

배당주로의 재평가, Valuation 효과는?

Analyst 김진상

02) 3787-2435

jskim@hmcib.com

배당주로의 이행 가능성이 주가에 미반영

당사는 지난 2주간 배당 Game Changer (9월 7일 발간)을 주제로 기관투자자들과 미팅 진행. 배당 시즌에 즈음하여 투자자의 은행주에 대한 관심도는 여느 때보다 개선. 일반적인 반응은 배당주로의 재평가 가능성은 열어 놓고 있으나 아직 기대가 크지 않아 보임. 당사가 주장하는 은행 배당성향 제고의 당위성 및 필요성에는 공감하나 그 동안 track record가 아직 걸림돌로 작용. 당사의 신한지주, KB금융에 대한 선호에는 큰 이견 없음. DGB금융은 상대적으로 약한 주가 momentum과 3분기 NIM이 단기적 부담 요인. 한편 기업은행은 꾸준한 fundamental과 양호한 기대 배당수익률 (3.9%)로, B&K는 경남은행 100% 인수로 업그레이드된 이익흐름이 투자자에게 어필.

아시아 은행 평균 PBR 및 배당성향과 비교 → 배당주로 재평가시 42% 상승여력 추정

한국과 비교 유용성이 높은 아시아국가 은행들의 평균 배당성향과 PBR은 밀접한 상관관계를 보임. 아시아 은행들의 평균 배당성향과 PBR은 각각 38%와 1.4배로 한국대비 각각 2배, 3배 수준임. 한국은행과의 PBR 차이는 ROE 차이 만으로는 설명이 안되고 배당성향의 괴리가 상당한 영향을 준 것으로 판단. 고든의 valuation 모델 ($PBR = (ROE - g) / (COE - g)$)에 근거해 배당성향의 차이가 PBR배수에 미친 영향을 추정해 봄. 한국은행의 COE 상의 이점 (상대적으로 낮은 무위험이자율 때문)이 아시아국가들의 성장률 (g) 상의 우위 상쇄한 가정하면 PBR 배수의 차이는 ROE의 차이로 귀착됨. 아시아 은행 평균 ROE는 13.3%로 한국은행의 2015F ROE 7%의 1.9배 수준. 따라서 한국은행의 배당성향이 아시아 은행 평균 수준으로 향상된다면 한국 은행의 PBR은 약 0.74배 (=1.4배 / 1.9배) 까지 상향 가능하다고 추정 가능. 이는 현재 PBR 0.52배에서 42%의 상승여력을 암시.

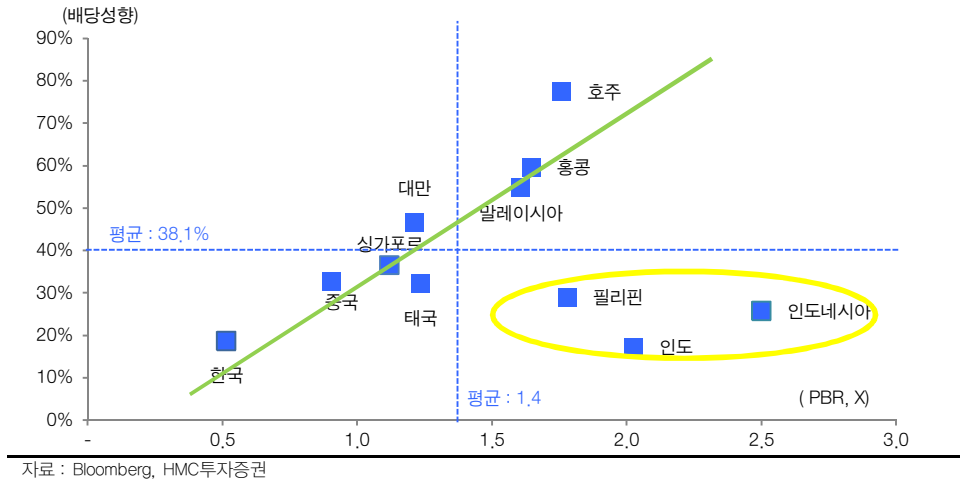
하반기중 가능한 세가지 이벤트

당사는 올해 은행의 양호한 배당수익률 (평균 3%로 추정)과 꾸준한 fundamental을 감안할 때 하반기중 은행주 투자가 유효하다고 판단. 그러나 일부 투자자들은 하반기중 가능한 세가지 이벤트를 유념하며 서두르지 않겠다는 입장을 보임. 이는 기업은행의 정부지분 매각 (4.8%), 기준금리 인하 가능성 그리고 은행의 3분기 실적임. 당사는 이러한 event를 기다리기 보다는 현주에서 은행주를 매수할 만하다고 판단. 기업은행은 최근 정부지분 매각 (작년 12월 2.3% 할인된 14,800원에 매각)처럼 discount가 적용될 수 있음. 또한 당사는 올해 기준금리 인하가 없을 것으로 예상. 3분기 실적은 7, 8월이 당초 예상보다 양호한 흐름 (NIM은 2분기 대비 약보합, 대출은 월간 약 1%씩 성장)을 보이고 있어 컨센서스와 유사한 수준 예상.

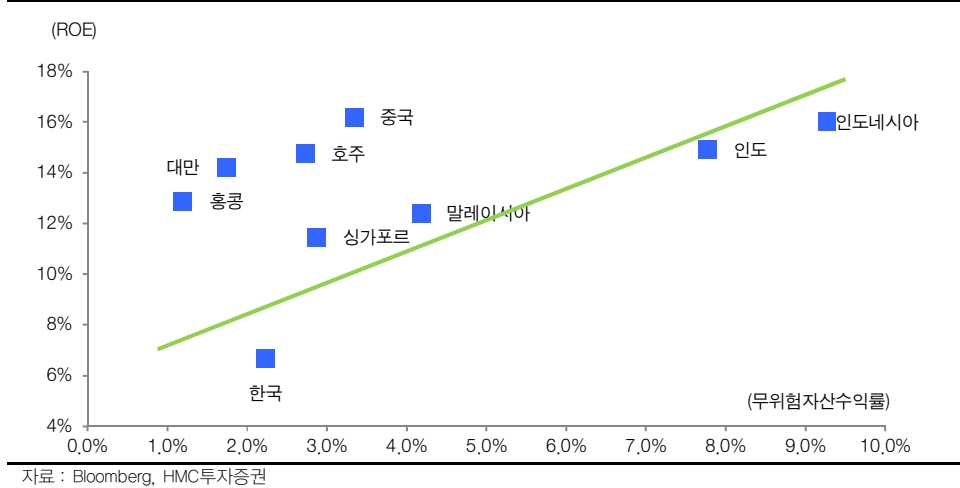
중기적으로 자본여력이 개별은행의 주가 차별화를 주도할 가능성 커

보통주 자본비율상의 편차는 배당여력뿐 아니라 자산성장률 및 자산 구성에도 제한 요인으로 작용할 수 있어 그 중요성이 더욱 크다고 봄. 당사는 자본여력과 가치주로서의 매력에 상대적으로 큰 신한, KB, DGB금융을 선호. 또한 신한금융에 대한 Conviction Buy를 유지.

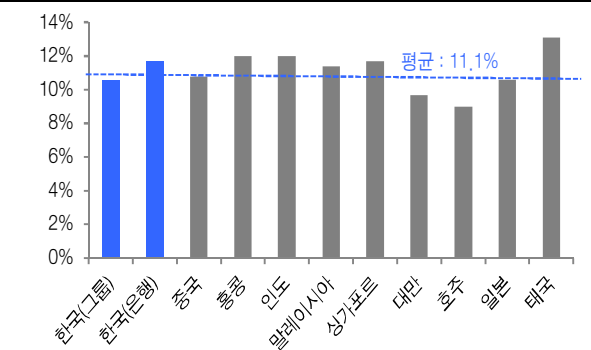
〈그림1〉 아시아 국가별 은행의 배당성향과 PBR



〈그림2〉 아시아 국가별 무위험수익률과 은행 ROE

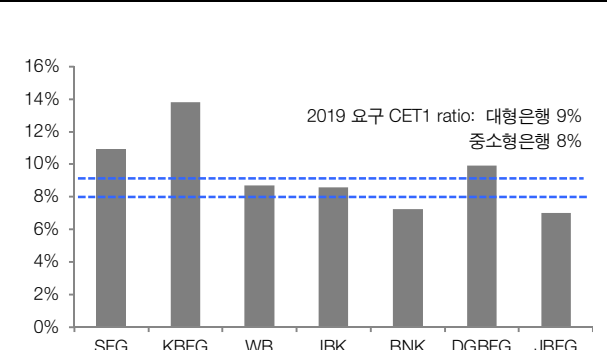


〈그림3〉 아시아 은행 CET1 비율



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈그림4〉 한국 은행 CET1 비율



자료 : 회사자료, HMC투자증권
주: 경기대응완충자본은 1%로 가정

〈그림5〉 배당성향과 배당수익률

	배당성향				배당수익률			
	2013	□2014	2015F	2016~18F	2013	2014	2015F	2016~18F
신한지주	19%	22%	28%	33%	1.7%	2.4%	3.3%	4.7%
KB금융	15%	21%	27%	32%	1.4%	2.2%	3.3%	4.3%
우리은행	0%	29%	12%*	15%	0.0%	5.5%	4.4%	3.0%
기업은행	24%	30%	30%	30%	2.5%	3.2%	3.9%	4.7%
BNK금융지주	18%	6%	13%	17%	2.1%	1.5%	2.0%	2.8%
DGB금융지주	16%	18%	18%	30%	2.8%	3.2%	3.5%	4.6%
JB금융지주	13%	NM	12%	12%	1.6%	1.6%	1.7%	2.5%

자료 : HMC투자증권

*주 : 우리은행 2015F 배당성향은 연말배당 기준

〈그림6〉 Valuation table

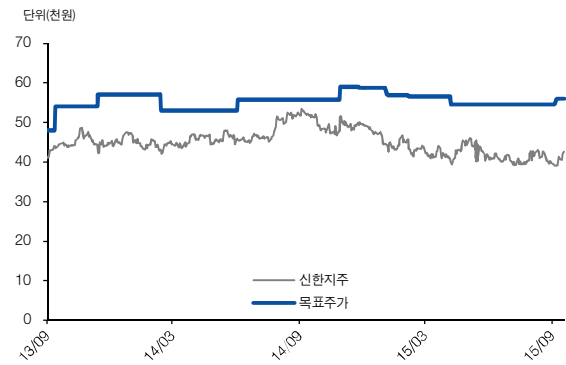
	A055550 신한지주	A105560 KB금융	A000030 우리은행	A024110 기업은행	A138930 BNK금융지주	A139130 DGB금융지주	A175330 JB금융지주	Average* (시총기반)
현재가	42,650	35,500	9,520	14,050	14,100	10,550	6,230	
12m fwd P/B	0.69	0.49	0.34	0.55	0.63	0.50	0.44	0.52
목표주가	56,600	46,000	10,400	17,900	20,000	16,500	7,900	
투자의견	Buy	Buy	M,perform	Buy	Buy	Buy	Buy	
상승여력	32.7%	29.6%	9.2%	27.4%	41.8%	56.4%	26.8%	31.2%
Target P/E	0.92	0.62	0.36	0.70	0.89	0.78	0.55	0.71
2014A ROAE	7.6%	5.3%	7.4%	7.3%	19.6%	8.2%	41.3%	7.8%
2015F ROAE	7.9%	6.1%	5.1%	7.9%	10.2%	9.9%	6.0%	7.0%
2016F ROAE	7.7%	5.6%	4.0%	7.7%	9.5%	8.7%	6.5%	6.6%
2014A ROAA	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	1.2%	0.6%	2.1%	0.57%
2015F ROAA	0.6%	0.5%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.3%	0.52%
2016F ROAA	0.6%	0.5%	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%	0.3%	0.49%
2014A P/E	9.8	9.6	5.3	8.9	3.5	6.2	1.2	8.4
2015F P/E	8.9	8.1	6.9	7.5	6.5	5.6	6.8	7.9
2016F P/E	8.6	8.4	8.4	7.1	6.3	5.6	5.9	8.0
2014A P/B	0.73	0.50	0.36	0.59	0.69	0.49	0.42	0.56
2015F P/B	0.68	0.49	0.33	0.54	0.62	0.50	0.44	0.53
2016F P/B	0.64	0.47	0.33	0.50	0.57	0.47	0.40	0.50
2014A 순이익	2,081	1,424	1,214	1,027	810	230	549	1,420
2015F 순이익	2,275	1,683	826	1,216	536	322	117	1,525
2016F 순이익	2,364	1,620	674	1,289	571	322	135	1,528

자료 : HMC투자증권

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
13/10/30	BUY	54,000	14/11/25	BUY	58,700
13/11/13	BUY	57,000	15/01/15	BUY	56,800
14/01/28	BUY	57,000	15/02/05	BUY	56,500
14/02/12	BUY	53,000	15/04/07	BUY	54,500
	담당자 변경		15/04/23	BUY	54,500
14/06/03	BUY	55,700		담당자 변경	
14/06/24	BUY	55,700	15/07/23	BUY	54,500
14/07/11	BUY	55,700	15/09/07	BUY	56,600
14/07/17	BUY	55,700	15/09/18	BUY	56,600
14/07/25	BUY	55,700			
14/10/08	BUY	55,700			
14/10/29	BUY	59,000			

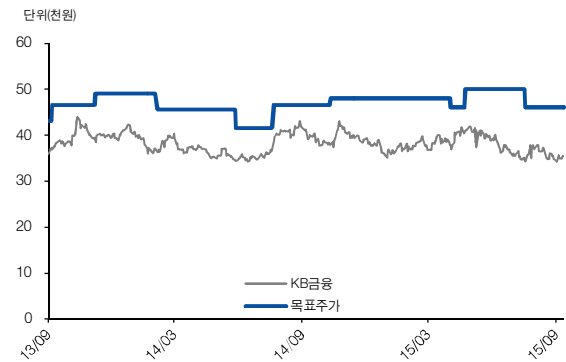
▶ 최근 2년간 신한지주 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
14/06/03	BUY	41,500	15/01/14	BUY	48,000
14/07/11	BUY	41,500	15/02/06	BUY	48,000
14/07/18	BUY	41,500	15/04/08	BUY	46,000
14/07/28	BUY	46,500	15/04/29	BUY	50,000
14/08/04	BUY	46,500		담당자 변경	
14/08/29	BUY	46,500	15/07/24	BUY	46,000
14/09/19	BUY	46,500	15/09/07	BUY	46,000
14/10/01	BUY	46,500	15/09/18	BUY	46,000
14/10/08	BUY	46,500			
14/10/16	BUY	46,500			
14/10/27	BUY	46,500			
14/11/25	BUY	50,000			

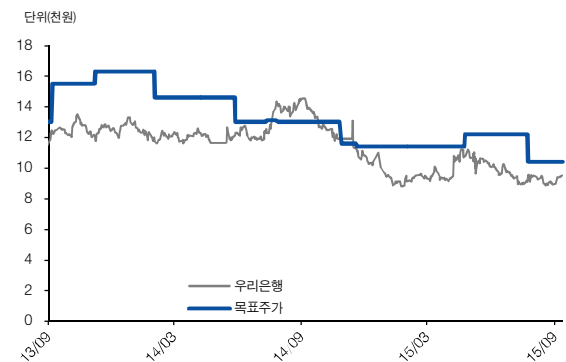
▶ 최근 2년간 KB금융지주 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
13/11/13	BUY	16,300	15/02/06	M_perform	11,400
13/12/06	BUY	16,300	15/04/30	M_perform	12,200
14/01/28	BUY	16,300		담당자 변경	
14/02/07	BUY	14,600	15/07/30	M_perform	10,400
	담당자 변경		15/09/07	M_perform	10,400
14/06/03	M_perform	13,000	15/09/18	M_perform	10,400
14/07/11	M_perform	13,000			
14/07/18	M_perform	13,000			
14/08/04	M_perform	13,000			
14/10/02	M_perform	13,000			
14/11/03	M_perform	11,600			
14/11/25	M_perform	11,400			

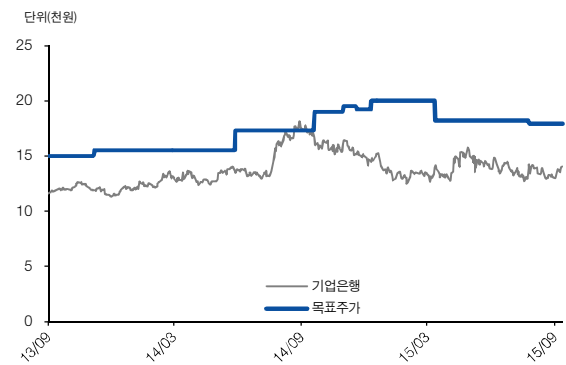
▶ 최근 2년간 우리은행 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
담당자 변경			15/03/18	BUY	18,200
14/06/03	BUY	17,300	15/05/04	BUY	18,200
14/06/24	BUY	17,300	담당자 변경		
14/07/11	BUY	17,300	15/07/31	BUY	17,900
14/07/18	BUY	17,300	15/09/07	BUY	17,900
14/07/30	BUY	17,300	15/09/18	BUY	17,900
14/09/25	BUY	19,000			
14/11/03	BUY	19,000			
14/11/06	BUY	19,500			
14/11/25	BUY	19,200			
14/12/16	BUY	20,000			
15/02/09	BUY	20,000			

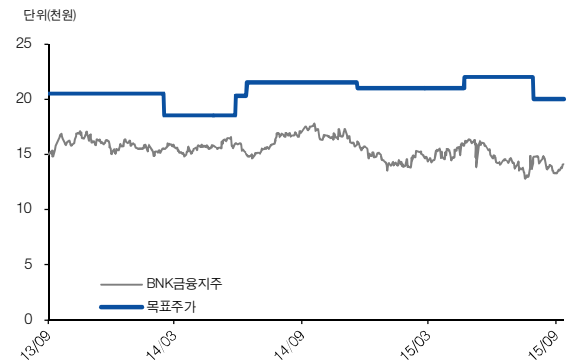
▶ 최근 2년간 기업은행 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
13/11/05	BUY	20,500	14/08/20	BUY	21,500
13/11/13	BUY	20,500	14/11/06	BUY	21,500
14/01/10	BUY	20,500	14/11/25	BUY	21,000
14/01/28	BUY	20,500	15/02/05	BUY	21,000
14/02/20	BUY	18,500	15/04/03	BUY	21,000
14/02/25	BUY	18,500	15/04/28	BUY	22,000
담당자 변경			담당자 변경		
14/06/03	BUY	20,300	15/08/05	BUY	20,000
14/06/18	BUY	21,500	15/09/07	BUY	20,000
14/07/11	BUY	21,500	15/09/18	BUY	20,000
14/07/31	BUY	21,500			
14/08/04	BUY	21,500			

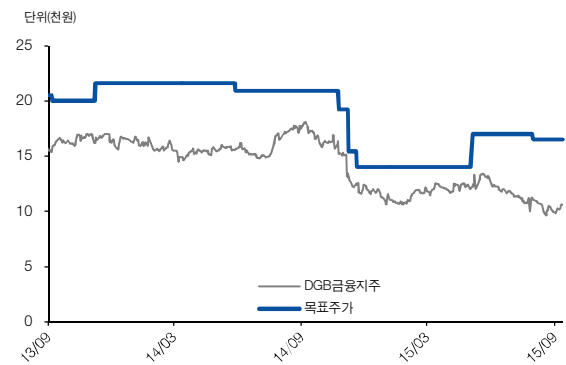
▶ 최근 2년간 BNK금융지주 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
12/06/15	BUY	20,000	14/07/11	BUY	20,900
12/08/02	BUY	20,000	14/08/04	BUY	20,900
12/10/09	BUY	20,000	14/10/30	BUY	19,200
13/04/30	BUY	18,500	14/11/13	M_perform	15,400
13/05/10	BUY	18,500	14/11/25	M_perform	14,000
13/07/11	BUY	20,500	15/02/05	BUY	14,000
13/09/12	BUY	20,000	15/05/11	BUY	17,000
13/10/18	BUY	20,000	담당자 변경		
13/11/13	BUY	21,600	15/08/06	BUY	16,500
14/01/28	BUY	21,600	15/09/01	BUY	16,500
담당자 변경			15/09/07	BUY	16,500
14/06/03	BUY	20,900	15/09/18	BUY	16,500

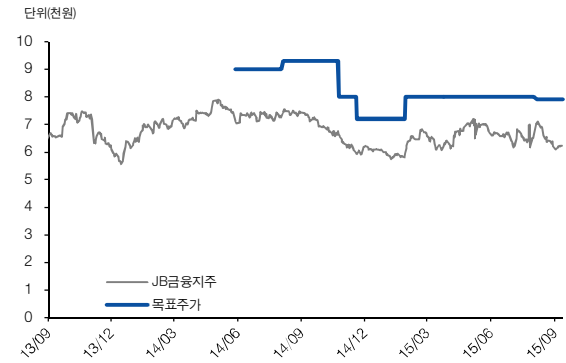
▶ 최근 2년간 DGB금융지주 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
14/06/03	BUY	9,000			
14/07/11	BUY	9,000			
14/08/11	BUY	9,300			
14/10/30	BUY	8,000			
14/11/25	BUY	7,200			
15/02/03	BUY	8,000			
15/02/05	BUY	8,000			
15/05/11	BUY	8,000			
	담당자 변경				
15/08/10	BUY	7,900			
15/09/07	BUY	7,900			
15/09/18	BUY	7,900			

▶ 최근 2년간 JB금융 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주가사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김진상의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	117건	82.98%
보유	24건	17.02%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.