

은행주 저평가는 구조적인 문제. 연기금 보유 제한 규정 완화해야

은행주 저평가는 매크로 불확실성 외에도 보유 제한 규정 때문

은행 평균 PBR이 0.4배까지 하락하며 저평가 현상 지속 중. 이는 주로 경기 우려와 금리 및 환율 전망 등의 매크로 불확실성에 따른 것이기는 하지만 은산분리 등 은행주 보유 제한 규정도 크게 한 몫. 우리는 감독당국이 연기금 등에 대해서는 현재의 은행주 보유 제한 규정을 상당폭 완화할 필요가 있다고 판단

가치투자처로서의 은행주 투자수요가 제한될 수밖에 없는 환경

일반적으로 주식투자 유형은 크게 모멘텀투자과 가치투자로 분류. 은행주는 주로 가치투자의 대상. 이익변동성이 적고 배당매력이 높아 상대적으로 안정적인 투자처로서 인식되기 때문. 이는 연기금 등 가치투자자들의 투자수요가 높을 수 있다는 것을 의미하지만 현실은 정반대. 은산분리 등의 보유 제한 규정으로 인해 연기금의 은행주 투자수요가 매우 제한되어 있기 때문

현행 금융지주회사법은 기형적인 은행주 소유 구조를 야기

현행 금융지주회사법에 따르면 연기금은 은행지주회사의 의결권 있는 발행주식수의 10%를 초과하여 은행주를 보유할 수 없음. 이를 초과하기 위해서는 금융위원회의 승인을 얻어야 함. 2013년 자본시장법 개정으로 연기금 10%룰이 완화됐음에도 불구하고 연기금의 은행주 보유 비중이 10%를 넘지 못하는 배경. 특히 시중은행들은 대부분 국민연금 보유 비중이 10%에 육박해 연기금 위탁운용사들은 은행주를 사고 싶어도 매수할 수 없는 상황. 공모펀드시장 위축으로 투자 수요가 확대되는 곳은 연기금밖에 없음에도 불구하고 지분을 제한으로 은행주는 국내 기관수급 여건이 매우 취약. 따라서 이는 외국인의 은행주 지분율이 60~70%에 달하는 기형적인 소유 구조를 야기. 지난해부터 외국인이 매도세로 전환되자 매수주체 부재로 은행주는 약세 지속

높은 외국인 지분율은 배당 확대에도 딜레마로 작용하고 있음

가치투자자는 배당매력이 필수지만 높아진 이익안정성과 견고해진 자본적정성에도 불구하고 감독당국은 은행 배당 확대에 인색. 위기 발생시에도 끄덕없는 자본 여력 확보가 명분이기도 하지만 높은 외국인 지분율로 인해 배당 확대가 국부 유출로 이어진다는 비판들을 무시할 수 없기 때문. 또한 주주가치 제고보다는 실물경제 지원 등의 공익성만 은행에 강조하는 점도 문제. 그러나 주주가 없으면 결국 은행도 없다는 점을 인식할 필요. 연기금 보유 규정 완화가 문제점 해소의 단초가 될 것으로 판단

Update

Overweight

Top picks

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(9월5일)
하나금융(086790)	BUY	48,500원	32,950원
KB금융(175330)	BUY	8,000원	5,560원

Financial Data (유니버스은행 전체)

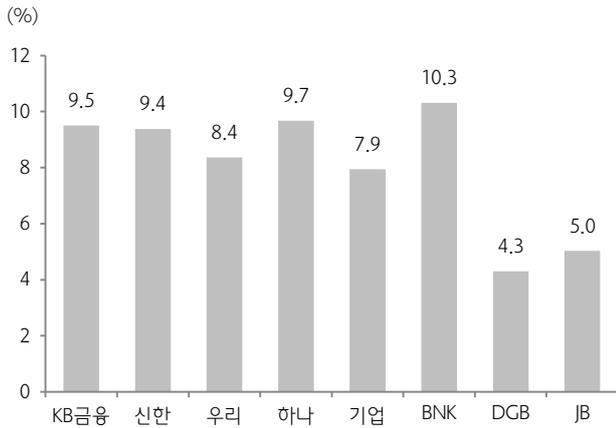
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총영업이익	십억원	44,244	46,994	50,162	52,230	54,595
세전이익	십억원	16,106	18,942	20,607	20,558	21,504
지배순이익	십억원	12,305	13,514	14,457	14,368	15,030
EPS	원	3,725	4,090	4,376	4,349	4,549
(증감률)	%	26.8	9.8	7.0	-0.6	4.6
수정BPS	원	44,065	47,675	51,384	55,613	60,040
PER	배	7.6	5.5	4.7	4.7	4.5
PBR	배	0.65	0.47	0.40	0.37	0.34
ROE	%	8.7	8.9	8.8	8.1	7.9
ROA	%	0.62	0.64	0.64	0.61	0.61
배당수익률	%	3.1	4.3	5.5	5.8	6.3



Analyst 최정욱, CFA
02-3771-3643
cuchoi@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

그림 1. 은행별 국민연금 보유 지분을 현황



주: 2019년 9월 5일 기준, 하나금융투자 추정
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 2. 금융지주회사법(제8조 은행지주회사주식의 보유 제한 등)

제8조 (금융지주회사주식의 보유제한 등)

① 동일인은 은행지주회사의 의결권 있는 발행주식총수의 10%를 초과하여 보유할 수 없다

* 예외 1. 정부 또는 예금보험공사

* 예외 3. 지방은행금융지주회사 (단, 발행주식총수의 15% 이내)

②-1. 발행주식총수의 4%를 초과하여 보유하게 된 경우 금융위에 보고하여야 한다

③ 동일인은 발행주식총수의 10%(지방은행지주회사는 15%), 25%, 33%를 각각 초과할 때마다 금융위의 승인을 얻어야 한다. 다만 금융위는 필요하다고 인정되는 때에 별도의 구체적인 보유한도를 정하여 승인할 수 있다

제8조의2 (비금융주력자의 주식보유제한 등)

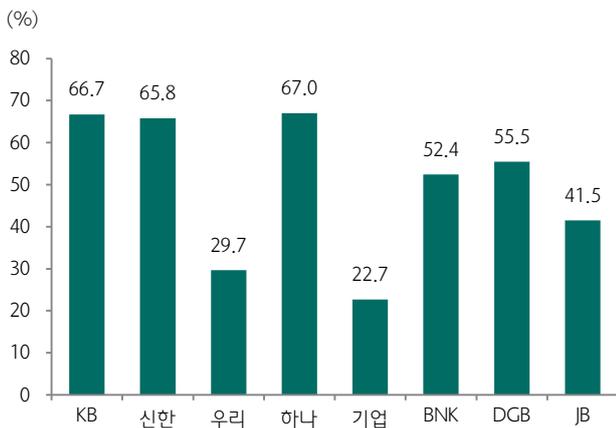
① 비금융주력자는 발행주식총수의 4%(지방은행지주회사는 15%)를 초과하여 은행지주회사의 주식을 보유할 수 없다

② 위 한도를 초과해 보유하고자 하는 경우 금융위의 승인을 얻어야 한다

③-2. [국가재정법에 따른 기금을 관리·운영하는 법인으로서 금융위원회의 승인을 받은 비금융주력자는 1항과 2항에도 불구하고 제8조 1항과 3항을 적용한다

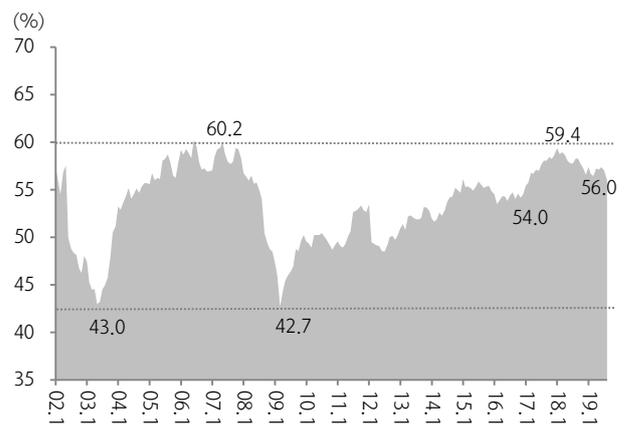
주: 2019년 2월 1일 시행된 금융지주회사법 하나금융투자 정리
자료: 하나금융투자

그림 3. 은행별 외국인투자자 보유 지분을 현황



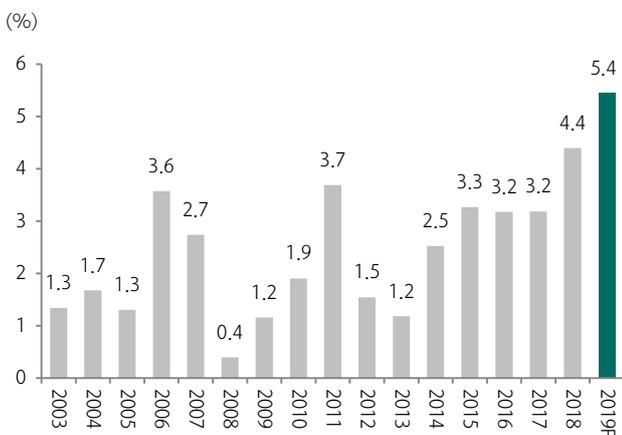
주: 2019년 9월 5일 기준, 우리금융과 기업은행은 과점주주와 기재부 지분 보유로 유통주식수가 적은 편. 유통주식수 기준으로는 외국인투자자 보유 지분을 큰폭 높일 것
자료: 하나금융투자

그림 4. 은행주 전체 외국인 보유 비중 추이



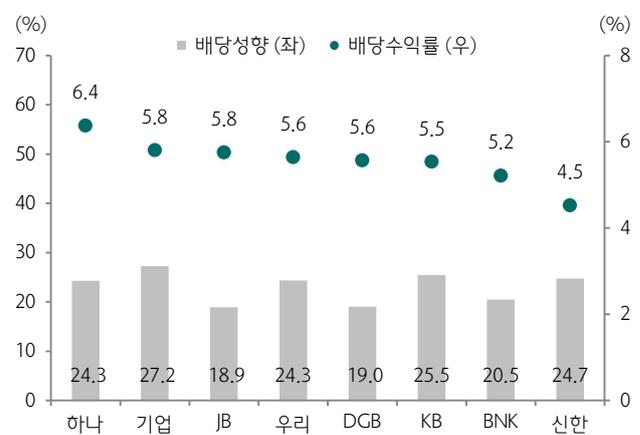
주: 하나금융 유니버스은행 기준
자료: 하나금융투자

그림 5. 은행 평균 배당수익률 추이 및 전망



주: 하나금융 유니버스은행 기준, 2019년 9월 5일 종가 기준
자료: 하나금융투자

그림 6. 2019년 은행별 예상 배당수익률



주: 2019년 9월 5일 종가 기준, 배당수익률과 배당성장률은 하나금융투자 추정치 기준
자료: 하나금융투자

Valuation Table

표 3. Valuation Table

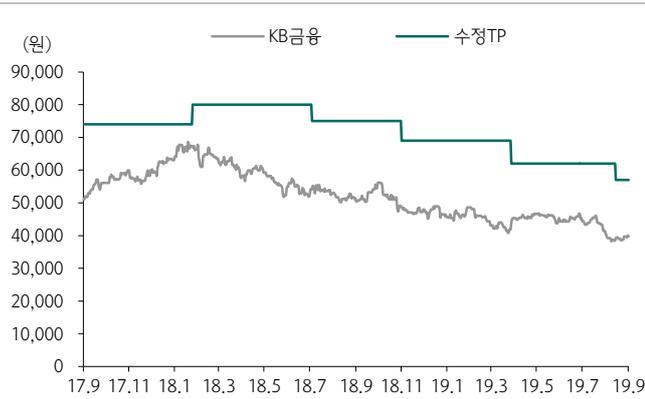
(단위: 십억원, %)

	KB (105560)	신한 (055550)	우리 (316140)	하나 (086790)	기업 (024110)	DGB (139130)	BNK (138930)	JB (175330)	은행 계	
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	비중확대	
목표가(6개월)	57,000	52,000	17,000	48,500	17,500	10,000	9,000	8,000		
목표시가총액(6개월)	23,832	25,567	12,279	14,562	10,991	1,691	2,933	1,576	93,432	
상승여력(6개월,%)	43.4	27.1	41.1	47.2	41.1	39.3	34.1	43.9	38.2	
목표PBR	0.60	0.66	0.60	0.50	0.50	0.37	0.35	0.44	0.59	
현재가(2019.09.05)	39,750	40,900	12,050	32,950	12,400	7,180	6,710	5,560		
시가총액(2019.09.05)	16,620	20,110	8,703	9,893	7,788	1,214	2,187	1,095	67,611	
/총자산(%)	4.4	5.1	2.8	2.8	3.0	2.3	2.3	2.4	3.6	
PBR	(2018A)	0.53	0.54	0.49	0.41	0.42	0.32	0.31	0.36	0.47
	(2019F)	0.42	0.52	0.42	0.34	0.35	0.26	0.27	0.30	0.40
	(2020F)	0.38	0.48	0.38	0.31	0.33	0.24	0.25	0.27	0.37
PER	(2018A)	6.4	6.5	5.2	4.9	4.5	3.7	4.8	4.6	5.5
	(2019F)	4.9	6.4	4.3	3.8	4.0	3.4	3.9	3.3	4.7
	(2020F)	4.8	6.3	4.3	4.1	3.9	3.6	4.0	3.4	4.7
배당수익률	(2018A)	4.1	4.0	4.2	5.2	4.9	4.3	4.1	3.2	4.3
	(2019F)	5.5	4.5	5.6	6.4	5.8	5.6	5.2	5.8	5.5
	(2020F)	5.9	4.8	5.8	6.5	6.0	6.1	5.5	6.1	5.8
수정BPS	(2018A)	87,710	73,348	32,139	88,049	33,729	25,684	23,400	15,888	47,675
	(2019F)	95,589	78,959	28,922	96,998	35,258	27,676	25,092	18,706	51,384
	(2020F)	103,801	85,978	31,726	105,099	37,285	29,669	26,779	20,359	55,613
EPS	(2018A)	7,321	6,095	2,987	7,461	3,133	2,268	1,540	1,234	4,090
	(2019F)	8,073	6,428	2,797	8,650	3,136	2,101	1,709	1,691	4,376
	(2020F)	8,212	6,446	2,804	8,101	3,154	1,994	1,687	1,653	4,349
DPS	(2018A)	1,920	1,600	650	1,900	690	360	300	180	975
	(2019F)	2,200	1,850	680	2,100	720	400	350	320	1,123
	(2020F)	2,350	1,950	700	2,150	740	440	370	340	1,177
ROA	(2018A)	0.67	0.71	0.61	0.60	0.62	0.63	0.52	0.52	0.64
	(2019F)	0.69	0.70	0.58	0.66	0.60	0.56	0.55	0.69	0.64
	(2020F)	0.67	0.66	0.55	0.59	0.58	0.54	0.52	0.65	0.61
ROE	(2018A)	8.6	9.5	9.6	8.9	8.6	9.3	6.8	8.7	8.9
	(2019F)	8.8	9.4	9.5	9.4	8.2	7.9	7.0	9.8	8.8
	(2020F)	8.2	8.6	9.2	8.0	7.8	7.0	6.5	8.5	8.1
총자본	(2018A)	35,713	35,551	21,942	27,115	21,094	5,063	8,425	3,456	160,056
	(2019F)	38,741	45,341	24,276	29,960	22,569	5,405	9,076	4,022	181,244
	(2020F)	42,175	49,282	26,301	32,393	23,852	5,742	9,626	4,348	195,705
수정총자본	(2018A)	36,672	34,781	21,726	26,436	21,094	4,344	7,627	3,130	157,507
	(2019F)	39,967	38,822	20,881	29,123	22,569	4,681	8,178	3,685	169,760
	(2020F)	43,400	42,274	22,906	31,555	23,852	5,018	8,728	4,010	183,730
순이익	(2018A)	3,061	3,157	2,019	2,240	1,754	384	502	243	13,514
	(2019F)	3,375	3,441	2,019	2,597	1,779	355	557	333	14,457
	(2020F)	3,433	3,451	2,024	2,432	1,813	337	550	326	14,368
완전회식자본금(2019F)	2,091	2,458	3,611	1,501	3,140	846	1,630	985	16,519	
수정상장주식수(천주)	418,112	491,682	722,268	300,242	628,070	169,146	325,935	196,983	3,303,753	
총자산(2018A)	479,588	459,608	340,435	385,009	289,509	64,918	98,794	46,779	2,187,681	
총자산(2019F)	497,913	527,763	360,356	405,139	303,392	61,159	103,805	49,163	2,332,526	
/실질자기자본(배)	12.5	13.6	17.3	13.9	13.4	13.1	12.7	13.3	13.7	

자료: 하나금융투자

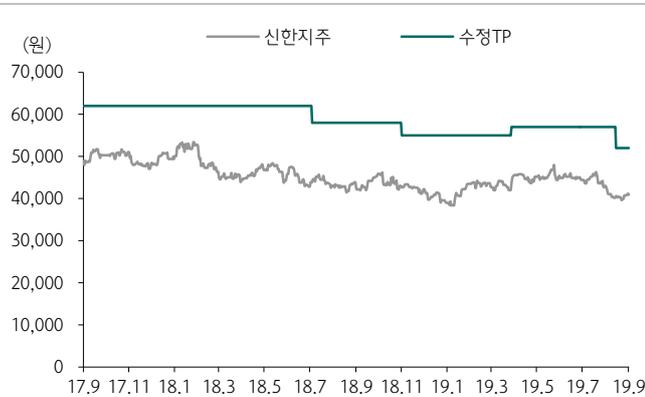
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KB금융



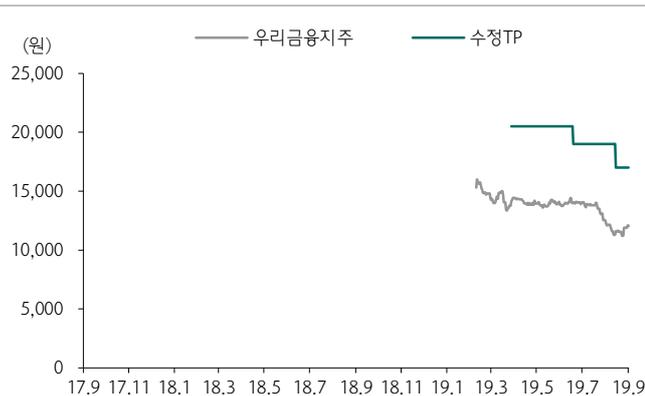
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고
19.8.20	BUY	57,000		
19.4.2	BUY	62,000	-28.03%	-24.52%
19.4.2	담당자변경			
18.11.6	BUY	69,000	-33.39%	-29.06%
18.7.9	BUY	75,000	-30.18%	-25.07%
18.1.30	BUY	80,000	-25.85%	-15.38%
17.7.2	BUY	74,000	-20.59%	-7.30%

신한지주



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고
19.8.20	BUY	52,000		
19.4.2	BUY	57,000	-21.57%	-15.79%
19.4.2	담당자변경			
18.11.6	BUY	55,000	-23.68%	-19.55%
18.7.9	BUY	58,000	-24.82%	-20.43%
17.7.21	BUY	62,000	-21.38%	-10.65%

우리금융



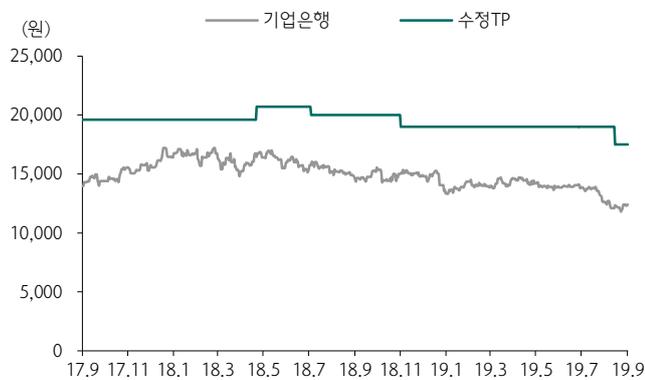
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고
19.8.20	BUY	17,000		
19.6.24	BUY	19,000	-29.84%	-25.79%
19.4.2	BUY	20,500	-31.52%	-29.51%
19.4.2	담당자변경			

하나금융



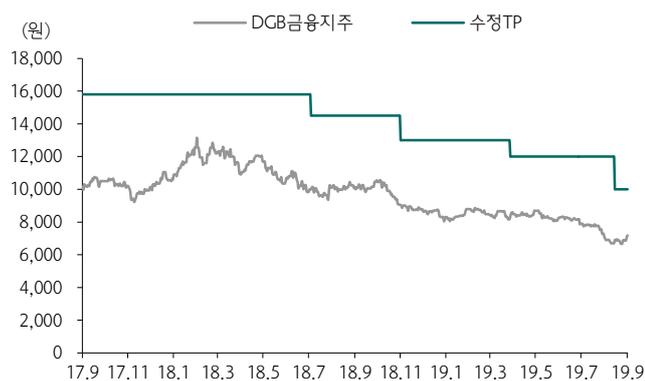
날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고
19.8.20	BUY	48,500		
19.4.2	BUY	54,500	-32.91%	-27.43%
19.4.2	담당자변경			

기업은행



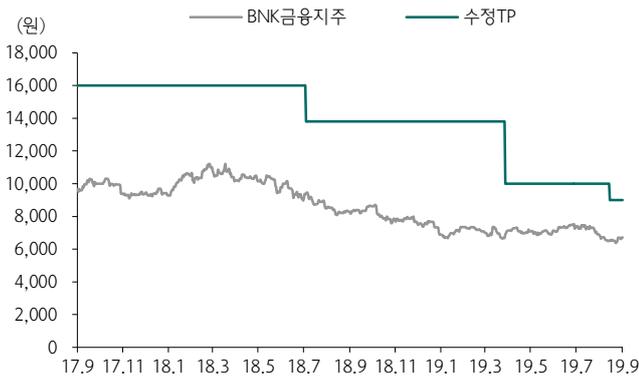
날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고
19.8.20	BUY	17,500		
19.4.2	BUY	19,000	-24.52%	-19.21%
19.4.2	담당자변경			
18.11.6	BUY	19,000	-24.52%	-19.21%
18.7.9	BUY	20,000	-24.74%	-19.75%
18.4.27	BUY	20,700	-22.08%	-17.87%
17.7.24	BUY	19,600	-19.95%	-12.24%

DGB금융



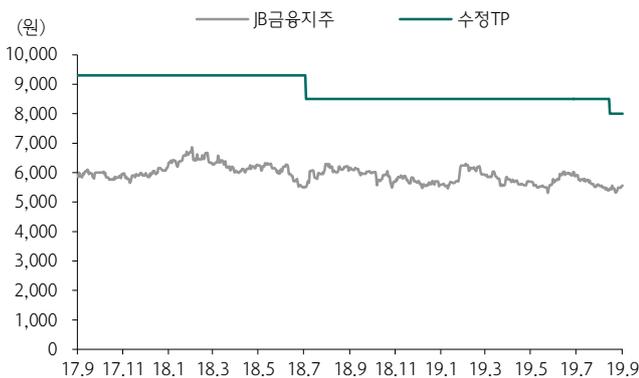
날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고
19.8.20	BUY	10,000		
19.4.2	BUY	12,000	-32.88%	-27.58%
19.4.2	담당자변경			
18.11.6	BUY	13,000	-34.08%	-30.69%
18.7.9	BUY	14,500	-31.15%	-27.24%
17.5.23	BUY	15,800	-29.49%	-16.77%

BNK금융



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고
19.8.20	BUY	9,000		
19.4.2	BUY	10,000	-28.66%	-24.90%
19.4.2	담당자변경			
18.7.9	BUY	13,800	-43.51%	-31.45%
17.5.20	BUY	16,000	-36.52%	-27.81%

JB금융



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고
19.8.20	BUY	8,000		
19.4.2	BUY	8,500	-30.86%	-25.88%
19.4.2	담당자변경			
18.7.9	BUY	8,500	-30.86%	-25.88%
17.5.23	BUY	9,300	-33.34%	-25.05%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 5일

Compliance Notice

- 당사는 하나금융지주의 계열사입니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 9월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2019년 9월 6일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.