

은행

금융시장 교란 여파로 여전히 비정상적 가격

비중확대 (유지)

김수현 ☎ 02) 3772-1515
✉ sh.kim@shinhan.com

염종선 ☎ 02) 3772-1531
✉ jongseon@shinhan.com

1) CDO(Collateralized Debt Obligation): 부채담보부증권, 회사채나 금융회사의 대출채권 등을 한데 묶어 유통화 시킨 신용 파생상품. 과거 2008년 당시 무분별한 MBS(주택저당증권) 발행 외에도 CDO(부채담보부증권), MBS(주택저당증권), CDS(신용부도스왑) 등을 비롯한 파생 상품의 붕괴가 글로벌 금융위기를 유발함

- ◆ 금융 시장 교란 주범인 외국인 자금 (인덱스 펀드) 이탈 일단락
- ◆ 특히 지방은행 일평균 거래대금은 19~56억원으로 수급 취약한 상황
- ◆ 펀더멘탈상 여전히 비정상적 가격 - 모든 종목에 매수 관점

금융 시장 교란 주범인 외국인 자금 이탈 일단락 (특히 인덱스 자금)

올해 초부터 현재까지 상장은행의 외국인 순매도 규모는 1.26조원이다. 이는 조선업 대란 / 자본 확충 우려가 있었던 '16년 같은 기간 대비 3배 가까운 규모다. 2008년 CDO¹⁾상품과 같은 금융 버블로 지목되는 인덱스 자금(ETF 등)이 지난 수 년간 국내 은행주에 상당히 유입되었고 최근 국내 시장을 교란시키며 은행 주식의 폭락을 야기했다. 사상 최대 실적 행진을 이어가고 상장 이후 가장 높은 배당 수익률이 기대되는 펀더멘탈 요인이 무의미했던 이유다.

특히 지방은행 일평균 거래대금은 19~56억원으로 수급 취약한 상황

전 세계적으로 규모가 커진 인덱스 자금들의 유입/유출은 거래 대금이 적은 지방은행에게 치명적이다. DGB금융의 거래 대금은 평균 30~50억원, JB금융지주는 평균 10억원 내외의 거래 대금을 보인다. 두 은행은 각각 19F ROE 8.2%, 11.6%에 PBR 0.29x, 0.39x으로 비정상적인 가격에 거래되고 있다.

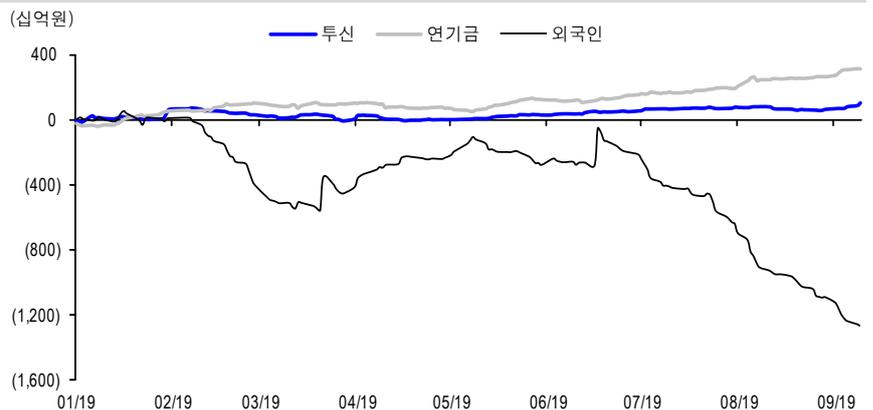
펀더멘탈상 여전히 비정상적 가격 - 모든 종목에 매수 관점

금융에서 가장 우려스러운 현상은 '쏠림'이다. 낮은 수수료를 부각시켜 최근 수년간 엄청난 자금이 유입된 글로벌 인덱스 자금이 여전히 우려스럽고 규제의 필요성이 제기되는 이유다. 은행주는 최근 금리 상승과 외국인 매도 약화로 반등했으나 여전히 비정상적 가격이다. 모든 종목에 매수 관점 접근이 필요하다.

Top Picks

종목명	투자 의견	현재주가 (9월 11 일, 원)	목표 주가 (원)	상승 여력 (%)
하나금융 (086790)	매수	35,300	50,000	41.6
KB금융 (105560)	매수	43,700	60,000	37.3
JB금융지주 (175330)	매수	5,790	7,800	34.7

상장 은행 연초 이후 주체별 누적 순매수 추이



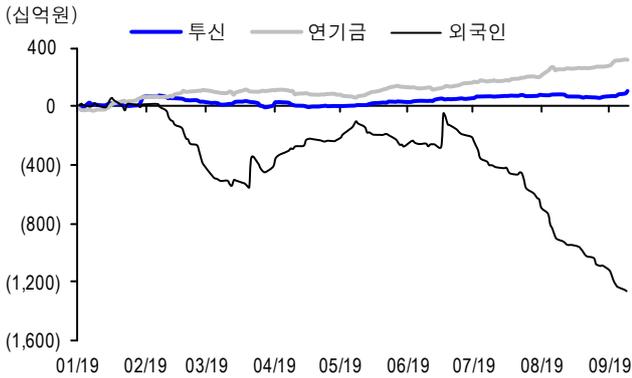
자료: QuantiWise, 신한금융투자

금융 시장 교란 주범인 외국인 자금 이탈 일단락 (특히 인덱스 자금)

1) CDO(Collateralized Debt Obligation): 부채담보 부증권, 회사채나 금융회사의 대출채권 등을 한데 묶어 유통화 시킨 신용파생상품. 과거 2008년 당시 무분별한 MBS(주택저당증권) 발행 외에도 CDO(부채담보부증권), MBS(주택저당증권), CDS(신용부도스왑) 등을 비롯한 파생 상품의 붕괴가 글로벌 금융위기를 유발함

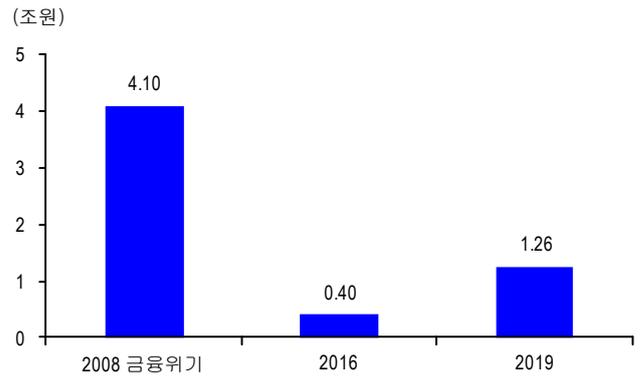
올해 초부터 현재까지 상장은행의 외국인 순매도 규모는 1.26조원이다. 이는 조선업 대란 / 자본 확충 우려가 있었던 '16년 같은 기간 대비 3배 가까운 규모다. 2008년 CDO¹⁾상품과 같은 금융 버블로 지목되는 인덱스 자금 (ETF 등)이 지난 수 년간 국내 은행주에 상당히 유입되었고 최근 국내 시장을 교란시키며 은행 주식의 폭락을 야기했다. 사상 최대 실적 행진을 이어가고 상장 이후 가장 높은 배당 수익률이 기대되는 펀더멘털 요인이 무의미했던 이유다.

상장 은행 연초 이후 주체별 누적 순매수 추이



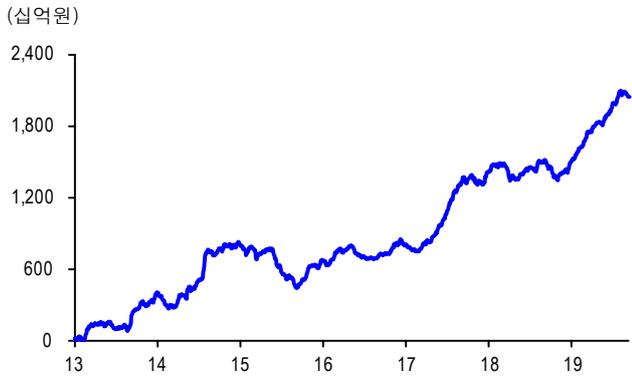
자료: QuantiWise, 신한금융투자, 주: 상장은행 전체

과거 은행 위기와 비교 (1월~9월) 외국인 순매도 규모



자료: QuantiWise, 신한금융투자, 주: 상장은행 전체

신한지주 인덱스 자금 누적 순매수 추이 (프로그램 매수)



자료: Koscom, 신한금융투자

하나금융 인덱스 자금 누적 순매수 추이 (프로그램 매수)



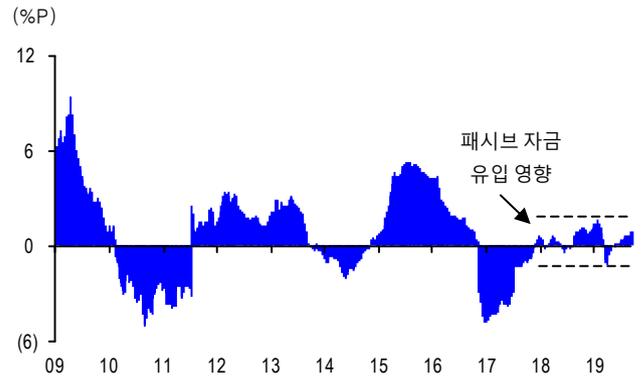
자료: Koscom, 신한금융투자

KB금융 인덱스 자금 누적 순매수 추이 (프로그램 매수)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

KB금융 - 신한지주 외국인 지분율 갭 추이



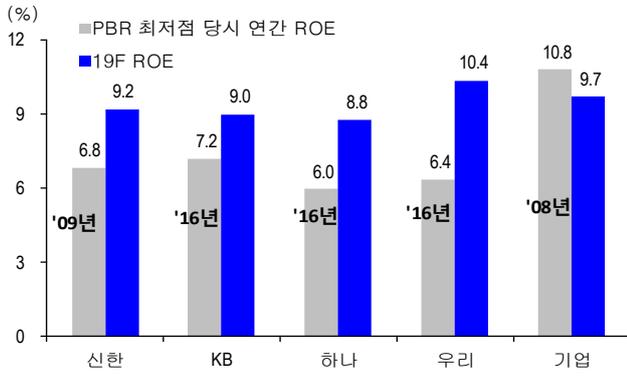
자료: QuantiWise, 신한금융투자

KB와 신한지주의 외국인 지분을 추이



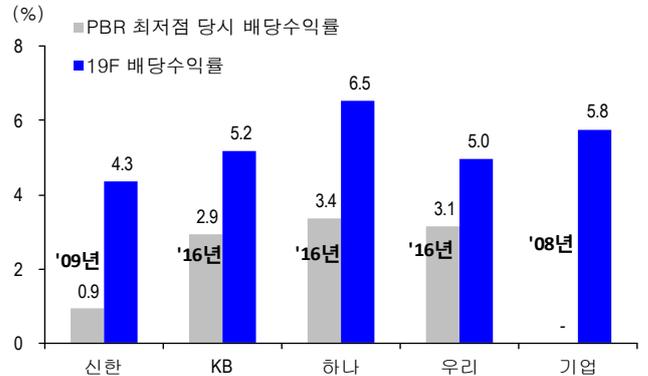
자료: QuantiWise, 신한금융투자

과거 은행 위기 시절의 펀더멘털과 비교 (ROE)



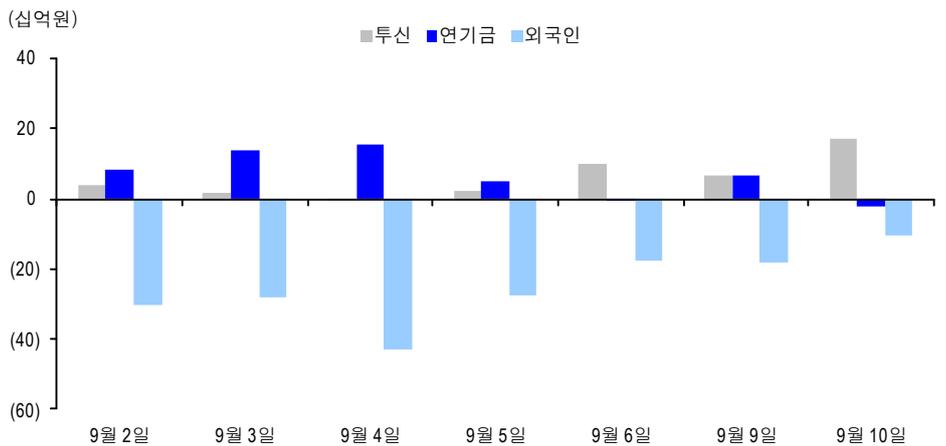
자료: 각 사, 신한금융투자

과거 은행 위기 시절의 배당 수익률과 비교



자료: 각 사, 신한금융투자

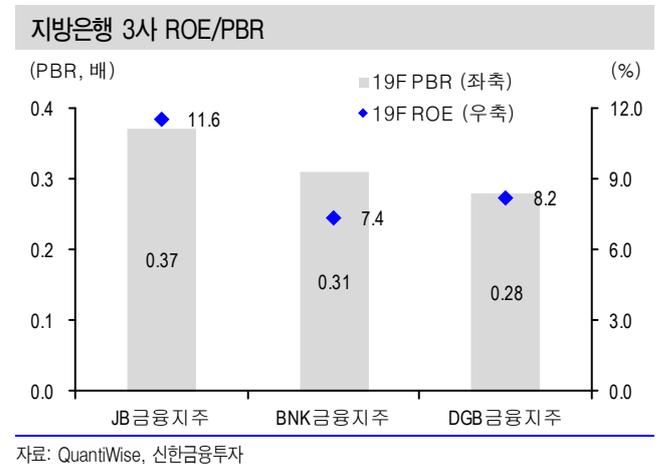
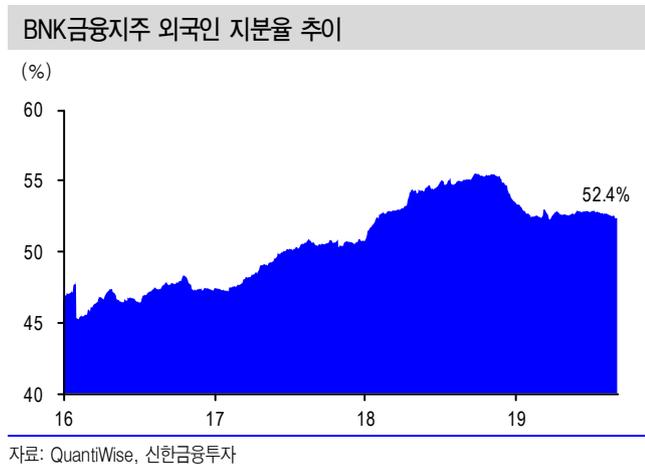
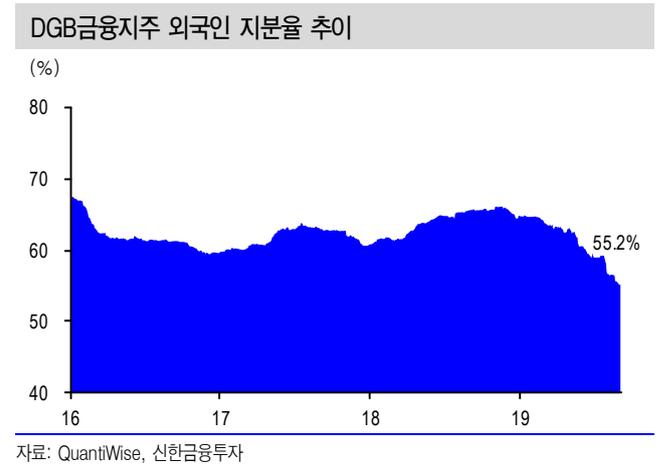
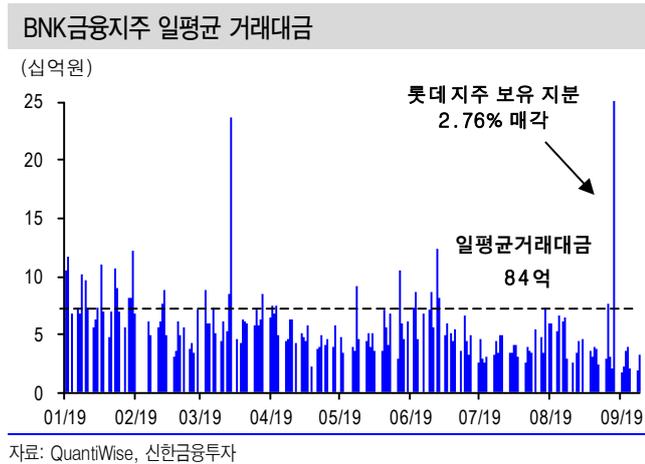
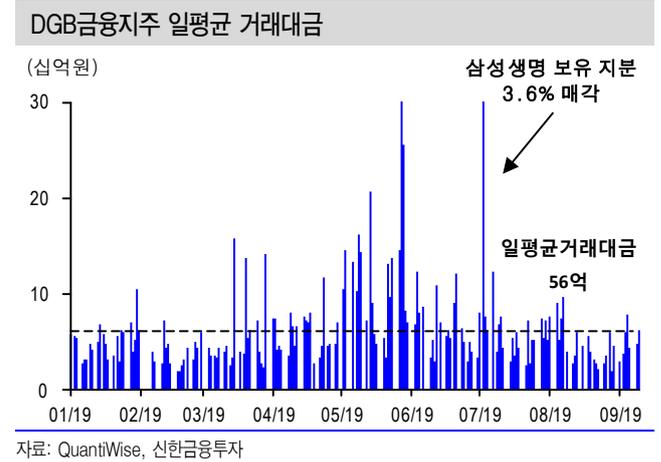
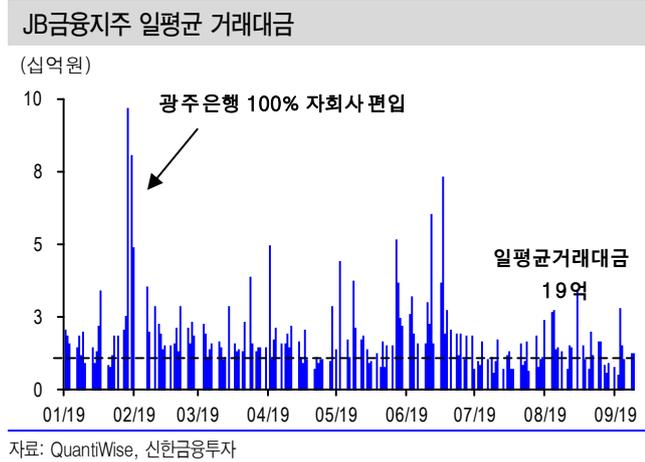
일간 순매수 규모



자료: QuantiWise, 신한금융투자

특히 지방은행 일평균 거래대금 19~56억원으로 수급 취약 상황

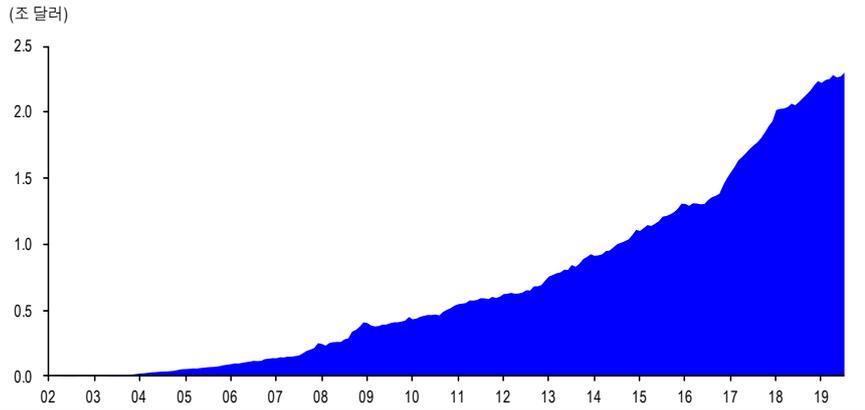
전 세계적으로 규모가 커진 인덱스 자금들의 유입/유출은 거래 대금이 적은 지방은행에게 치명적이다. DGB금융 거래 대금은 평균 30~50억원, JB금융지주는 평균 10억원 내외의 거래대금을 보인다. 두 은행은 각각 19F ROE 8.2%, 11.6%에 PBR 0.29x, 0.39x으로 비정상적인 가격에 거래되고 있다.



펀더멘탈상 여전히 비정상적 가격 - 모든 종목에 매수 관점

금융에서 가장 우려스러운 현상은 '솔림'이다. 낮은 수수료를 부각시켜 최근 수년 간 엄청난 자금이 유입된 글로벌 인덱스 자금이 여전히 우려스럽고 규제의 필요성이 제기되는 이유다. 은행주는 최근 금리 상승과 외국인 매도 약화로 반등했으나 여전히 비정상적 가격이다. 모든 종목에 매수 관점 접근이 필요하다.

글로벌 패시브 (인덱스) 자금 규모 추이



자료: EPFR, 신한금융투자

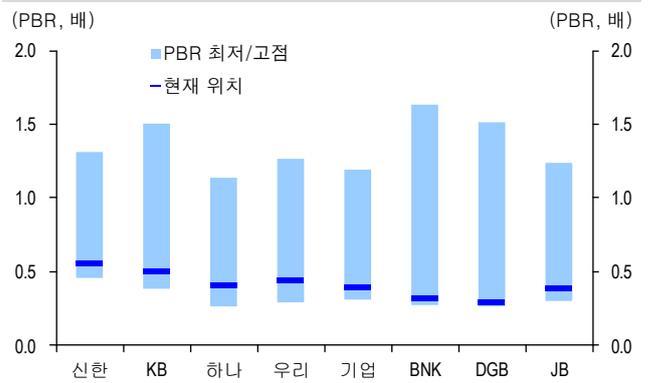
Trailing PBR 비교

(십억원, 배)	2Q19 지배주주 자본	시가총액	PBR
신한지주	36,336	20,035	0.55
KB금융	36,793	18,272	0.50
하나금융	26,465	10,599	0.40
우리금융	19,443	8,468	0.44
기업은행	19,436	7,647	0.39
DGB금융지주	4,378	1,255	0.29
JB금융지주	2,953	1,141	0.39
BNK금융지주	7,365	2,321	0.32

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 지배자본은 신종자본증권을 제외한 수치, 9월 11일 종가 기준

Trailing PBR과 금융위기 이후(2008년 1월) ~ 현재 비교



자료: 신한금융투자

주: 지배자본은 신종자본증권을 제외한 수치, 9월 11일 종가 기준

금융위기 이후(2008년 1월) PBR 밸류에이션 최저점 비교

(십억원, 배)	신한지주	KB금융	하나금융	우리금융	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융
역사상 최저점	0.46	0.38	0.27	0.35	0.32	0.30	0.27	0.37
최저점 시기	2009-03-06	2016-01-20	2016-01-20	2016-01-20	2008-11-20	2019-08-06	2019-08-06	2019-07-31
현재 수준	0.55	0.50	0.40	0.44	0.39	0.32	0.29	0.39

자료: 각 사, 신한금융투자

주: PBR은 지배자본 기준, 신종자본증권을 제외한 수치

(두차례 기준금리 인하) NIM 5bp 하락 가정 시 Trailing PBR

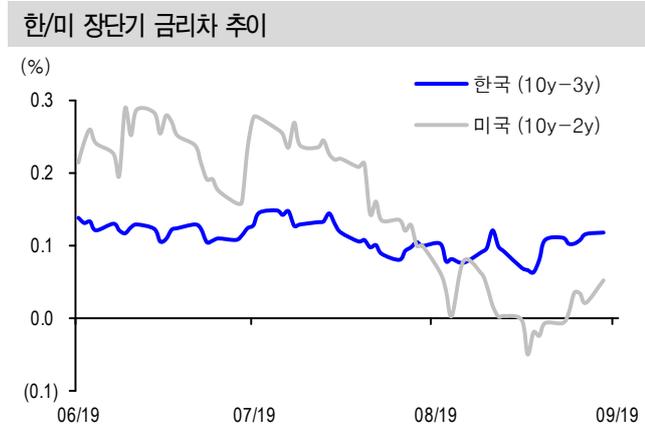
(십억원, 배)	이자부자산	수정지배주주자본	시가총액	Trailing PBR
신한지주	322,468	36,207	20,035	0.55
KB금융	342,566	36,656	18,272	0.50
하나금융	294,994	26,347	10,599	0.40
우리금융	291,853	19,326	8,468	0.44
기업은행	201,617	19,356	7,647	0.40
DGB금융지주	45,918	4,360	1,255	0.29
JB금융지주	40,984	2,936	1,141	0.39
BNK금융지주	49,647	7,345	2,321	0.32

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

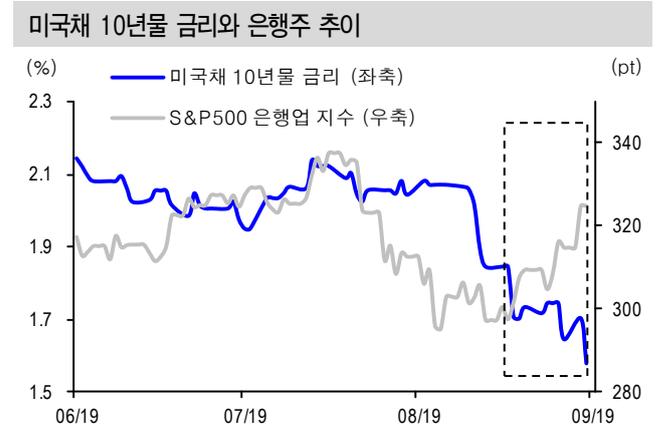
(두차례 기준금리 인하) NIM 7bp 하락 가정 시 Trailing PBR

(십억원, 배)	이자부자산	수정지배주주자본	시가총액	Trailing PBR
신한지주	322,468	36,155	20,035	0.55
KB금융	342,566	36,601	18,272	0.50
하나금융	294,994	26,300	10,599	0.40
우리금융	291,853	19,279	8,468	0.44
기업은행	201,617	19,323	7,647	0.40
DGB금융지주	45,918	4,352	1,255	0.29
JB금융지주	40,984	2,930	1,141	0.39
BNK금융지주	49,647	7,337	2,321	0.32

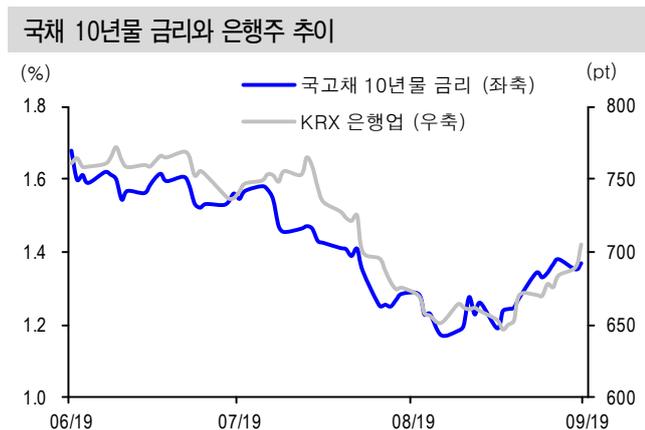
자료: 각 사, 신한금융투자 추정



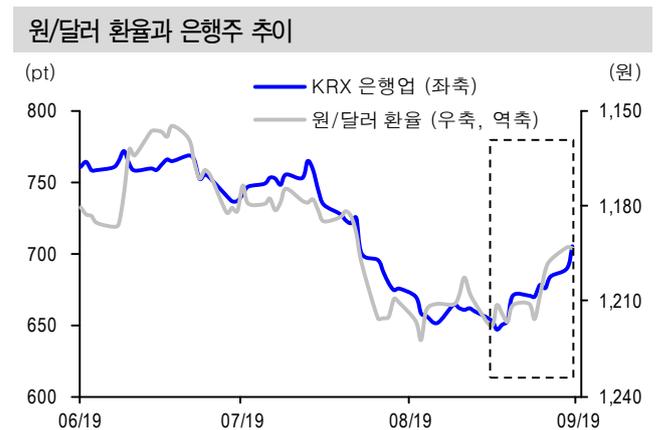
자료: QuantiWise, 신한금융투자



자료: QuantiWise, 신한금융투자

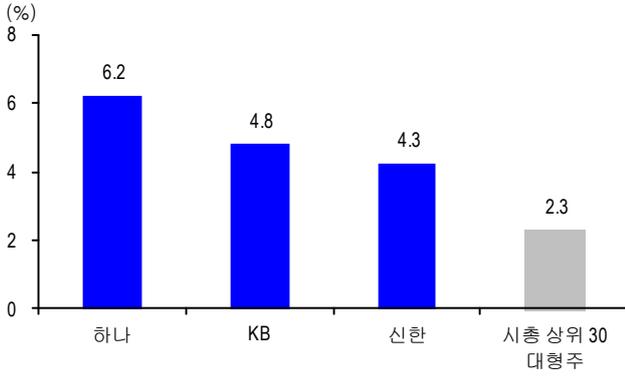


자료: QuantiWise, 신한금융투자



자료: QuantiWise, 신한금융투자

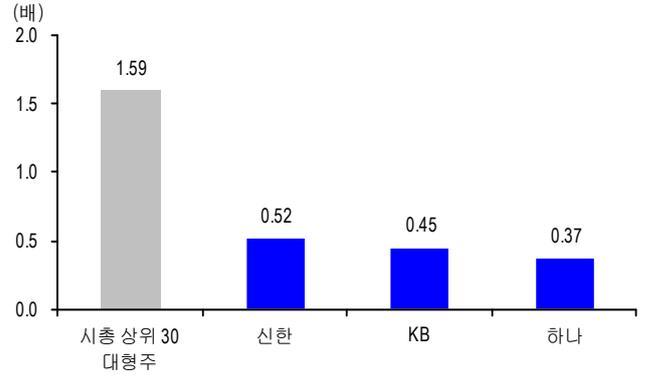
시총 상위 대형주들과의 19F 배당수익률 비교



자료: QuantiWise, 신한금융투자

주: 신한지주는 컨센서스 기준, 시총 상위 30개 가중평균 수치 (은행 제외)

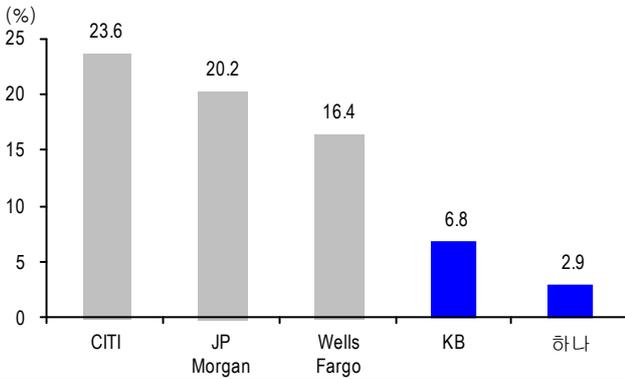
19F 주기순자산비율 (PBR) 비교



자료: QuantiWise, 신한금융투자

주: 신한지주는 컨센서스 기준, 시총 상위 30개 가중평균 수치 (은행 제외)

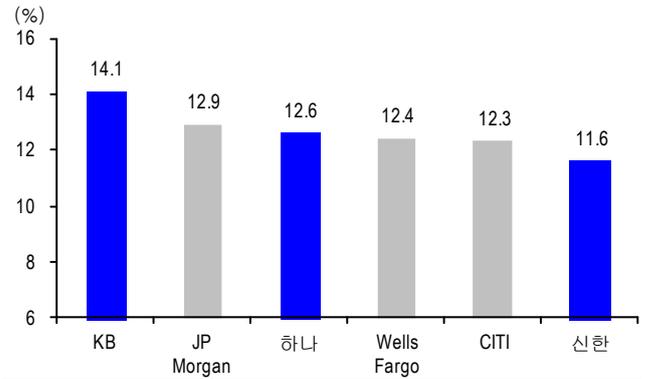
미국 주요 은행과의 자사주 비중 비교



자료: 각 사, 신한금융투자

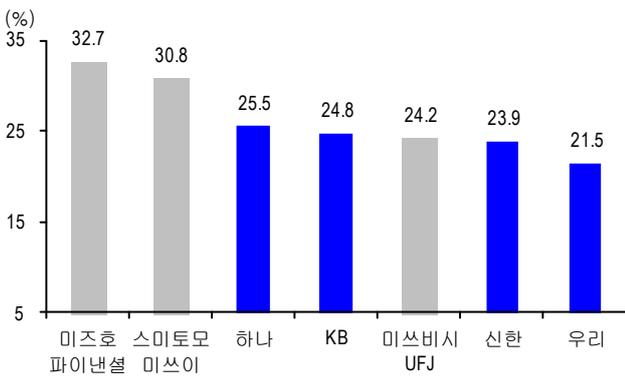
주: 신한지주, 하나금융의 경우 현재 진행 중인 자사주 매입 모두 완료 가정

미국 주요 은행과의 자본 적정성 비교 (CET1 비율)



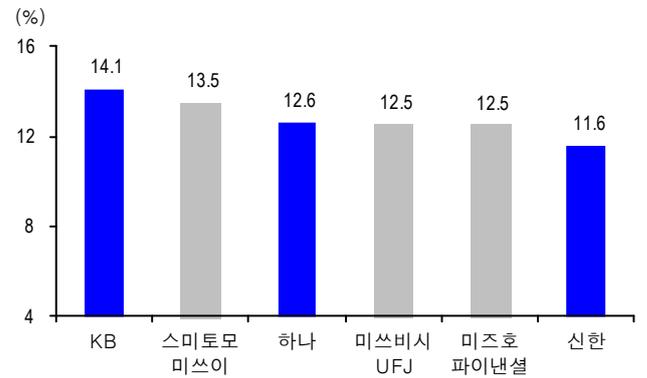
자료: 각 사, 신한금융투자

일본 주요 은행과의 배당 성향 비교



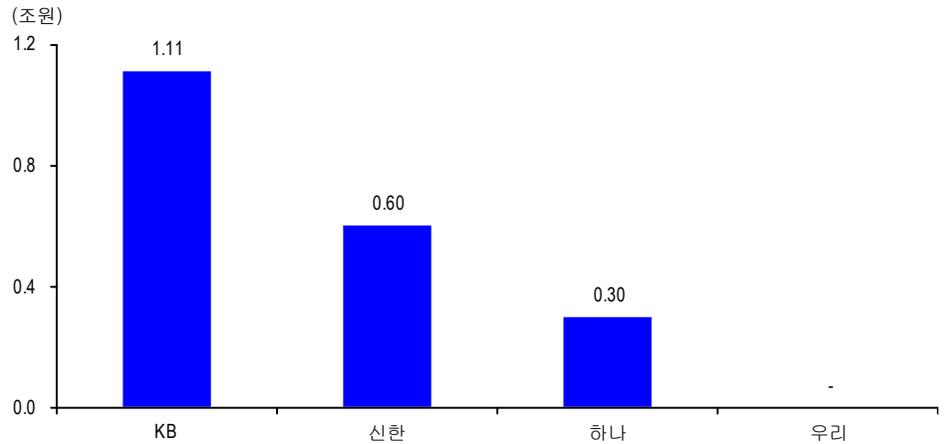
자료: 각 사, 신한금융투자

일본 주요 은행과의 자본 적정성 비교 (CET1 비율)



자료: 각 사, 신한금융투자

각 은행 별 자사주 보유 규모



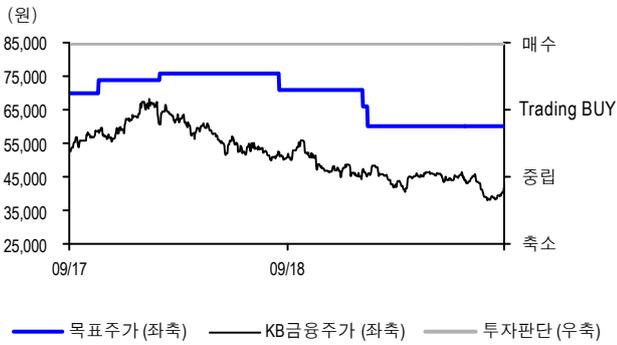
자료: 각 사, 신한금융투자, 주: 신한지주, 하나금융의 경우 현재 진행 중인 자사주 매입 모두 완료 가정

은행대출 증감 및 잔액 추이													
(조원, %)	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19
수신													
은행계정 (잔액기준)	1,601	1,617	1,628	1,628	1,643	1,629	1,647	1,668	1,663	1,671	1,693	1,684	1,709
은행계정(금융채 제외)	1,342	1,359	1,370	1,369	1,384	1,371	1,393	1,413	1,408	1,418	1,443	1,432	1,457
실세요구불	170	178	173	173	186	178	181	186	183	183	194	184	190
저축성예금	1,129	1,145	1,157	1,153	1,161	1,152	1,169	1,186	1,183	1,193	1,209	1,210	1,228
정기예금	650	657	680	679	668	672	682	683	690	699	702	713	724
수시입출식	419	428	417	414	432	420	426	442	432	432	444	433	440
시장형금융상품	43	36	39	42	37	42	42	41	42	42	39	38	38
금융채	260	258	258	260	259	258	254	255	255	253	250	252	252
은행계정 (증감기준)	6.5	15.4	11.5	0.2	14.7	(13.6)	17.6	21.3	(5.2)	7.7	22.1	(9.0)	24.8
은행계정(금융채 제외)	4.9	17.0	11.4	(1.6)	15.5	(12.9)	21.5	20.5	(4.9)	9.9	24.4	(10.9)	25.2
실세요구불	(1.1)	7.7	(4.6)	0.1	12.2	(8.0)	3.7	4.8	(3.1)	(0.1)	11.4	(10.7)	6.8
저축성예금	8.5	16.6	12.1	(4.3)	8.0	(9.3)	16.9	16.9	(2.4)	9.8	15.6	0.9	18.8
정기예금	10.8	7.1	22.3	(0.8)	(10.5)	3.1	10.3	0.9	7.5	8.9	2.8	10.7	11.0
수시입출식	(2.3)	9.1	(10.5)	(3.9)	18.5	(11.8)	6.2	16.0	(10.5)	0.4	12.0	(11.0)	7.2
시장형금융상품	(2.4)	(7.3)	3.9	2.6	(4.8)	4.4	0.9	(1.1)	0.6	0.1	(2.6)	(1.0)	(0.4)
금융채	1.5	(1.6)	0.0	1.8	(0.8)	(0.7)	(3.9)	0.7	(0.2)	(2.1)	(2.3)	1.9	(0.5)
대출													
은행대출 (잔액기준)	1,620	1,629	1,642	1,653	1,652	1,660	1,667	1,671	1,682	1,693	1,701	1,708	1,719
기업대출	817	822	826	831	824	832	836	837	844	850	852	853	857
대기업	156	155	157	157	155	158	158	156	157	158	156	154	152
중소기업	661	667	669	674	669	674	678	682	687	692	696	699	704
SOHO	307	309	311	314	314	315	317	319	321	323	325	327	330
가계대출	803	808	816	822	828	829	831	834	839	844	849	855	862
주택담보대출	591	595	598	603	608	611	613	616	620	622	626	630	635
은행대출 (증감기준)	11.1	9.3	12.3	11.6	(1.4)	8.7	6.9	4.0	11.1	11.0	7.4	7.2	10.9
기업대출	5.1	4.2	4.5	4.9	(6.8)	7.6	4.4	1.1	6.6	6.0	2.1	1.4	3.5
대기업	0.0	(1.1)	1.8	0.4	(2.3)	3.4	(0.2)	(2.4)	1.6	0.6	(2.2)	(1.2)	(1.9)
중소기업	4.9	5.4	2.7	4.5	(4.5)	4.3	4.5	3.5	5.0	5.4	4.3	2.6	5.4
SOHO	2.5	2.0	2.0	2.4	0.3	1.1	1.8	2.3	2.4	2.0	1.8	2.0	2.7
가계대출	6.0	5.1	7.8	6.7	5.4	1.1	2.5	2.9	4.5	5.0	5.3	5.8	7.4
주택담보대출	3.4	3.6	3.5	4.8	4.9	2.6	2.5	2.8	3.7	2.9	4.0	3.7	4.7

자료: 한국은행, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

KB금융 (105560)

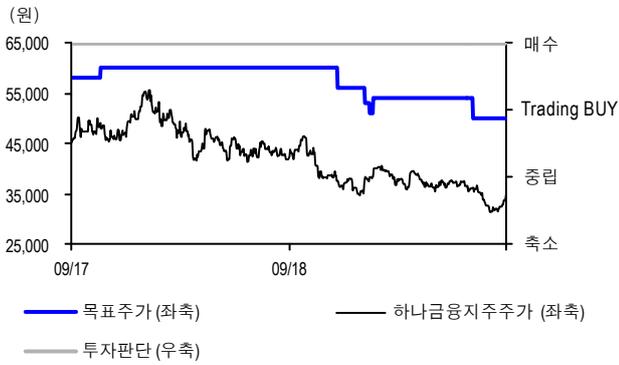


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 07월 18일	매수	70,000	(19.2)	(14.0)
2017년 10월 29일	매수	74,000	(16.4)	(7.3)
2018년 02월 09일	매수	76,000	(24.0)	(12.1)
2018년 08월 10일		6개월경과	(32.5)	(30.5)
2018년 08월 29일	매수	71,000	(30.5)	(20.8)
2019년 01월 17일	매수	66,000	(30.4)	(29.2)
2019년 01월 25일	매수	60,000	(24.9)	(19.0)
2019년 07월 26일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

하나금융 (086790)

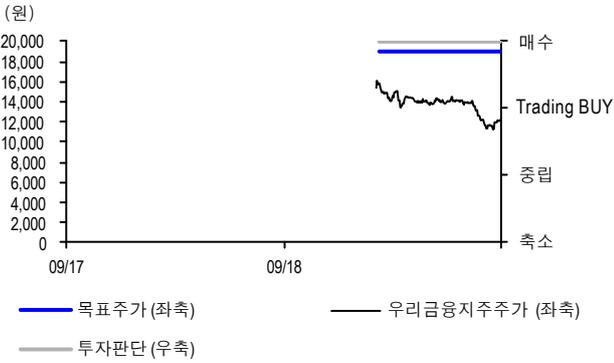


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 07월 23일	매수	58,000	(16.2)	(10.3)
2017년 10월 29일	매수	60,000	(19.4)	(7.5)
2018년 04월 30일		6개월경과	(27.1)	(20.4)
2018년 10월 31일		6개월경과	(35.8)	(34.2)
2018년 12월 02일	매수	56,000	(34.8)	(32.1)
2019년 01월 17일	매수	53,000	(28.6)	(27.7)
2019년 01월 25일	매수	51,000	(24.8)	(24.5)
2019년 01월 31일	매수	54,000	(30.3)	(24.9)
2019년 07월 18일	매수	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

우리금융 (316140)

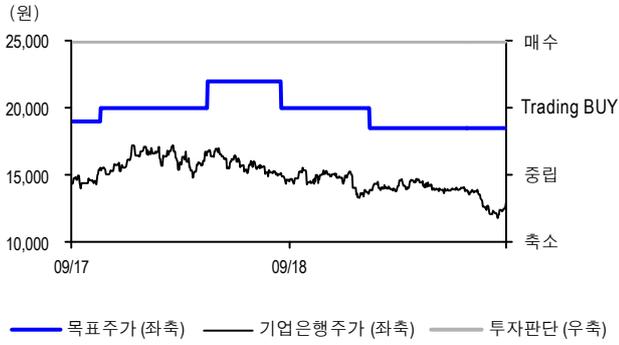


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
2019년 02월 19일	매수	19,000	(27.0)	(19.7)
2019년 08월 20일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

기업은행 (024110)

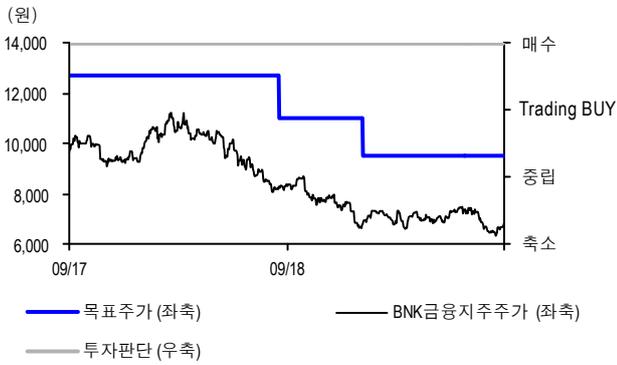


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 07월 23일	매수	19,000	(21.5)	(17.1)
2017년 10월 29일	매수	20,000	(19.5)	(14.0)
2018년 04월 27일	매수	22,000	(28.1)	(22.7)
2018년 08월 29일	매수	20,000	(26.9)	(22.3)
2019년 01월 25일	매수	18,500	(23.9)	(20.5)
2019년 07월 26일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

BNK금융지주 (138930)

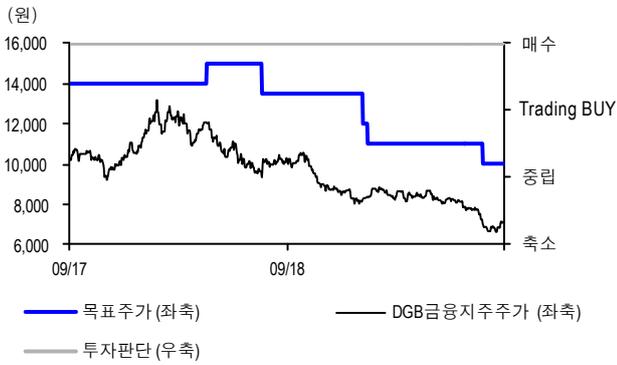


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 07월 18일	매수	12,700	(21.7)	(9.1)
2018년 01월 19일		6개월경과	(19.9)	(11.8)
2018년 07월 20일		6개월경과	(32.7)	(29.2)
2018년 08월 29일	매수	11,000	(29.0)	(20.9)
2019년 01월 17일	매수	9,500	(24.8)	(20.9)
2019년 07월 18일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

DGB금융지주 (139130)

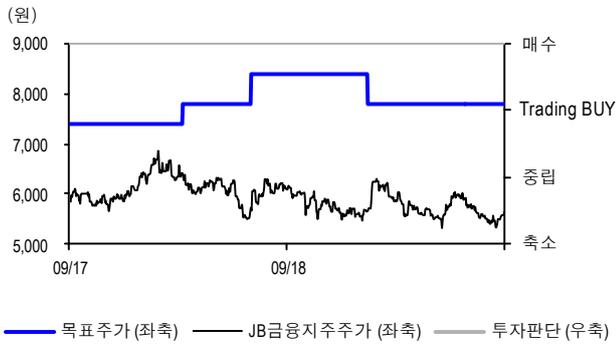


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 02월 09일	매수	14,000	(18.4)	(10.4)
2017년 08월 10일		6개월경과	(23.4)	(6.1)
2018년 02월 11일		6개월경과	(15.1)	(8.2)
2018년 04월 29일	매수	15,000	(30.1)	(19.7)
2018년 07월 31일	매수	13,500	(30.3)	(21.9)
2019년 01월 17일	매수	12,000	(30.4)	(30.0)
2019년 01월 25일	매수	11,000	(24.2)	(19.5)
2019년 07월 26일		6개월경과	(32.5)	(29.4)
2019년 08월 07일	매수	10,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

JB금융지주 (175330)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 10월 18일	매수	7,400	(21.9)	(15.0)
2017년 04월 19일		6개월경과	(15.0)	(5.8)
2017년 10월 20일		6개월경과	(16.5)	(7.3)
2018년 03월 20일	매수	7,800	(22.7)	(18.2)
2018년 07월 13일	매수	8,400	(30.1)	(25.1)
2019년 01월 14일		6개월경과	(33.1)	(32.4)
2019년 01월 25일	매수	7,800	(25.7)	(19.2)
2019년 07월 26일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 김수현, 염종선)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기회사(KB금융, 우리금융지주, 기업은행)를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사(KB금융)를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사(KB금융, 하나금융지주, 기업은행, BNK금융지주, DGB금융지주)를 기초자산으로 한 주식의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

KQ 매 색 터	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
-------------------	---	--

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 9월 11일 기준)

매수 (매수)	97.5%	Trading BUY (중립)	0.5%	중립 (중립)	2%	축소 (매도)	0%
---------	-------	------------------	------	---------	----	---------	----