



## Sector Comment

## 4대 은행지주 4분기 실적의 시사점

## 2020년은 위기와 기회가 공존하는 시기



금융산업의 근간인 신뢰의 기반을 흔드는 DLF, 라임 사태는 어찌보면 예고된 인재이었다. 정부는 은행을 경기 부양 수단으로 인식, 소비자 보호, 시스템 규제는 소홀하고 가격(금리 및 수수료) 규제만 일관하였다. 은행은 영업과 신용 관리를 분리, 성장에만 주력함으로써 위험 관리를 소홀히 한 것이다. 이번 사건을 계기로 금융시스템과 가격 체계를 바꾼다면 금융 산업 발전의 중대한 기회가 될 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 전년 반영해야 할 상당규모 대손비용, 2020년으로 이연

국내 은행은 4분기에도 비교적 양호한 실적 기록과 기대 이상의 배당성향을 기록.(2018년 24.7% → 2019년 26.2%) 그러나 이는 충당금 감소에 의한 것으로 긍정적으로 보기 어려움.

1) 라임사태 등 사모펀드 부실화 과정에서 발생한 잠재 손실을 대부분 반영하지 않았음 2) IFRS9 강화 등 구조조정 등의 요인으로 4분기 정기적으로 반영하였던 추가 충당금이 이번 4분기에는 발생하지 않았음. 3) 부동산 정책으로 부동산 시장이 일시적으로 크게 호전, 12.16 대책으로 부동산 시장 조정 시 대손비용 증가 가능성이 높음.

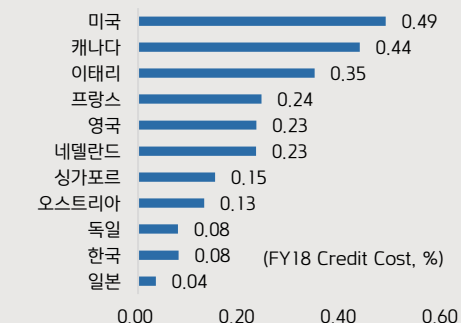
## &gt;&gt;&gt; 2020년 은행 실적을 결정짓는 변수는 대손비용

1) 4대은행의 2019년 대손비용률은 전년 0.13% 대비 5bp 하락한 0.08%로 향후 상승할 여지가 높다는 점. 미국 등 선진국과 비교해 볼 때에도 지나치게 낮은 수준으로 이 것을 차주의 채무 상환 능력, 또는 은행의 건전성 관리 능력 개선으로 보기 어려움. 2) 부채의 증가, 경기 부진 등의 요인으로 가계 및 기업의 채무 상환 능력이 갈수록 악화되고 있다는 점. DLF 사태에서 보았듯이 영업과 신용위험을 나누어 관리할 경우 성장에는 적지 않은 기여를 하지만 건전성 관리에는 소홀할 수 밖에 없음.

## &gt;&gt;&gt; 위기를 기회로 삼기 위해서는 금리와 수수료 정상화 필요

구조조정을 통해 잠재적 위험을 줄이고 성장률을 낮추어 버블을 해소하려면 은행이 늘어난 대손비용을 흡수할 능력, 즉 안정적인 마진과 수수료를 통한 충분한 수익력을 확보해야 가능. 그러나 현재 상황은 기대와 전혀 다름. 4분기에도 마진이 평균 0.05%p 하락, 하반기에만 0.11%p 하락. 여기에 DLF 사태, 라임사태 등으로 신탁, 펀드, 방카슈랑스 등 PB 사업의 수익 감소가 가속화될 수 있음. 결국 해결책은 은행의 신뢰도 하락을 위한 자구 노력과 함께 정부의 시장 개입 축소를 통한 가격(금리)과 수수료의 정상화가 될 것임. 따라서 이 시점을 비중 확대의 시점으로 판단, 비중 확대를 그 이후로 미룰 것을 권고함.

## 대손비용률, 선진국과 비교하더라도 낮은 수준



자료: 톰슨 로이터, 한국은 4대 시중은행

## Compliance Notice

- 당사는 02월 11일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

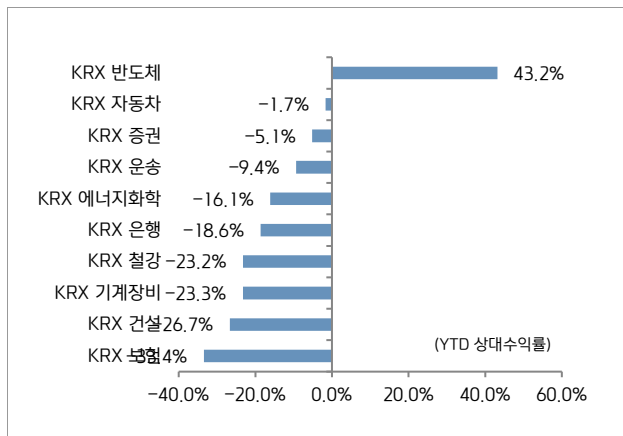
대손비용의 상당부분을  
2020년으로 미루면서 기  
대 이상의 실적 기록

대형 4대 은행지주의 4분기 순이익은 다소 낙관적인 시장 기대치보다는 부진했지만 당사 추정치와 비교해 보면 양호한 실적을 기록했다. 기대 이상의 양호한 실적은 기대 이상의 배당으로 이어졌다. 4대 금융지주는 모두 전년 대비 배당금을 늘렸으며 배당성향도 24.7%에서 26.2%로 늘렸다. 표면적으로 볼 때 주가에 긍정적인 뉴스로 볼 수 있다. 그러나, 현 시점에서 이 점이 은행지주 주가에 긍정적으로 작용하기 어려울 것이다. 그 이유는 당초 예상보다 실적이 개선된 요인이 순이자마진 등 경상적 요인보다 총당금 감소에 의한 것이기 때문이다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 라임사태 등 사모펀드 부실화 과정에서 발생할 수 있는 잠재 손실을 대부분 반영하지 않았기 때문이다. 펀드의 상각을 미룬 결과 신한지주의 경우 TRS 차입금에 대해 10% 정도 총당금을 적립한데 그쳤다. DLF 보다 손실률과 배상률이 높아질 수 있다는 점을 고려해 볼 때 라임 관련 총당금을 과소 적립한 것은 2020년 실적의 부담요인으로 작용할 것이다.

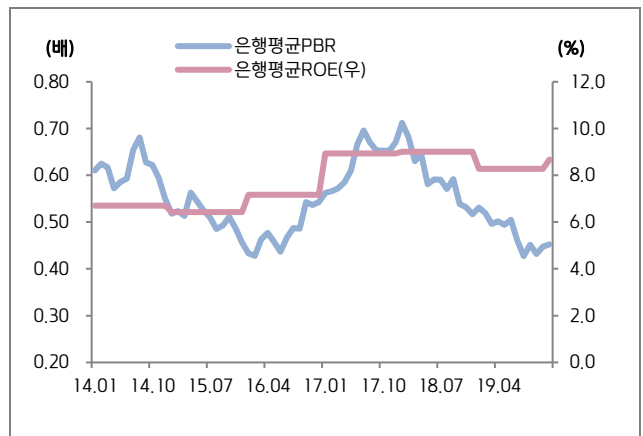
둘째, IFRS9 강화 등 구조조정 등의 요인으로 4분기 정기적으로 반영하였던 추가 총당금이 이번 4분기에는 발생하지 않았기 때문이다. 정부는 당초 임대사업자대출, 가게부채, 한계기업 대출에 대한 구조조정을 추진하려 했던 것으로 알려져 있다. 그러나 DLF, 라임 사태 등으로 금융 사고가 발생하면서 구조조정을 2020년 이후로 미룬 것으로 추정된다. 가게 및 임대사업자 대출의 원리금 분할 상환 확대 등 부채 구조조정은 향후 반드시 추진하여야 할 과제이다.

연초대비 섹터별 상대수익률 비교



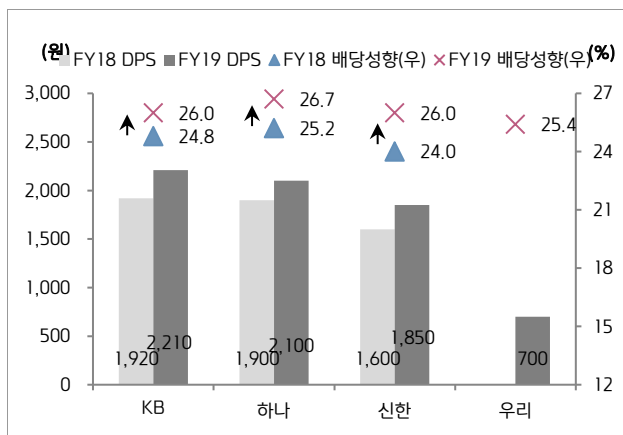
자료: Dataguide, 키움증권

은행평균 PBR 및 ROE 추이



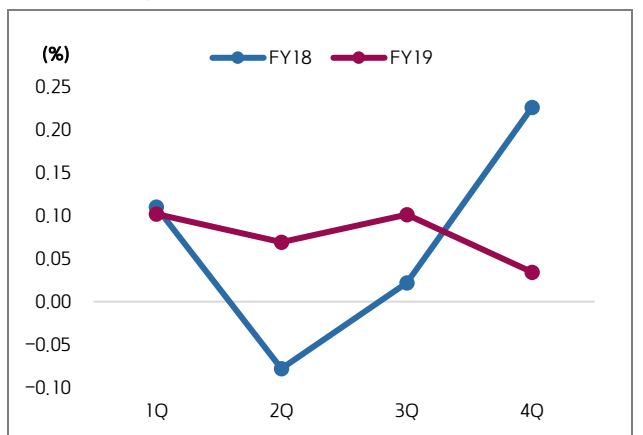
자료: 키움증권

은행별 배당금과 배당성향 비교



자료: 각사

'19년 4분기, 추가 총당금 적립 축소로 대손비용률 하락



자료: 4대은행

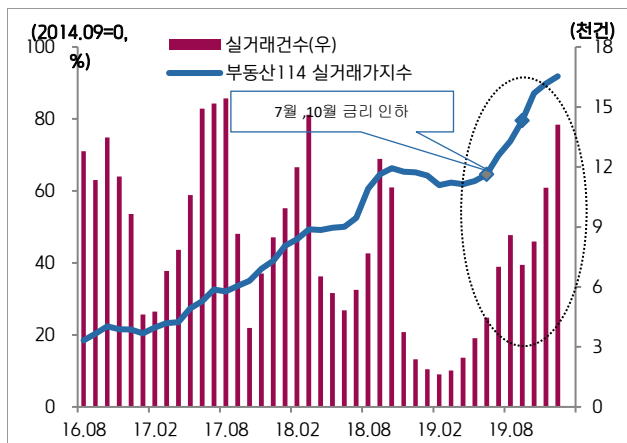
부동산 정책의 호전, 4분기 실적이 기대보다 좋아진 이유

셋째, 대손비용이 예상보다 줄어든 것은 부동산 정책으로 부동산 시장이 일시적으로 크게 호전되었기 때문이다. 따라서 12.16 대책으로 부동산 시장이 조정을 보일 경우 전반적인 대손비용이 다시 늘어날 수 있을 것으로 예상된다.

지난 9.13 대책으로 2019년 상반기 부동산 시장이 급격히 침체, 내수 부진을 넘어 금융 부실의 우려까지 대두된 바 있다. 그러자 두차례 금리를 인하하는 등 정책 기조를 안정화 중심에서 부양 중심으로 변경한 바 있다. 그 결과 12월 서울 아파트 가격은 2019년 4월 저점 대비 18%나 상승했으며 아파트 거래량도 2017년 9월 이후 최고치를 기록했다.

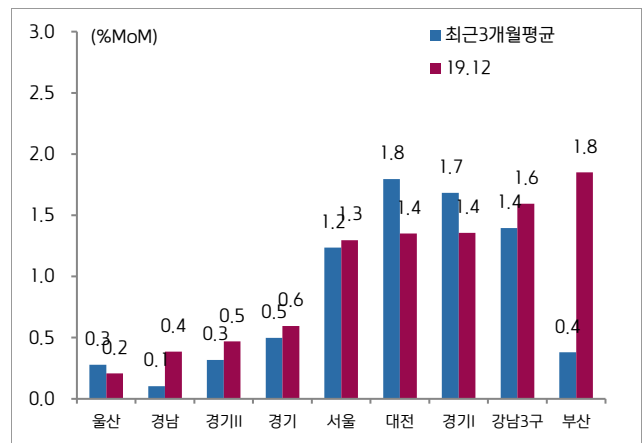
이와 같은 시장 과열은 장기간 침체한 부동산 시장에도 영향을 미쳤다. 공급 과잉으로 장기간 약세를 기록한 비인기 경기 지역, 경남, 경북, 울산 등의 주택시장, 나아가 상업용 부동산마저 빠르게 개선되었다. 이로 인해 12월 전국 미분양 아파트는 6개월 전 대비 1/3이나 감소하였으며 4분기 상업용 부동산 거래도 1분기 대비 14%나 증가하였다. 이와 같은 자산시장 개선은 연체의 회수율(정상화율), 증권사의 부동산 금융의 실적 개선 등 은행 지주 실적 개선에 결정적인 영향을 미친 것으로 추정된다.

실거래가지수 기준 서울 아파트 가격 상승률 추이



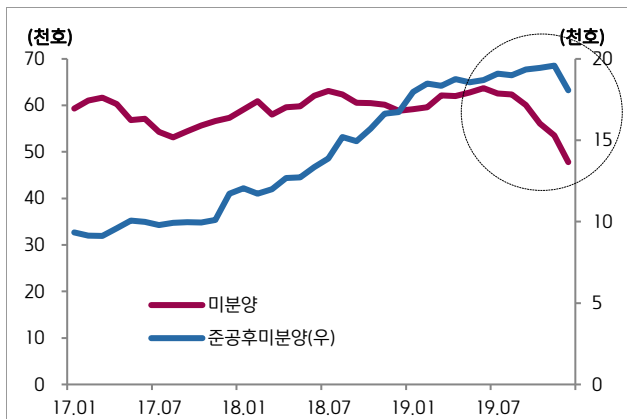
자료 : 부동산114, 한국감정원

비인기지역까지 열기가 확산되는 주택시장



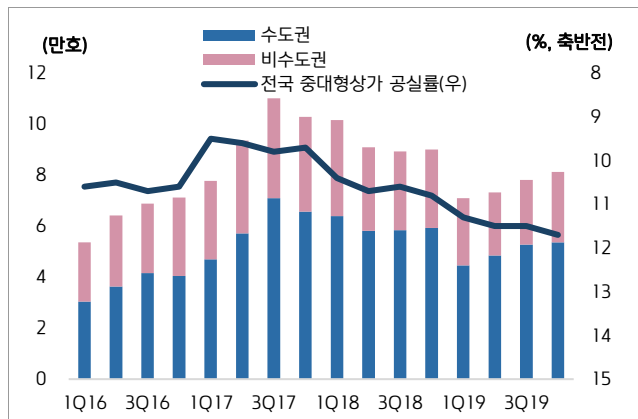
자료: 부동산114

부동산 시장 과열되자 미분양 아파트도 급감



자료: 국토교통부

부동산 시장 과열되자 상업용부동산 시장도 호전



자료: 한국감정원

주: 2019년 8월 말 기준

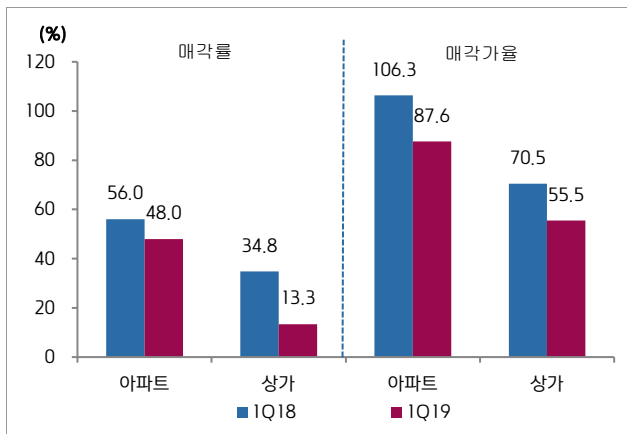
주택시장 약세, 향후 건  
전성 악화의 요인으로 작  
용할 수 있음

한편 2019년 하반기 강세를 보였던 주택시장이 12.16 대책으로 일정 기간 다시 약세를 보일 가능성이 높다. 최근 추이를 통한 12.16 대책의 효과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 대출 규제와 정부의 강력한 자금 출처 조사의 영향으로 부동산 거래가 빠르게 감소하고 있다는 점이다. 부동산 거래가 감소하면 경매시장 낙찰률과 낙찰가율이 하락함으로써 연체 회수율에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 실제 2019년 상반기 부동산 거래가 급격히 줄어들었던 시점에 경매 낙찰가율이 급락하면서 연체의 정상화율이 크게 하락한 바 있다.

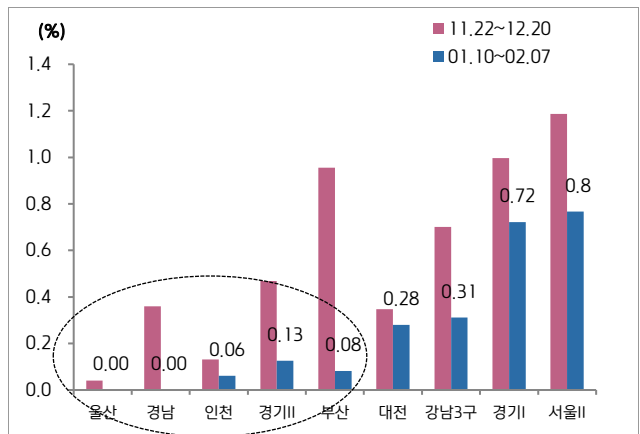
둘째, 서울 고가 아파트에 집중한 부동산 대책의 영향이 상대적으로 투자 수요가 약한 수도권 외곽, 지방 아파트 시장에 더 영향을 미치고 있다는 점이다. 정작 규제를 강화하던 강남 3구는 여전히 높은 상승률을 기록했고, 9억 미만 아파트가 집중된 서울 변두리, 서울 근접 경기 지역 아파트 가격은 높은 상승률을 기록하였다. 이는 공급 과잉 문제로 장기간 침체를 보였던 지역에서 투자수요가 약화되자 먼저 가격이 떨어지는 불가피한 현상이다. 이런 현상이 장기화되면 부동산 PF, 상업용 부동산 여신의 부실화 위험이 높아질 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 지난 2019년 7월과 마찬가지로 이 점이 불가피하게 정부가 기준금리 인하를 선택할 수 밖에 없는 이유가 될 수 있다.

#### 부동산 거래 감소하면서 경매시장 크게 위축



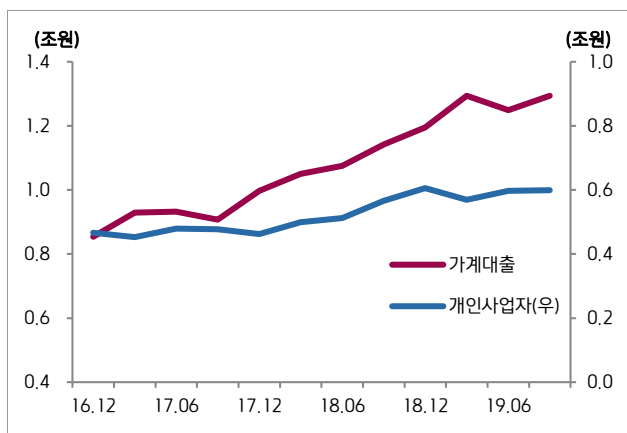
자료: 법원 경매 정보

#### 12.16 대책 이후 비인기지역 가격 약세 나타나



자료: 부동산114

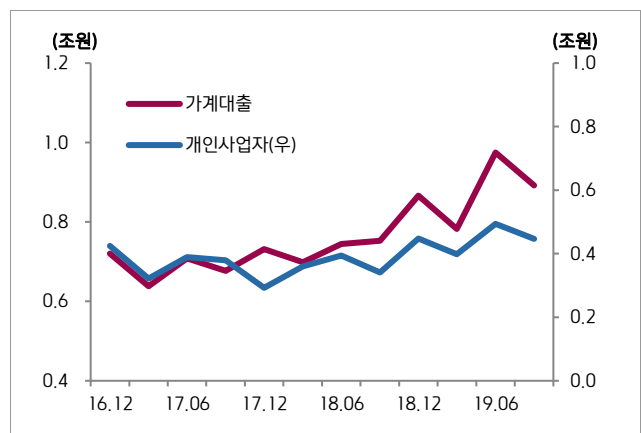
#### 5대 은행의 신규 연체금액 추이



자료: 금융감독원

주: KB, 신한, 하나, 우리, 농협

#### 5대 은행의 연체 정상화 금액 추이



자료: 금융감독원

주: KB, 신한, 하나, 우리, 농협

2020년 은행 실적, 대손  
비용이 핵심 변수가 될

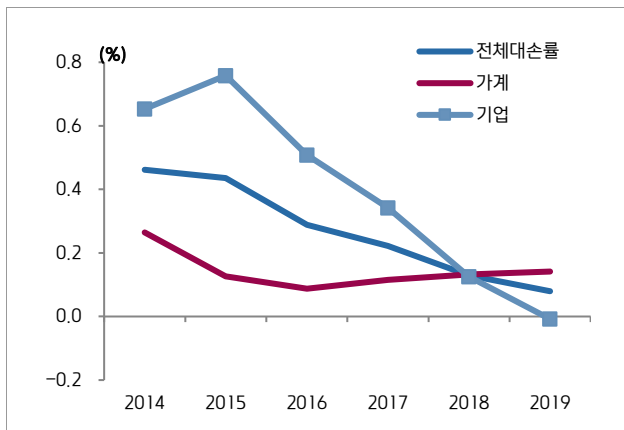
결국 2020년 은행 실적을 결정짓는 변수가 대손비용이 될 것이다. 그 이유는 첫째, 4대은행의 2019년 대손비용률은 전년 0.13% 대비 5bp 하락한 0.08%로 향후 상승할 여지가 높다는 점이

것

다. 2014년 0.46% 대비 1/5에 못미치는 수치이다. 미국 등 선진국과 비교해 볼 때에도 지나치게 낮은 수준으로 이 것을 차주의 채무 상환 능력, 또는 은행의 건전성 관리 능력 개선으로 보기 어렵다. 둘째, 부채의 증가, 경기 부진 등의 요인으로 가계 및 기업의 채무 상환 능력이 갈수록 악화되고 있다는 점이다. 경기 부진으로 제조업, 자영업, 임대사업자 등 기업들의 이자보상 배율은 갈수록 하락, 1배 미만인 기업이 35%까지 상승하였으며 가계 부채 역시 세계 최고 수준으로 더 이상 감내하기 어렵다. 한편 DLF 사태에서 보았듯이 영업과 신용위험을 나누어 관리할 경우 성장에는 적지 않은 기여를 하지만 건전성 관리에는 소호할 수 밖에 없다.

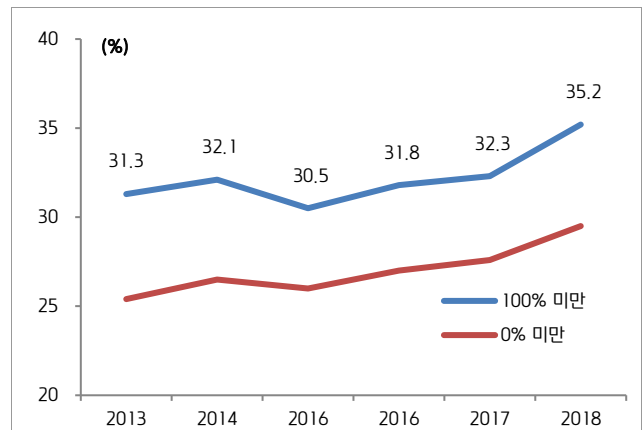
그럼에도 대손비용이 계속 줄어든 것은 연체율(부도율)이 계속 하향 안정화되었기 때문이다. 참고로 내부등급법 하에서는 차주의 채무상환능력보다 개관적 손상의 증거인 연체나 부도가 발생해야만 추가 충당금 적립 대상이 되기 때문이다. 원리금 상환 비중이 절대적으로 낮은 상황에서 여신 증가율이 소득 증가율을 크게 상회하는 데다 대출금리가 하락하면 채무상환능력과 상관없이 연체율은 하락할 수 밖에 없다. 이런 요인을 고려해 당사는 4대 은행의 대손비용이 2020년 이후에는 0.3%까지 상승할 것으로 추정하였다. 그러나 부동산 시장 침체가 예상보다 심해지거나 사모펀드에 이어 해외 부동산 펀드 등의 부실화가 가속화될 경우 대손비용율은 이보다 높아질 가능성도 배제할 수 없다.

4대 시중은행의 대손비용율 추이



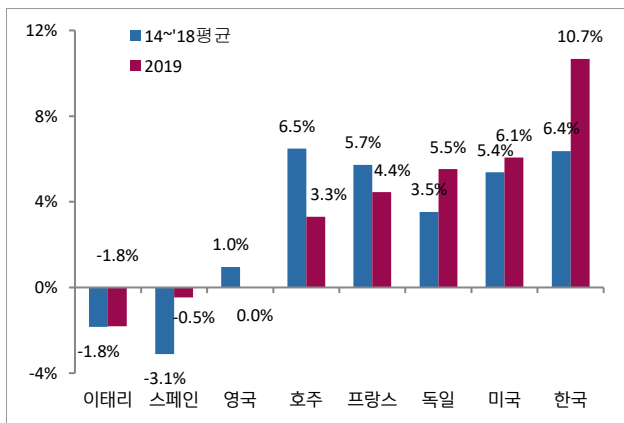
자료: 각사 4대 시중은행 KB, 신한, 우리, 하나

이자보상배율 구간별 업체수 비중



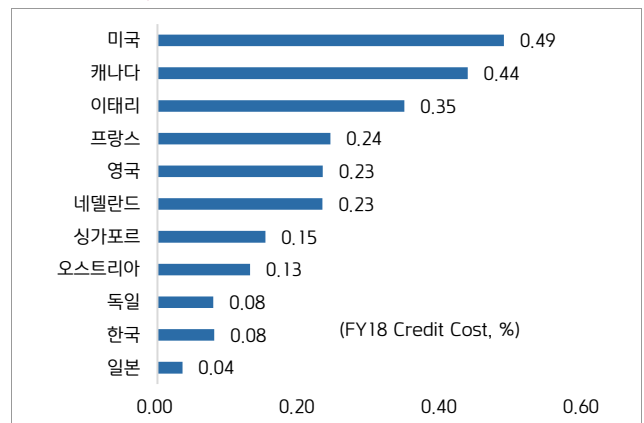
자료: 한국은행

국가별 은행 여신 성장률 비교



자료: Eurostat, 한국은행, FRB

대손비용률, 선진국과 비교하더라도 낮은 수준



자료: 톨슨 로이터, 한국은 4대 시중은행

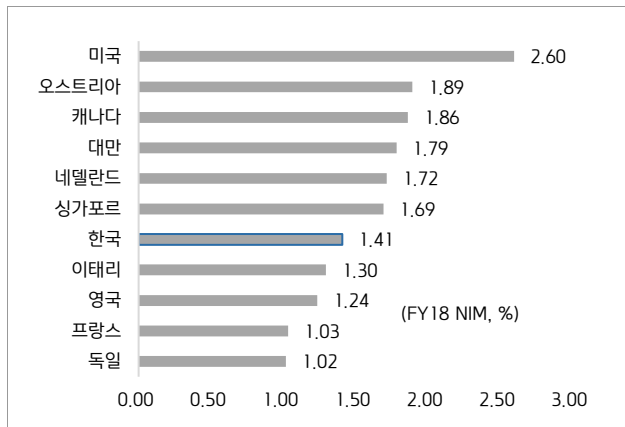
은행업 비중 확대 시점은  
정부의 정책 기조 변경을  
통해 금리 및 수수료가  
정상화되는 시점이 될 것

한편 구조조정을 통해 잠재적 위험을 줄이고 성장률을 낮추어 버블을 해소하려면 은행이 늘어난 대손비용을 흡수할 능력, 즉 안정적인 마진과 수수료를 통한 충분한 수익력을 확보해야 가능하다. 그러나 이를 위해서는 정부의 획기적인 정책 전환이 필요하다.

그러나 현재 상황은 기대와 전혀 다르다. 은행의 마진 압박에 추가 금리인하까지 검토, 순이자마진은 더 하락할 전망이다. 4분기에 이미 평균 0.05%p 하락, 하반기에만 0.11%p 하락 하였다. 4분기 순이자마진이 계속 유지되더라도 2020년 순이자마진은 전년 대비 0.1%p 하락할 것이다. 기준금리의 추가 인하 시 최소 3~5bp 이상 추가 하락할 것으로 예상된다. 여기에 DLF 사태, 라임사태 등으로 신탁, 펀드, 방카슈랑스 등 PB 사업의 수익 감소가 가속화될 수 있다는 점이다. 신뢰도 하락에 정부 규제 강화로 PB 사업은 상당기간 위축될 수 밖에 없다.

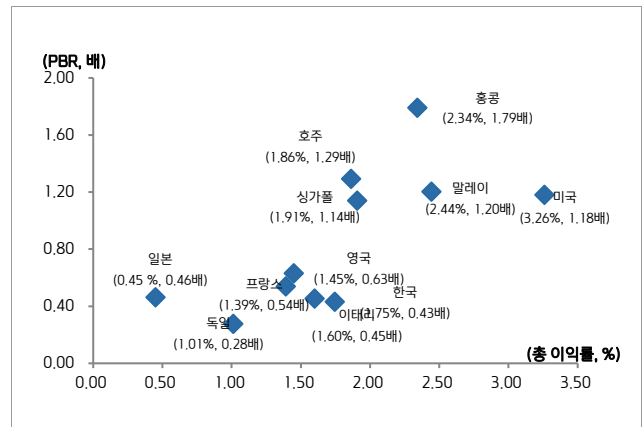
결국 문제의 해결은 은행의 신뢰도 하락을 위한 자구 노력과 함께 정부의 시장 개입 축소를 통한 가격(금리)과 수수료의 정상화에서 찾을 수 밖에 없다. 마침 민영화를 위해 민간이 주도했던 가계 및 소호, 임대사업자대출 시장에 뛰어들어 경쟁 심화를 야기한 기업은행의 CEO가 교체되면서 중요한 전기가 마련되었다. 여기에 자산관리 시장의 개편을 위해 수수료 정상화 등 제도 개선책을 마련한다면 은행산업은 위기를 기회로 전환하는 계기가 될 것이다. 우리는 이 시점을 비중 확대의 시점으로 판단, 비중 확대를 그 이후로 미룰 것을 권고한다.

#### 순이자마진, 주요 선진국가 대비 매우 낮은 수준



자료: 톰슨 로이터, 한국은 4대 시중은행

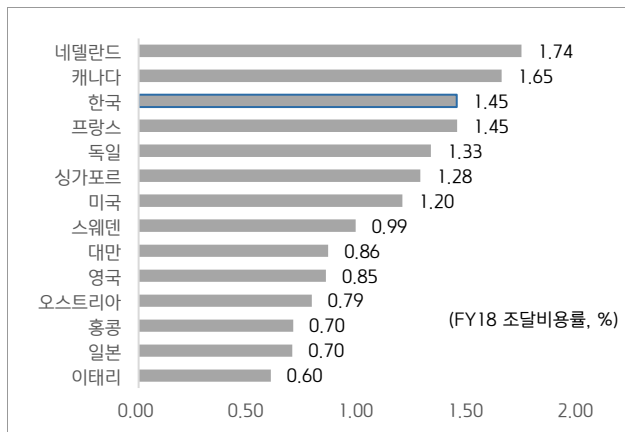
#### 국가별 은행주 PBR과 총이익률 비교



자료: Thomson Reuters

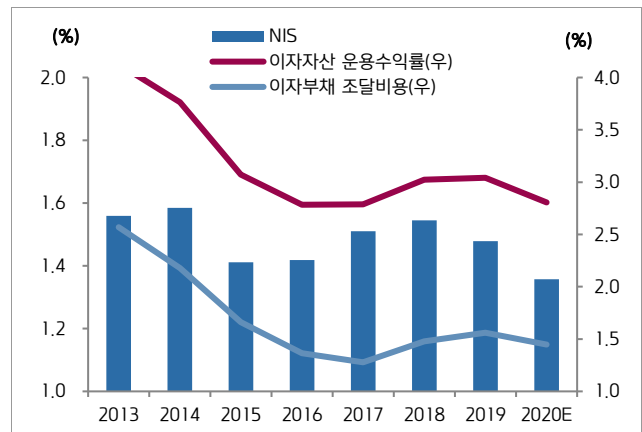
주: 총 이익률이란 총자산대비 이자+비이자이익을 말함

#### 과도하게 높은 조달비용, 순이자마진 낮은 주된 요인



자료: 톰슨 로이터, 한국은 4대 시중은행

#### 4대 은행의 순이자마진 추이



자료: 4대 은행

### 투자의견 및 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |

| 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

### 투자등급 비율 통계 (2019/01/01~2019/12/31)

| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 97.33% | 2.00% | 0.67% |

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.