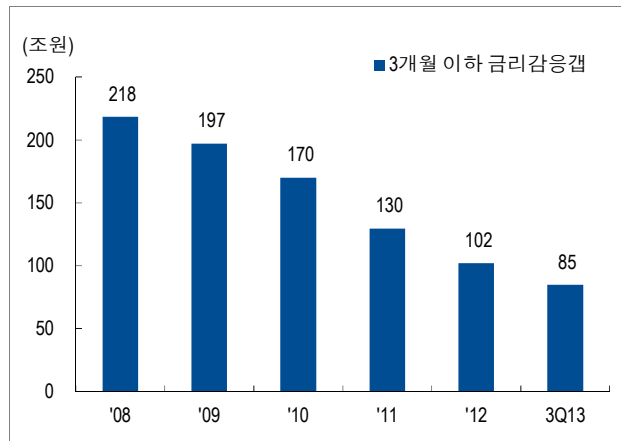
주: 금리경쟁강도 = 중소기업대출 가산금리 - 회사채(BBB-) 신용스프레드
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

6 개 은행 합산 후순위채 분기별 만기도래 규모



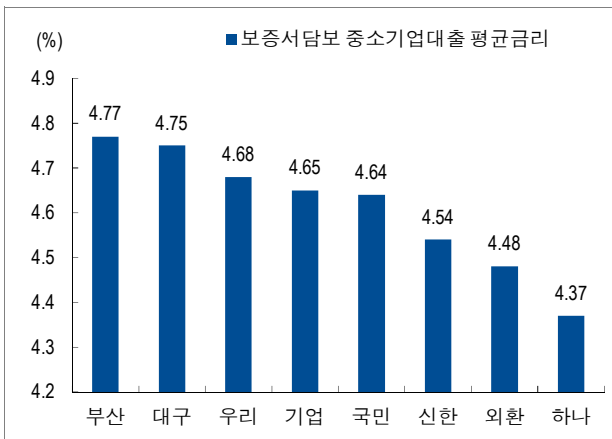
자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

3 개월 이하 금리감응갭 추이



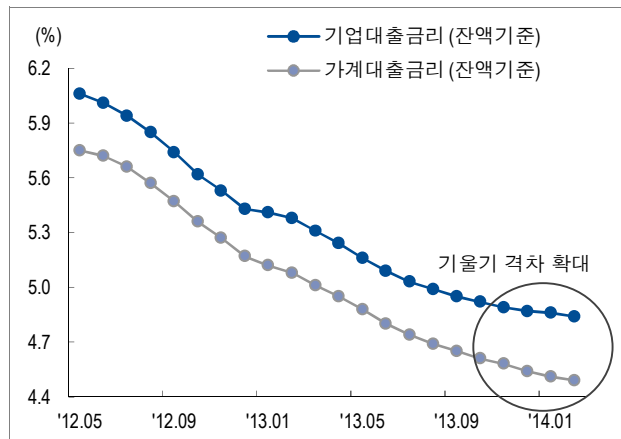
자료: 우리금융연구소, 우리투자증권 리서치센터

은행별 보증서담보 중소기업대출 평균금리 (2014 년 3 월 기준)



자료: 은행연합회, 우리투자증권 리서치센터

기업 및 가계대출 평균금리(잔액기준) 추이



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

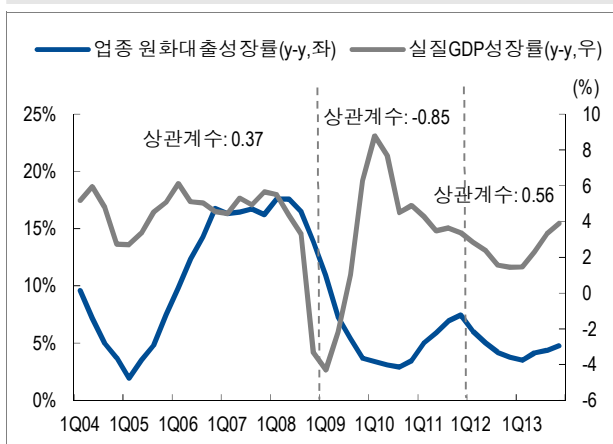
IV-2. 대출성장률

대출성장 제한 요인인 1) 저금리거조에 의한 저조한 예금성장률, 2) 정책모기지 및 적격대출 공급 확대를 통한 민간 주담대 수요 흡수, 3) 신용양극화에 의한 우량대출 중심의 선택적 대출성장 등에도 불구하고 올해 연간 대출성장률은 6% y-y내외로 전년대비 1%p 이상 개선 예상

2012년 이후 대출성장의 경기순응성 다시 높아졌다

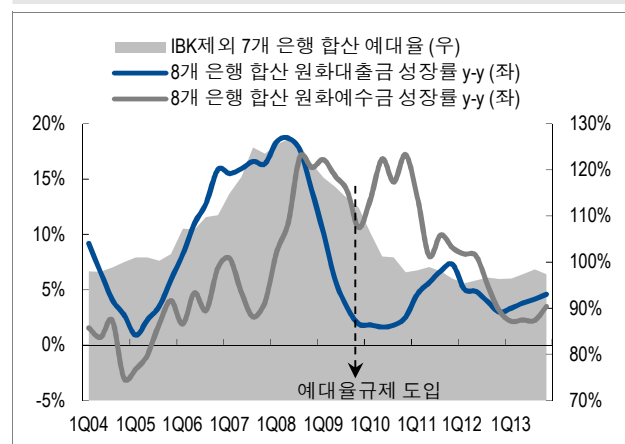
리먼사태 이후 2011년까지는 리먼사태 이전에 비해 대출성장의 경기순응성이 약화되었으나 2012년 이후 대출성장률과 실질GDP성장률의 상관계수는 0.56으로 높아져 대출성장의 경기순응성이 다시 회복세를 보이고 있다. 다만 경기회복 속도에 비해서는 대출성장률 회복 강도가 강하지 않은데 이는 IBK제외 업종 예대율이 2013년말 97.4%로 낮지 않은 상태에서 저금리거조 지속으로 예금성장률(CD,RP,표지어음 제외 은행계정 수신)이 3월 현재 3.2% y-y 수준에 불과하기 때문이다. 즉, 예대율을 관리하면서 마진 훼손 없는 대출성장을 하기 위해서는 시스템 예금성장률의 일정 범위 내에서 균형을 유지해야 할 것으로 보인다.

GDP 성장률과 업종 대출성장률 추이



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

예금 및 대출성장률과 업종 예대율 추이



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

예금 및 대출성장률에 따른 업종 예대율 민감도

(단위: %)

		대출성장률								
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
예 금 성 장 률	3.0%	97.4	97.9	98.3	98.8	99.3	99.8	100.2	100.7	101.2
	3.5%	96.9	97.4	97.9	98.3	98.8	99.3	99.8	100.2	100.7
	4.0%	96.5	96.9	97.4	97.9	98.3	98.8	99.3	99.7	100.2
	4.5%	96.0	96.5	96.9	97.4	97.9	98.3	98.8	99.3	99.7
	5.0%	95.5	96.0	96.5	96.9	97.4	97.9	98.3	98.8	99.3
	5.5%	95.1	95.6	96.0	96.5	96.9	97.4	97.9	98.3	98.8
	6.0%	94.6	95.1	95.6	96.0	96.5	96.9	97.4	97.9	98.3
	6.5%	94.2	94.7	95.1	95.6	96.0	96.5	96.9	97.4	97.9
	7.0%	93.8	94.2	94.7	95.1	95.6	96.0	96.5	96.9	97.4

주: 2013년말 IBK 제외 7개은행 원화예수금 및 원화대출금 합산 기준

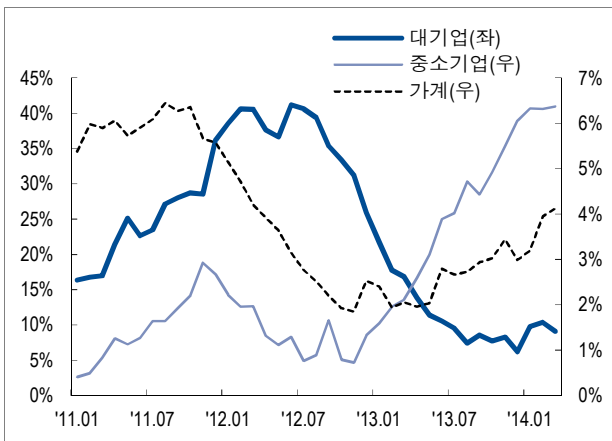
자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

예대 성장률에 따른 업종 예대율 민감도를 살펴보면 예금성장률이 전년 3.5% y-y 대비 올해 다소 회복된 4.5% y-y 수준일 것으로 가정할 경우 2014년 대출성장률이 6% y-y 내외 정도의 회복세를 보이는 것은 가능할 것으로 전망된다. 2014년 3월말 현재 예금은행 전체 총대출 증가율은 5.6% y-y (1.5% ytd), 예금은행 은행계정수신(CD, RP, 표지어음 제외) 증가율은 3.2% y-y (1.2% ytd)를 각각 기록하고 있다.

시스템예금성장률 빠르지 않다

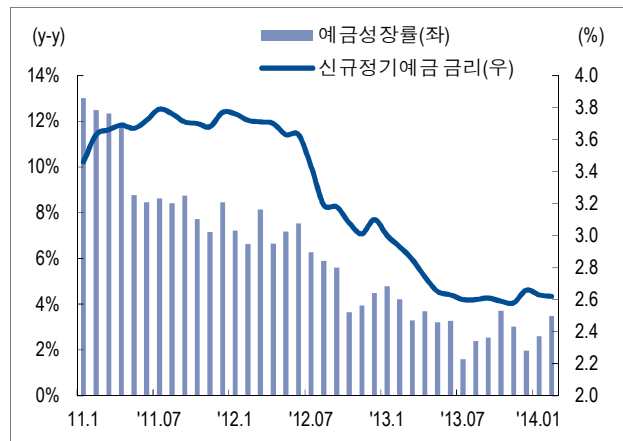
시스템 예금성장률이 4.5% y-y 수준 이상으로 회복될 경우 마진 훼손 없는 대출성장률도 더 높아질 수 있을 것으로 보이나 올해 기준금리 동결과 저금리기조가 지속될 것으로 보여 예금 성장률이 더 빠르게 회복될 가능성은 크지 않아 보인다. 물론 은행권에서 정기예금 고금리 특판을 추진할 경우에는 예금성장률이 더 높아질 수도 있으나 이 경우 자금조달 비용을 상승에 따른 마진 압박 가능성이 있다. 저금리기조로 시스템 예금성장률이 높지 않고, 예대율이 높은 상황에서 공격적인 성장을 추진할 경우 대출성장률과 마진의 상쇄관계(Trade-Off)가 강해질 수 있어 유의할 필요가 있다.

대출부문별 성장률 추이



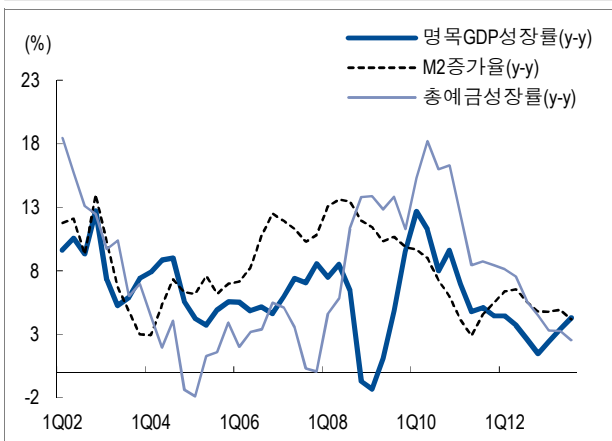
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

예금성장률과 신규 정기예금 금리 추이



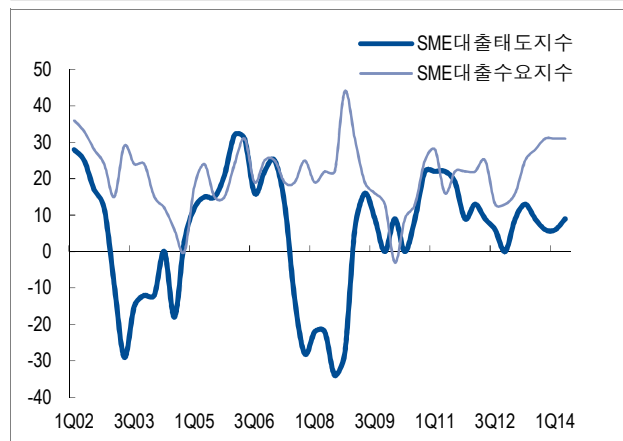
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

GDP 성장률과 M2 및 예금성장률 추이



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

중소기업대출 수요지수와 대출태도지수



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

2014년 3월 현재 은행들은 중소기업대출 위주의 성장을 추진하고 있으며 이러한 추세는 올해 계속 이어질 것으로 보인다. 한국은행 통계에 따르면 2014년 3월말 현재 중소기업대출은 2.2% ytd 증가하였고 대기업대출은 4.7% ytd 증가한 반면 가계대출은 주담대 0.6% ytd 성장 및 가계신용 -1.2% ytd 역성장으로 3개월간 성장이 없는 상태이다. 대기업대출 증가율 4.7% ytd는 표면적으로 높아 보이지만 이는 2013년말 대기업 부채비율 관리목적으로 일시 상환했던 대출을 재취급한 것으로 재취급분을 제외하면 실질적으로는 증가한 것이 없다. 2013년 11월말 예금은행 기준 대기업대출 잔액은 146.9조원에서 2014년 3월말 현재 146.4조원으로 오히려 소폭 감소했기 때문이다.

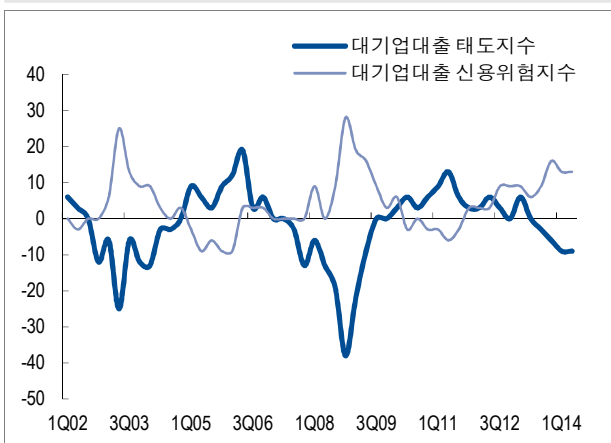
대기업 대출태도 다소 보수적

대기업대출 신용위험지수가 2011년 이후 상승한 반면 은행들의 대기업 대출태도지수는 오히려 보수적으로 전환되어 그 상태를 유지하고 있다. 2012년 웅진그룹사태에 이어 2013년 STX그룹 자율협약, 동양그룹사태, KT ENS 법정관리 등 중견 및 대기업 구조조정 지연에 따른 신용이벤트 발생을 경계하고 있는 것으로 판단된다.

가계대출 성장은 가계부채 정책 영향을 받을 수 밖에 없다

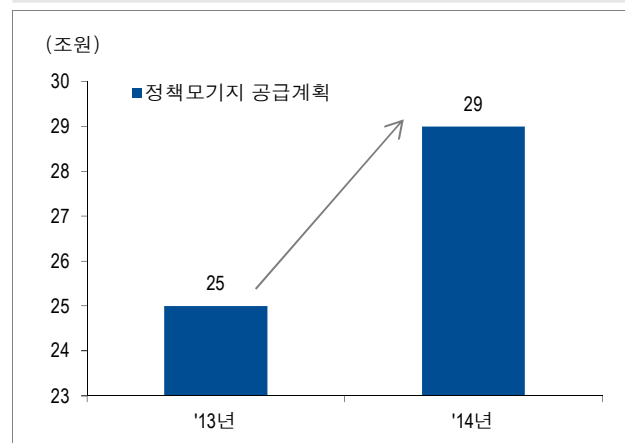
또한 가계대출은 부동산경기 회복 가시화로 주택담보대출 수요가 다소 늘어나더라도 올해 정책모기지(i.e. 보금자리론, 디딤돌대출)와 적격대출 공급확대(e.g. 만기 5~7년짜리 신상품 출시 및 양수도에 따른 금리리스크 주급공 흡수)로 민간 은행권 수요를 정부가 일정 부분 흡수할 것으로 예상되기 때문에 빠른 성장을 기대하기 어렵다. 또한 가계부채 증가속도를 소득, 즉, 명목GDP성장을 이하로 유지하여 가계부채 레버리지확대를 억제하려는 정부정책의 영향을 감안할 때 가계대출 성장 속도는 연간 4~5% 이하에서 형성될 것으로 예상된다.

대기업대출태도 보수적 상태 지속



자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

정책모기지 공급계획



자료: 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

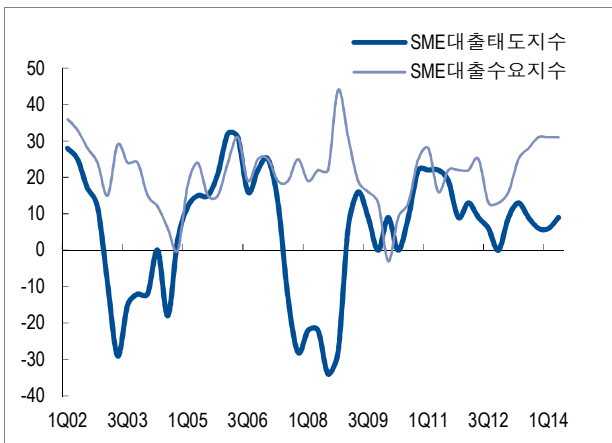
적극적인 위험추구성향보다는 우량대출 위주의 선택적 대출성장 추진

우량 및 비우량회사채 신용등급간 금리스프레드 양극화 현상이 지속되면서 은행들은 대출성장과 관련하여 적극적인 위험추구성향을 보이기보다는 보증서 등 담보부 우량대출 중심의 선택적 대출성장을 지속하고 있는 것으로 보인다. 조선, 해운, 건설 등 일부 경기민감업종의 업황 개선 조짐이 있으나 아직은 신용사이클이 본격적인 호황기에 진입한 것으로는 보이지 않고 국내 상장기업 중 부채비율 200%이상이면서 동시에 이자보상배율 1배미만인 기업 수 비중도 다소 상승하고 있기 때문인 것으로 판단된다.

유리한 은행은?

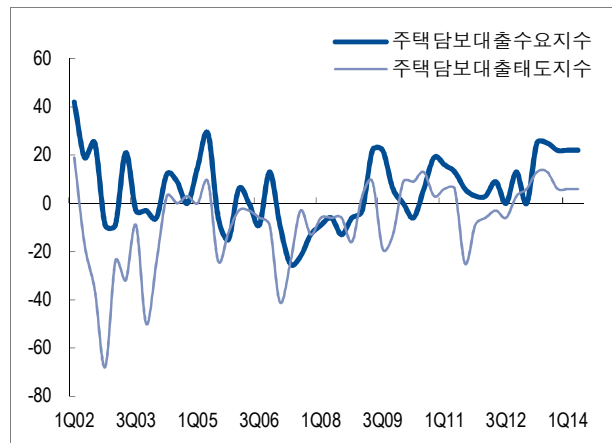
이러한 환경 속에서 비유기적 성장(i.e. M&A) 없이 유기적 대출 성장에 유리한 은행은 1) 예대율이 상대적으로 낮거나 예대율 규제 대상이 아니면서 2) 중소기업에 대한 정보의 비대칭성(일종의 진입장벽)으로 인해 중소기업 관계금융이 발달해 있고 3) 저원가성예금과 더불어 안정적인 고객성 자금조달 능력이 강한 곳으로 판단된다.

중소기업대출 수요 양호, 대출태도도 이완된 상태 지속



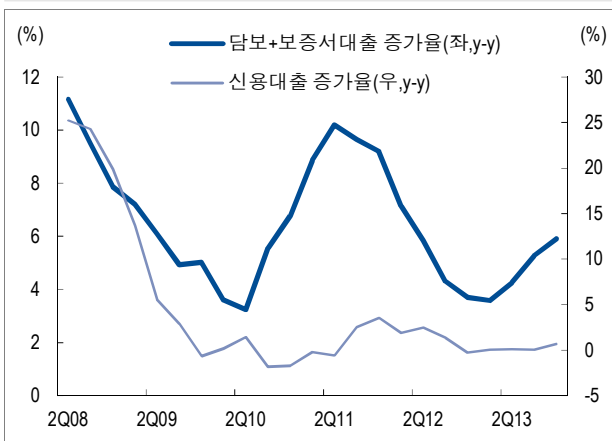
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

주택대출 수요는 양호, 대출태도는 대체로 이완



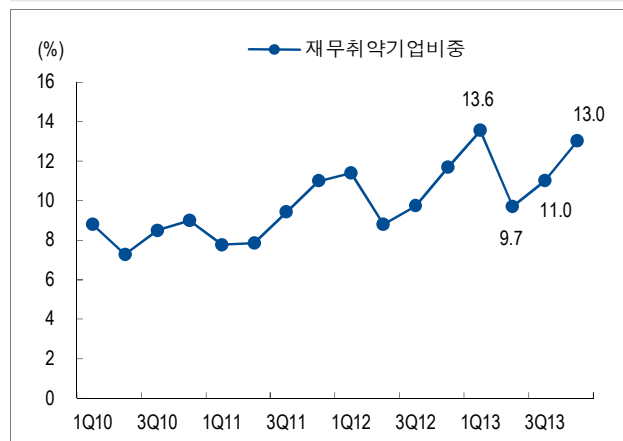
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

일반은행 담보+보증서대출 vs 신용대출 증가율 추이



자료: 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

국내 상장기업 중 재무구조취약 기업 수 비중 추이



주: 부채비율 200%이상이면서 이자보상배율 1배 미만 기업 수

자료: Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

IV-3. 대손비용률

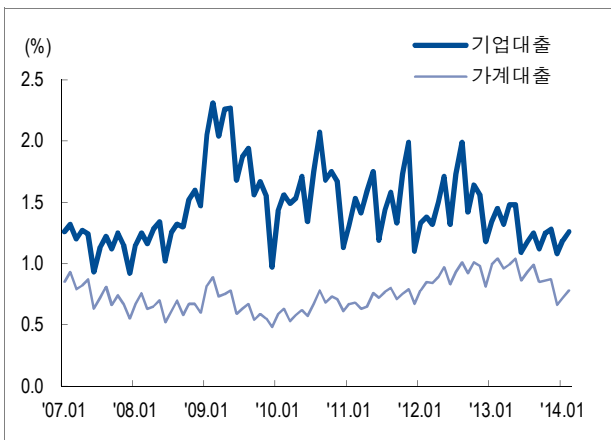
대손비용률 개선 둔화 요인인 기업부실 사전 방지 대책 (선제적 기업구조조정 노력 강화)에도 불구하고 총여신대비 대손비용률은 전년대비 5~10bp내외 개선 예상

대손비용률이 전년보다 개선될 것으로 보는 이유 세 가지

대손비용률은 전년대비 개선될 것으로 전망한다. 이는 1) 기업 및 가계부문 연체율이 하향 안정화되고 있고 2) 리먼사태 이후 은행권 대출성장률이 높지 않으면서 동시에 보증서 및 물적담보대출 등 우량대출 비중이 확대되고 있고, 3) 업종 신규부실발생률 5년 이동평균이 하향 안정화되고 있기 때문이다.

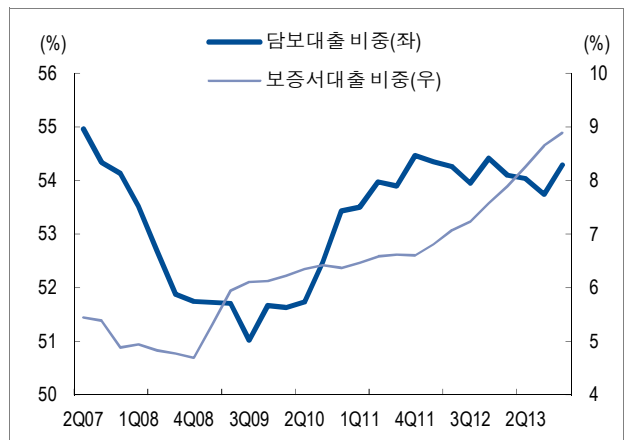
다만, 재무구조가 취약한 일부 중견 및 대기업그룹에 대한 사전적 구조조정 노력은 강화될 것으로 보인다. 제2 동양그룹사태를 방지하기 위해 선제적 조치를 취할 것으로 보이는데 2분기 42개 주채무계열 대기업집단에 대한 재무구조평가가 보수적으로 진행될 가능성이 크다. 은행들의 대기업 신용위험평가 관대화 경향을 감독당국이 경고하고 있기 때문이다.

기업 및 가계부문 연체율 추이



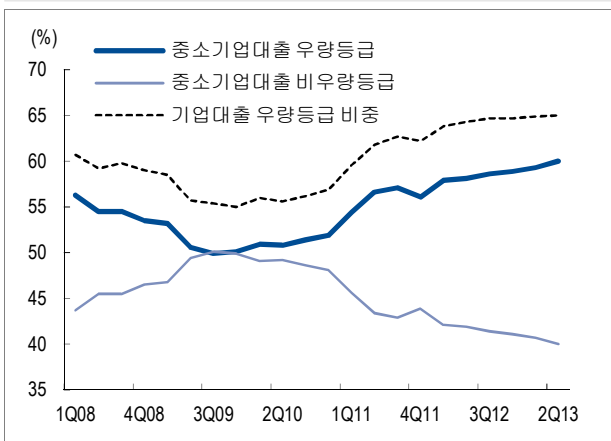
자료: 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

보증서 및 담보대출 비중 추이



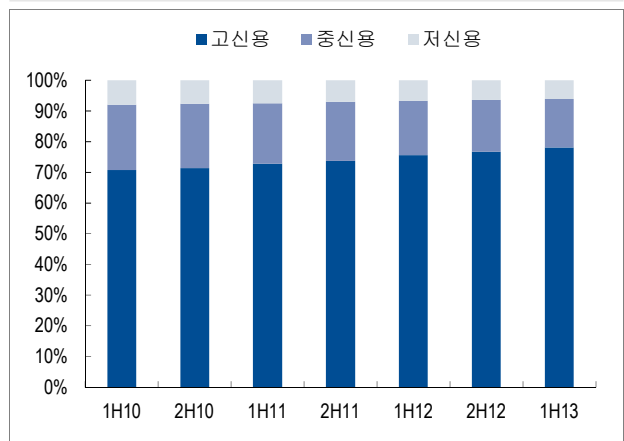
자료: 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

기업대출 고신용등급 비중 확대



자료: 한국은행 금융안정보고서, 우리투자증권 리서치센터

가계대출 고신용등급 비중 확대



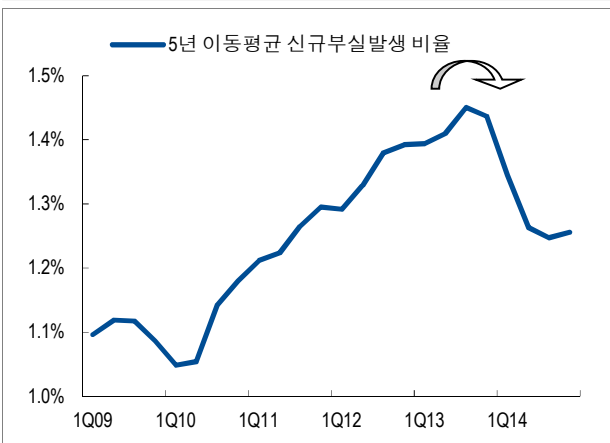
자료: 한국은행 금융안정보고서, 우리투자증권 리서치센터

2분기 대기업 채무구조평가 및 사전적 구조조정 영향 있을 수 있으나 대세를 바꿀 정도는 아니다

따라서 대기업 익스포저가 큰 은행은 2분기 대기업 채무구조평가 및 사전적 구조조정에 따른 일부 추가 충당금 적립 영향을 받을 수 있다. 2분기 대기업 신용위험평가에 따른 충당금 규모의 불확실성이 있으나 올해 연간 대손비용률은 전년대비 5~10bp 정도 개선 가능할 것으로 보고 있다. 즉, 2분기 대기업 상시평가에 따른 충당금 부담에 대한 불확실성은 있으나 이것이 올해 업종 연간 대손비용이 전년대비 개선되는 추세를 바꿀 정도는 아니라고 보기 때문이다.

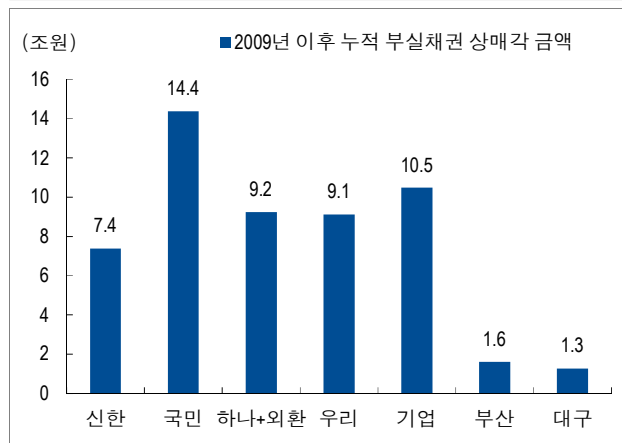
또한 국내 부동산경기 회복 강도가 예상보다 강해질 경우에는 건설 및 부동산 관련 부실채권(e.g. 부동산PF 및 집단대출 등) 및 상각채권의 회수에 따른 충당금 환입도 기대해 볼 수 있다. 상각채권은 상각을 통해 대차대조표에서 분리된 후에도 일반적으로 5년간 추심을 하게 되므로 2009년 이후의 부동산 관련 상각채권이 일부 회수될 가능성도 있기 때문이다.

업종 신규부실발생을 5년 이동평균 추이



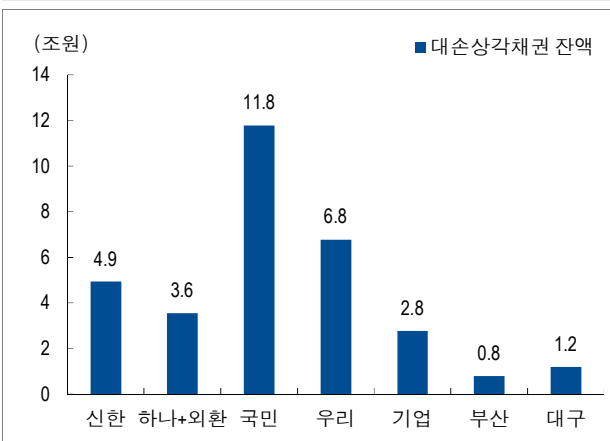
자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

2009년 이후 은행별 누적 부실채권 상매각 금액



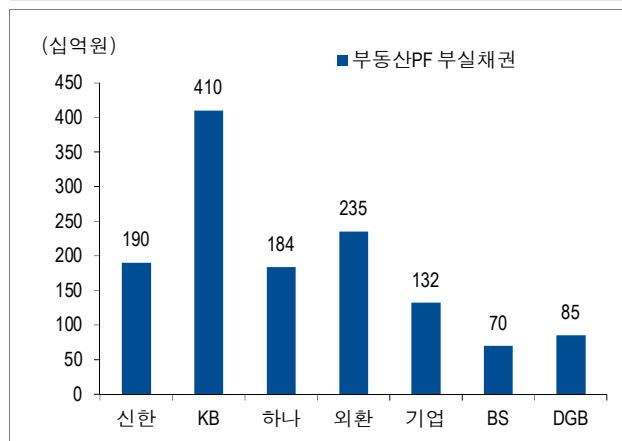
자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

은행별 상각채권 잔액 (2013년 말 기준)



자료: 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

은행별 부동산 PF 부실채권 규모



자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

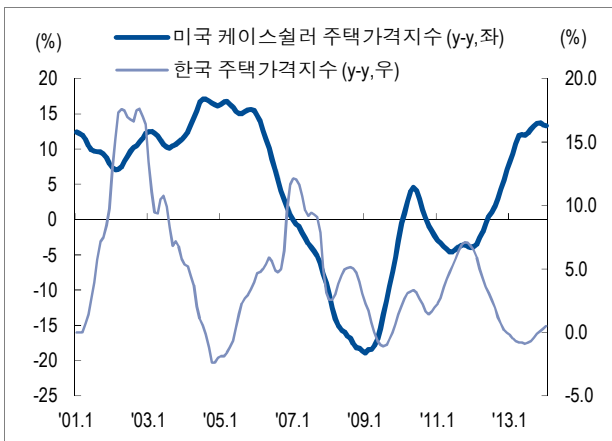
미국사례 : 부동산경기 좋아지면서 대손비용 추가 하향 안정화되고 있다

미국의 경우 부동산경기는 리먼사태 이전 2006년 Peak 이후 크게 가격조정을 받고 나서 2012년부터 다시 상승하였는데 미국 부동산경기가 회복되면서 미국 은행권 대손비용은 추가 하향 안정화되고 있다. 신규 부실 감소 영향도 있으나 기존 적립 충당금의 환입(Loan Loss Reserve Release)을 통해 대손비용이 하락하는 등 판관비 감축과 더불어 비용부문 감소로 미국 은행들의 수익성이 회복되었다.

우리한 은행은?

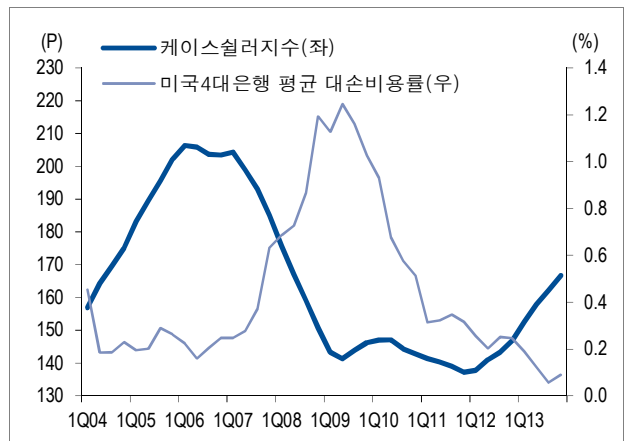
국내 은행권 역시 올해 업종 전반의 대손비용 감소가 예상되나 은행별로 다소 차별화될 것으로 보인다. 기업부문의 전반적 대손비용 감소가 예상되나 채무구조취약 대기업 익스포저가 큰 은행들은 단기적으로 2분기 대기업 상시평가에 따른 충당금 영향을 받을 수 있다. 큰 틀에서는 기존 대손비용률이 상대적으로 낮게 유지된 은행들의 대손비용률 개선 폭은 크지 않을 것으로 보인다. 또한 IFRS충당금적립방법은 집합법 적용 여신의 경우 예상손실률 (= 최근 60개월 기준 부도율 × 부도시손실률)에 의해 결정되는데, 예상손실률의 대용(Proxy)지표로 최근 60개월 신규부실발생률 평균치의 하락이 빠른 은행은 대손비용 하락 폭이 클 가능성이 있다.

미국 케이스실러지수 vs 국내 부동산가격지수 추이



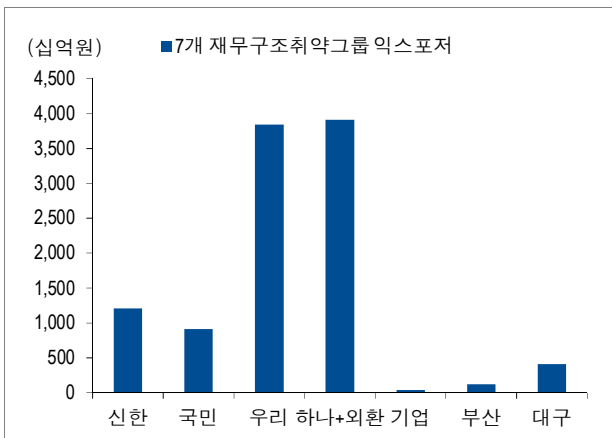
자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

미국 케이스실러지수 vs 4대 은행 대손비용 추이



자료: Datastream, Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

은행별 재무구조취약 대기업 익스포저

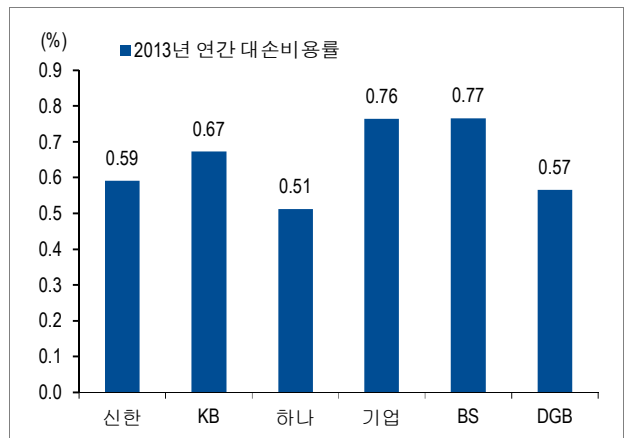


주 1: RP, 미확정지급보증, 외상매출채권담보대출 제외 기준

주 2: 주력기업체의 주채무계열 재무구조평가 점수 미달 그룹 기준

자료: 은행연합회, KIS Line, 우리투자증권 리서치센터

2013년 은행별 대손비용률 비교



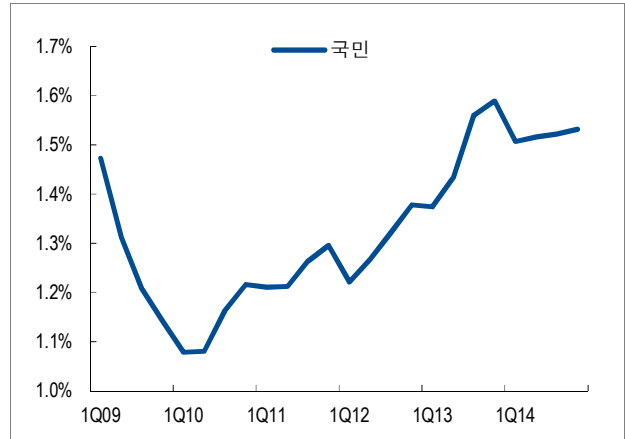
자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

신한은행 신규부실발생률 5년 이동평균 추이



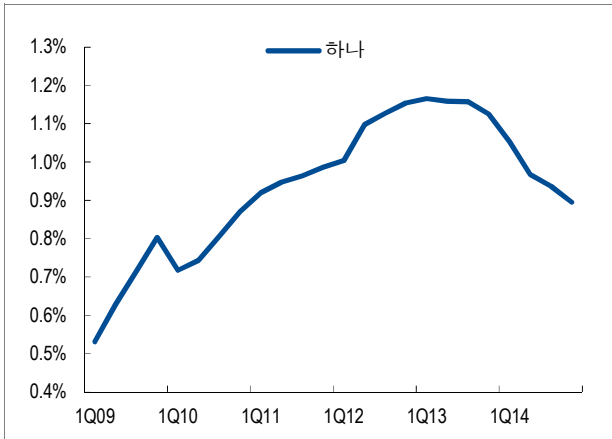
자료: 신한지주, 우리투자증권 리서치센터

국민은행 신규부실발생률 5년 이동평균 추이



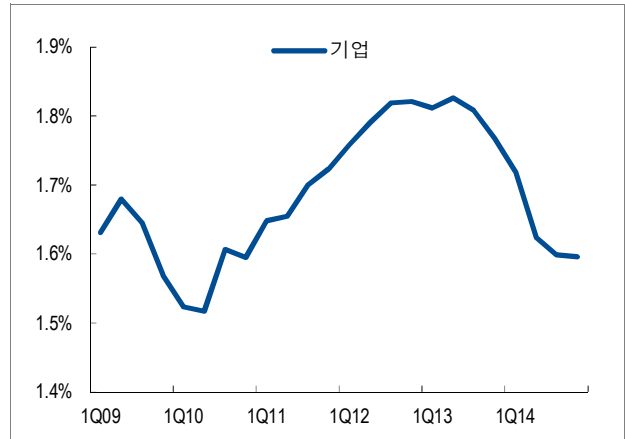
자료: KB 금융, 우리투자증권 리서치센터

하나은행 신규부실발생률 5년 이동평균 추이



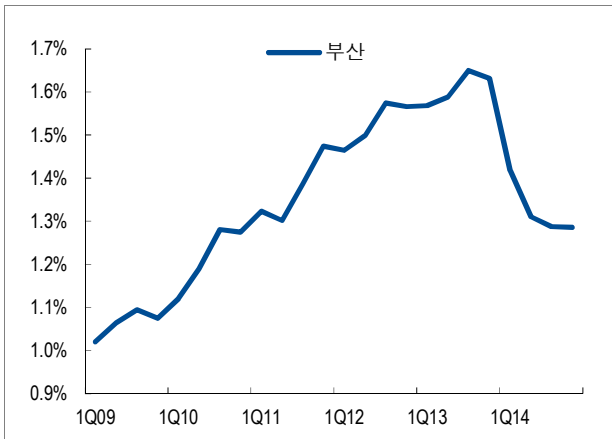
자료: 하나금융, 우리투자증권 리서치센터

기업은행 신규부실발생률 5년 이동평균 추이



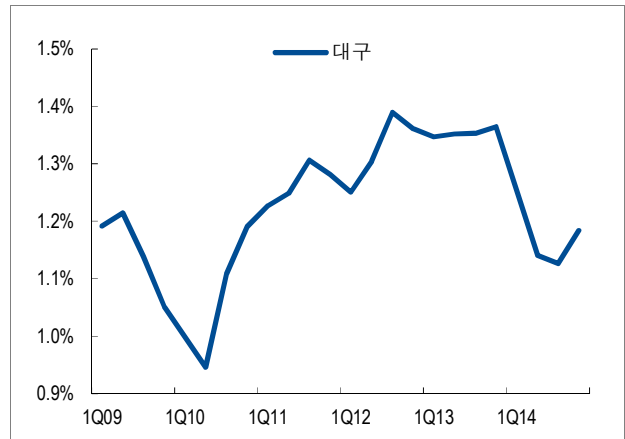
자료: 기업은행, 우리투자증권 리서치센터

부산은행 신규부실발생률 5년 이동평균 추이



자료: BS 금융, 우리투자증권 리서치센터

대구은행 신규부실발생률 5년 이동평균 추이



자료: DGB 금융, 우리투자증권 리서치센터

V. 업종 투자전략 및 최선호주

매크로 환경은 대체로 우호적

부동산임대소득 과세 강화 방침에 따라 최근 주춤하고 있는 수도권 부동산경기는 완만한 회복세를 이어갈 것으로 보이며 최근 원달러 환율도 강세를 보이고 있다. GDP성장률이 연간 약 4% 수준으로 회복되는 가운데 기준금리 인하 기대감도 낮아져 하반기 장단기금리차가 다시 확대될 가능성이 있어 은행업종을 둘러싼 매크로 환경은 대체로 우호적인 편으로 판단된다.

즉, 대출성장과 대손비용에 영향을 주는 부동산경기와 GDP성장률이 완만하나 회복세를 보이고 있고 비이자이익에 영향을 주는 주가와 환율 역시 전년말 수준 대비 흐름이 나쁘지 않은 상태이기 때문이다.

펀더멘털 개선은 정책 및 구조적 요인에 의해 일부 제한

다만 우호적인 매크로 환경 변화가 은행업종 펀더멘털 개선으로 여과 없이 이어질 것으로 보이지 않는다. 즉, 앞에서 살펴 본 1) 가계부채 대책, 2) 사전적 기업구조조정, 3) 저금리구조와 신용양극화 등 정책 및 구조적 요인들에 의해 업종 펀더멘털 개선은 일부 제한될 것으로 판단하기 때문이다.

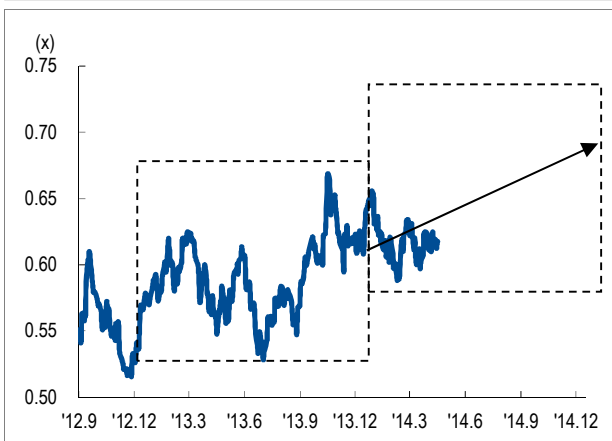
펀더멘털 개선 제한 요인에도 불구하고 올해 ROE는 전년대비 개선

2014년 커버리지 은행기준 업종 ROE는 6.8%로 추정되고 COE는 9%대로 하락할 가능성이 있어 목표PBR은 0.8배로 제시한다. 업종 내재할인율은 경기와 역행하면서 경기회복 국면에 축소되는 경향을 보이고 업종 ROE는 크지는 않지만 2년 연속 하락하다가 전년 6.0%대비 90bp개선되면서 턴어라운드 할 것으로 예상되기 때문에 올해 업종 PBR 트레이딩 박스권은 0.58~0.73배 범위로 상향 조정될 것으로 보고 있다.

PBR 트레이딩 박스권 상향조정 예상

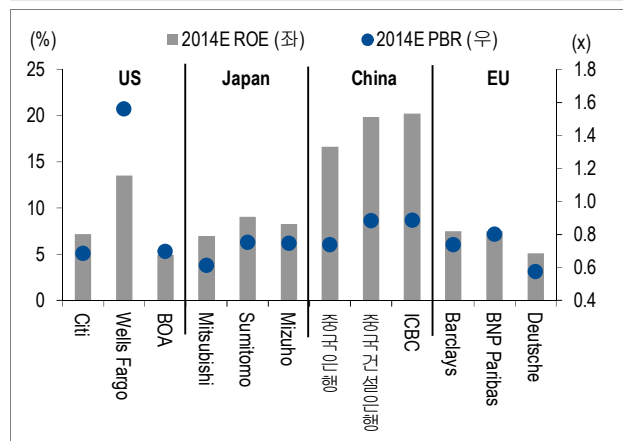
또한 업황 개선 제한 요인에도 불구하고 완만하게 업종 ROE가 전년대비 상승할 것으로 보여 업종 투자의견을 Positive로 유지한다.

트레이딩 박스권 상향조정 : 하반기 모멘텀 강화 예상



자료: 업계, Dataguide, 우리투자증권 리서치센터 전망

각국 시총 3위 금융기관 2014E ROE 및 PBR 밸류에이션



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

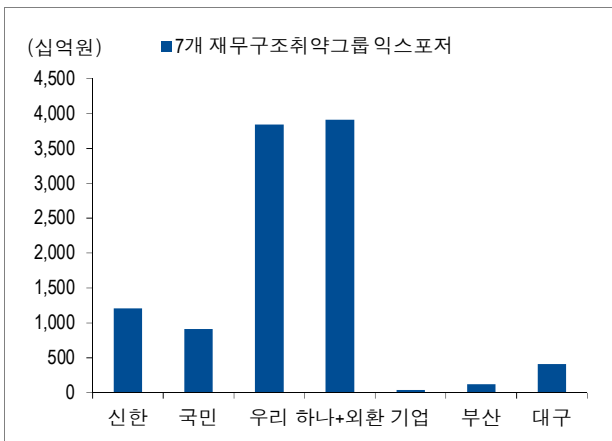
Top Picks는 기업은행과 BS금융

Top Picks는 매크로에 의한 업황개선 제한요인(Headwinds)에서 비껴나 있어 상대적 이익모멘텀이 강하면서 수익성 대비 저평가된 종목이다.

즉, 대기업 익스포저가 큰 은행들은 제2의 동양사태를 방지하기 위한 2분기 대기업 사전적 구조조정 강화에 따른 충당금 영향을 받을 수 있고, 가계대출 익스포저가 크고 주택담보대출 중 고정금리대출 비중이 낮은 곳은 금리경쟁에 따른 마진 압박 영향을 받을 수 있다. 장단기 금리차는 의미 있게 축소되기는 어렵고 하반기 추가 확대될 수 있기 때문에 고정금리 또는 혼합형금리 주담대 금리경쟁이 심화될 수밖에 없을 것으로 보인다. 또한 예대율이 높은 상태에서 자금조달구조의 단기화로 유동성갭을 관리하고 금리상승기를 대비하면서 대출성장을 해야 하는 상황이므로 하반기 자금조달비용 상승 압박이 발생할 가능성도 있다.

따라서 이러한 업황개선 제한요인의 영향이 미미하여 매크로개선에 따른 이익모멘텀이 상대적으로 강하고 수익성 대비 저평가된 종목인 기업은행과 BS금융을 Top Picks로 유지한다.

재무구조개선약정 체결 가능성이 있는 대기업집단 익스포저

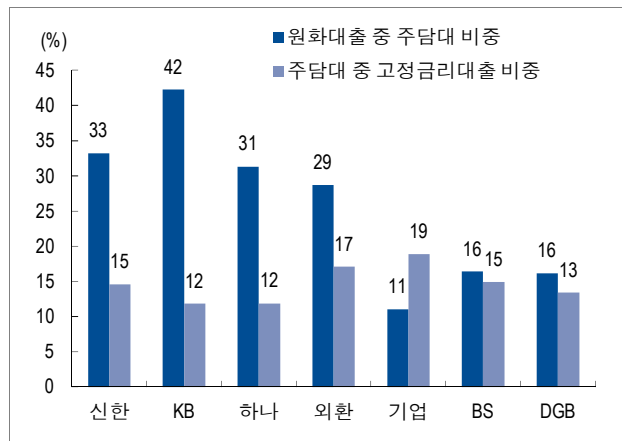


주 1: RP, 미확정지급보증, 외상매출채권담보대출 제외 기준

주 2: 주력기업체의 주채무계열 재무구조평가 점수 미달 그룹 기준

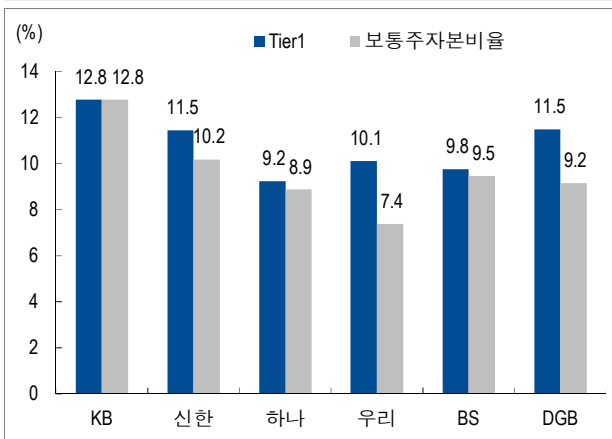
자료: 은행연합회, KIS Line, 우리투자증권 리서치센터

총대출 대비 주담대 비중과 주담대 중 고정금리대출 비중



자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

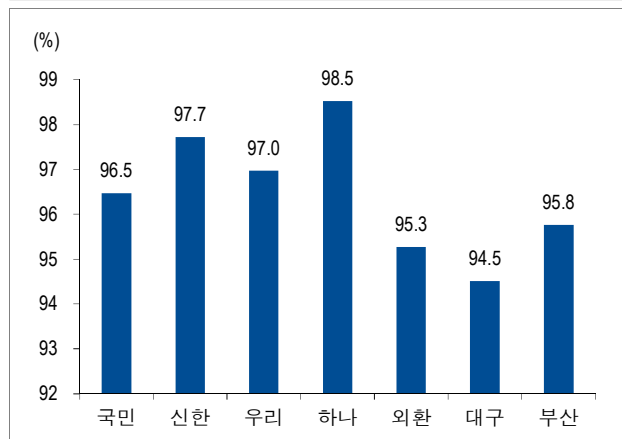
금융지주 보통주자본비율 및 Tier1 비율



주: Tier1 비율은 보통주전환 조건부자본 미발행시 CET1 비율 수렴

자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터

은행별 예대율 비교 (2013년 말 기준)



자료: 업계, 금융감독원, 우리투자증권 리서치센터

기업은행 수익성과 성장성 악순환에서 선순환으로 전환

가계부채 및 대기업 구조조정 영향 미미

공기업 정책 수혜

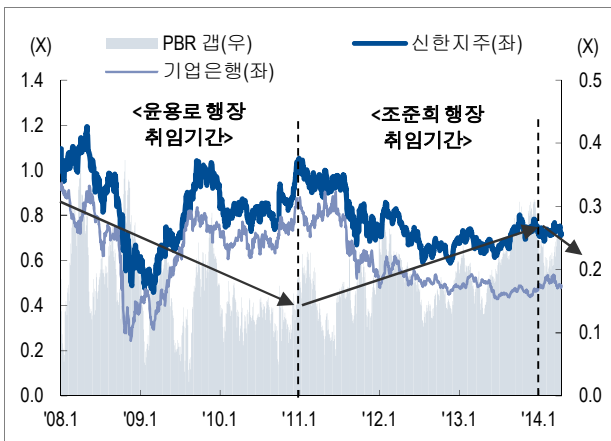
저평가 매력 최고

오버행 해소는 주가 상승 촉매요인

기업은행을 Top Picks로 추천하는 이유는 다음과 같다.

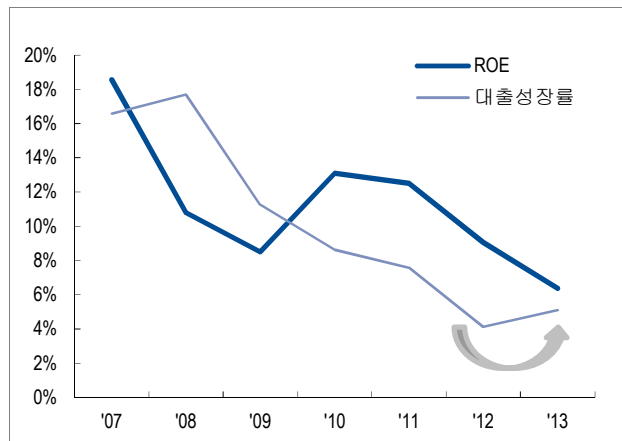
1) 수익성과 성장성의 악순환에서 벗어나 선순환 사이클로 접어드는 초입 국면으로 펀더멘털 턴어라운드가 예상된다. 2) 가계대출 비중이 미미하고 주담대 중 고정금리대출 비중이 높아 주담대 금리경쟁에서 자유로우며, 이에 따라 마진 관리에 유리하다. 또한 예대율 규제 대상이 아니므로 자금조달 부문 경쟁 가능성에서도 자유롭다. 3) 총대출 중 대기업대출 비중이 4%로 업종내 최저수준이므로 2분기 대기업 사전적 구조조정에 따른 충당금영향이 없을 전망이다. 4) 금융공공기관으로 재지정되면서 공기업 비용효율성 강화 (관관비 증가율 둔화) 정책과 공기업 배당확대 정책의 수혜가 예상된다. 5) 2014년 ROE 수익성은 대형은행(지주) 중 가장 높을 것으로 예상되는 반면 수익성 대비 PBR은 업종내 가장 저평가되어 있다. 6) 운용로 행장 취임기간 업종 대표주인 신한지주와의 PBR멀티플갭은 -0.10배까지 축소된 바 있으나 현재 -0.22배까지 차이가 난 상태로 향후 펀더멘털 개선 추세가 가시화되면서 이미 일부 완화된 오버행 이슈가 해소될 경우 상승여력이 클 것으로 예상된다.

신한지주 대비 PBR 멀티플갭 추이



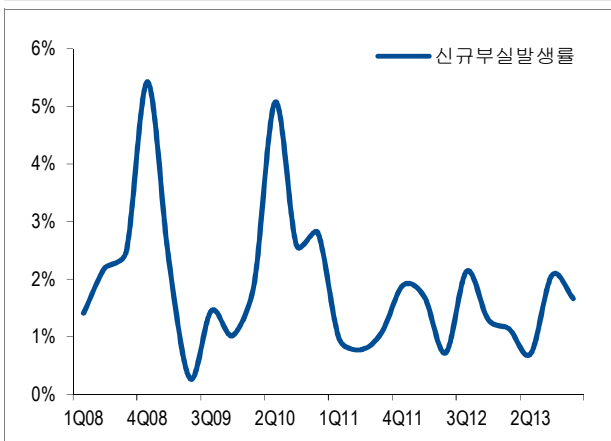
자료: 기업은행, 우리투자증권 리서치센터

기업은행 수익성과 성장성 악순환→선순환 전환 예상



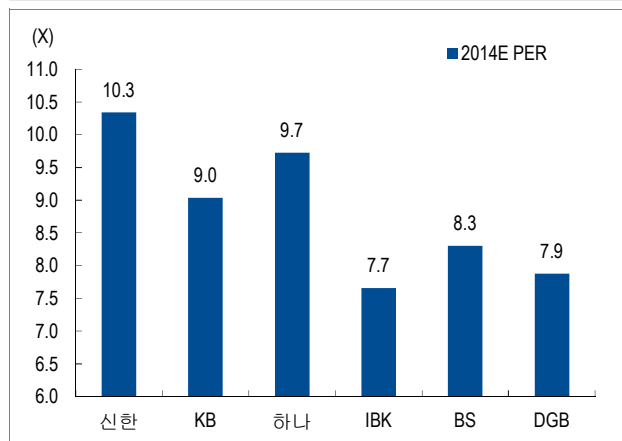
자료: 기업은행, 우리투자증권 리서치센터

신규부실 발생률 추이



자료: 기업은행, 우리투자증권 리서치센터

은행업종 2014E PER 멀티플 비교



자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터 전망

BS금융 화학적통합 속도 빠를 것으로 예상

지역 중소기업정보에 대한 독과점적 지위 ↑

지방은행 할인요인 ↓ 가계 및 대기업 사전적 구조조정 영향 미미

유가적 성장도 빠르고 PER멀티를 저평가

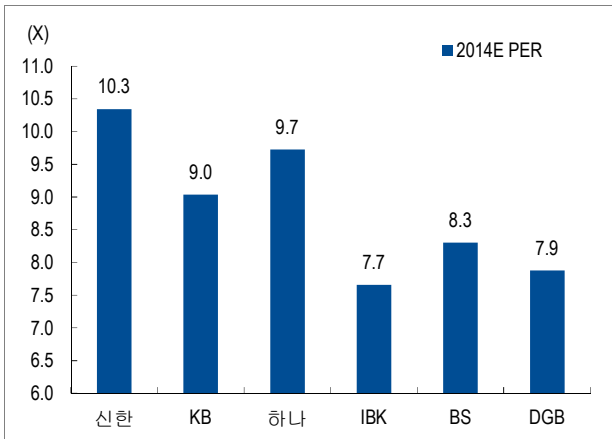
유상증자로 인한 주가하락 시 매수기회

BS금융을 Top Picks로 추천하는 이유는 다음과 같다

1) 경남은행과 부산은행 임직원들의 학연 및 지연이 상당부분 중복될 것으로 보여 동질성이 강한데다가 통합지주의 회사명까지 변경할 것으로 예상되어 두 은행간 화학적 통합속도는 빠를 것으로 예상된다. 2) 부산경남지역 1도 2지역은행 체제에서 1도 1지역은행 체제로 전환되면서 지역 중소기업시장에 대한 관계금융과 중소기업정보의 비대칭성에 의한 독과점적 지위가 강화될 것으로 보인다. 3) 가계부채 및 대기업 사전적 구조조정 영향에서 비껴나 있다. 4) 경남은행 인수로 통합지주의 자산규모가 은행계정 기준으로만 2013년말 현재 약 80조원 규모이므로 지방은행 규모에 따른 할인요인이 축소될 수 있다. 5) 수익성과 성장성의 균형 수준이 섹터 대비 탁월하고 유기적 성장속도가 빠르다. 6) 시너지효과를 제외하더라도 경남은행 인수와 유상증자를 감안할 경우 ROA 하락이 예상되나 레버리지 확대로 ROE는 인수 전에 비해 1.5%p 개선될 것으로 보인다. 또한 밸류에이션 측면에서도 대형은행(지주) 대비 PER멀티플이 저평가되어 있다.

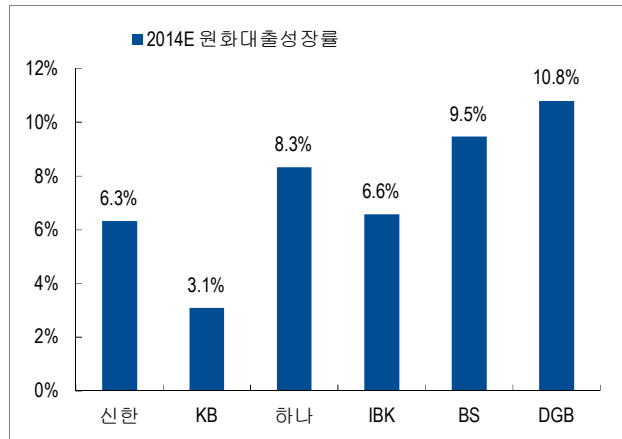
단기적으로 유상증자(5,000억원 내외, 할인율 15% 예상) 실시에 따른 주가 하락 시 매수기회로 활용할 필요가 있다

은행업종 2014E PER 멀티플 비교



자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터 전망

은행별 대출성장성 비교



자료: 업계, 우리투자증권 리서치센터 전망

유상증자 5천억원 및 할인율 15% 가정시 경남은행 인수 후 재무효과

(단위: 십억원, 배, %, 원)

	경남은행	BS 금융	통합후 BS	비고
자산총계	31,739	46,917	79,285	
자본총계	2,320	3,601	5,099	
신종자본증권	316	100		
신종제외 지배주주자본	2,004	3,501	4,001	유증 5천억원
레버리지	16	13	20	
2014E 순이익	210	367	487	
ROE	10.0	10.0	11.5	
ROA	0.66	0.78	0.61	
현주가		15,600	13,260	할인 15%
유상증자 추가 주식수			37,707,391	
총주식수		193,379,899	231,087,290	
BPS		18,104	17,314	-4.4%
EPS		1,898	2,106	11.0%

자료: BS 금융지주, 우리투자증권 리서치센터 전망

Valuation Table

(단위: 원, 배, %, 십억원)

	신한지주	KB 금융	하나금융	기업은행	BS 금융	DGB 금융	섹터(가중평균)
투자 의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	Positive
목표주가	52,000	44,000	44,000	16,500	20,000	20,500	
목표 PBR	0.88	0.63	0.63	0.71	1.01	0.93	0.8
지속가능 ROE	7.6	5.8	5.8	7.7	10.1	9.6	
영구성장률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
COE	8.7	9.2	9.2	10.8	10.0	10.2	
현주가(5/2)	45,700	35,300	36,300	12,700	15,750	15,800	
상승여력	13.8	24.6	21.2	29.9	27.0	29.7	24.4
2013 순이익	1,902.8	1,260.5	933.9	854.2	304.5	238.3	5,494
2014E 순이익	2,072.9	1,510.0	1,082.0	1,075.3	367.0	268.9	6,376
2013 ROA	0.6	0.4	0.3	0.4	0.7	0.7	0.5
2014E ROA	0.6	0.5	0.4	0.5	0.8	0.7	0.5
2013 ROE	7.6	5.0	5.3	6.4	9.0	9.1	6.3
2014E ROE(A)	7.4	5.7	5.4	7.7	10.0	9.5	6.8
2013 PER	11.6	12.9	13.6	9.3	10.2	9.3	11.7
2014E PER	10.3	9.0	9.7	7.7	8.3	7.9	9.2
2013 PBR	0.85	0.64	0.65	0.56	0.88	0.82	0.70
2014E PBR(B)	0.77	0.51	0.52	0.55	0.80	0.72	0.61
12M Forward PBR	0.76	0.50	0.51	0.55	0.80	0.71	0.60
Trailing PBR	0.81	0.53	0.53	0.58	0.87	0.78	0.64
내재할인율(A/B)	9.6	11.3	10.5	14.0	12.6	13.2	11.1

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

종목별 2014년 순이익 예상치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014E 예상치			2015F
			예상치	y-y	Consensus	
신한지주	2,324	1,903	2,073	8.9	2,086	2,212
KB 금융	1,703	1,261	1,510	19.8	1,531	1,695
하나금융	1,622	934	1,082	15.9	1,124	1,308
기업은행	1,167	854	1,075	25.9	1,011	1,229
BS 금융	361	305	367	20.5	375	403
DGB 금융	273	238	269	12.9	265	304
합계	7,449	5,494	6,376	16.1	6,392	7,151

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

2014. 5. 8
Company Report

신한지주 (055550.KS)

Buy (유지)

목표주가 52,000원 (유지)

현재가 ('14/5/2) 45,700원

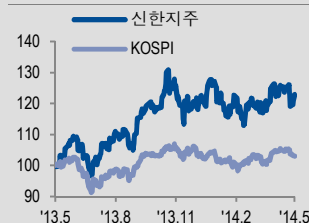
업종 은행

KOSPI	1,959.44
KOSDAQ	558.66
시가총액(보통주)	21,670.9십억원
발행주식수(보통주)	474.2백만주
52주 최고가('13/10/21)	48,650원
최저가('13/06/25)	35,950원
평균거래대금(60일)	39.4십억원
배당수익률(2013)	1.37%
외국인지분율	64.85%

주요주주	
국민연금관리공단	8.81%
BNP파리바S.A	5.35%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.1	-2.4	22.9
상대수익률	-0.8	1.2	22.7

Price Trend



Analyst 최진석

02)768-7606, jason.choi@wooriwm.com

RA 최애린

02)768-7539, aierin.choi@wooriwm.com

장기투자에 적합한 업종 대표주

견고한 자금조달구조와 더불어 자본적정성 및 자산건전성이 업계 최상위 수준으로 Balance Sheet 구조가 강한 업종 대표주. 장기투자 대안으로 추천

적정성장과 대손비용 감소가 올해 EPS증가 견인

- 2013년말 현재 총대출 중 가계대출 비중이 49%이며 주택담보대출 중 고정금리 대출 비중이 14.6%, 총대출 중 대기업 대출 비중이 14%이며 1분기말 현재 예대율은 98%로 가계부채 및 대기업 사전적 구조조정에 따른 영향은 업종 중간 정도 예상
- 2013년 이자이익/대손비용 배수는 5.6배로 대형은행(지주) 중 가장 높아 리스크 단위당 수익성이 업종 상위 수준
- 대출성장률은 연간 6% 수준으로 업종평균과 유사한 속도로 성장할 것으로 보이며 총여신대비 대손비용률은 49bp로 전년대비 -10bp 하락하면서 EPS는 전년대비 11.2% 증가할 것으로 전망
- 견고한 자금조달구조와 더불어 자본적정성 역시 3월말 현재 그룹 Tier1 11.3%, CET1 10.3%, 은행 Tier1비율 14.1%, CET1 12.8%로 KB금융과 더불어 업계 최상위 수준이며 자산건전성 역시 그룹 및 은행의 NPL비율이 1.26%, 1.15%로 낮아 재무상태표 (Balance Sheet) 가 매우 강한 것으로 판단

추가 프리미엄 확대 위해서는 업종 대비 경상적 ROE 격차 확대 필요할 듯

- 업종내 프리미엄을 받고 있는데 이러한 프리미엄은 올해도 지속될 것으로 예상됨. 추가 프리미엄 확대 위해서는 업종 대비 경상적 ROE격차 확대 필요할 듯
- 중장기적으로는 성장과 마진 개선을 통해 충당금적립전영업이익이 주도하는 EPS성장이 필요. 적극적인 자본관리정책과 더불어 대손비용 하향 안정화 이후의 영업수익 성장정책 확인 필요
- 지속가능 ROE는 7.6% 및 CoE 8.7% 적용. 투자의견 Buy 및 목표주가 52,000원 (2014E BPS대비 0.9배) 유지

결산기 -12월	순이자이익 (십억원)	순비이자이익 (십억원)	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감률 (%)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)
2012	6,980	1,584	8,564	3,180	2,324	-25.0	4,931	7.9	0.73	0.8	9.6
2013	6,603	1,421	8,024	2,638	1,903	-18.1	4,060	11.6	0.85	0.6	7.6
2014E	6,865	1,509	8,375	2,960	2,073	8.9	4,419	10.3	0.77	0.6	7.4
2015F	7,271	1,559	8,830	3,159	2,212	6.7	4,712	9.7	0.73	0.7	7.5
2016F	7,609	1,595	9,204	3,269	2,296	3.8	5,020	9.1	0.68	0.7	7.3

주: IFRS연결 기준 (영업이익=순영업수익+제충당금전입액+판권비). 순이익은 지배주주순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

INCOME STATEMENT					DUPONT ANALYSIS				
(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F	(%)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	6,603	6,865	7,271	7,609	순이자이익	2.14	2.15	2.17	2.16
순비이자이익	1,421	1,509	1,559	1,595	순비이자이익	0.46	0.47	0.46	0.45
순영업수익	8,024	8,375	8,830	9,204	순영업수익	2.60	2.62	2.63	2.61
제충당금전입액	1,184	1,061	1,099	1,159	판매관리비	1.36	1.36	1.36	1.36
판매관리비	4,203	4,354	4,572	4,775	PPOP	1.24	1.26	1.27	1.26
영업이익	2,638	2,960	3,159	3,269	제충당금전입액	0.38	0.33	0.33	0.33
영업외이익	45	0	0	0	당기순이익	0.62	0.65	0.66	0.65
세전순이익	2,682	2,960	3,159	3,269					
법인세	623	716	764	791					
당기순이익	1,903	2,073	2,212	2,296					

BALANCE SHEET					PER SHARE DATA AND VALUATIONS				
(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F		2013	2014E	2015F	2016F
대출채권	205,723	217,313	229,679	241,543	배당금 (십억원)	308	332	379	437
유가증권	66,030	68,671	71,418	74,274	주당배당금 (원)	650	700	800	900
기타H&A	16,473	17,401	18,391	19,341	배당성향 (%)	16	16	17	18
기타자산	23,072	23,764	24,477	25,211	EPS (원)	4,060	4,419	4,712	5,020
자산총계	311,297	327,149	343,964	360,370	BVPS (원)	55,721	59,262	62,996	66,786
예수금	178,810	188,884	200,577	211,940	PBR (배)	0.8	0.8	0.7	0.7
차입금	26,052	26,834	27,639	28,468	PER (배)	11.6	10.3	9.7	9.1
사채	37,491	38,616	39,775	40,968	P/PPOP (배)	6.0	5.5	5.2	5.0
기타부채	39,084	41,644	42,830	43,835					
부채총계	281,437	295,978	310,819	325,211					
납입자본금	2,645	2,645	2,645	2,645					
자본총계	29,860	31,171	33,145	35,159					

GROWTH RATES					RATIO ANALYSIS				
(%)	2013	2014E	2015F	2016F	(%)	2013	2014E	2015F	2016F
Balance sheet items	2.1	5.1	5.1	4.8	BIS 비율(그룹기준)	13.63	13.47	13.96	13.99
자산총계	2.7	5.6	5.7	5.2	Tier 1	9.51	11.47	11.47	11.46
대출채권	2.0	6.3	6.4	6.0	Tier 2	2.96	2.16	2.00	2.50
원화대출금	2.9	4.0	4.0	4.0	고정이하여신비율	1.71	1.40	1.20	0.80
가계대출	1.0	8.5	8.5	7.8	요주의이하여신비율	2.86	2.60	2.20	2.20
기업대출	-2.0	3.0	3.0	3.0	NPL커버리지비율	118.6	130.0	128.3	192.5
신용카드	3.2	5.6	6.2	5.7	ROA	0.62	0.65	0.66	0.65
예수금	7.0	3.0	3.0	3.0	ROE	7.6	7.4	7.5	7.3
차입금	-3.5	3.0	3.0	3.0					
사채									
Income Statement items	-6.3	4.4	5.4	4.2					
순영업수익	-10.5	-10.4	3.6	5.4					
제충당금전입액	3.5	3.6	5.0	4.4					
판매관리비	-17.1	12.2	6.7	3.5					
영업이익	-18.1	8.9	6.7	3.8					
당기순이익	2.1	5.1	5.1	4.8					

Buy (유지)

목표주가 44,000원 (하향)

현재가 ('14/5/2) 35,300원

업종 은행

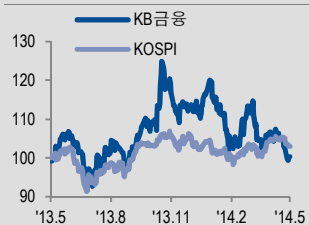
KOSPI	1,959.44
KOSDAQ	558.66
시가총액(보통주)	13,638.2십억원
발행주식수(보통주)	386.4백만주
52주 최고가('13/10/18)	43,950원
최저가('13/07/04)	32,600원
평균거래대금(60일)	41.3십억원
배당수익률(2013)	1.18%
외국인지분율	62.8%

주요주주

국민연금관리공단	9.96%
Franklin Resources Inc(외 52인)	7.33%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.1	14.2	0.3
상대수익률	-6.1	-10.7	0.2

Price Trend



Analyst 최진석

02)768-7606, jason.choi@wooriwm.com

RA 최애린

02)768-7539, aierin.choi@wooriwm.com

고객과 주주의 신뢰회복 우선

카드 고객정보 유출사태 및 금융사고에 따른 투자심리 악화는 주가에 기반영. 2분기 이후 이익모멘텀 강화 예상. 자본효율성 제고 가능성 및 부동산경기 수혜 예상

자본효율성 제고와 핵심이익 확대 관건

- 2분기 이후 이익 모멘텀 강화될 것으로 예상. 대출성장 재개와 더불어 올해 만기 도래 고금리 후순위채 4.2조원 중 2.2조원이 2분기에 집중되어 있어 상황에 따른 자금조달비용 하락이 예상되고 대기업 익스포저가 대형은행지주 중 가장 낮아 2분기 대기업 신용위험평가에 따른 충당금 영향이 상대적으로 적을 것으로 예상되기 때문임
- 단, 총대출 중 가계대출 비중이 55%로 크고 주택담보대출 중 고정금리대출 비중이 약 12% 수준으로 낮아 가계부채 구조개선 대책의 영향을 상대적으로 크게 받을 가능성이 있는 점이 단점
- KB금융지주 및 국민은행 바젤3 기준 보통주자본비율 업계 최상위 수준으로 향후 Tier1 조건부자본 등 자본확충 가능성은 낮으나 다른 한편으로 적극적인 자본관리정책을 통해 자본효율성을 높여야 하는 양면성 보유
- 수도권 부동산경기 회복 시 집단대출 및 부동산PF 등 부동산관련 부실채권에 대한 충당금 환입 기대 가능하다는 점에서 여전히 부동산경기 회복의 수혜 종목
- 우리파이낸셜 인수 성공에 이어 LIG손해보험까지 인수에 성공한다면 ROE는 추가적으로 개선될 수 있어 긍정적. 2014년 대규모 일회성이익(3십 계열 중인 법 인세환급 약 4,500억원) 실현 가능성도 긍정적

추가 M&A 성공 기대

- 경상적 대손비용의 하향 안정화(1Q14대손비용은 구조조정 건설업체 관련 충당금 환입으로 경상수준보다 소폭 적음)와 더불어 성장이 재개되면서 이익모멘텀은 강화 예상. LIG손해보험 인수와 핵심이익 확대가 주가상승 계기될 듯
- 2014년 기준 이익추정치를 하향하여 목표주가도 기존 47,000원에서 44,000원으로 하향 조정하되 투자의견 Buy 유지

결산기 -12월	순이자이익 (십억원)	순비이자이익 (십억원)	순영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감률 (%)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)
2012	7,116	789	7,904	2,411	1,703	-28.2	4,408	8.6	0.60	0.6	7.2
2013	6,523	931	7,454	2,027	1,261	-26.0	3,263	12.9	0.64	0.4	5.0
2014E	6,501	849	7,350	1,977	1,510	19.8	3,908	9.0	0.51	0.5	5.7
2015F	6,790	982	7,772	2,236	1,695	12.2	4,386	8.0	0.48	0.6	6.1
2016F	7,131	1,032	8,163	2,516	1,907	12.5	4,937	7.2	0.45	0.6	6.5

주: IFRS연결 기준 (영업이익=순영업이익-제당당금전입액-판관비). 순이익은 지배주주순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

INCOME STATEMENT

(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	6,523	6,501	6,790	7,131
순비이자이익	931	849	982	1,032
순영업수익	7,454	7,350	7,772	8,163
제충당금전입액	1,444	1,250	1,248	1,187
판매관리비	3,984	4,123	4,288	4,459
영업이익	2,027	1,977	2,236	2,516
영업외이익	-212	15	0	0
세전순이익	1,815	1,992	2,236	2,516
법인세	552	482	541	609
당기순이익	1,261	1,510	1,695	1,907

DUPONT ANALYSIS

(%)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	2.27	2.19	2.21	2.22
순비이자이익	0.32	0.29	0.32	0.32
순영업수익	2.60	2.48	2.53	2.54
판매관리비	1.39	1.39	1.39	1.39
PPOP	1.21	1.09	1.13	1.15
제충당금전입액	0.50	0.42	0.41	0.37
당기순이익	0.44	0.51	0.55	0.59

BALANCE SHEET

(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F
대출채권	219,001	224,507	234,711	245,564
유가증권	46,753	49,090	51,545	54,122
기타H&A	14,793	15,532	16,309	17,124
기타자산	11,292	11,630	11,979	12,339
자산총계	291,838	300,760	314,544	329,149
예수금	200,882	213,939	227,845	242,655
차입금	14,101	14,524	14,960	15,409
사채	27,040	27,851	28,686	29,547
기타부채	24,162	17,292	14,426	11,264
부채총계	266,185	273,607	285,918	298,875
납입자본금	1,932	1,932	1,932	1,932
자본총계	25,653	26,970	28,433	30,069

	2013	2014E	2015F	2016F
배당금 (십억원)	193	232	270	386
주당배당금 (원)	500	600	700	1,000
배당성향 (%)	15	15	16	20
EPS (원)	3,263	3,908	4,386	4,937
BVPS (원)	66,398	69,806	73,592	77,829
PBR (배)	0.6	0.5	0.5	0.5
PER (배)	12.9	9.0	8.0	7.2
P/POPOP (배)	4.7	4.2	3.9	3.7

GROWTH RATES

(%)	2013	2014E	2015F	2016F
Balance sheet items				
자산총계	3.5	3.1	4.6	4.6
대출채권	3.0	2.5	4.5	4.6
원화대출금	1.8	3.1	4.8	4.8
가계대출	2.5	2.5	5.0	5.0
기업대출	1.0	3.8	4.6	4.6
신용카드	11.5	3.0	10.0	10.0
예수금	3.3	6.5	6.5	6.5
차입금	-11.7	3.0	3.0	3.0
사채	12.0	3.0	3.0	3.0
Income Statement items				
순영업수익	-5.7	-1.4	5.7	5.0
제충당금전입액	-10.2	-13.4	-0.1	-4.9
판매관리비	2.5	3.5	4.0	4.0
영업이익	-15.9	-2.5	13.1	12.5
당기순이익	-26.0	19.8	12.2	12.5

RATIO ANALYSIS

(%)	2013	2014E	2015F	2016F
BIS 비율				
Tier 1	15.38	15.19	15.47	15.81
Tier 2	12.78	13.19	13.47	13.27
고정이하여신비율	2.59	2.00	2.00	2.54
요주의이하여신비율	1.63	1.45	1.30	1.20
NPL커버리지비율	3.25	3.00	2.85	2.80
ROA	134.2	134.5	142.5	151.7
ROE	0.44	0.51	0.55	0.59
	5.03	5.74	6.12	6.52

Hold (유지)

목표주가 44,000원 (유지)

현재가 ('14/5/2) 36,300원

업종 은행

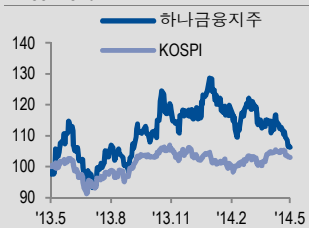
KOSPI	1,959.44
KOSDAQ	558.66
시가총액(보통주)	10,523.2십억원
발행주식수(보통주)	289.9백만주
52주 최고가('13/12/30)	43,900원
최저가('13/07/04)	31,850원
평균거래대금(60일)	39.1십억원
배당수익률(2013)	0.91%
외국인지분율	64.97%

주요주주

국민연금관리공단	9.95%
BlackRock Fund Advisors(외13인)	5.08%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.3	-10.3	6.3
상대수익률	-12.2	-6.7	6.2

Price Trend



Analyst 최진석

02)768-7606, jason.choi@wooriwm.com

RA 최애린

02)768-7539, aierin.choi@wooriwm.com

성장에 올인

대손비용 개선은 제한적일 것으로 보이나 양호한 대출성장은 긍정적. 성장과 마진 상쇄 여부 확인 필요. 외환은행과의 시너지는 2015년 하반기 이후 기대

제한적 대손비용 개선 vs 양호한 대출성장

- 2013년 연간 이자이익/대손비용 배수가 4.0배로 신한 5.6배 및 KB 4.5배보다 낮아 Low Risk - Low Return 프로필을 보여주고 있음. 최근 중소기업대출 성장에 따른 리스크 대비 수익성 변화 여부 확인 필요
- Low-Risk Low-Return 대출프로필에 따라 대손비용 추가 하락 가능성이 상대적으로 낮음. 이에 따라 적극적인 대출성장을 통해 핵심이익 확대를 추진하고 있는 점은 긍정적. 다만, 1Q14 하나은행 기준 예대율이 98.8%로 높아 성장과 마진 상쇄(Trade-off) 민감도가 하반기에 높아질 가능성 유의
- 예상과 계획 대비 낮은 판관비 증가율은 긍정적. 저원가성핵심예금 증가도 긍정적이나 지속 가능여부는 확인 필요. 저원가성핵심예금의 증가가 시중자금의 단기 부동화 영향으로 판단됨
- 2016년부터 도입 예정인 국내 대형은행(D-SIFI) Capital Surcharge와 경기대응 완충자본을 감안할 때 동사의 그룹기준 바젤3비율이 대형 금융지주 중 낮아 향후 보통주전환 조건이 있는 Tier1 조건부자본 발행 가능성 있음
- 대기업 익스포저가 상대적으로 큰 상태로 2분기 대기업 신용위험정기평가에 따른 충당금 영향의 불확실성 있는 상태

외환은행 통합시너지는 2015년 하반기 이후 기대

- 2분기 고금리 후순위채 1.5조원 만기도래는 상반기까지 마진 훼손 없는 성장 추진의 연료. 2분기 원화강세에 따른 환산차익 및 SK하이닉스 매각익 등은 연속성이 없는 일회성이익이나 이익안정성 제고에 긍정적
- 2015년 하반기 이후 기대 가능한 외환은행 통합 시너지를 겨냥한 장기투자는 유효. 목표주가 44,000원 및 투자 의견 Hold 유지

결산기 -12월	순이자이익 (십억원)	순비이자이익 (십억원)	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감률 (%)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)
2012	4,599	2,626	7,225	2,017	1,622	32.8	6,784	5.1	0.54	0.7	10.5
2013	4,485	1,645	6,130	1,165	934	-42.4	3,221	13.6	0.65	0.3	5.3
2014E	4,893	1,638	6,532	1,469	1,082	15.9	3,732	9.7	0.52	0.4	5.4
2015F	5,258	1,704	6,962	1,811	1,308	20.9	4,511	8.0	0.49	0.4	6.3
2016F	5,579	1,772	7,351	2,047	1,483	13.4	5,116	7.1	0.46	0.4	6.7

주: IFRS연결 기준 (영업이익=순영업수익-제충당금전입액-판관비). 순이익은 지배주주순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

INCOME STATEMENT					DUPONT ANALYSIS				
(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F	(%)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	4,485	4,893	5,258	5,579	순이자이익	1.55	1.59	1.59	1.60
순비이자이익	1,645	1,638	1,704	1,772	순비이자이익	0.57	0.53	0.52	0.51
순영업수익	6,130	6,532	6,962	7,351	순영업수익	2.11	2.12	2.11	2.10
제충당금전입액	1,119	1,120	1,090	1,081	판매관리비	1.33	1.28	1.23	1.21
판매관리비	3,846	3,942	4,061	4,223	PPOP	0.79	0.84	0.88	0.89
영업이익	1,165	1,469	1,811	2,047	제충당금전입액	0.39	0.36	0.33	0.31
영업외이익	105	40	0	0	당기순이익	0.32	0.35	0.40	0.42
세전순이익	1,270	1,509	1,811	2,047					
법인세	277	365	438	495					
당기순이익	934	1,082	1,308	1,483					

BALANCE SHEET					PER SHARE DATA AND VALUATIONS				
(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F		2013	2014E	2015F	2016F
대출채권	203,598	224,227	240,606	254,981	배당금 (십억원)	116	87	101	159
유가증권	35,215	36,976	38,824	40,766	주당배당금 (원)	400	300	350	550
기타H/A	30,514	31,429	32,372	33,343	배당성향 (%)	12	8	8	11
기타자산	25,862	27,155	28,513	29,939	EPS (원)	3,221	3,732	4,511	5,116
자산총계	295,189	319,787	340,315	359,029	BVPS (원)	67,724	70,025	74,236	79,002
예수금	187,226	206,196	221,258	234,477	PBR (배)	0.6	0.5	0.5	0.5
차입금	21,834	22,489	23,163	23,858	PER (배)	13.6	9.7	8.0	7.1
사채	30,420	31,332	32,272	33,240	P/PPOP (배)	5.6	4.1	3.6	3.4
기타부채	34,820	38,182	40,754	43,137					
부채총계	274,299	298,199	317,448	334,713					
납입자본금	1,449	1,449	1,449	1,449					
자본총계	20,890	21,589	22,868	24,316					

GROWTH RATES					RATIO ANALYSIS				
(%)	2013	2014E	2015F	2016F	(%)	2013	2014E	2015F	2016F
Balance sheet items					BIS 비율	12.3	11.9	11.7	11.7
자산총계	3.6	8.3	6.4	5.5	Tier 1	8.9	8.4	8.2	8.2
대출채권	3.6	10.1	7.3	6.0	Tier 2	3.0	3.5	3.5	3.5
원화대출금	4.5	8.3	8.3	6.4	고정이자여신비율	1.5	1.2	1.0	0.8
가계대출	2.7	4.0	6.5	6.5	요주의이자여신비율	3.0	2.5	2.2	1.9
기업대출	6.2	9.3	10.0	6.3	NPL커버리지비율	120.8	125.0	132.0	142.5
예수금	5.0	10.1	7.3	6.0	ROA	0.32	0.35	0.40	0.42
차입금	-2.4	3.0	3.0	3.0	ROE	5.3	5.4	6.3	6.7
사채	-6.2	3.0	3.0	3.0					
Income Statement items									
순영업수익	-2.5	9.1	7.5	6.1					
제충당금전입액	-22.2	0.1	-2.7	-0.8					
판매관리비	2.0	2.5	3.0	4.0					
영업이익	-42.3	26.1	23.3	13.0					
당기순이익	-42.4	15.9	20.9	13.4					

Buy (유지)

목표주가 16,500원 (유지)

현재가 ('14/5/2) 12,700원

업종 은행

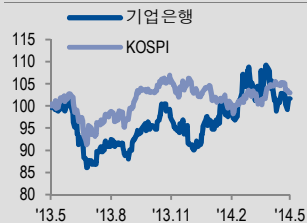
KOSPI	1,959.44
KOSDAQ	558.66
시가총액(보통주)	7,016.9십억원
발행주식수(보통주)	552.5백만주
52주 최고가('14/03/26)	13,650원
최저가('13/06/25)	10,800원
평균거래대금(60일)	17.9십억원
배당수익률(2013)	2.72%
외국인지분율	16.87%

주요주주

기획재정부	60.03%
기업은행자사주	4.74%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.6	4.1	1.2
상대수익률	0.7	7.6	1.1

Price Trend



Analyst 최진석

02)768-7606, jason.choi@wooriwm.com

RA 최애린

02)768-7539, aierin.choi@wooriwm.com

순풍에 돛 달고

수익성과 성장성의 악순환에서 선순환 사이클로 전환되는 초입단계. 업황개선을 제한하는 정책과 구조적요인의 역풍 영향 미미. 할인요인 해소 관점 접근

역풍(逆風) 영향에서 비껴나 있고 매크로 순풍(順風) 효과 예상

- 전임 조준희 행장 취임기간 진행된 수익성과 성장성의 악순환 사이클은 종료되고 선순환 사이클로 진입하는 초입 단계로 판단되어 펀더멘털 턴어라운드를 겨냥한 장기 매수관점 접근 가능
- 중소기업 전문 국책은행 특성상 총대출 대비 대기업대출 비중이 4%로 업종내 가장 낮고 총대출 대비 가계대출 비중 역시 19%에 불과하며 주택담보대출 중 고정금리대출비중은 19%로 높아 가계부채 및 대기업 사전적 구조조정에 따른 마진과 대손비용의 부정적 영향에서 비껴나 있는 점 긍정적임
- 총여신대비 신규부실발생률도 하향 안정화되고 있어 경기회복에 따른 대손비용 감소 예상
- 예대율 규제 대상이 아니므로 자금조달부문 금리경쟁 심화 가능성에서도 비껴나 있어 마진관리에 긍정적임
- 가계 및 대기업 관련 부정적 정책 영향에서는 비껴나 있는 반면 공공기관으로 재지정되면서 공기업 비용효율성 강화 정책과 공기업 배당확대 정책의 수혜가 예상되는 종목

신한지주 대비 PBR멀티플 갭 축소되면서 상승여력 클 듯

- 율령로 행장 취임기간 신한지주 대비 PBR멀티플은 -0.1배까지 축소된 바 있으나 현재 -0.22배로 신한지주 대비 ROE수익성은 유사한 반면 PBR은 낮아 여전히 저평가가 심각한 상태
- 업종내 PER멀티플도 가장 낮아 수익성대비 가장 저평가된 상태. 펀더멘털 개선 추세가 지속되면 오버행 이슈는 해소관점에서 접근 가능하여 오히려 주가 상승 촉매제로 작용 예상
- 2분기 상대적 이익모멘텀도 강할 것으로 예상. 당사 Top Picks로 유지

결산기 -12월	순이자이익 (십억원)	순비이자이익 (십억원)	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감률 (%)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)
2012	4,468	148	4,615	1,594	1,167	-19.0	1,812	6.5	0.58	0.6	9.1
2013	4,256	48	4,305	1,142	854	-26.8	1,318	9.2	0.56	0.4	6.4
2014E	4,559	73	4,632	1,419	1,075	25.9	1,659	7.7	0.55	0.5	7.7
2015F	4,844	76	4,920	1,622	1,229	14.3	1,897	6.7	0.51	0.5	8.3
2016F	5,178	80	5,259	1,778	1,348	9.6	2,079	6.1	0.48	0.5	8.5

주: IFRS연결 기준 (영업이익=순영업수익-제충당금전입액-판권비). 순이익은 지배주주순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

INCOME STATEMENT					DUPONT ANALYSIS				
(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F	(%)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	4,256	4,559	4,844	5,178	순이자이익	2.07	2.08	2.08	2.10
순비이자이익	48	73	76	80	순비이자이익	0.02	0.03	0.03	0.03
순영업수익	4,305	4,632	4,920	5,259	순영업수익	2.10	2.11	2.12	2.13
제충당금전입액	1,150	1,161	1,184	1,261	판매관리비	0.98	0.94	0.91	0.90
판매관리비	2,012	2,053	2,114	2,220	PPOP	1.12	1.18	1.21	1.23
영업이익	1,142	1,419	1,622	1,778	제충당금전입액	0.56	0.53	0.51	0.51
영업외이익	-8	0	0	0	당기순이익	0.42	0.49	0.53	0.55
세전순이익	1,135	1,419	1,622	1,778					
법인세	280	343	392	430					
당기순이익	854	1,075	1,229	1,348					

BALANCE SHEET					PER SHARE DATA AND VALUATIONS				
(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F		2013	2014E	2015F	2016F
대출채권	154,688	164,418	175,034	186,381	배당금 (십억원)	214	259	324	356
유가증권	36,938	38,785	40,724	42,761	주당배당금 (원)	330	400	500	550
기타EA	12,822	13,976	15,234	16,605	배당성향 (%)	25	24	26	26
기타자산	8,134	8,378	8,630	8,888	EPS (원)	1,318	1,659	1,897	2,079
자산총계	212,583	225,558	239,622	254,635	BVPS (원)	21,786	23,171	24,730	26,376
예수금	80,846	84,889	89,133	93,590	PER (배)	9.2	7.7	6.7	6.1
차입금	25,882	27,435	29,081	30,826	PBR (배)	0.6	0.5	0.5	0.5
사채	78,390	83,093	88,079	91,602	P/PPOP (배)	2.8	3.2	2.9	2.7
기타부채	13,036	14,850	17,068	21,333					
부채총계	198,154	210,267	223,361	237,351					
납입자본금	2,751	2,751	2,751	2,751					
자본총계	14,429	15,291	16,261	17,284					

GROWTH RATES					RATIO ANALYSIS				
(%)	2013	2014E	2015F	2016F	(%)	2013	2014E	2015F	2016F
Balance sheet items					요주의이하여신비율	3.0	2.8	2.5	2.5
자산총계	7.5	6.1	6.2	6.3	고정이하여신비율	1.4	1.2	1.0	1.0
대출채권	5.0	6.3	6.5	6.5	NPL커버리지비율	154.6	158.7	160.0	160.0
원화대출금	5.6	6.6	6.7	6.8	기업여신 요주의이하여신비율	3.5	3.2	3.0	3.0
가계대출	5.7	7.2	7.4	7.4	기업여신 고정이하여신비율	1.6	1.3	1.2	1.2
기업대출	3.8	3.0	3.0	3.0	가계여신 요주의이하여신비율	0.9	1.0	1.0	1.0
신용카드	6.6	5.0	5.0	5.0	가계여신 고정이하여신비율	0.5	0.5	0.5	0.5
예수금	4.5	6.0	6.0	6.0	카드여신 요주의이하여신비율	3.5	3.3	3.3	3.3
차입금	11.3	6.0	6.0	4.0	카드여신 고정이하여신비율	1.5	1.3	1.3	1.3
사채					ROA	0.4	0.5	0.5	0.5
Income Statement items					ROE	6.4	7.7	8.3	8.5
순영업수익	-6.7	7.6	6.2	6.9	Tier 1	9.1	9.2	9.3	9.4
순영업수익	0.6	0.9	2.0	6.5	Tier 2	3.3	2.8	3.0	3.0
제충당금전입액	7.2	2.0	3.0	5.0	BIS ratio	12.3	12.0	12.3	12.4
판매관리비	-28.3	24.2	14.3	9.6					
영업이익	-26.8	25.9	14.3	9.6					
당기순이익	7.5	6.1	6.2	6.3					

Buy (유지)

목표주가 20,000원 (유지)

현재가 ('14/5/2) 15,750원

업종 은행

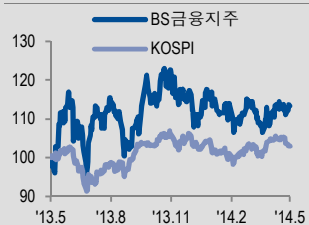
KOSPI	1,959.44
KOSDAQ	558.66
시가총액(보통주)	3,045.7십억원
발행주식수(보통주)	193.4백만주
52주 최고가('13/10/22)	17,100원
최저가('13/06/25)	13,300원
평균거래대금(60일)	7.6십억원
배당수익률(2013)	1.75%
외국인지분율	56.68%

주요주주

롯데창학재단(외 8인)	13.59%
국민연금관리공단	9.16%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.6	-7.1	13.3
상대수익률	-1.6	-3.6	13.2

Price Trend



Analyst 최진석

02)768-7606, jason.choi@wooriwm.com

RA 최애린

02)768-7539, aierin.choi@wooriwm.com

고성장-고수익성에 레버리지 확대 견비

경남은행 인수 효과 긍정적. 고성장-고수익에 레버리지 확대 견비. 유상증자로 인한 주가 하락 시 매수기회 활용 가능

역풍(逆風)에서 비껴나 있고 경남은행 인수 효과 긍정적

- 지역은행지주 특성상 대출포트폴리오 중 대기업대출 및 가계대출 비중이 크지 않아 가계부채 및 대기업 사전적 구조조정 정책의 마진과 대손비용 부문 부정적 영향에서 비껴나 있는 점 긍정적
- 고정금리대출 비중이 낮고 금융채금리 연동대출 비중이 높아 하반기 장단기금리 차 확대될 경우 마진 관리에 유리할 전망
- 유상증자 5,000억원과 할인율 15%를 적용할 경우 시너지를 제외한 재무적 효과는 긍정적임 : 1) 레버리지가 높아지면서 ROA는 하락하나 ROE는 인수 전에 비해 1.5%p 개선되며, 2) BPS회식효과는 4.4%에 불과한 반면 EPS증가는 11.0%로 양호하고, 3) 인수 후 통합 지주의 Tier1비율은 약 9% 내외, 보통주자본비율은 8.4% 수준으로 추정되어 동사의 높은 유기적 성장을 지지할 수 있는 자본기반 확보 예상
- 경남은행과 부산은행 직원들의 학연 및 지연 등 지역연고가 중복되어 동질성이 강할 것으로 보이고 통합 지주의 회사명까지 변경할 경우 두 은행간 화학적 통합 속도는 빠를 것으로 기대
- 부산경남지역 1도 2지역은행 체제에서 1도 1지역은행 체제로 전환되면서 지역 중소기업에 대한 관계금융과 중소기업정보의 비대칭성에 의한 독과점적 지위 강화 예상. 통합 지주의 은행계정 자산만 80조원 규모로 확대되므로 지방은행 규모에 따른 할인요인 축소 예상

지역 중소기업정보의 비대칭성에 의한 독과점적 지위 강화 예상

- 유상증자로 인한 주가 하락 시 적극적인 매수기회로 활용 가능
- 애버딘의 지분율 축소 등 부정적 수급영향에서도 벗어난 것으로 보여 긍정적
- 투자 의견 Buy 및 목표주가 20,000원 유지. 당사 Top Picks로 유지

결산기 -12월	순이자이익 (십억원)	순비이자이익 (십억원)	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감률 (%)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)
2012	1,140	91	1,230	488	361	-9.8	1,867	7.1	0.78	0.9	11.6
2013	1,154	61	1,215	413	305	-15.7	1,575	10.2	0.88	0.7	9.0
2014E	1,269	73	1,341	484	367	20.5	1,898	8.3	0.80	0.8	10.0
2015F	1,364	78	1,442	532	403	9.9	2,086	7.5	0.73	0.8	10.1
2016F	1,466	81	1,547	603	457	13.4	2,365	6.7	0.67	0.8	10.5

주: IFRS연결 기준 (영업이익=순영업수익-제충당금전입액-판권비). 순이익은 지배주주순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

INCOME STATEMENT

(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	1,154	1,269	1,364	1,466
순비이자이익	61	73	78	81
순영업수익	1,215	1,341	1,442	1,547
제충당금전입액	229	240	247	247
판매관리비	574	617	663	696
영업이익	413	484	532	603
영업외이익	-10	0	0	0
세전순이익	403	484	532	603
법인세	97	117	129	146
당기순이익	305	367	403	457

DUPONT ANALYSIS

(%)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	2.57	2.61	2.61	2.63
순비이자이익	0.14	0.15	0.15	0.14
순영업수익	2.71	2.75	2.76	2.77
판매관리비	1.28	1.27	1.27	1.25
PPOP	1.43	1.49	1.49	1.52
제충당금전입액	0.51	0.49	0.47	0.44
당기순이익	0.68	0.75	0.77	0.82

BALANCE SHEET

(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F
대출채권	33,803	36,843	39,832	43,068
유가증권	7,834	8,069	8,311	8,560
기타H&A	1,861	1,954	2,052	2,154
기타자산	3,419	3,590	3,769	3,958
자산총계	46,917	50,455	53,963	57,740
예수금	31,059	33,854	36,563	39,488
차입금	4,391	4,611	4,841	5,083
사채	4,740	4,977	5,226	5,487
기타부채	3,126	3,199	3,184	3,143
부채총계	43,316	46,642	49,814	53,201
납입자본금	967	967	967	967
자본총계	3,501	3,814	4,150	4,539

PER SHARE DATA AND VALUATIONS

	2013	2014E	2015F	2016F
배당금 (십억원)	54	68	68	77
주당배당금 (원)	280	350	350	400
배당성향 (%)	18	18	17	17
EPS (원)	1,575	1,898	2,086	2,365
BVPS (원)	18,104	19,722	21,458	23,473
PBR (배)	0.9	0.8	0.7	0.7
PER (배)	10.2	8.3	7.5	6.7
P/PPOP (배)	4.8	4.2	3.9	3.6

GROWTH RATES

(%)	2013	2014E	2015F	2016F
Balance sheet items				
자산총계	9.4	7.5	7.0	7.0
대출채권	12.3	9.0	8.1	8.1
원화대출금	9.9	9.5	8.3	8.3
가계대출	6.2	6.0	7.0	7.0
기업대출	10.8	10.7	8.9	8.9
예수금	9.6	9.0	8.0	8.0
차입금	-0.8	5.0	5.0	5.0
사채	14.8	5.0	5.0	5.0
Income Statement items				
순영업수익	-1.2	10.4	7.5	7.3
제충당금전입액	36.2	4.9	2.7	0.4
판매관리비	-0.1	7.5	7.5	4.9
영업이익	-15.4	17.3	9.9	13.4
당기순이익	-15.7	20.5	9.9	13.4

RATIO ANALYSIS

(%)	2013	2014E	2015F	2016F
BIS 비율 (은행)	14.61	13.71	13.59	13.91
Tier 1	10.76	10.29	10.59	10.91
Tier 2	3.85	3.42	3.00	3.00
고정비하여신비율	1.17	1.00	0.80	0.80
요주의비하여신비율	2.27	2.40	2.30	2.30
NPL커버리지비율	125.1	136.8	143.8	143.8
ROA	0.68	0.75	0.77	0.82
ROE	9.0	10.0	10.1	10.5

Buy (유지)

목표주가 20,500원 (유지)

현재가 ('14/5/2) 15,800원

업종 은행

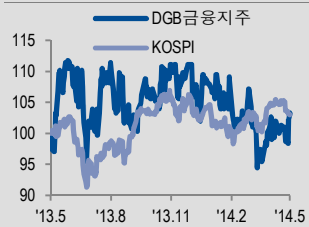
KOSPI	1,959.44
KOSDAQ	558.66
시가총액(보통주)	2,118.0십억원
발행주식수(보통주)	134.1백만주
52주 최고가('13/05/28)	17,100원
최저가('14/04/13)	14,450원
평균거래대금(60일)	4.9십억원
배당수익률(2013)	1.70%
외국인지분율	74.06%

주요주주

Aberdeen Asset. (외 1인)	9.33%
Saudi Arabian Monetary Agency	7.71%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.4	-7.1	3.3
상대수익률	-6.3	-3.5	3.2

Price Trend



Analyst 최진석

02)768-7606, jason.choi@wooriwm.com

RA 최애린

02)768-7539, aierin.choi@wooriwm.com

성장과 다각화, 두 마리 토끼 잡는다

적극적 성장과 사업다각화에 따른 양호한 수익성 지속 전망. 장단기금리차확대 시 마진관리 유리. PER 기준 저평가 메리트 부각

지역내 유기적 성장성 여전히 높은 편

- 1Q14현재 업종내 예대율이 가장 낮은 93.6%로 대출성장에 따른 자금조달 제약 요인이 상대적으로 적으며 고정금리대출 비중이 낮고 금융채금리연동대출 비중이 75%로 매우 높아 장단기금리차 확대 시 마진관리 유리 예상
- 지역 부동산경기는 여전히 양호한 상태로 파악됨. 2013년말 현재 대구경북지역 미분양아파트 수는 약 2,600세대에 불과. 분양시장 여전히 실수요 중심 양호하여 지역내 대출수요도 견조한 것으로 보임
- 2014년 연간 대출성장률 10% 내외는 충분히 달성할 수 있을 것으로 전망됨. 대구지역보다는 시장점유율이 상대적으로 낮은 경북지역과 동남권 영업을 강화할 것으로 보임
- 2013년 7월 6개 지점을 출장소로 격하한 데 이어 2014년 1월에도 추가 10개지점을 출장소로 격하하고 유흥인력을 마케팅 및 신설영업점 등에 재배치하여 영업망 및 비용효율성을 제고
- 자은행과의 연계영업활성화 및 고객에 대한 종합금융서비스 강화를 위해 연내 자산운용회사를 인수하여 사업다각화를 추진할 계획

2분기부터 경상적 순익 수준으로 회복 전망

- 엔저현상에 따른 지역 중소기업 수출 타격 우려와 이에 따른 자산건전성 악화 우려가 있으나 지역 수출 중 일본이 차지하는 비중은 8%에 불과한 반면 일본으로부터 수입비중은 20% 수준으로 엔저현상에 따른 영향은 제한적인 것으로 보임
- 1분기 고금리 신종자본증권 만기 상환 효과로 NIM 상승한 후 분기당 1~2bp 내외 하락 예상되나 경상적 수준으로 안정화되는 것으로 판단됨
- 2분기 대손비용은 1분기보다 하락하고 이자이익은 2.5% 이상 증가하면서 경상적 순익 수준으로 회복 예상. 투자의견 Buy 및 목표주가 20,500원 유지

결산기	순이자이익	순비이자이익	순영업수익	영업이익	순이익	증감률	EPS	PER	PBR	ROA	ROE
-12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(%)	(%)
2012	924	40	964	359	273	-11.1	2,039	7.1	0.77	0.8	11.4
2013	942	46	987	339	238	-12.8	1,777	9.3	0.82	0.7	9.1
2014E	1,028	39	1,067	370	269	12.9	2,006	7.9	0.72	0.7	9.5
2015F	1,106	54	1,160	419	304	13.0	2,266	7.0	0.66	0.7	9.9
2016F	1,186	52	1,239	451	326	7.4	2,435	6.5	0.61	0.7	9.8

주: IFRS연결 기준 (영업이익=순영업수익-제당당금전입액-판권비). 순이익은 지배주주순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

INCOME STATEMENT

(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	942	1,028	1,106	1,186
순비이자이익	46	39	54	52
순영업수익	987	1,067	1,160	1,239
제충당금전입액	140	158	166	180
판매관리비	508	539	574	607
영업이익	339	370	419	451
영업외이익	-10	-5	-5	-5
세전순이익	329	365	414	446
법인세	85	88	100	108
당기순이익	238	269	304	326

DUPONT ANALYSIS

(%)	2013	2014E	2015F	2016F
순이자이익	2.62	2.62	2.62	2.62
순비이자이익	0.13	0.10	0.13	0.12
순영업수익	2.75	2.72	2.74	2.73
판매관리비	1.41	1.37	1.36	1.34
PPOP	1.34	1.35	1.39	1.39
제충당금전입액	0.39	0.40	0.39	0.40
당기순이익	0.66	0.69	0.72	0.72

BALANCE SHEET

(십억원)	2013	2014E	2015F	2016F
대출채권	28,134	31,066	33,633	36,434
유가증권	7,428	7,650	7,880	8,116
기타H&A	1,497	1,572	1,650	1,733
기타자산	519	545	572	601
자산총계	37,578	40,833	43,736	46,884
예수금	26,784	29,329	31,969	34,206
차입금	2,728	2,865	3,008	3,158
사채	2,763	2,901	3,047	3,199
기타부채	2,303	2,798	2,516	2,851
부채총계	34,579	37,893	40,539	43,414
납입자본금	670	670	670	670
자본총계	2,709	2,940	3,197	3,470

PER SHARE DATA AND VALUATIONS

	2013	2014E	2015F	2016F
배당금 (십억원)	38	47	54	54
주당배당금 (원)	280	350	400	400
배당성향 (%)	16	17	18	16
EPS (원)	1,777	2,006	2,266	2,435
BVPS (원)	20,208	21,934	23,851	25,885
PBR (배)	0.8	0.7	0.7	0.6
PER (배)	9.3	7.9	7.0	6.5
P/PPOP (배)	4.6	4.0	3.6	3.4

GROWTH RATES

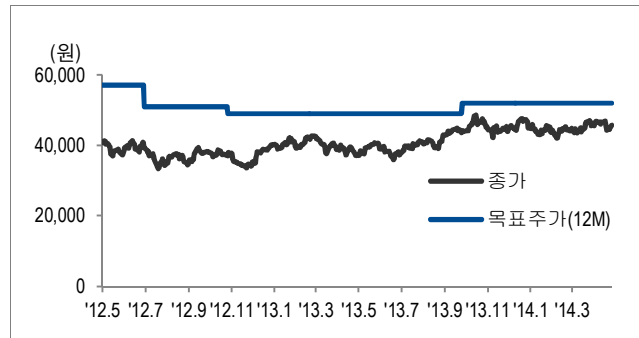
(%)	2013	2014E	2015F	2016F
Balance sheet items				
자산총계	9.8	8.7	7.1	7.2
대출채권	8.8	10.4	8.3	8.3
원화대출금	10.5	10.8	8.4	8.4
가계대출	5.0	5.0	5.0	5.0
기업대출	13.0	13.2	9.6	9.7
신용카드	-5.9	3.0	3.0	3.0
예수금	9.2	9.5	9.0	7.0
차입금	-5.9	5.0	5.0	5.0
사채	14.4	5.0	5.0	5.0
Income Statement items				
순영업수익	2.4	8.1	8.7	6.8
제충당금전입액	26.4	12.5	5.5	8.3
판매관리비	2.9	6.1	6.5	5.7
영업이익	-5.7	9.3	13.2	7.7
당기순이익	-12.8	12.9	13.0	7.4

RATIO ANALYSIS

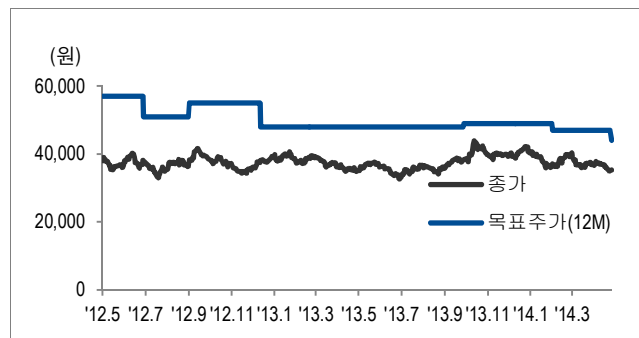
(%)	2013	2014E	2015F	2016F
BIS 비율				
Tier 1	15.21	13.06	12.71	12.87
Tier 2	11.62	10.06	10.21	10.37
고정이하여신비율	3.59	3.00	2.50	2.50
요주의이하여신비율	0.98	0.95	0.90	0.90
NPL커버리지비율	2.12	2.05	2.00	2.00
ROA	141.8	140.3	144.4	144.4
ROE	0.66	0.69	0.72	0.72
	9.1	9.5	9.9	9.8

투자이전 및 목표주가 변경내역

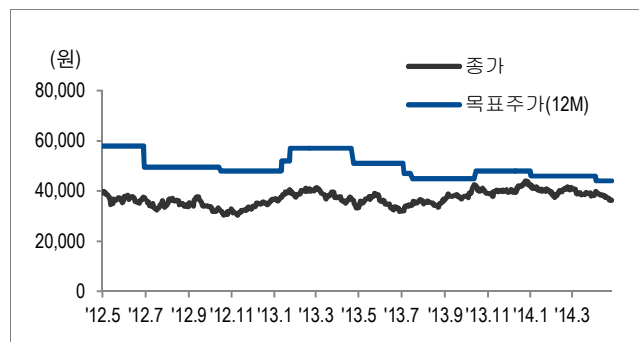
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
신한지주	055550.KS	2013.10.01	Buy	52,000원(12개월)
		2012.11.01	Buy	49,000원(12개월)
		2012.07.05	Buy	51,000원(12개월)



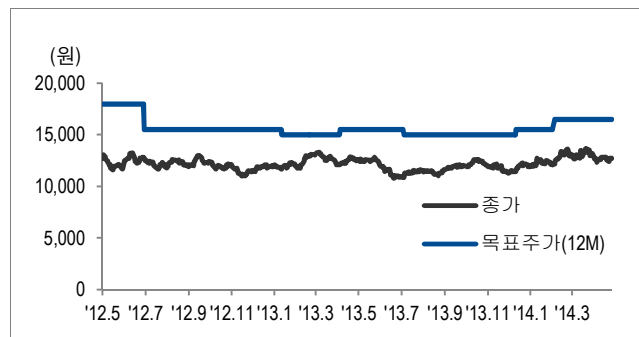
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
KB금융	105560.KS	2014.05.08	Buy	44,000원(12개월)
		2014.02.10	Buy	47,000원(12개월)
		2013.10.07	Buy	49,000원(12개월)
		2012.12.20	Buy	48,000원(12개월)
		2012.09.10	Buy	55,000원(12개월)
		2012.07.05	Buy	56,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
하나금융	086790.KS	2014.04.10	Hold	44,000원(12개월)
		2014.01.07	Hold	46,000원(12개월)
		2013.10.21	Buy	48,000원(12개월)
		2013.07.22	Buy	45,000원(12개월)
		2013.07.10	Buy	47,000원(12개월)
		2013.04.29	Buy	51,000원(12개월)
		2013.01.29	Buy	57,000원(12개월)
		2013.01.17	Buy	52,000원(12개월)
		2012.10.22	Buy	48,000원(12개월)
		2012.07.05	Buy	49,500원(12개월)

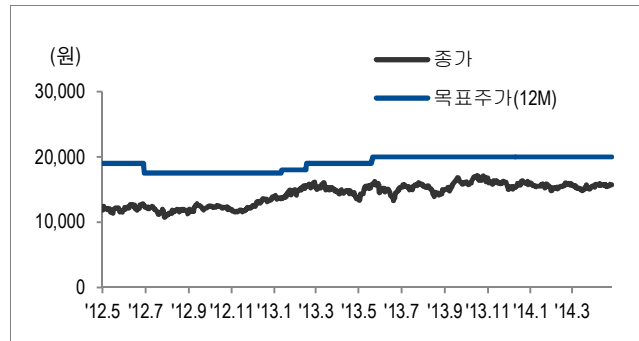


종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
기업은행	024110.KS	2014.02.10	Buy	16,500원(12개월)
		2013.12.17	Buy	15,500원(12개월)
		2013.07.10	Buy	15,000원(12개월)
		2013.04.10	Buy	15,500원(12개월)
		2013.01.17	Hold	15,000원(12개월)
		2012.07.05	Hold	15,500원(12개월)

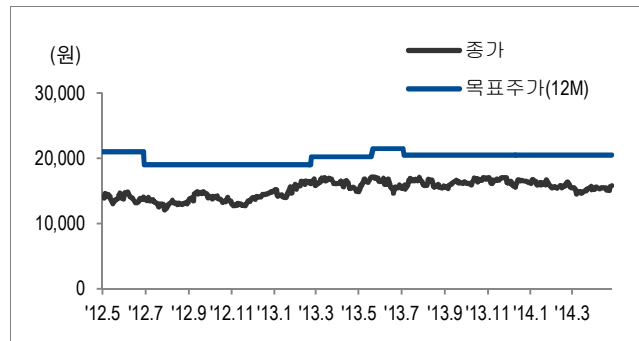


투자익전 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자익전	목표가
BS 금융지주	138930.KS	2013.05.27	Buy	20,000원(12개월)
		2013.02.21	Buy	19,000원(12개월)
		2013.01.17	Buy	18,000원(12개월)
		2012.07.05	Buy	17,500원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자익전	목표가
DGB금융	139130.KS	2013.07.10	Buy	20,500원(12개월)
		2013.05.27	Buy	21,500원(12개월)
		2013.02.28	Buy	20,200원(12개월)
		2012.07.05	Buy	19,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% ~ 15%
 - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "신한지주, KB 금융, 하나금융지주, 기업은행, BS 금융지주, DGB 금융지주"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 개시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.