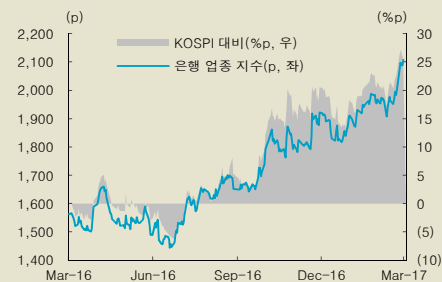


## 비중확대(분석재개)

종목	투자 의견	목표주가
신한지주(055550)	매수	65,000원
KB금융(105560)	매수	60,000원
우리은행(000030)	매수	17,000원
기업은행(024110)	매수	17,000원
BNK금융지주(138930)	중립	-
DGB금융지주(139130)	매수	16,000원
JB금융지주(175330)	매수(신규)	7,000원

### 12개월 업종 수익률



자료: WISEfn-WICS

## 대출 성장과 NIM의 콜라보레이션

### 적정 대출 성장과 NIM 반등으로 이자이익 크게 증가

은행 펀더멘털 개선은 이자이익이 견인한다. 유니버스 은행의 2017년 이자이익은 대출이 크게 증가했던 지난 3년보다 더 높은 7.3% 늘어날 전망이다. 리스크 관리 강화에도 불구하고, 명목GDP 성장률을 상회하는 금융기관 수신 증가율과 높은 대출수요를 고려하면 4%대 대출 성장은 지속 가능하다. 또한 이자이익 감소 요인이던 NIM은 시장금리 상승에 힘입어 처음으로 2bp 반등해 이자이익 개선에 기여할 것이다.

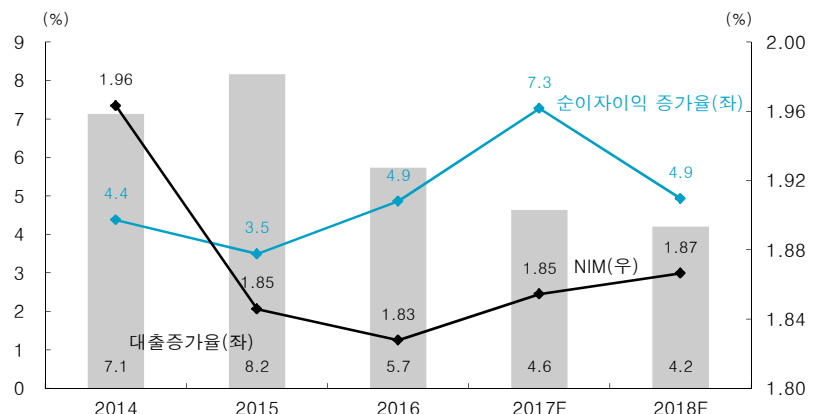
### 우려에도 불구하고 대손율은 안정적으로 유지

가계대출 건전성은 금리상승에도 불구하고 대출구조 개선 및 적정 담보 확보, 취약 계층에 대한 정책금융 확대 등으로 양호하게 유지될 것이다. 기업대출도 경기민감 업종에 대한 대출 축소와 소호 중심 성장으로 리스크가 확대될 가능성은 낮다. 결국 가계와 소호 중심으로 대출이 증가해 높은 대출 성장 이후 통상 발생하는 대손 증가는 최소화된다. 따라서 2017년 대손율은 0.50%로 안정적 수준을 유지할 전망이다.

### 탐픽은 우수한 수익성과 안정성을 확보한 신한지주와 DGB금융

신한지주와 DGB금융을 탐픽으로 제시한다. 신한지주는 수익성이 높은 비은행 부문의 이익 기여도가 40%에 달하고 리스크관리 역량도 탁월하다. ROE가 8%에 달할 뿐만 아니라 이익 안정성이 가장 높다는 점도 반영되어야 한다. DGB금융은 대출성장률이 7%에 달하고 NIM 개선이 빨라 이자이익 증가율이 10%에 달할 것이다. 자본비율과 저배당, 수급 우려 등이 마무리되고 신용 리스크가 제한적이라는 점을 고려하면 현재 PBR 0.48배는 저평가 상태로 상승여력이 42%에 이른다.

### 은행 유니버스 합산 순이자이익 증가율



자료: Quantiwise, 한국투자증권

## Sector report focus

### □ 리포트 작성 목적

- 은행 업종 분석재개 및 JB금융지주 커버리지 개시
- 은행의 영업 및 규제 환경을 점검하고 이에 따른 은행 중장기 대출 성장 및 수익구조 변화 전망
- 바젤 III 자본규제 및 IFRS 9으로 인한 은행 수익 영향 점검

### □ 핵심 가정 및 valuation

- 2017년 대출 성장 4.6%, NIM 1.85%, 대손율 0.50%, 이익경비율 53%, 보통주자본비율 11.9% 가정. 적정 대출 성장과 NIM 소폭 개선으로 2017년 이자이익 7.3% 증가 전망
- Valuation은 1단계 잔여이익모형(ROE-PBR)을 사용. ROE는 보통주 자본비율과 일회성 요인을 고려한 지속가능 ROE 사용. 자본비용은 CAPM 기반에 3% 이내의 리스크 프리미엄을 가감해 도출
- 자세한 목표가격 산출은 본문 <표 1> 참조

### □ 시나리오(민감도) 분석

- 우리의 기본가정인 2017년 이자이익 증가율 7.3%는 대출 증가율 4.6%, NIM 1.85% 가정에서 도출. 각 대출 증가율과 NIM의 변동에 따른 이자이익 증가율 변화를 제시

#### 대출 성장 및 NIM 변동에 따른 2017년 이자이익 증가율 변화

	3.4%	4.0%	4.6%	5.2%	5.8%
1.81%	4.4%	4.7%	5.0%	5.2%	5.5%
1.83%	5.4%	5.7%	6.0%	6.3%	6.6%
1.85%	6.7%	7.0%	7.3%	7.5%	7.8%
1.87%	7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%
1.89%	8.5%	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%

주: 가로축은 대출 증가율, 세로축은 NIM을 나타냄  
자료: 한국투자증권

### □ 위험 / 기회 요인

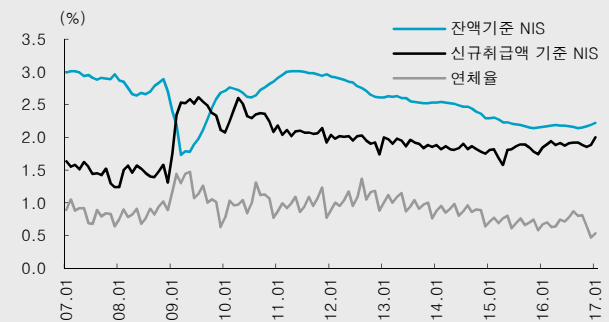
- 부동산 자산가격의 급격한 조정이 발생할 경우 지방의 LTV가 높은 주택담보대출을 중심으로 가계 건전성이 악화될 수 있음
- IFRS 9 시행 이후 한계기업의 건전성 악화가 발생할 경우 대손율이 크게 상승할 수 있음

### □ 산업의 주요 특징

#### 1) 저금리 환경은 은행 수익성 하락과 건전성 개선을 유발

- 2012년부터 강화된 저금리 기조는 은행 예대사업 수익성 지표인 NIS와 NIM 하락을 유도. 하지만 동시에 이자비용 부담 경감으로 자산건전성 지표인 연체율, 대손율 하락에 기여
- 2016년 하반기부터 시작된 점진적 시장금리 상승은 당분간 지속될 추세로 판단. 따라서 최근 수 년간의 은행 수익성 하락 추세가 종료될 것으로 전망
- 시장금리 상승이 점진적으로 이루어진다면 가계부채의 질적 구조개선과 정부의 중소기업 및 가계에 대한 정책금융 지원확대를 감안 시 자산건전성은 안정적 수준에서 관리 가능할 것

#### 과거 10년간 은행 NIS 및 원화대출금 연체율 추이



자료: 한국은행, 금융감독원, 한국투자증권

#### 2) 은행의 valuation은 ROE-PBR 관계로 설명

- ROE-PBR이 설명력이 높은 이유는 은행의 주요 수익원이 적정 레버리지를 활용한 대출자산에서 나오는 이자이익이고, 은행이 보유한 금융자산 및 부채가 높은 신뢰 수준의 공정가치로 측정되기 때문
- 과거 6년간 은행 PBR은 0.9배에서 0.5배 수준으로 하락. 이는 저금리로 NIM이 하락하고 바젤 III 도입으로 은행 레버리지가 축소되며 ROE가 훼손됐기 때문. 하지만 최근의 시장금리 상승으로 NIM 하락세가 종료되고, 바젤 III의 순차적 도입 완료와 은행 자본비율 개선으로 자본규제 우려가 완화되면서 은행주 재평가 과정 진행 중

### □ 동종 기업 비교

- MSCI 선진국 지수에 포함되는 국가 내에서 시가총액 50억 달러 이상인 은행들과 국내 은행들의 valuation 비교(4~5 페이지 참조)

# Contents

<b>I. Summary &amp; Valuation</b>	<b>2</b>
1. Investment Summary	
2. RIM을 활용한 목표주가 도출	
3. 해외 은행과의 가치평가 비교	
4. 최근 은행주 주가흐름 및 수급동향	
<b>II. 이자이익 크게 증가</b>	<b>8</b>
1. 2017년 이자이익 증가율 7%로 우수	
2. 최근 낮아진 성장 기대치	
3. 경제여건으로 바라본 대출 성장 전망은 견조	
4. 부문별 균등한 대출 성장 전망	
5. NIM은 소폭 개선 가능	
<b>III. 우려에도 불구하고 건전성은 적정 수준으로 관리</b>	<b>20</b>
1. 건전성 관련 불확실성이 높아지는 배경	
2. 악화는 불가피하지만 우려할 수준은 아니다	
<b>IV. 주요 이슈 분석</b>	<b>30</b>
1. IFRS 9 영향은 제한적	
2. 자본비율에 따른 주가 차별화	
<b>용어해설</b>	<b>43</b>
<b>종목분석</b>	<b>45</b>
신한지주(055550)	
DGB금융지주(139130)	
KB금융(105560)	
우리은행(000030)	
JB금융지주(175330)	
기업은행(024110)	
BNK금융지주(138930)	

## I. Summary & Valuation

### 1. Investment Summary

#### 은행 업종 ‘비중확대’로 분석 재개

은행 업종에 대해 ‘비중확대’로 분석을 재개한다. 비중확대 의견을 제시하는 근거는 순이자이익이 크게 증가하고 자산건전성이 양호하게 유지되어 경상이익이 꾸준히 증가할 것으로 예상하기 때문이다. 그 중에서도 신한지주와 DGB금융을 타픽으로 제시한다. 신한지주는 8%라는 높은 ROE를 창출하면서도 충당금 적립 수준이 가장 높아 이익의 안정성이 가장 뛰어나다. DGB금융은 대출증가율이 7%에 달하고 변동금리대출 비중이 높아 NIM 개선이 상당해 이자이익 증가율이 10%로 가장 높을 전망이다.

#### 이자이익이 증가하는 첫 번째 요인은 건조한 대출 증가

2017년 은행 순이자이익의 증가율은 7.3%에 달할 것이다. 대출이 4.6% 증가하고 NIM이 반등하는 첫 해이기 때문이다. 과거 주택담보대출이 이끌던 높은 성장세는 둔화되겠지만, 여전히 건조한 대출수요 및 수신 여건을 고려하면 가계 신용대출, 중소기업대출 등으로 성장 부문이 다변화되면서 적정 성장은 계속된다. 금융기관 수신증가율이 명목GDP 성장률을 초과하는 추세를 고려하면, 은행들의 리스크 관리 강화에도 불구하고 4%대의 대출증가율은 지속 가능하다.

#### NIM도 2bp 개선돼 이자이익 증가세 기여

2017년 NIM은 1.85%로 전년대비 2bp 상승할 것이다. 우선 미국의 금리인상 현실화로 기준이 되는 시장금리가 상승하는 국면이다. 은행들의 ALM 구조상 시장금리가 25bp만 상승해도 NIM은 2~4bp 개선된다. 또한 건조한 대출수요 및 은행들의 리스크 관리 강화로 공급자 우위의 대출 시장이 조성돼 가산금리도 상승한다. 속도는 둔화되더라도 저원가성 수신 비중이 계속 상승하는 점도 NIM 개선 요인이다. 물론 LCR 규제가 강화되어 NIM이 2bp 가량 하락하는 효과를 감안해 올해 NIM 상승폭은 보수적으로 2bp로 전망한다. 다만 금리인상 추세가 이어져 내년에도 NIM 개선은 계속될 것이다.

#### 자산건전성은 여전히 양호한 수준 유지

대손율은 여전히 양호한 자산건전성에 기초해 0.50%로 전망한다. 최근의 대출 고성장이 과거와 달리 경기 민감 업종이 아니라 담보나 건전성이 우수한 가계와 소호 대출 중심으로 이루어졌기 때문이다. 은행 가계대출은 경기부진에도 불구하고 그간의 고정금리/분할상환으로의 대출구조 개선, 충분한 담보 및 금융자산 보유, 리스크에 취약한 저소득층에 대한 집중적인 정책금융 공급 확대로 연체율이 향후에도 안정적으로 낮게 유지될 것이다. 기업대출 리스크도 완화 국면이다. 시중은행들이 리스크에 취약한 5대 경기 민감 업종에 대해 익스포저를 축소하고 있으며 기업 쪽의 성장은 가계와 건전성 수준이 유사한 소호대출 위주이기 때문이다.

#### 17년 ROE 7.1%에 기초한 적정주가는 PBR 0.72배

종합하면 NIM 2bp 상승, 대출성장률 4.6%, 대손율 0.50%에 기초한 은행 유니버스의 2017년 ROE는 7.1%로 추정하며 이에 기초한 적정주가는 PBR 0.72배 수준이다. 현재 PBR 0.58배는 안정적인 경상 이익성장을 충분히 반영하고 있지 않다.

#### IFRS 9과 자본규제 영향은 제한적

우리 전망을 하회할 리스크 요인은 IFRS 9과 자본규제인데, 자본규제의 경우 앞에서 언급한 LCR 강화로 인한 최대 2bp의 NIM 하락을 제외하면 부정적 영향은 마무리됐다. IFRS 9의 경우는 아직 진단하기에 이른 감이 있지만 보통주자본비율이 6~30bp 하락하고, 대손율이 5bp 상승하는 정도에 그칠 것이다.

## 2. RIM을 활용한 목표주가 도출

### ROE-PBR 관계에 기초해 목표주가 도출

은행 유니버스 종목들의 목표주가 산출은 전통적인 금융주 가치평가 방법인 ROE-PBR 관계에 기초한 1단계 잔여이익모형(Residual Income Model, RIM)을 활용했다. 아래는 1단계 RIM의 도출과정이다.

$$V = \text{DPS}_1 / (\text{CoE} - g) \cdots(1)$$

$$V / \text{BPS}_0 = \{\text{EPS}_1(1-b) / \text{BPS}_0\} / (\text{CoE} - g) \cdots(2)$$

$$\text{목표 PBR} = \{\text{EPS}_1 / \text{BPS}_0 - \text{ROE} \times b\} / (\text{CoE} - g) \cdots(3)$$

$$\text{목표 PBR} = (\text{ROE} - g) / (\text{CoE} - g) \cdots(4)$$

(V: 공정가치,  $\text{DPS}_1$ : 당기 주당배당금, CoE: 자기자본비용, g: 영구성장률,  $\text{BPS}_0$ : 전기 주당순자산,  $\text{EPS}_1$ : 12개월 선행 EPS, b: 내부유보율)

유니버스 평균 ROE 7.1%,  
자본비용 9.1%, 성장률 2.0%  
적용

RIM을 활용한 목표주가 산출과정은 다음과 같다. 먼저 ‘지속가능 ROE’는 경기대응완충자본을 2.5%로 가정한 최저 자본비용에 미달하는 자본만큼을 유상증자 한다는 가정 아래 ‘12개월 선행 ROE’를 할인한 값이다. 무위험수익률은 국고채 10년물 평균금리를 사용했으며, 베타는 1에 수렴한다는 가정하에 조정 베타를 사용했다. 시장 리스크 프리미엄은 KOSPI의 역사적 리스크 프리미엄, 시장 이익수익률(E/P), 내재 리스크 프리미엄 등을 가중평균해 6.6%로 산출했다. 기타 리스크 프리미엄은 각 종목마다 개별 활동 및 할인요인을 자기자본비용에 반영하고자 임의적으로 추가한 값이다. 영구성장률은 장기적으로 한국이 최소한 달성할 것으로 가정한 보수적 명목GDP 성장률 2.0%를 차용했다.

〈표 1〉 목표주가 도출과정

(단위: 십억원)

항목	산식	신한지주	KB금융	우리은행	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융	전체
투자의견		매수	매수	매수	매수	중립	매수	매수	
목표주가(원)	BPSxPBR	65,000	60,000	17,000	17,000	-	16,000	7,000	
현재 주가(원)	3/20 종가	49,000	50,900	13,750	12,650	9,360	11,250	5,990	
상승여력	목표주가/현재 주가 -1	33%	18%	24%	34%	-	42%	17%	
목표 PBR(배)	PBR=(ROE-g)/(CoE-g)	1.01	0.77	0.68	0.58	-	0.74	0.54	0.72
최근 BPS(원)	BPS	63,966	77,791	24,932	28,683	20,015	21,773	13,376	
지속가능 ROE	ROE=ROEadj/(1+추가 필요자본)	8.1%	6.9%	6.9%	6.8%	7.2%	8.4%	5.8%	7.1%
12개월 선행 ROE	ROEadj=ROE1xW1+ROE2xW2	8.1%	6.9%	6.9%	7.0%	7.5%	8.4%	7.0%	7.1%
17년 ROE	ROE1	8.1%	6.9%	6.9%	7.0%	7.5%	8.4%	7.0%	7.1%
18년 ROE	ROE2	7.7%	6.8%	5.5%	6.1%	6.8%	8.1%	7.4%	6.5%
17년 가중치	W1	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
18년 가중치	W2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
자기자본비용	CoE=Rf+BadjxM+R	8.0%	8.4%	9.2%	10.3%	12.2%	10.7%	9.2%	9.1%
무위험수익률	Rf	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
조정 베타	Badj=(2/3)B+(1/3)	1.04	1.09	1.06	0.93	1.06	1.06	0.83	1.09
베타	B	1.06	1.14	1.09	0.90	1.09	1.09	0.75	1.13
시장 리스크 프리미엄	M	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
기타 리스크 프리미엄	R	-1.0%	-1.0%		2.0%	3.0%	1.5%	1.5%	-0.3%
성장률	G	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

주: 1. 전체의 각종 수치들은 시가총액을 기준으로 가중평균한 값, 2. 개별 할인/할증 요인마다  $\pm 0.5\% \text{p}$ 씩 가감. 그 영향이 심대할 경우  $1.0\% \text{p}$  할인/할증 적용  
자료: 각 사, Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

### 3. 해외 은행과의 가치평가 비교

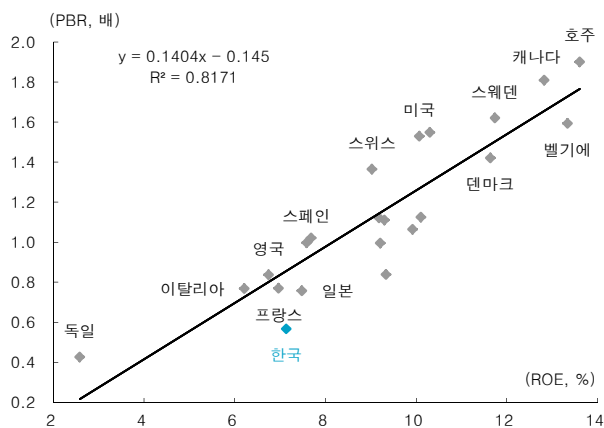
#### 해외 은행, ROE-PBR 관계 매우 뚜렷

MSCI 선진국 지수에 포함되는 국가들과 한국, 대만의 은행주들 중 2016년 말 시가총액이 50억 달러 이상인 112개 은행의 2017년 ROE-PBR 관계를 살펴보았다. 그 결과 해외 은행들의 주가는 ROE-PBR 선형관계가 뚜렷했다. 이 선형관계에 기초해 보면 국내 은행들은 글로벌 은행들에 비해 저평가 상태다. 국내 유니버스 은행들의 2017년 가중평균 예상 ROE 7.1%에 부합하는 글로벌 밸류에이션은 PBR 0.88배 수준으로 국내 은행주들의 단순 상승여력은 48%에 달한다.

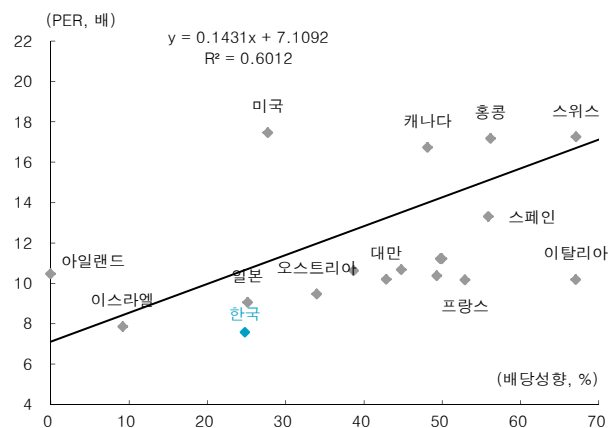
#### 해외 은행 대비 저평가 요인 고려해도 국내 은행 상승여력 충분

물론 국내 은행들이 글로벌 은행에 비해 저평가 받는 다양한 요인을 고려해야 한다. 국내 은행들은 통상 프리미엄을 더 받는 투자은행 부문의 이익기여도가 미미하고 수수료이익 비중과 배당성향 등이 상대적으로 낮다. 따라서 현재 상승여력인 48%가 정당화되기는 어려울 것이다. 하지만 우리의 목표주가에 내재된 국내 은행주의 상승여력 정도는 향후 담보된 이자이익 성장, 글로벌 평균 대비 우수한 자산건전성, 자본비율 개선에 따른 주주친화정책 확대 등을 고려할 때 충분히 달성 가능하다.

[그림 1] 글로벌 은행 2017년 ROE-PBR 관계



[그림 2] 글로벌 은행 2016년 배당성향-PER 관계



주: 1. 주요국(MSCI 선진국/한국/대만) 2016년말 시가총액 50억 달러 이상 은행 대상 주: 1. 주요국(MSCI 선진국/한국/대만) 2016년말 시가총액 50억 달러 이상 은행 대상  
2. 2017년 3월 17일 종가 기준 2. 2017년 3월 17일 종가 기준  
자료: FactSet, 한국투자증권 자료: FactSet, 한국투자증권

〈표 2〉 글로벌 주요 은행 밸류에이션 현황

(단위: %, 배)

회사명	국가명	17F ROA	18F ROA	17F ROE	18F ROE	17F PBR	18F PBR	17F PER	18F PER	17F D/Y
JP Morgan	미국	0.96	1.03	9.9	10.5	1.34	1.26	13.8	12.0	2.3
Wells Fargo	미국	1.07	1.12	11.6	11.8	1.59	1.50	14.0	12.7	2.7
Bank of America	미국	0.89	1.01	7.1	7.8	0.98	0.92	14.3	11.8	1.5
Citigroup	미국	0.80	0.85	6.8	7.0	0.76	0.72	11.6	10.2	1.4
BNP Paribas	프랑스	0.35	0.37	7.9	7.9	0.79	0.75	10.3	9.5	4.6
Societe Generale	프랑스	0.27	0.30	6.8	7.1	0.69	0.68	10.4	9.6	4.8
Credit Agricole	프랑스	0.21	0.23	5.6	6.2	0.62	0.62	11.2	10.0	4.9
Deutsche Bank	독일	0.08	0.19	3.4	4.9	0.48	0.46	13.2	9.4	0.6
Commerzbank	독일	0.05	0.12	1.8	2.7	0.37	0.36	20.8	13.5	0.1
Intesa Sanpaolo	이탈리아	0.48	0.51	7.5	8.2	0.90	0.88	12.0	10.6	7.9
UniCredit	이탈리아	0.34	0.38	4.0	5.6	0.62	0.60	14.0	10.8	1.6
Banco Santander	스페인	0.49	0.53	7.0	7.3	0.86	0.82	12.4	11.3	3.8
Nordea Bank	스웨덴	0.55	0.58	10.6	10.9	1.32	1.28	12.6	11.7	6.2
UBS Group	스위스	0.39	0.52	8.6	9.4	1.10	1.05	12.9	11.2	4.0
Credit Suisse Group	스위스	0.18	0.32	4.7	6.6	0.75	0.73	16.2	11.0	4.1
HSBC Holdings	영국	0.44	0.53	7.8	8.2	1.01	0.99	12.9	12.1	6.2
Lloyds Banking Group	영국	0.47	0.54	11.4	10.8	1.11	1.08	9.9	10.1	5.4
Barclays	영국	0.28	0.36	5.9	6.7	0.67	0.64	11.3	9.6	1.3
Standard Chartered	영국	0.23	0.37	3.4	5.4	0.68	0.66	20.3	12.2	1.8
Commonwealth Bank of Australia	호주	1.00	1.00	16.2	15.5	2.38	2.26	15.0	14.6	5.0
Westpac Banking Corporation	호주	0.93	0.93	13.5	13.2	1.92	1.84	14.5	14.0	5.4
ANZ Banking Group	호주	0.77	0.75	11.8	11.3	1.52	1.47	13.2	13.0	5.1
National Australia Bank	호주	0.79	0.79	12.8	12.4	1.68	1.62	13.3	13.0	6.1
Mitsubishi UFJ Financial Group	일본	0.32	0.32	6.1	6.1	0.66	0.63	10.9	10.3	2.4
Japan Post Bank	일본	0.15	0.16	2.6	2.8	0.48	0.48	18.0	16.8	3.5
Sumitomo Mitsui Financial Group	일본	0.38	0.37	7.8	7.2	0.63	0.60	8.3	8.4	3.5
Mizuho Financial Group	일본	0.32	0.29	7.5	6.6	0.63	0.61	8.6	9.3	3.5
Sumitomo Mitsui Trust Holdings	일본	0.28	0.28	7.0	6.6	0.63	0.61	9.3	9.1	3.0

주: 2017년 3월 17일 종가 기준

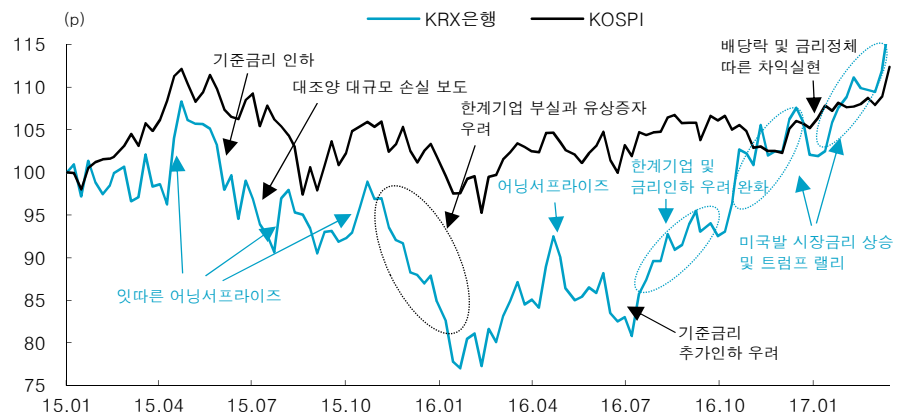
자료: FactSet, 한국투자증권

#### 4. 최근 은행주 주가흐름 및 수급동향

**양호한 펀더멘털을 기반으로  
최근의 주가 상승흐름 이어질  
것**

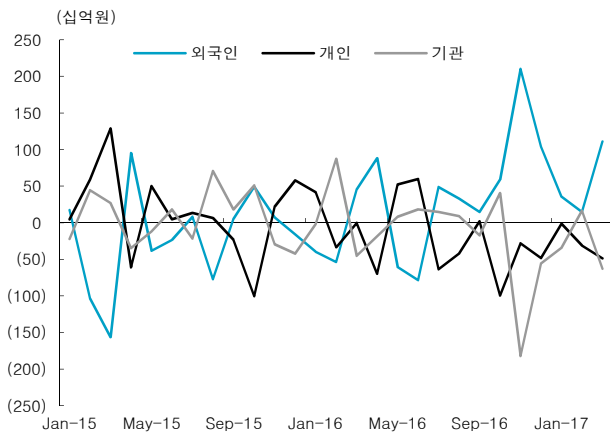
지난 2년간의 은행주 주가흐름을 보면, 2015년에는 이익이 계속해 컨센서스를 상회했음에도 불구하고 NIM 하락과 한계기업 건전성 우려로 장기 하락 추세에서 벗어나지 못했다. 하지만 2016년 하반기부터 한계기업에 대한 시중은행의 건전성 대비가 양호하다는 점과 미국의 금리인상에 대한 기대감이 커지며 주가가 큰 폭으로 상승했다. 최근에는 기관의 순매도 전환에도 불구하고 금리상승에 대한 기대감으로 외국인들의 순매수가 지속되며 전반적으로 양호한 흐름을 보이고 있다. 우리는 후술할 견고한 펀더멘털을 기반으로 은행주 주가는 계속 양호한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다.

[그림 3] 국내 은행주 추가흐름



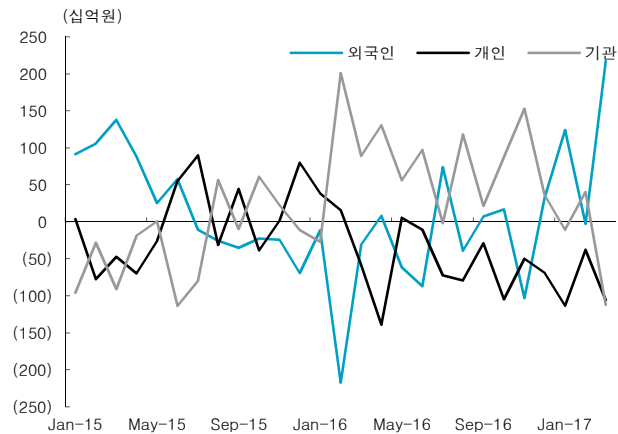
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 신한지주 주체별 순매수



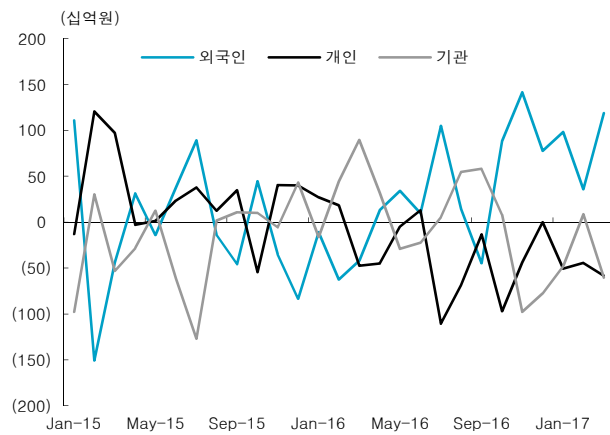
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 5] KB금융 주체별 순매수



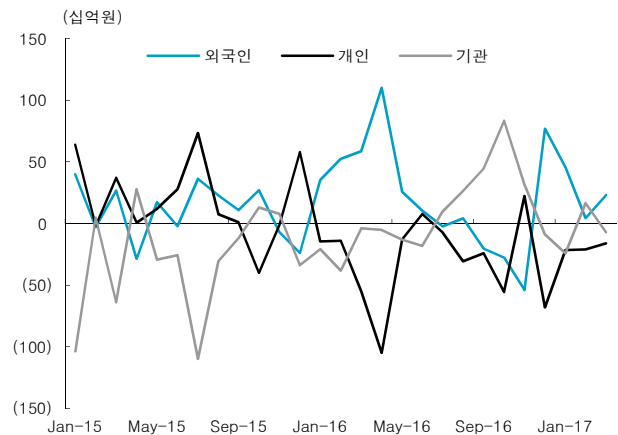
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 하나금융지주 주체별 순매수



자료: Quantiwise, 한국투자증권

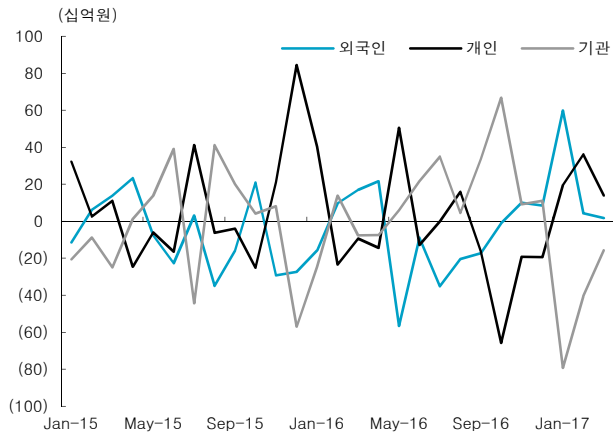
[그림 7] 우리은행 주체별 순매수



자료: Quantiwise, 한국투자증권

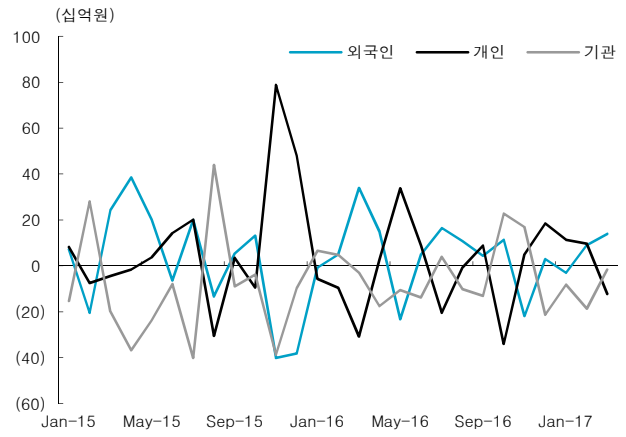


[그림 8] 기업은행 주체별 순매수



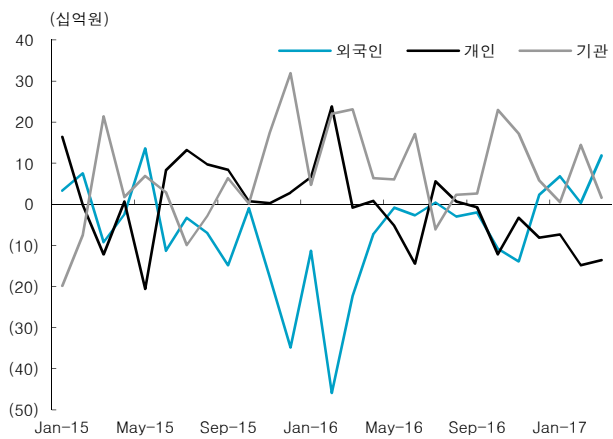
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 9] BNK금융지주 주체별 순매수



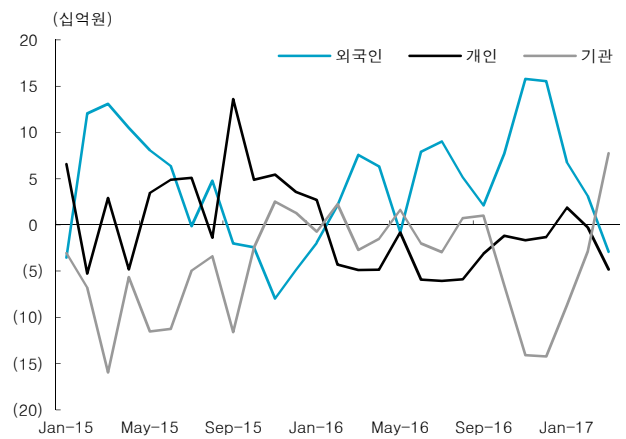
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 10] DGB금융지주 주체별 순매수



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 11] JB금융지주 주체별 순매수



자료: Quantiwise, 한국투자증권

## II. 이자이익 크게 증가

### 1. 2017년 이자이익 증가율 7%로 우수

**NIM 개선과 적정 대출  
성장으로 이자이익 증가율  
7.3% 전망**

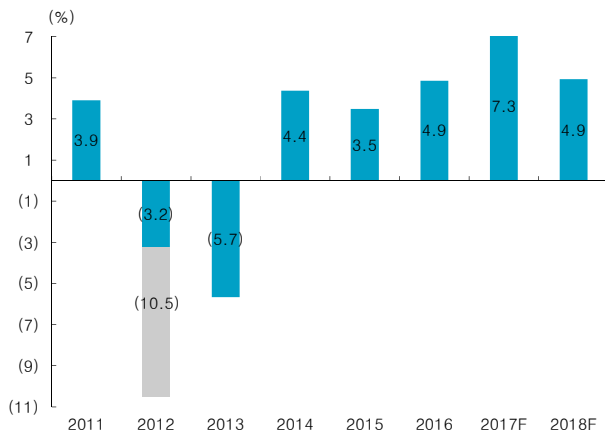
2017년 은행 유니버스 이자이익 증가율은 7.3%로 2011년 IFRS 도입 이래 가장 높은 전망이다. 높은 증가율이 가능한 이유는 두 가지다.

1) 2011년 상반기 이후 지속되었던 순이자마진(Net Interest Margin, NIM)과 예대금리차(Net Interest Spread, NIS)의 하락 추세가 종료된다. 현 수준의 시장금리만 유지돼도 NIM은 소폭 상승이 가능하다.

2) 적정 수준의 대출 성장이 지속될 것이다. 2015~16년에는 저금리와 주택담보대출 규제완화로 가계 및 소호 대출 위주로 대출 성장률이 경상 수준을 큰 폭으로 상회했다. 물론 미국의 금리인상 가시화와 2015년 7월 이후 연이은 가계부채 대책으로 대출 성장은 하향 안정화되는 추세다. 다만 우리는 대출 성장이 급격히 둔화되지 않는다고 생각해 2017년에도 4.6% 증가할 것으로 전망한다. 여기에 작년의 높은 대출 성장으로 올해 이자이익 창출기반인 이자수익자산은 이미 크게 늘어난 상태다. 따라서 2017년 대출성장률은 4.6%로 전망하지만 평균 기준인 이자수익자산은 2017년 6.0% 증가해 NIM 개선에 기여한다.

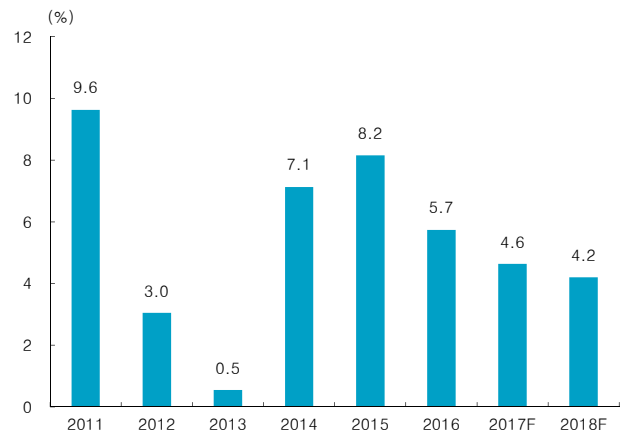
결론적으로 대출은 2014~16년에 비해 성장률이 떨어지더라도 적정 성장 수준을 유지할 수 있고, NIM이 소폭 반등하기 때문에 이자이익의 큰 폭 증가가 가능하다.

[그림 12] 은행 유니버스 순이자이익 증가율



주: 1. 2012년 순이자이익 감소폭 확대는 외환은행의 하나금융지주 자회사 편입효과 고려,  
2. 그 외 각종 자회사 편입효과는 미조정  
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 13] 은행 유니버스 대출성장률



주: 1. 은행(지주) 대출채권 기준, 2. 2012년 외환은행 편입효과 조정  
3. 2014년은 광주은행, 경남은행 효과 조정  
자료: Quantwise, 한국투자증권

### 2. 최근 낮아진 성장 기대치

**규제강화와 금리상승으로  
은행 대출 성장에 대한  
기대치는 낮아지는 중**

최근 은행 대출의 성장 기대치가 낮아진 배경은 다음과 같다. 우선 2014년 8월, 대표적인 부동산 규제인 LTV와 DTI가 각각 70%, 60%로 완화됐다. 이후 1년이 채 안 되는 기간 동안 정책 공조 차원에서 한국은행은 경기부양을 위해 기준금리를 네 차례(1.0%p) 인하했다. 결국 저금리와 부동산 규제완화로 부동산시장에 수요가 몰리면서 2014년 하반기부터 주택담보대출을 중심으로 은행 대출이 크게 증가했다.

가계부채의 가파른 증가에 대한 우려가 높아지며 2015년 7월 ‘가계부채 종합 관리방안’과 동년 12월 ‘여신심사 가이드라인’이 연이어 나왔지만 부동산 투자 열기는 이어졌다. 2016년 말에야 8.25(후속조치 포함) 대책, 11.3 대책의 시행과 미국의 금리인상 본격화 전망에 따른 시장금리 상승 등으로 대출 성장이 하향 안정화되기 시작했다. 대부분의 은행들은 리스크관리 강화 차원에서 2017년 연간 대출 성장 목표를 보수적으로 3~5%로 잡은 상황이다. 그럼에도 불구하고 4%대의 양호한 대출성장이 지속 가능한 이유를 거시적 관점에서 살펴보았다.

### 3. 경제여건으로 바라본 대출 성장 전망은 견조

#### 1) 대출증가율은 예금증가율 경로를 통해서 명목GDP 성장률에 연동

대출과 예금 증가율을  
결정하는 기준은 명목GDP  
성장률

대출 성장은 은행의 전략적 판단에 의해 결정된다. 수신 전략은 목표 대출 증가율에 부합하는 방향에서 마련된다. 다만 은행은 대출 증가율이라는 전략적 목표를 설정할 때 부동산경기, 실물경기과 같은 거시경제 변수와 금융당국의 규제, 금융시스템 여건 등 다양한 변수들을 종합적으로 고려한다. 이러한 여러 고려사항 가운데 대출 성장의 가장 기초가 되는 지표는 명목GDP 성장률이다. 이를 기준으로 당국의 규제나 금융기관간 경쟁강도 변화 등 기타 변수들이 대출 증가율의 명목GDP 성장률 대비 초과 상승 폭을 결정한다.

명목GDP 성장률이 대출의 기준이 되는 이유는 해당 성장률이 예금 증가율을 결정하는 핵심 변수이기 때문이다. 대출 증가율은 후술할 예대율(대출잔액/예금잔액, %) 규제에 따라 예금 증가율에 연동되기 때문에, 어떤 변수가 예금 증가율의 기준이라는 것은 대출 증가율의 기준이라는 의미와 같다.

#### 2) 금융기관 수신증가율은 명목GDP 성장률을 상회

화폐 유통속도가 하락하면  
금융기관 수신 증가율은  
명목GDP 성장률을 상회

예금증가율과 명목GDP 성장률의 관계를 살펴보기 위한 화폐수량 방정식은 다음과 같다.

$$M \times V = P \times Y$$

(M: M2, V: 화폐 유통속도, P: 물가수준, Y: 실질소득)

여기서 우변의 ‘P x Y’는 명목GDP다. 또한 M2를 금융기관 수신에 대한 포괄적인 대용지표로 사용할 수 있는 Lf로 치환하면 화폐수량 방정식은 다음과 같다.

$$L_f \times V_{L_f} = \text{명목GDP}$$

여기서  $V_{L_f}$ 는 유통속도를 Lf 기준으로 재정의한 것이다. 위의 식에서 Lf 증가율을 구하면 다음과 같다.

$$L_f \text{ 증가율} \approx (\text{명목GDP 성장률}) - (V_{L_f} \text{ 증가율})$$

결론적으로  $V_{L_f}$ 가 계속 하락한다면(=  $V_{L_f}$  증가율 < 0), Lf 증가율은 명목GDP 성장률을 계속 상회한다. 지난 수십 년간 한국을 비롯해 주요국의 화폐 유통속도가 지속적으로 하락했다는 것은 결국 금융기관 수신이 명목GDP보다 꾸준히 초과 성장했다는 의미다.

화폐 유통속도는 다양한  
구조적 요인들로 인해  
지속적으로 하락하는 중

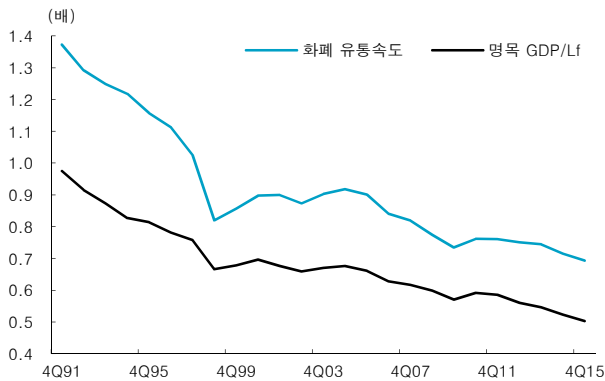
그 동안 화폐 유통속도가 하락한 원인은 세 가지로 요약된다.

1) 금융시장의 발달이다. 통상 영미계 국가를 제외하고 금융산업 초기에는 은행 중심의 간접 금융이 먼저 발전한다. 이후 자본시장의 물적, 제도적 인프라가 갖춰지면서 직접금융이 후행해 발전한다. 그런데 은행 외 대체금융(직접금융)이 발전할수록 소위 ‘금융의 중층화’가 발생한다. 예를 들어 자산운용사의 펀드 설정액 일부가 예금으로 재예치하면 Lf가 이중계상된다. 경제발전에 이바지하지 못하는 금융자산이 늘어나면서 유통속도는 하락한다.

2) 고령화와 저금리의 복합적 효과다. 고령화로 잠재성장률은 떨어지는 가운데 저금리로 인해 자산의 기대수익률이 낮아져 개인들은 노후생활을 위해 경제활동을 하는 동안 저축액을 늘려야 한다. 따라서 자발적 저축과 국민연금, 퇴직연금 등 강제적 저축이 늘어나면서 소비와 투자는 위축된다. GDP 성장이 제한된 가운데 저축액이 늘어나면서 화폐 유통속도는 하락한다.

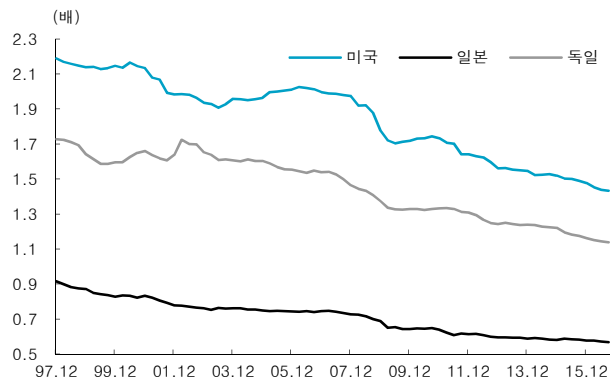
3) 특히 미국이나 유럽은 급격하게 풀린 유동성과 생산부문과의 괴리가 언급되기도 한다. 결론적으로 금융시장 발달, 고령화 지속, 저금리 환경이 급격히 종료되기 어려운 점을 감안하면 금융기관 수신증가율은 앞으로도 계속 명목GDP 성장률을 상회할 것이다.

[그림 14] 국내 화폐 유통속도



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 15] 주요국 화폐 유통속도



자료: FactSet, Fed, BEA, 한국투자증권

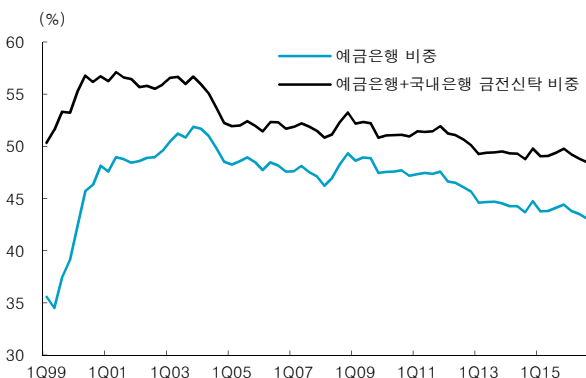
**금융기관 내 은행 수신 비중  
하락에도 불구하고 은행 예금  
증가율은 명목GDP 성장률을  
상회**

### 3) 은행의 잠재 예금 증가율도 명목 GDP 성장률을 상회

다음으로는 전체 금융기관 수신에서 은행 예금이 차지하는 비중이다. 만약 금융기관 전체 수신 증가율이 GDP 성장률을 상회해도 은행 예금 증가율은 얼마든지 GDP 성장률을 하회할 수 있기 때문이다. 비록 금융업에서 은행 예금 비중은 연금과 신탁의 성장으로 완만하게 하락하고 있지만, 은행이 예금금리 인상 등 특별한 노력 없이 자연스럽게 달성할 수 있는 잠재 예금 증가율은 계속 명목GDP 성장률을 상회할 것이다.

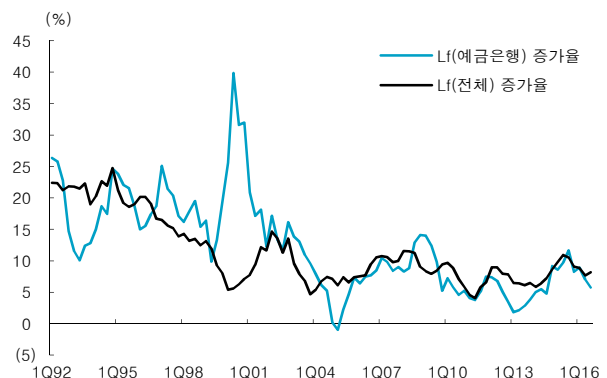
이는 지난 몇 년간 금융자산이 명목GDP를 크게 초과해 성장하면서, 은행 수신이 금융기관 내에서 차지하는 비중이 소폭 하락하더라도, 은행 예금 증가율이 명목GDP 성장률을 계속 상회할 수 있었기 때문이다. 또한 금리인상기에는 오히려 소폭이나마 은행 수신경쟁력이 강화될 수 있어 은행의 잠재 예금 증가율은 여전히 견조하다.

[그림 16] Lf에서 예금은행 및 은행 금전신탁이 차지하는 비중



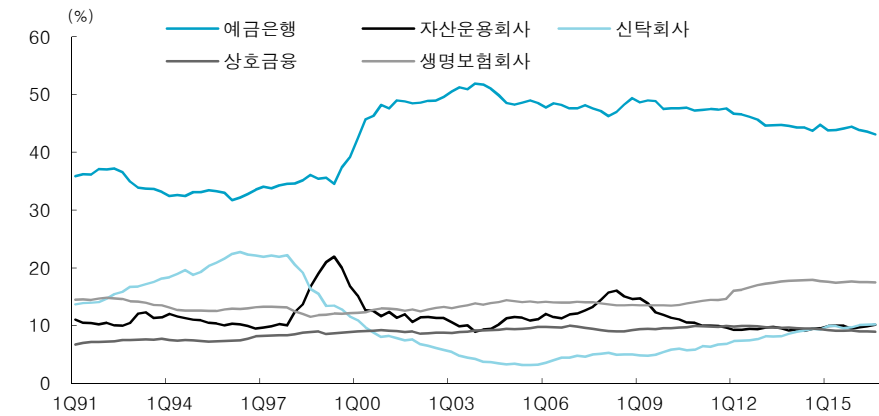
자료: 한국은행, 금융통계정보시스템, 한국투자증권

[그림 17] 전체 Lf 및 예금은행 Lf 증가율



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 18] 금융기관별 Lf 비중



자료: 한국은행, 한국투자증권

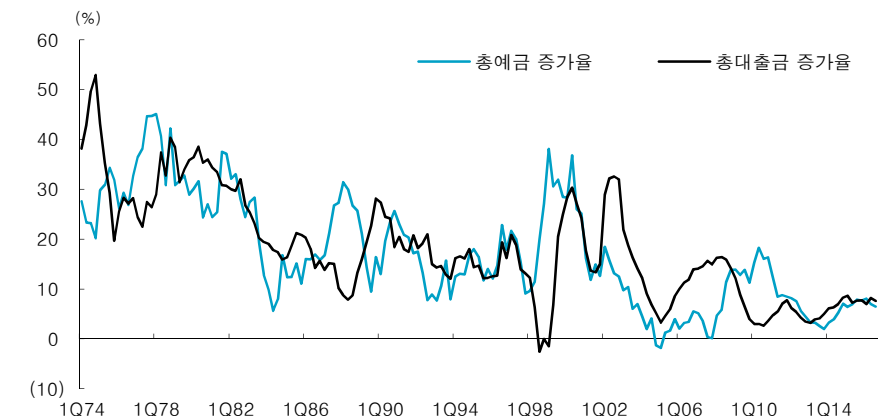
#### 4) 예금과 대출은 동행해서 견조하게 증가

예대율이 안정적으로  
적용되는 시기에는 항상  
대출/예금 증가율 동행

이처럼 예금확보가 용이한 우호적 상황과 더불어 은행들의 대출 성장 전망 시 고려해야 할 또 다른 변수는 예대율이다. 예대율은 ‘원화대출금/원화예수금’을 100% 이하로 강제하는 유동성 규제다. 애초 예대율은 1998년 11월 금융위기 완화조치로 폐지됐다. 하지만 금융위기 때 국내 은행들의 유동성 위기 및 자본확충 이슈를 거치면서 은행 규제 항목에 다시 포함된다.

예대율 규제가 없던 1998년 4분기~2008년 3분기에는 글로벌 경기호황과 국내 부동산 호경기에 힘입어 대출 증가율이 예금 증가율을 크게 초과했다. 한편 예대율이 평가항목에 포함된 2008년 4분기부터 예대율 하락세가 종료된 2011년 1분기까지는 반대로 예금 증가율이 대출 증가율을 크게 초과했다. 하지만 예대율이 안정화된 2011년 2분기부터는 예금과 대출성장이 계속 동일하게 움직이고 있다.

[그림 19] 예금은행 총예금 및 총대출 증가율 비교



자료: 한국은행, 한국투자증권

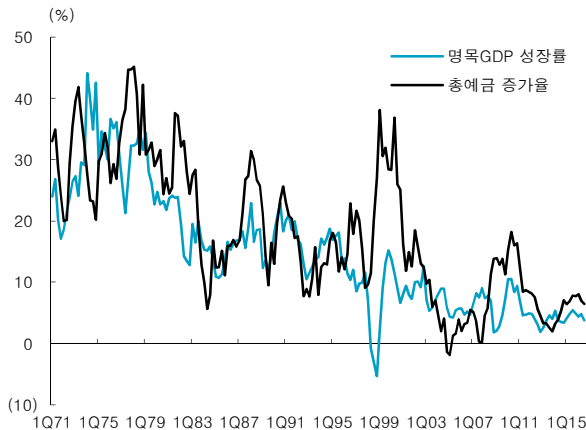
현재 은행들의 예대율은 전반적으로 97~99% 수준에서 등락하고 있다. 예대율이 떨어지면 대출에 비해 예금이 많아져 NIM이 하락하기 때문에 예대율이 급격히 하락할 가능성은 낮다. 한편 예대율이 100%에 근접한 상황이라 대출이 예금 대비 초과 성장할 여지도 적다. 따라서 앞으로도 대출 성장과 예금 성장은 계속 밀접하게 연동할 것이다.

**최대한 보수적으로도  
은행 대출 증가율은 3% 후반  
이상 가능**

#### 5) 풍부한 수신기반과 대출 성장 속도 조절

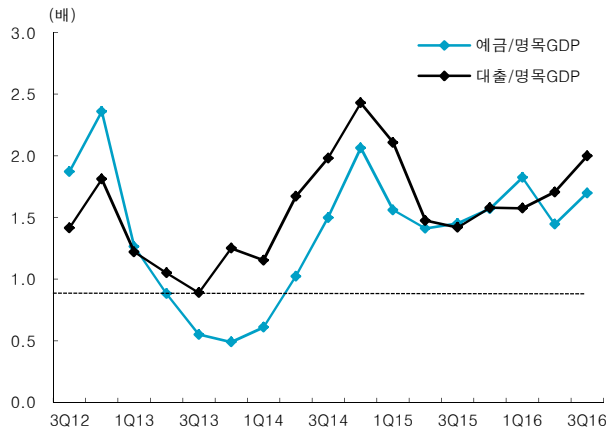
은행의 잠재 예금 증가율이 명목GDP 성장률을 웃도는 점과 양방향으로 경직된 예대출, 풍부한 대출 수요를 고려하면, 대출 증가율은 자연스럽게 명목GDP 성장률을 계속 초과할 수밖에 없다. 하지만 2017년에는 경기 불확실성으로 인한 은행들의 리스크관리 강화와 시장 및 가산금리 상승에 따른 대출금리 상승으로 대출 증가율은 잠재 수준보다 낮을 것이다. 그래도 2016년 3분기 대출 증가율이 명목GDP 성장률의 2.0배임을 고려하면, 향후 몇 년간의 명목GDP 성장률 대비 대출증가율은 예대출 안정화 이후 저점이었던 2013년 3분기의 0.9배 수준(3% 후반) 이상을 유지할 것이다.

[그림 20] 명목GDP 성장률과 총예금 증가율 비교



주: 전년동기대비  
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 21] 명목GDP 성장률 대비 예금 증가 및 대출 증가율 비교



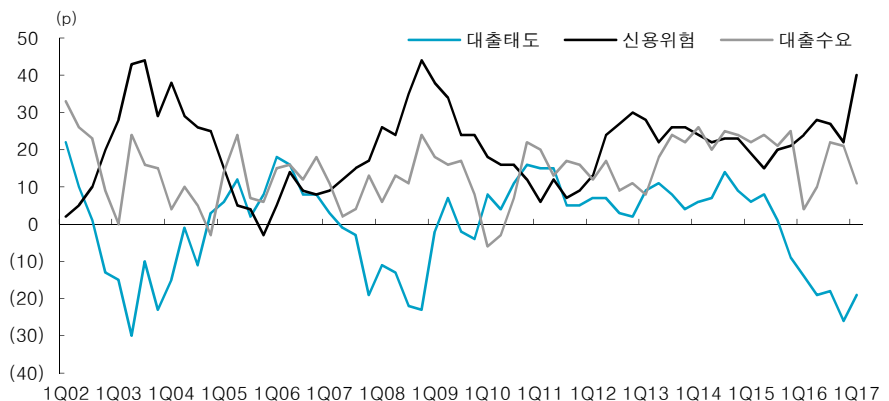
주: 전년동기대비  
자료: 한국은행, 한국투자증권

**대출 서베이에 따르면  
신용위험 높아지고  
대출태도 강화되는 중**

#### 6) 리스크관리뿐만 아니라 대출 수요도 중요

성장세가 둔화되더라도 명목GDP 대비 적정 초과 성장이 가능할 것이라고 보는 또 다른 근거는 높은 대출 수요다. 한국은행 대출행태서베이는 은행의 대출태도, 차주의 신용위험, 차주의 대출수요라는 세 가지 지수로 이루어지는데 최근 서베이 결과 차주의 대출수요는 꾸준히 높은 수준이다. 물론 신용위험이 크게 높아지고, 대출태도가 강화돼 대출 성장은 하향 추세다. 이는 2017년 1월부터 집단대출에 여신심사 가이드라인이 적용됨에 따라 주택담보대출에 대한 여신담당자들의 경계감이 높아졌기 때문이다.

[그림 22] 대출행태서베이에 따른 대출태도, 신용위험, 대출수요 추이

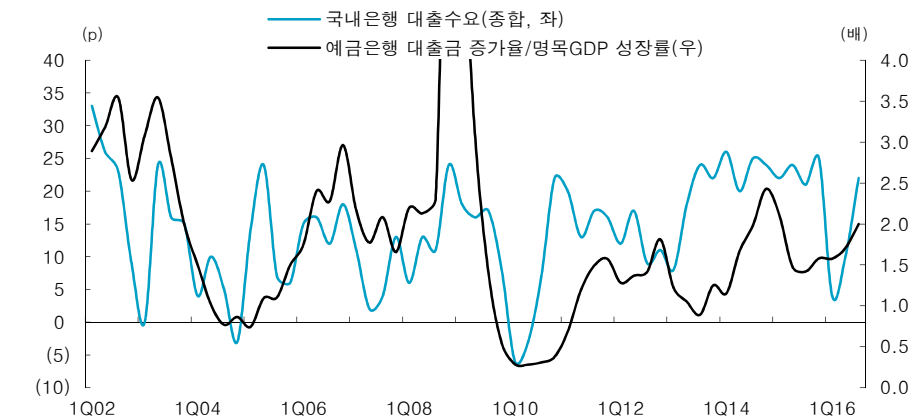


주: 1. 각각의 지수는 차주별 대출금액으로 가중평균한 값, 2. 2017년 1분기는 잠정치  
자료: 한국은행, 한국투자증권

하지만 대출 증가와  
더 밀접한 대출 수요를  
고려하면 대출 성장은  
여전히 견조

다만 2002년 1분기부터 현재까지의 분기별 데이터를 보면, 대출 성장이 명목GDP 성장률을 얼마나 초과 또는 미달했는가는 대출태도보다는 대출 수요에 의해 결정되었다. 대출태도 및 대출수요 지수와 대출 성장의 상관관계를 살펴보면 대출수요와 명목GDP 대비 초과 대출 증가율의 상관관계수는 0.2~0.3으로 약하지만 양의 상관관계를 보였다. 반면 대출태도와 명목GDP 대비 초과대출증가율의 상관관계수는 -0.3~0으로 논리적으로 설명력이 높지 않다. 따라서 대출태도가 강화되었지만 여전히 높은 대출 수요를 고려하면 은행 대출 성장이 급격히 둔화될 가능성은 없다.

[그림 23] 대출수요 지수 및 GDP 대비 초과 대출 증가율 비교



주: 2017년 1분기는 잠정치  
자료: 한국은행, 한국투자증권

2017년 명목GDP 성장률  
3.8% 고려 시 대출 성장률  
4.6%는 충분히 보수적

#### 7) 건전성과 수익성을 방어하면서도 적정 대출 성장 가능

현재 정부의 2017년 명목GDP 성장률 추정치는 3.8%다. 최근 2년간 대출 성장률이 명목GDP 성장률의 1.5~2.0배 수준이고, 2016년 3분기 기준으로 2.0배에 달한다는 점을 고려해야 한다. 리스크관리 강화에도 불구하고 명목GDP 성장률의 1.2배 수준인 2017년 대출 성장률 추정치 4.6%는 충분히 보수적이다. 참고로 현재 기획재정부의 2017년 명목GDP 성장률 전망치는 실질GDP 성장률 2.6%에 GDP 디플레이터 1.2%를 합한 값이다. 실질GDP 성장률의 하방 위험은 높지만 최근 1월 소비자물가 상승률이 2.0%로 높게 나타나 2017년 소비자물가 상승률은 전망치 1.6%를 상회할 가능성이 크다.

대출 시장은 공급자 우위  
상태

뿐만 아니라 대출 시장이 공급자 우위인 만큼, 우호적 마진 관리 여건이 조성됐다. 중장기적으로는 금융당국이 은행들의 대출 가산금리 인상을 통제해 큰 폭의 마진개선이 어렵다고 해도, 여신심사를 강화해 우량차주 중심의 선택적 대출은 가능하다. 따라서 현재의 리스크관리 강화 흐름은 향후 건전성 관리에 긍정적이다.

## 4. 부문별 균등한 대출 성장 전망

### 1) 최근 부문별 대출성장 추세

대기업대출은 감소 중

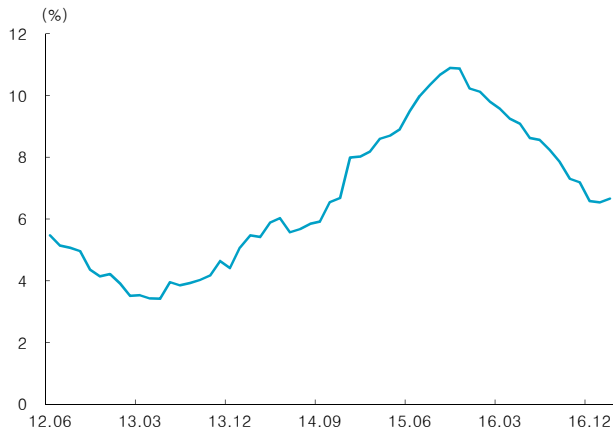
최근 부문별 대출 성장을 살펴보면, 대기업대출은 2015년 중순부터 저하되어 현재까지 마이너스 성장을 이어가는 중이다. 당시 대우조선해양의 대규모 손실사태와 조선과 해운을 포함한 5대 경기 민감 업종의 부실화 우려가 부각되며, 경기 민감 업종을 중심으로 대기업 대출이 축소됐다.



### 가계와 중소기업 대출은 2015년 말 정점을 기록한 뒤 하향 안정화 추세

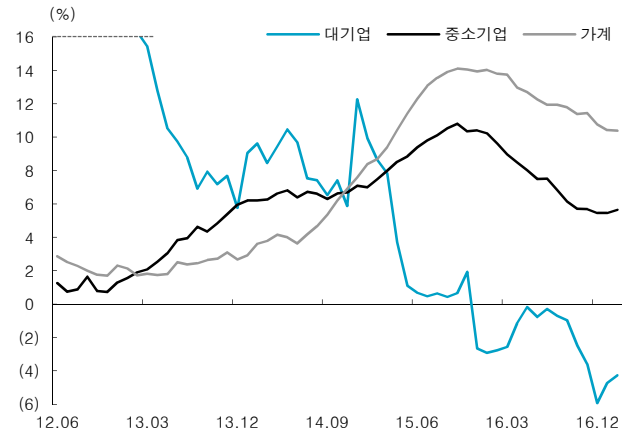
가계대출은 전년동기 대비 3~4% 수준의 성장세를 이어가다 LTV, DTI 규제가 완화된 2014년 8월부터 본격적으로 증가해 2015년 말 14.1% 성장하며 정점을 기록했다. 2016년부터는 성장이 점진적으로 하향 안정화되어 2017년 2월 현재 10.4%를 기록했다. 중소기업대출도 기본적으로 저금리와 부동산 규제완화 영향으로 소호대출 위주로 가계대출과 유사한 추이를 보여왔다. 2015년 말 전년동기대비 10.4% 성장하며 정점을 기록한 뒤 꾸준히 낮아져 2016년 말부터는 5% 중반 수준으로 안정화된 상황이다.

[그림 24] 예금은행 전체 대출 증가율(YoY)



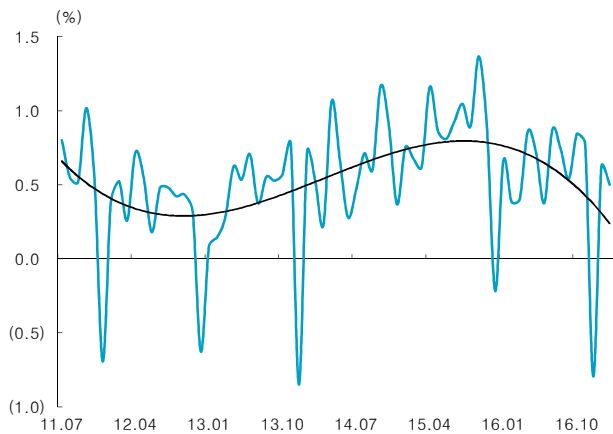
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 25] 예금은행 종별 대출 증가율(YoY)



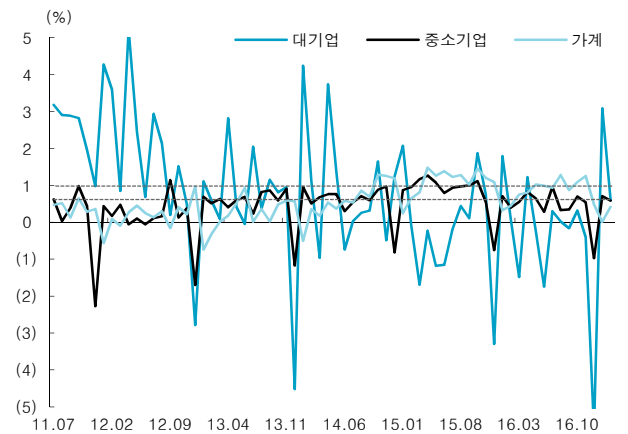
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 26] 예금은행 전체 대출 증가율(MoM)



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 27] 예금은행 종별 대출 증가율(MoM)



자료: 한국은행, 한국투자증권

### 주택담보대출에 대한 리스크 관리 강화에도 불구하고

#### 2) 2017년에는 가계 주택담보대출, 신용대출 및 소호대출이 균등하게 성장

과거 주택담보대출 위주 성장과는 다르게 앞으로는 전체 성장 속도는 낮아지면서도 주택담보대출, 신용대출, 소호 중심의 중소기업대출이 균등하게 성장할 것이다. 먼저 부동산 시장에 대한 리스크관리 강화에도 불구하고 주택담보대출은 여전히 자본비용 제고가 필요한 은행들이 차별적으로 늘릴 유인이 있다. 이는 자본비용의 분모인 위험가중자산을 구할 때 익스포저에 위험가중치를 곱하는데, 주택담보대출의 경우 경험손해율에 기반한 위험가중치가 더 낮기 때문이다. 최근 은행(지주) 전반적으로 RoRWA 중심의 대출 포트폴리오 정책이 확대되면서 위험가중치가 낮은 자산 쪽으로 대출 포트폴리오의 리밸런싱이 지속적으로 이루어지는 상황을 감안해야 한다.



### 주택담보대출, 신용대출, 소호 대출은 균등하게 성장

한편 낮은 NIM이 지속됨에 따라 대출을 하는데 있어 자본비율뿐만 아니라 수익성도 중요한 기준이 된다. 따라서 부동산에 대한 경계감이 높아지는 상황에서 자본비율이 규제 수준보다 높을수록 가계 신용대출이나 중소기업대출을 확대할 유인이 있다. 반면 대기업대출은 수익성도 낮고 건당 익스포저가 커서 위험관리가 쉽지 않고 5대 경기민감업종에 대한 우려가 여전하다는 점에서 단기적으로 회복되기는 어렵다. 다만 2016년 그룹 내부등급법 승인과 대손준비금의 보통주자본 인정 등 자본비율 제고효과가 발생해 일부 자본비율이 개선된 은행들을 중심으로 대기업대출 비중을 소폭 확대할 것이다.

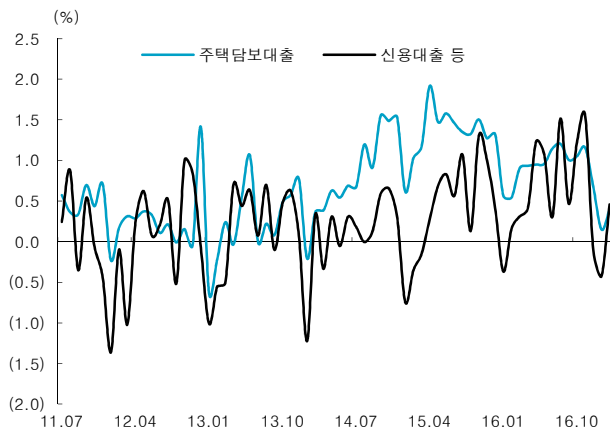
### 가계대출에서 주택담보대출과 신용대출은 비슷하게 5~6% 성장 전망

#### 3) 가계에서는 주택담보대출과 신용대출의 균형 있는 성장

가계대출을 자세히 살펴보면, 기존 주택담보대출 위주 10% 초반의 고성장에서 주택담보대출과 신용대출이 균형 있게 5~6% 성장하는 모습으로 변할 것이다. 개별 은행별로 2017년 부문별 대출 성장 계획을 참고하면 역시 주택담보대출의 과도한 확대는 조절하는 모양새다.

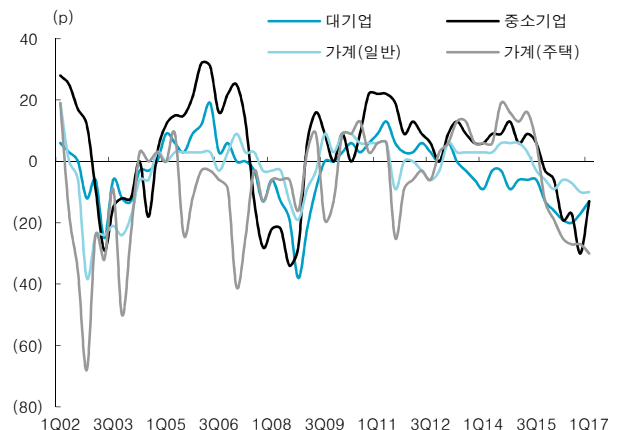
실제로 최근 주택담보대출과 신용대출 추세를 보면 2014년부터 2016년 상반기까지 주택담보대출이 크게 초과 성장했던 것에서 벗어나 2016년 하반기부터는 월간 증가율이 비슷한 수준이다. 또한 서베이를 보더라도, 주택담보대출은 그 동안 신용대출에 비해 대출태도가 완화적이고 수요가 높았지만, 2016년부터는 연속된 규제강화로 인해 주택담보대출의 대출태도가 신용대출보다 더 강화되는 추세다. 대출수요 자체도 신용대출에 비해 특별히 높지 않다.

[그림 28] 가계대출 종류별 월간 대출증가율



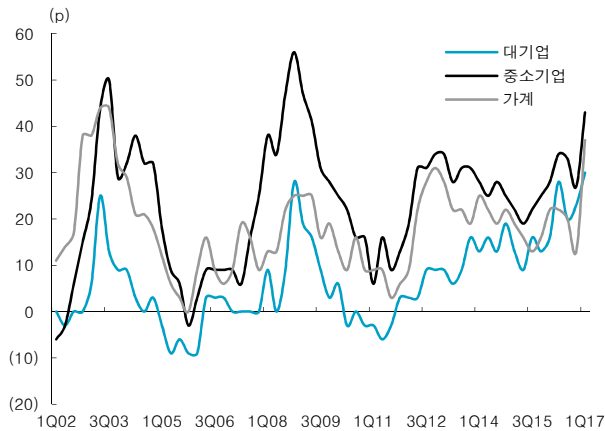
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 29] 차주별 대출태도 지수



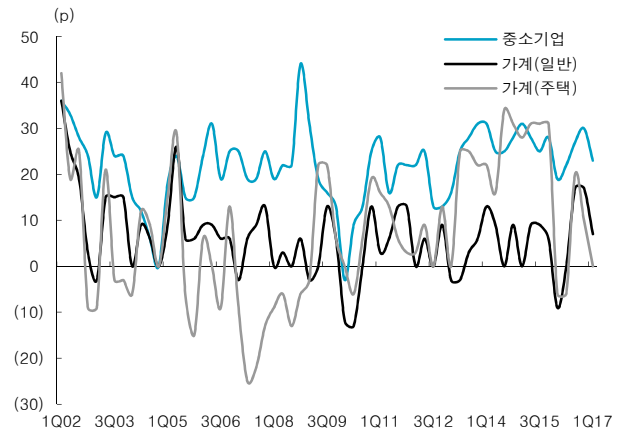
주: 2017년 1분기는 잠정치  
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 30] 차주별 신용위험 지수



주: 2017년 1분기는 잠정치  
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 31] 차주별 대출수요 지수



주: 2017년 1분기는 잠정치  
자료: 한국은행, 한국투자증권

## 5. NIM은 소폭 개선 가능

### 1) 시장금리 상승에 따른 NIM 개선 효과

**NIM은 시장금리 상승 덕분에 처음으로 반등**

예대사업의 수익성 지표인 NIM은 지난 5년 간의 하락 추세에서 벗어나 연간으로 소폭 반등할 것이다. 상승 폭 자체는 크지 않지만 하락 추세를 돌려 놓는다는 측면에서 이자이익 개선의 의미 있는 한 축을 담당한다. NIM 상승의 제일 큰 요인은 시장금리 상승이다.

**원화금리감응갭 상  
금리상승 시 NIM 상승**

통상 은행 변동금리대출이나 예금의 기준금리는 코픽스나 CD에 연동한다. 이 기준금리가 높아지면 두 가지 경로를 통해 NIM이 상승하게 된다. 첫 번째는 원화금리감응자산이 원화금리감응부채보다 크다는 것이다. 따라서 대출과 예금금리가 같은 수준으로 상승하더라도, 변동금리로 운용되는 자산(원화금리감응자산)이 변동금리 자금조달액(원화금리감응부채)보다 잔액이 커서 순이자이익은 늘어난다.

**대출이 예금보다 금리변화를  
빠르게 반영하는 것도 NIM  
상승에 기여**

두 번째는 원화금리감응자산의 금리 재산정 주기가 원화금리감응부채의 재산정 주기보다 짧다는 것이다. 통상 기준금리가 변하고 처음 6개월 간은 대출이 예금보다 더 빠르게 시장금리 변화분을 반영한다. 따라서 보통 기준금리 변화 후 첫 2분기 동안 NIM은 시장금리 변화의 순방향으로, 다음 1분기 동안은 소폭 역방향으로 움직이는 특성이 있다. 이 두 가지 효과를 감안하면, 현재 은행들의 NIM은 시장금리가 25bp 상승하면 연간 약 2~4bp 가량 상승할 수 있다. 또한 가계부채 대책 강화로 공급자 우위의 대출 시장이 형성돼, 가산금리 상승 압력이 있다는 것도 NIM 추가 상승에 긍정적이다. 물론 당국의 관리로 향후 가산금리 인상이 꺾일 수 있으나 적어도 연간으로 인하되는 방향은 아니다.

**다만 NIM의 금리 민감도는  
과거에 비해 낮아짐**

금리상승 시 NIM의 개선 속도 자체는 많이 낮아졌는데, 이는 고정금리대출 비중이 꾸준히 높아져 자산 듀레이션은 늘어나고, 은행들의 듀레이션 갭이 소폭 플러스 또는 0에 가깝게 유지되고 있기 때문이다. 뿐만 아니라 시장금리 상승 방향성이 뚜렷함에도 불구하고 본격적인 NIM 개선은 연간 기준으로 2018년 이후일 것이다. 2017년에는 NIM을 최대 1~3bp 가량 떨어뜨리는 유동성 규제 강화 영향이 시장금리 상승에 따른 NIM 개선 일부를 상쇄할 것이다. 또한 금리상승이 시작되면 저원가성 수신의 비중이 크게 상승하기 어렵다는 점도 고려했다.

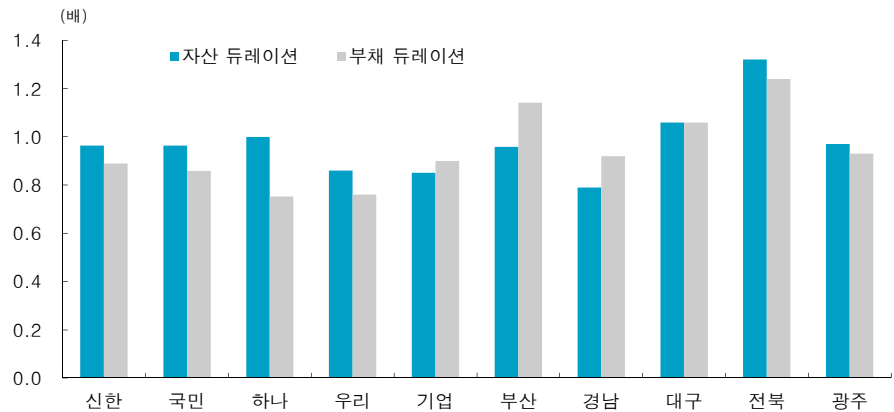
〈표 3〉 은행별 금리감응갭 및 NIM 민감도 측정

(단위: 조원)

	신한	국민	KEB하나	우리	기업	부산/경남	대구	전북/광주	합계
<b>원화금리감응자산</b>	<b>233</b>	<b>261</b>	<b>216</b>	<b>235</b>	<b>206</b>	<b>77</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>1,302</b>
0~3M	100	90	95	119	93	34	20	15	566
3~6M	50	65	47	40	29	21	5	7	264
6~12M	25	53	9	31	38	6	5	5	173
<b>원화금리감응부채</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	<b>199</b>	<b>216</b>	<b>148</b>	<b>70</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>1,103</b>
0~3M	77	93	81	86	64	26	15	11	454
3~6M	34	30	30	31	20	12	6	5	168
6~12M	49	45	50	37	37	15	7	7	248
<b>원화금리감응갭</b>	<b>31</b>	<b>58</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>58</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>199</b>
0~3M	22	(3)	14	33	29	8	4	5	112
3~6M	16	35	18	9	9	9	(1)	1	96
6~12M	(24)	8	(41)	(6)	2	(10)	(2)	(2)	(75)
금리 변동 가정	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
순이자이익 변화(십억원)	59	52	33	82	77	27	7	11	348
NIM 변화(bp)	0.03%	0.02%	0.02%	0.04%	0.04%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%

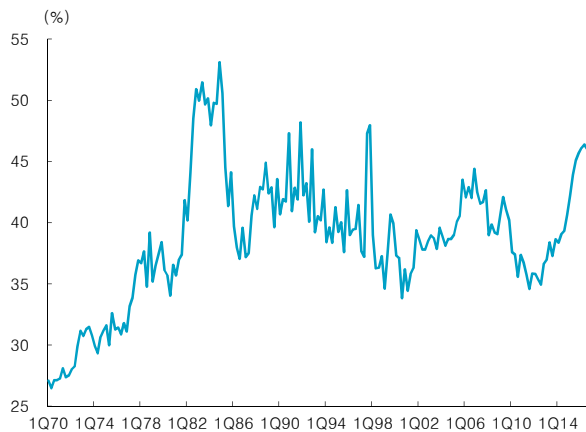
주: 1. 은행 기준, 2. 2016년 4분기 기준, 3. 우리은행은 2016년 3분기 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 32] 은행별 자산/부채 듀레이션 분포



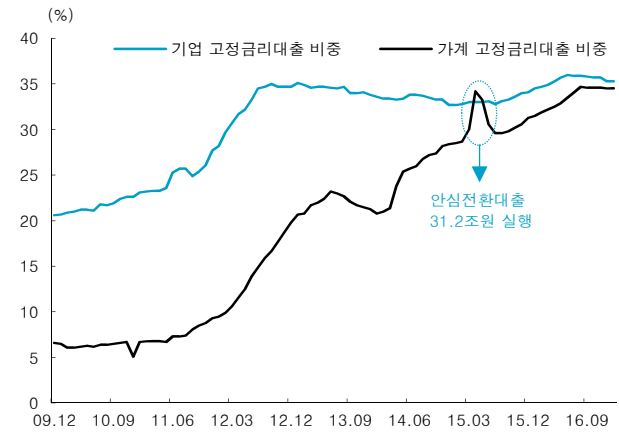
주: 1. 2016년 4분기 기준, 2. 우리은행은 2016년 3분기 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 33] 예금은행 원화예금 중 저원가성 수신 비중



주: 요구불예금, 저축예금, 기업자유예금 합산 기준  
 자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 34] 가계 중심으로 고정금리 대출 비중 상승



자료: 한국은행, 한국투자증권

## LCR은 새로 도입된 유동성 규제

## LCR에서는 고유동성자산이나 조달자금 이탈률을 세부적으로 분류

### 2) 강화되는 유동성 규제는 2017년 NIM 상승을 일부 상쇄할 것

바젤 III에서는 기존 유동성 비율을 대체하는 원화 유동성 커버리지 비율(Liquidity Coverage Ratio, LCR), 외화 LCR, 순안정자금조달비율(Net Stable Funding Ratio, NSFR)이 새롭게 도입된다. LCR은 ‘고유동성자산/순현금유출액’으로 구하며, 은행들은 이 비율을 100% 이상으로 유지해야 한다. 이는 30일 내 현금화할 수 있는 고유동성자산으로 30일 동안 스트레스 상황 하에서 예상되는 순현금유출액을 충당해야 한다는 의미다.

고유동성자산(High Quality Liquidity Asset, HQLA)은 자금의 안정성에 따라 level 1, level 2A, level 2B로 세분화되며 level 2의 경우 명목금액에 할인율이 적용돼 일부만 고유동성자산으로 인정 받는다. 또한 level 2B 자산은 전체 고유동성자산에서 15% 이하로 구성되어야 하며, 전체 level 2 자산의 고유동성자산 내 한도 또한 40%다. 한편 조달자금마다 특정 이탈률을 가정하는데 안정적 정기예금은 5%의 이탈률이 적용되지만 무담보부 도매자금조달일 경우에는 100%의 이탈률이 적용되는 식이다.

〈표 4〉 LCR 계산시 고유동성자산 정의

구분	할인율	적격자산 항목
Level 1	0%	- 현금, 중앙은행 지급준비금 - 바젤 II 표준법상 위험가중치 0%인 국채 또는 이에 준하는 채권
Level 2A	15%	- 바젤 II 표준법 상 위험가중치 20%인 국채 또는 이에 준하는 채권 - 비금융기관 회사채(CP 포함/AA- 이상) 및 커버드본드
Level 2B	25%	RMBS(AA 이상, 기초자산이 전액상환청구권(full recourse) 대출이고 LTV는 80% 이내)
	50%	- 비금융기관 회사채(CP 포함, BBB~A+) - 주요 주가지수에 포함된 비금융기관의 상장 보통주

자료: 금융위원회, 한국투자증권

〈표 5〉 순현금유출액 계산시 조달자금별 이탈률 구분

이탈률	조달자금 종류
0%	잔존만기 30일 초과 확정기간부 소매예금, 중앙은행 또는 level 1 자산 이용한 담보부 자금조달
5%	잔존만기 30일 이내 안정적 소매/중소기업 예금 등
10%	잔존만기 30일 이내 불안정 소매/중소기업 예금
15%	Level 2A 자산 이용한 담보부 자금조달
25%	청산/보호예수/현금관리 목적의 영업적 예금 등
40%	비금융기업, 정부, 중앙은행, 다자개발은행, 공공기관 예금
50%	기타 level 2B 자산 이용한 담보부 자금조달
100%	기타 법인고객 예금, 기타 담보부 자금조달

자료: 금융위원회, 한국투자증권

## LCR 규제 강화로 영업적 예금 상당수가 비영업적 예금으로 분류 예정

## 이는 LCR 17%p 가량 낮추는 효과 낼 것으로 추정

LCR은 국내에 2015년부터 도입되었지만 올해 7월부터 현금유출액 내 무담보부 도매자금조달의 일부인 영업적 예금(operational deposit)의 분류요건이 강화된다. 영업적 예금은 요구불예금, 기업자유예금 등으로 구성되는 저원가성 수신으로 고객해약 시 30일 이상 사전통지 의무가 부과된다. 하지만 현재 상당 규모의 영업적 예금이 동 규정을 충족하지 못해 규정변경 후에는 이탈률이 20~100%로 높은 비영업적 예금으로 분류될 예정이다.

언론보도를 통한 은행 리스크 관계자들의 의견에 따르면, 해당 규정강화는 시중은행들의 LCR을 10~15%p 낮추는 영향이 있다. 실제로 영업적 예금이 전액 비영업적 조달로 전환된다고 가정하고 LCR 하락을 계산해보았다. 조달자금 이탈률은 각 은행 평균 이탈률을 그대로 사용했다. 상세한 자료가 제공되는 신한, 국민, 우리, 기업은행을 대상으로 단순 계산한 결과 LCR은 약 17%p 정도 하락하는 것으로 나타났다.

## NIM은 최대 1~4bp 하락

하락한 LCR을 100%로 맞추기 위해서는 조달보다는 고유동성자산을 늘리는 것이 현실적이다. 고유동성자산을 모두 국고채 3년물에 투자한다고 가정하고 NIM에 미치는 영향을 분석한 결과 은행별로 NIM이 1~4bp 가량 하락하는 것으로 나타났다. 물론 이는 모든 영업적 예금이 불인정되고 늘어나야 할 고유동성자산을 국고채 3년물에만 투자한다는 극도의 보수적 가정을 적용한 결과로 실제로는 NIM이 0~2bp 가량 하락할 것으로 판단한다. 참고로 대부분의 지방은행들은 LCR이 규제수준인 100%를 훨씬 상회해 이들 은행들은 LCR로 인한 NIM 하락은 없을 것이다.

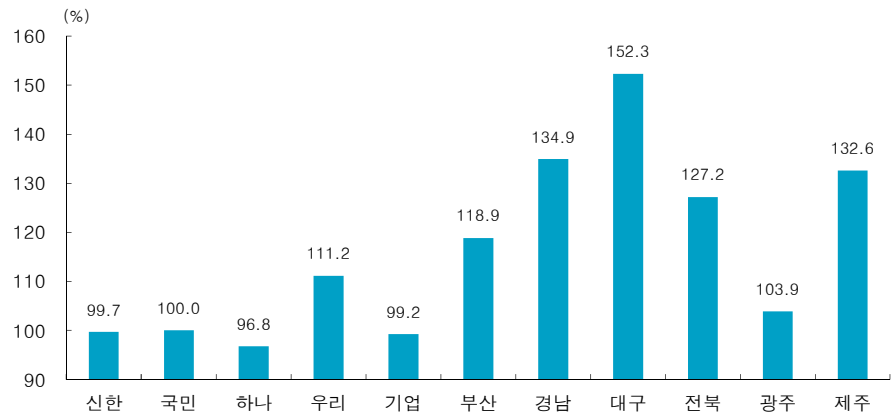
〈표 6〉 은행별 LCR 규정강화에 따른 NIM 하락 효과 추정

(단위: 십억원, %)

	신한은행	국민은행	우리은행	기업은행
LCR(A/B)	95.2%	108.5%	114.4%	99.9%
고유동성자산(A)	36,193	35,798	38,668	25,698
순현금유출액(B)	38,019	32,988	33,810	25,721
조정전 영업적 예금 금액(C)	21,620	14,852	27,471	15,865
영업적 예금 이탈률(D)	23.8%	23.8%	23.5%	24.2%
비영업적 조달 이탈률(E)	67.0%	64.2%	59.1%	58.0%
비영업적 조달 증가로 인한 순현금유출액 증가(F=(E-D)x(C))	9,341	6,009	9,783	5,362
규정강화 후 보수적 LCR(A/(B+F))	76.4%	91.8%	88.7%	82.7%
고유동성자산 부족액(G=B+F-A)	11,167	3,200	4,926	5,385
평균 운용수익률(H)	2.67%	2.74%	2.67%	3.07%
국고채 3년(I)	1.67%	1.67%	1.67%	1.67%
이자감소액(J=(H-I)xG)	112	34	49	75
이자수익자산(평잔)(K)	263,459	285,382	279,338	228,727
NIM 감소효과(bp)(J/K)	4.2	1.2	1.8	3.3

주: 금융통계정보시스템이 제공하는 LCR은 분기말 기준, 각 사가 제공하는 LCR은 기초자산의 월평균액을 활용  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 35] 은행별 LCR 현황



주: 2016년 3분기 말 기준  
자료: 금융통계정보시스템, 한국투자증권

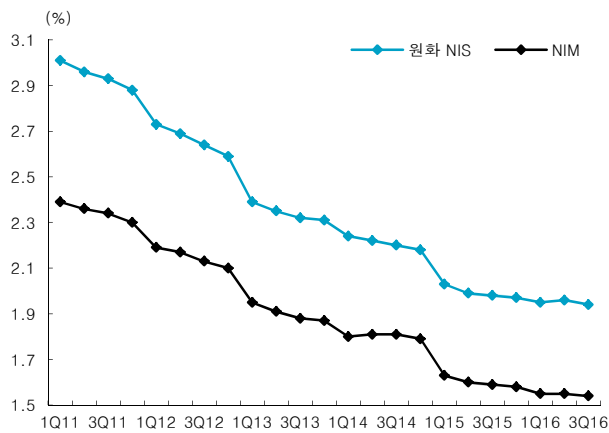
### III. 우려에도 불구하고 건전성은 적정 수준으로 관리

#### 1. 건전성 관련 불확실성이 높아지는 배경

##### 금리인상으로 한계기업 건전성에 대한 우려 존재

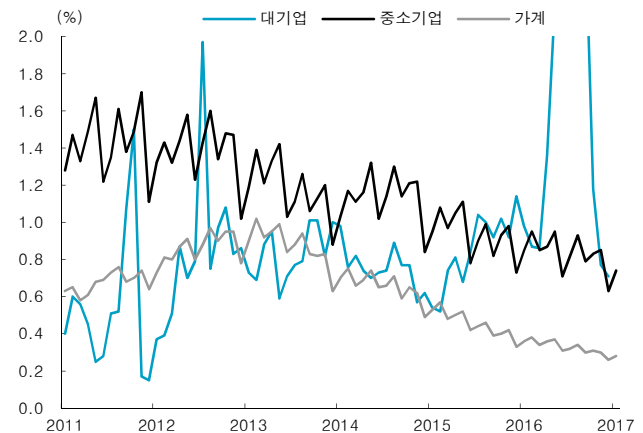
최근 제조업 또는 5대 경기 민감 업종, 한계기업에 대한 대출 건전성 악화를 우려하는 목소리가 높다. 실제로 조선·해운 업황이 단기적으로 개선되기 힘들고 경기여건이 안 좋은 상황에서 미국의 보호무역주의 강화로 순수 중소기업 및 대기업들의 건전성 관리가 쉽지 않은 형편이다. 더구나 2018년 이후 금리상승 속도가 빨라지면 저금리 덕에 낮아졌던 연체율과 대손율의 상승이 일정 부분 불가피하다는 것 또한 대손 관련 불확실성으로 남아 있다. 실제로 이번 금리인하 구간에서 NIM 하락과 동시에 연체율과 대손율 등의 건전성 지표가 크게 개선되었다.

[그림 36] 국내은행 NIM 및 NIS



자료: Qauntwise, 금융통계정보시스템, 한국투자증권

[그림 37] 국내은행 원화대출 연체율



주: 2016년 하반기 대기업 연체율이 급등락한 원인은 STX조선해양 기업회생절차 요인  
자료: 금융감독원, 한국투자증권

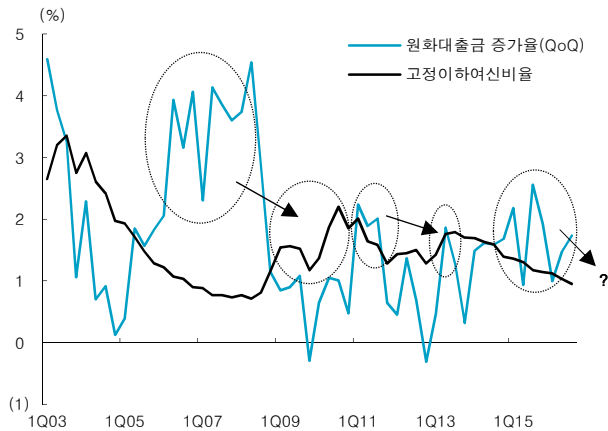
##### 대손율은 대출 성장을 후행하는 속성

대손율은 대출 성장을 일정 기간 후행하는 속성이 있어, 보통 대출 고성장기 이후에 대손율이 크게 상승하는 패턴이 나타난다. 이유는 1) 대출 고성장기에는 분모가 크게 증가하면서 비율 자체가 희석되고, 2) 대출 고성장기에는 아무래도 리스크 관리 완화로 잠재적 부실여신 공급이 집행될 가능성이 높으며, 3) 부실화 가능성이 높은 여신은 통상 기대신용손실이 상당 기간 지난 후에 급격히 증가하는 속성이 있기 때문이다.

##### 높은 대출 성장 뒤에는 건전성 훼손이 뒤따랐음

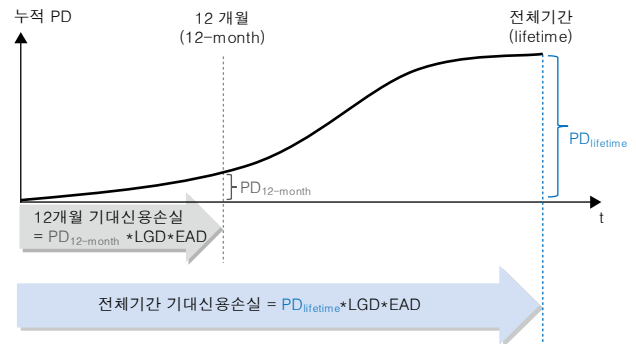
실제로 2006~07년의 높은 대출증가율은 2008~10년의 높은 고정이하여신비율 상승으로 이어졌고, 2010~11년 대출증가율이 회복된 이후 2012~13년 고정이하여신비율이 상승했다. 2014년 하반기부터 재개된 높은 대출증가율과 여전히 낮은 고정이하여신비율 조합을 우려하는 이유다.

[그림 38] 일반은행 대출성장 및 고정이하여신비율 관계



자료: Quantiwise, 금융통계정보시스템, 한국투자증권

[그림 39] 시간 경과에 따른 누적 부도확률 상승



자료: 한국회계기준원, 한국투자증권

## 2. 악화는 불가피하지만 우려할 수준은 아니다

성장 둔화에도 불구하고  
대손을 악화는 제한적

유니버스 은행의 건전성 지표 방향성은 악화되는 쪽이지만 그 폭은 제한적인 수준에 그칠 것이다. 먼저 유동화를 제외한 유니버스 은행의 합산 총여신 증가율은 2015~16년 각각 6.6%, 5.3%였다. 이에 해당하는 2015~16년 대손율은 각각 0.50%, 0.41%다. 분석결과 2015~16년 대출 증가로 인한 대손율의 기계적 하락 효과는 2~3bp였다. 2017년 대출성장률을 4.6%로 가정하면, 성장률 둔화에도 불구하고 적정 총여신이 증가함에 따라 대손율은 여전히 2bp 정도 하락할 것이다.

〈표 7〉 은행 유니버스 합산 대손율 추정

(단위: 십억원, bp)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
총여신(말잔)	1,106,689	1,166,771	1,244,280	1,310,156	1,370,656	1,427,932
증가율	4.5	5.4	6.6	5.3	4.6	4.2
총여신 증가액	47,664	60,083	77,509	65,875	60,501	57,275
총당금전입액	7,817	6,172	6,224	5,418	6,844	7,680
대손율(bp)	71	53	50	41	50	54
조정 대손율(bp)		56	53	44	52	56
차이(bp)		2.9	3.3	2.2	2.3	2.2

주: 1. 대손율 = 당기 총당금전입액 / 당기 총여신, 2. 조정 대손율 = 당기 총당금전입액 / 전기 총여신

3. 차이 = 조정 대손율 - 대손율

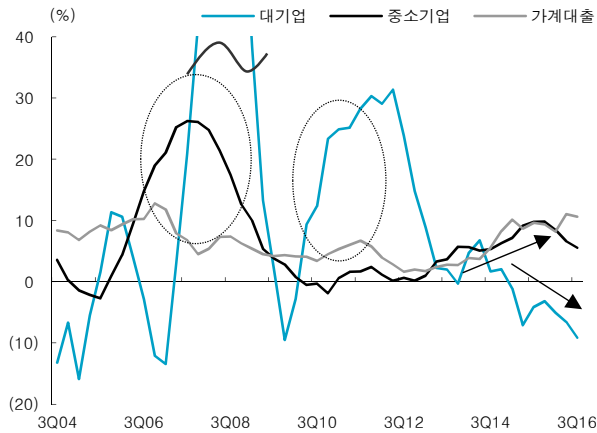
자료: 한국투자증권

과거 경기민감 업종 중심  
성장과 달리 최근에는  
소매대출 위주로 성장해  
리스크 낮음

또한 과거 두 번의 대출 고성장기(2006~08년, 2011년~12년 상반기)에는 대기업이나 순수 중소기업대출 중심으로 성장이 이루어졌다. 기본적으로 호황이나 회복 국면일 때에는 경기민감 업종이나 제조업 중심으로 대출이 늘어나기 때문이다.

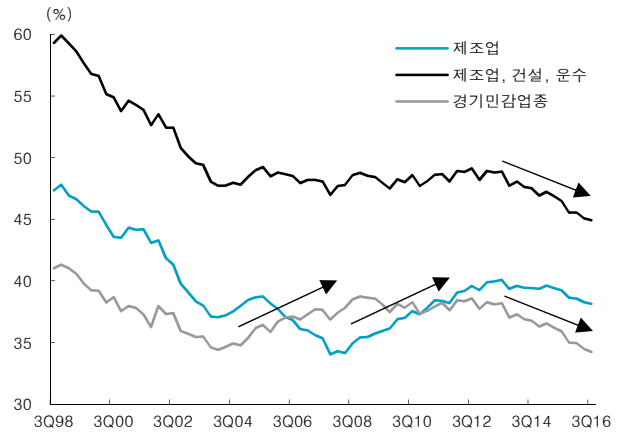
하지만 2014년 하반기부터 시작된 대출 고성장기는 과거와 다른 양상이다. 대기업대출은 크게 축소되었으며, 기업대출에서 건설 및 운수, 경기민감 제조업의 비중은 하락했다. 반면 중소기업대출은 소호대출 위주로 크게 늘어났다. 결론적으로 이번 고성장기에는 가계대출과 중소기업 중 소호대출 위주로 대출이 크게 증가해 대손이 악화될 가능성이 낮다.

[그림 40] 일반은행 원화대출금 부문별 증감 추이



자료: Quantiwise, 금융통계정보시스템, 한국투자증권

[그림 41] 기업대출 내 경기민감업종 대출 비중 하락

주: 경기민감업종은 화학, 철강/비철금속, 전기전자, 자동차, 기계, 건설, 운수로 정의  
자료: 한국은행, 한국투자증권

은행들은 가계대출이  
리스크가 적다고 인식해  
차별적으로 확대

이는 저금리로 부동산 시장이 호황을 구가하면서 관련 대출수요가 크고 금리하락으로 일부 기업대출과는 다르게 연체율이 꾸준히 하락했으며 지가 상승으로 담보력도 강화되어 은행들이 주택담보대출이나 소매금융의 리스크가 적다고 인식했기 때문이다. 또한 2008년 이후 자본비용에 대한 요구 수준이 높아지는 가운데 충당금 적립에 경험손실을 반영함에 따라 가계대출에 더 낮은 위험가중치가 적용되자 자본비용 관리 측면에서도 가계대출의 차별적 성장이 유리했다. 따라서 소매금융이 앞으로도 양호한 건전성을 유지한다면 현재의 신용공급 속도 조절에도 불구하고 전체 건전성은 양호하게 유지될 것이다.

### 1) 가계대출의 건전성은 우수하게 유지

가계대출 건전성은  
안정적으로 유지될 것

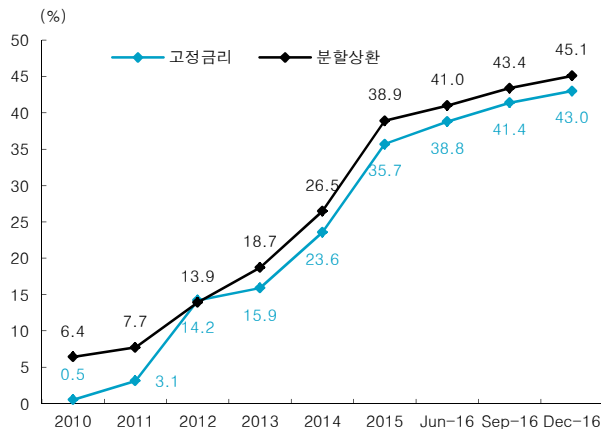
은행 가계대출의 건전성은 양호한 수준을 유지할 것이다. 물론 가계대출 연체율이 사상 최저를 기록함에도 불구하고, 경기 부진 및 가처분소득 정체 하에서 최근 가계부채가 과도하게 증가했다는 점과 미국의 금리인상이 이자비용 증가로 이어질 수 있다는 점은 부담이다. 실제로 한국은행의 조사자료(정호성, 차주별 패널자료를 이용한 주택담보대출의 연체요인에 대한 연구)를 보면 지난 4년간 주택담보대출의 부도확률은 크게 하락했는데, 대부분 금리인하 요인 때문이었다. 하지만 전반적인 가계의 대출상환금 지급여력과 최근 몇 년간 이어진 가계부채의 질적 개선, 정부 주도의 각종 서민 금융지원 정책 등을 고려해야 한다.

고정금리/분할상환 비중  
상승으로 가계대출 질 개선

우선 과거에 비해 가계부채 구조가 크게 개선되었다. 2011년 ‘가계부채 연착륙 종합대책’ 이후 기존 주택담보대출의 기본 구조였던 일시상환·변동금리 대출이 분할상환·고정금리 대출로 빠르게 전환됐다. 이에 따라 기존 대출들의 금리 민감도가 낮아져 은행들의 ALM 관리가 제대로 이루어진다면 금리가 급격하게 인상되지 않는 이상 이자비용의 급격한 증가로 인한 건전성 악화는 방지된 상황이다.

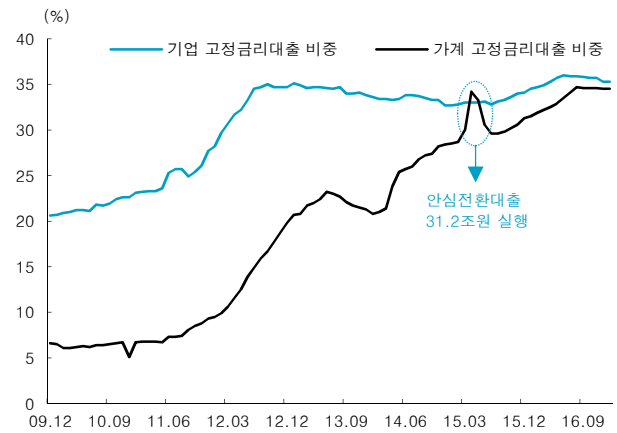


[그림 42] 은행권 주택담보대출의 고정금리/분할상환 비중



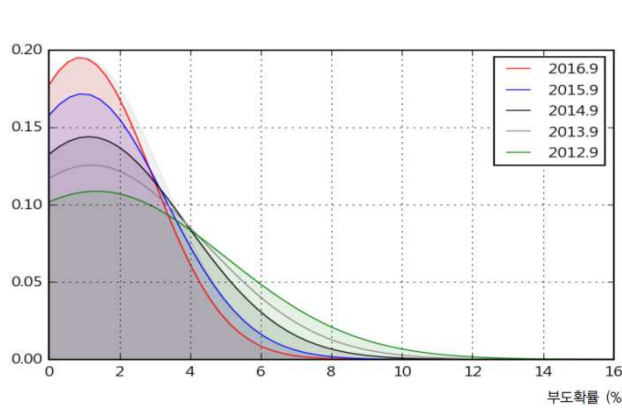
주: 2017년 목표비중은 고정금리 45%, 분할상환 55%  
 자료: 금융위원회, 한국투자증권

[그림 43] 예금은행 전체 기업 및 가계대출별 고정금리 비중



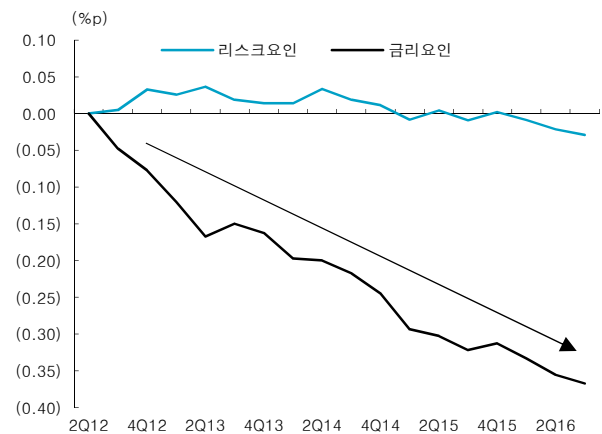
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 44] 주택담보대출의 부도확률 분포 변화



자료: 한국은행(정호성), 한국투자증권

[그림 45] 주택담보대출 부도확률에 대한 요인별 한계효과



자료: 한국은행(정호성), 한국투자증권

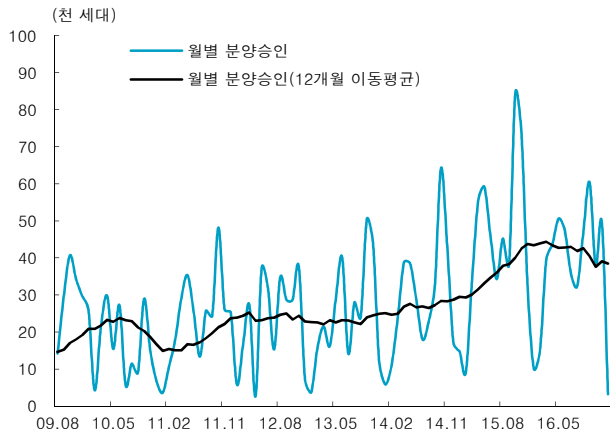
### 부동산 시장 진정은 부동산 가격의 지속가능성 측면에서 오히려 긍정적

### LTV 50~55%, 매각가율 85~100% 수준으로 담보는 우수

가계대출 건전성이 양호하게 유지되는 두 번째 근거는 가계부채 총량이 부동산 시장 여건, 가계대출의 담보 수준, 가계의 상환 여력 등을 고려할 때 관리 가능한 수준이기 때문이다. 먼저 부동산 시장은 정부의 잇따른 안정화 대책과 시장금리 상승 경계감, 은행의 주택담보대출에 대한 리스크관리 강화로 인해 역설적으로 과도한 상승 이후 안정화 단계에 들어섰다. 입주량은 2017~18년에 최고치를 찍지만, 분양 승인 건수와 주택 거래량을 보면 2016년부터 어느 정도 안정화 추세에 접어들었다. 특히 초과공급 우려가 제기되는 상황에서 적정 수준의 분양 및 거래량으로 회귀하는 현상은 부동산가격의 지속 가능성 측면에서 분명 긍정적 요인이다.

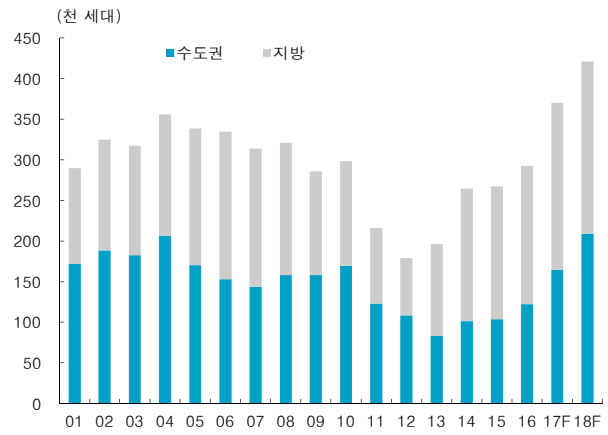
한편 담보 측면에서도 가계대출은 안정적이다. 현재 대부분 은행들의 가계대출 LTV는 50~55% 수준이다. 서울 및 광역시 매각가율이 85~100%에서 형성되어 있기 때문에, 부동산가격이 일정 수준 하락하더라도 담보는 충분히 확보되어 있다.

[그림 46] 전국 주택 분양승인



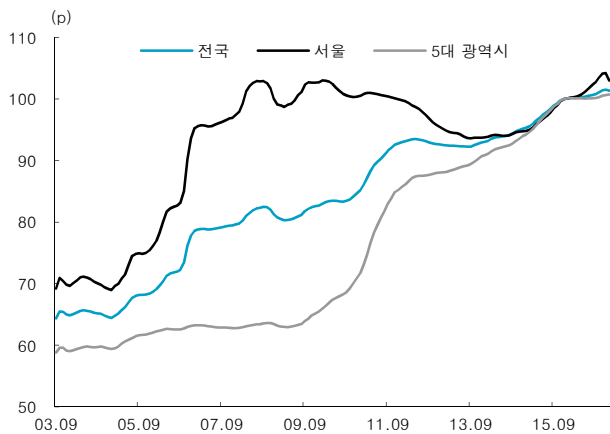
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 47] 전국 아파트 입주량



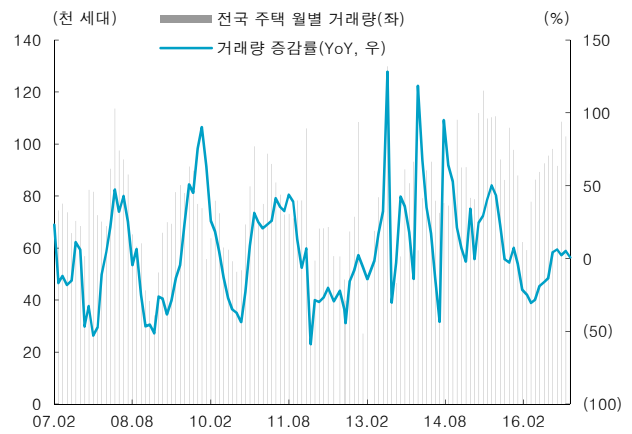
자료: 부동산114, 한국투자증권

[그림 48] 전국 주택가격



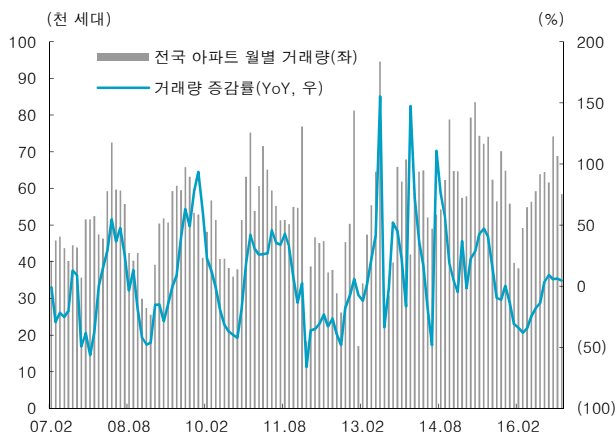
자료: KB부동산, 한국투자증권

[그림 49] 전국 주택 거래량



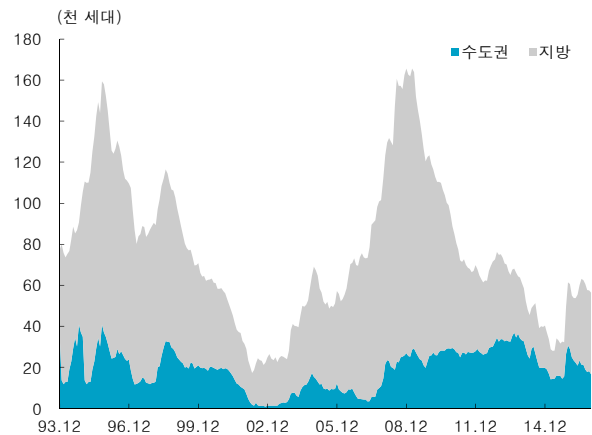
자료: 온나라부동산정보, 한국투자증권

[그림 50] 전국 아파트 거래량



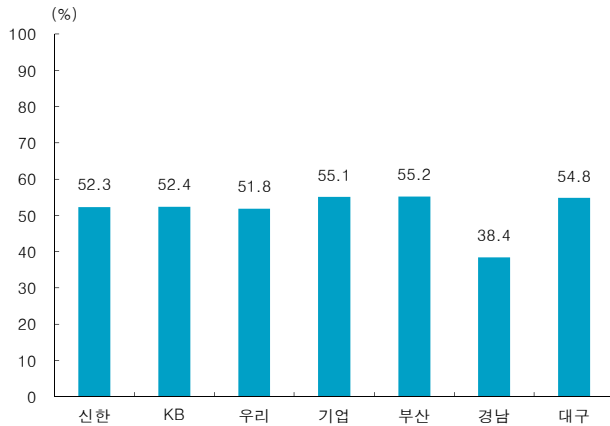
자료: 온나라부동산정보, 한국투자증권

[그림 51] 미분양주택 추이



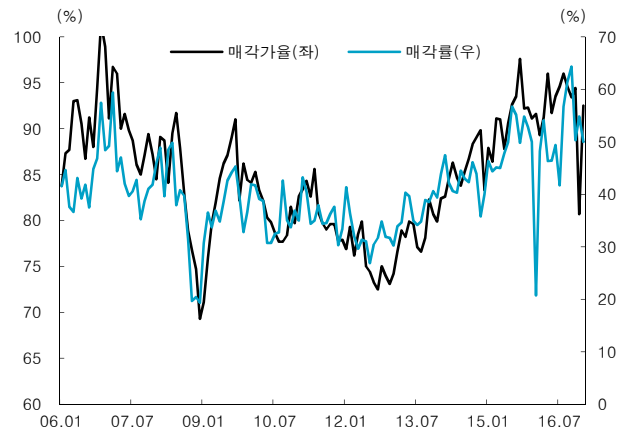
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 52] 은행별 가계대출 LTV 현황



주: 1. 신한, 우리은행은 2016년 4분기 기준, 2. 나머지는 2016년 2분기 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 53] 서울 아파트 경매 매각가율 및 매각률 추이

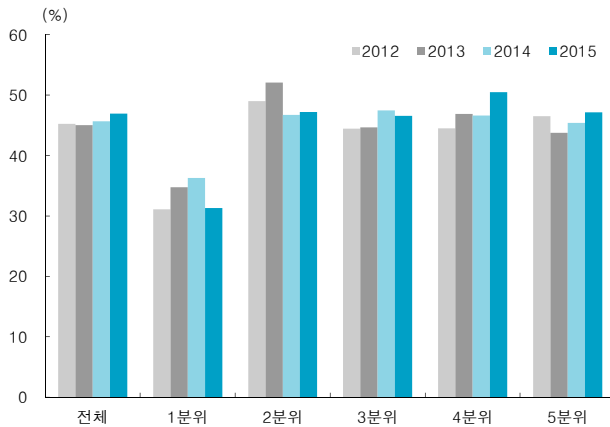


주: 1. 매각가율 = 매각가 / 감정가, 2. 매각률 = 매각건수 / 경매건수  
 자료: 법원경매정보, 한국투자증권

**금융부채는 금융자산의 일부,  
 늘어난 부채 대부분은 고소득  
 층에서 비롯**

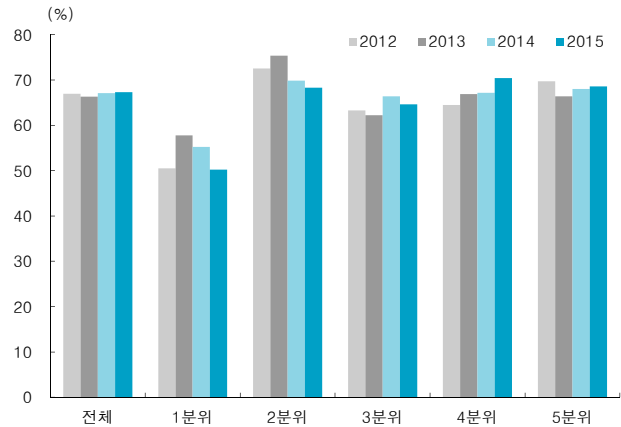
추가로 가계의 금융부채는 여전히 가계 금융자산의 50%를 하회하는 수준이다. 또한 (금융) 부채/금융자산 비율이나 부채/가처분소득 비율을 통해 볼 때, 최근 늘어난 가계대출의 대부분은 소득이 높은 4~5분위 계층에 집중됐다는 것을 알 수 있다. 반면 상환여력이 상대적으로 열악한 소득 1~2분위 계층의 (금융)부채/금융자산 비율이나 부채/가처분소득 비율은 모두 하락했다.

[그림 54] 소득분위별 금융부채/금융자산 비율



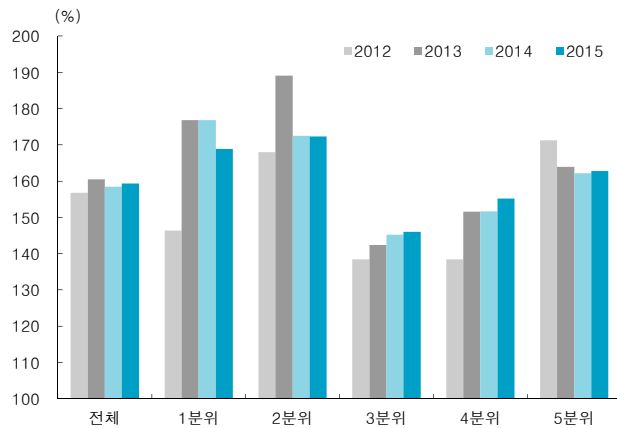
주: 소득5분위가 소득1분위보다 고소득층  
 자료: 통계청, 한국은행, 한국투자증권

[그림 55] 소득분위별 부채/금융자산 비율



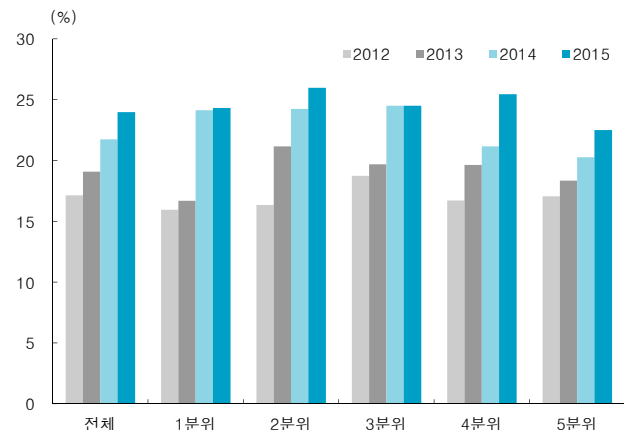
주: 1. 소득5분위가 소득1분위보다 고소득층, 2. 부채 = 금융부채 + 임대보증금  
 자료: 통계청, 한국은행, 한국투자증권

[그림 56] 소득분위별 부채/가처분소득 비율



주: 1. 소득5분위가 소득1분위보다 고소득층, 2. 부채 = 금융부채 + 임대보증금  
 자료: 통계청, 한국은행, 한국투자증권

[그림 57] 소득분위별 원리금상환액/가처분소득 비율



주: 소득5분위가 소득1분위보다 고소득층  
 자료: 통계청, 한국은행, 한국투자증권

#### 가계부채, 가처분소득 대비 빨리 증가했으나

다만 가처분소득이 정체된 상황에서 가계부채 증가세가 가팔랐던 점은 분명 우려요인이다. 경기부진으로 소득여건은 개선되지 않은 채, DTI 규제가 완화되고 부동산 경기만 살아나면서 가처분소득 대비 가계부채 비율이 빠른 속도로 올라왔다. 실제로 IMF는 최근 국내 가계부채의 빠른 증가세를 우려하면서 DTI를 30% 이하로 책정할 것을 권고한 바 있다.

#### 절대적으로 위험한 수치에 대한 객관적 기준은 없음

하지만 한국의 가처분소득 대비 가계부채 비율(OEDC 기준)이 170%로 높고 상승세도 가파르지만 호주, 스웨덴, 스위스 등과 같이 한국보다 동 비율이 훨씬 높고 상승 추세인 국가도 많다. 한국의 가계부채 증가가 미국의 금융위기 이후 디레버리징 국면과 괴리가 있기는 하나 단순히 미국보다 동 비율이 높거나 상승세라고 해서 건전성에 무조건적으로 위협이 되는 것은 아니다.

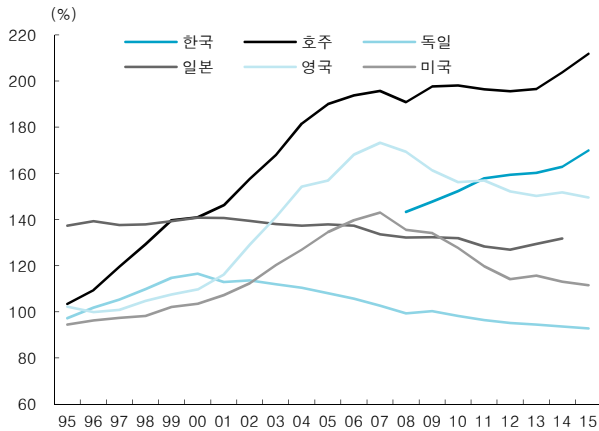
#### 다양한 규제 실시로 가계대출 증가세가 안정화된 데 주목

특히 여신심사 가이드라인의 단계적 확대 실시(은행 주택담보대출→은행 집단대출→상호금융 집단대출), 공급 규제, 전매 규제강화 정책 등을 고려할 때 올해부터는 가계대출 증가세가 완화될 것이라는 점도 긍정적이다. 실제로 2016년 4분기부터 이미 은행들의 가계대출 증가세는 크게 꺾였으며, 풍선효과로 나타난 제2금융권의 높은 증가세 역시 올해 실시되는 상호금융 집단대출 규제, 상시 모니터링 등으로 둔화될 것이다.

#### 가계부채 총량보다는 미시적으로 저소득층의 건전성을 살펴볼 필요

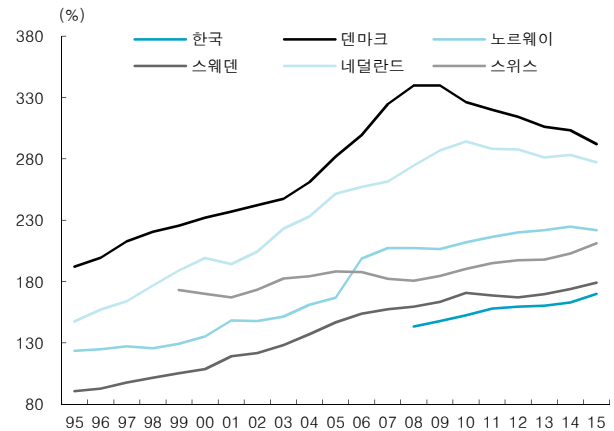
정리하면 가계부채 총량이 직접적인 문제는 아니므로 상환여력이 상대적으로 열악한 저소득층의 미시적 현황을 살펴볼 필요가 있다. 왜냐하면 저소득층에 대한 금융지원이 없으면 국소적으로 가계대출의 건전성이 악화될 수 있어 취약계층에 대한 금융지원은 전체 금융시스템 안정에 필수적이기 때문이다.

[그림 58] 가계부채/가처분소득 비율 국제비교(1)



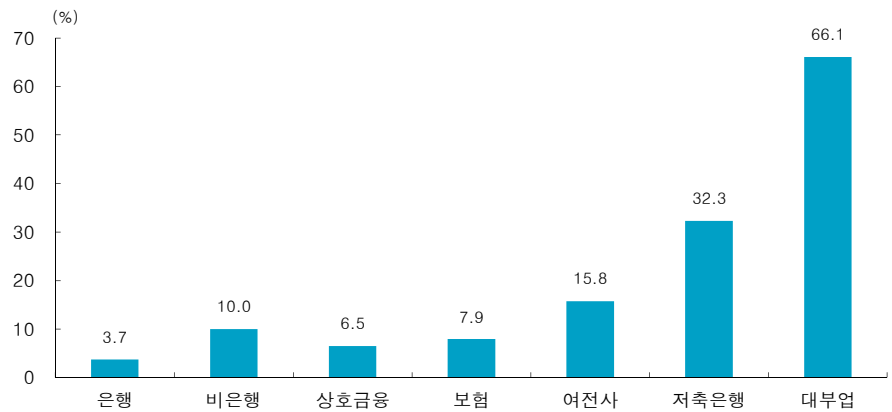
자료: OECD, 한국투자증권

[그림 59] 가계부채/가처분소득 비율 국제비교(2)



자료: OECD, 한국투자증권

[그림 60] 금융권역별 취약차주 비중



주: 3개 이상 금융기관 대출을 받은 다중채무자이면서, 저신용(7~10등급)이나 저소득층(하위 30%)에 해당하면 취약차주  
 자료: 금융위원회, 한국투자증권

### 은행의 취약차주 대출 비중은 3.7%

물론 은행은 상대적으로 신용등급이 높은 가계에 선택적으로 대출을 해주기 때문에, 다중채무자이면서 저신용등급이나 저소득층으로 정의되는 ‘취약차주’에 대한 대출비중은 3.7% 밖에 되지 않는다. 다만 경기부진이 이어지면서 제2금융권의 취약차주 부실화가 은행의 대출건전성에도 부정적 영향을 미칠 가능성이 있다.

### 서민 지원 정책금융 확대로 전체 가계대출 건전성 개선

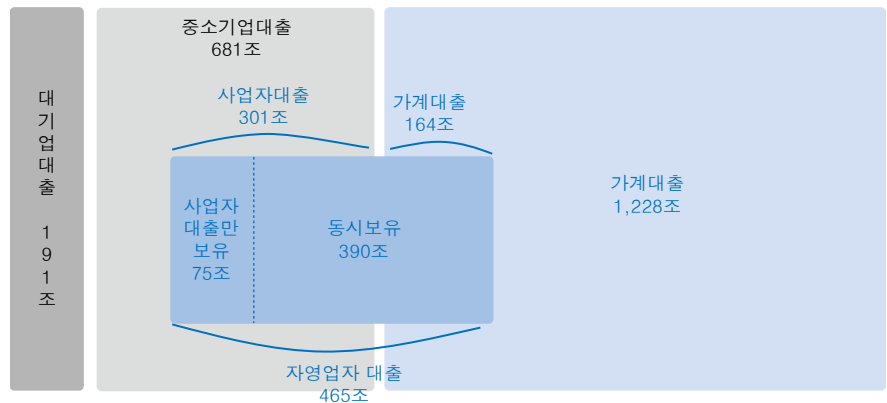
하지만 정책금융인 3대 정책모기지(디딤돌대출, 보금자리론, 적격대출)와 4대 정책서민자금(미소금융, 햇살론, 바퀴드림론, 새희망홀씨) 등을 통해 사전적으로 건전성 악화를 예방할 수 있다. 3대 정책모기지는 2016년 41조원에서 2017년 44조원으로 확대 공급된다. 이미 보금자리론은 연 7,000만원의 소득요건을 신설해 서민/중산층에 집중적으로 지원할 수 있는 제도적 기반을 마련했다. 4대 정책서민자금도 2016년 5.7조원에서 2017년 7.0조원으로 확대 공급해 취약차주에 대한 금융지원을 강화할 예정이다. 이런 조치들은 모두 취약차주의 가계부채 건전성에 긍정적이다.



### 중소기업대출 증가의 상당 부분은 가계대출과 건전성 수준이 동일한 자영업자대출

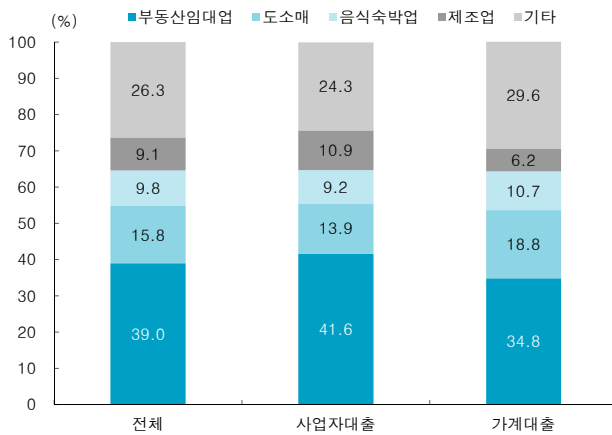
사실 최근 몇 년간 은행들의 신용공급은 가계 및 중소기업대출을 중심으로 이루어졌다. 하지만 중소기업대출을 나눠보면 사실상 자산건전성이 우수한 자영업자대출 위주로 증가했다. 2016년 9월 말 기준으로 전체 금융기관의 중소기업대출 681조원 가운데 일명 소호대출(자영업자 대출 중 중소기업대출로 분류되는 사업자대출 부분)은 301조원으로 44%를 차지한다. 물론 자영업자대출 차주의 업종을 보면 도소매나 음식숙박업이 많지만 담보 확보 등을 통해 실제 자영업자대출의 연체율은 일반 중소기업대출보다 낮은 가계대출 수준이다. 상승 폭이 큰 자영업자대출의 건전성이 양호한 추세인 만큼 전체 중소기업대출도 적정 수준의 연체율을 유지할 전망이다.

[그림 64] 자영업자 대출 개요



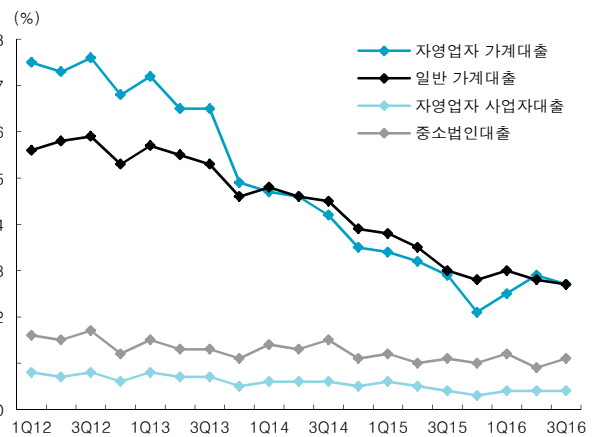
주: 2016년 9월말 기준  
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 65] 자영업자 대출 업종별 비중



주: 1. 은행, 비은행 합산, 2. 2016년 9월말 잔액 기준  
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 66] 자영업자 대출 연체율



주: 1. 자영업자 가계대출/일반 가계대출: 원리금 5영업일 이상 연체 차주 대출 비중  
2. 자영업자 사업자대출/중소기업대출: 국내은행 원리금 1개월 이상 연체율  
자료: 한국은행, 한국투자증권

## IV. 주요 이슈 분석

### 1. IFRS 9 영향은 제한적

IFRS 9 도입은 부정적 사안이나 영향은 제한적

2018년부터 금융상품에 대한 새로운 회계규정인 IFRS 9이 도입된다. IFRS 9 도입은 은행들의 손익 관리나 자본비율에 있어 부정적인 사안이다. 다만 손실 폭은 은행들이 충분히 관리 가능한 수준으로 제한될 것으로 보인다.

#### 1) IFRS 9 도입배경

IFRS 9은 금융기관의 경기순응적 대출행태 등을 해결하기 위해 도입

IFRS 9은 기존 금융상품 회계기준인 IAS 39에 대한 비판 및 금융위기 후속조치 차원에서 마련됐다. 기존 IAS 39는 충당금 적립 시 발생손실(incurred loss) 모형을 사용함에 따라 손상이 지연 인식되면서 호황기에는 수익성 과대평가로 대출이 적정 수준보다 과다하게 늘어나고, 위기 시에는 손상이 한꺼번에 계상되는 문제가 발생했다. 또한 은행들의 매도가능증권 매각 시점 조절에 따른 이익관리도 문제점으로 제기됐다. 이는 현행 규정상 매도가능증권의 공정가치 변동액이 기타포괄손익누계액에 적립되어 있다가 매각 시에 한꺼번에 손익에 반영되어, 매각시점 조절을 통한 손익관리가 가능하기 때문이다.

#### 2) 분류 및 측정 기준변경: 올해 유가증권매각이익 호조와 이후의 당기손익자산 확대

금융상품을 당기손익-공정가치, 기타포괄손익-공정가치, 상각후원가로 분류

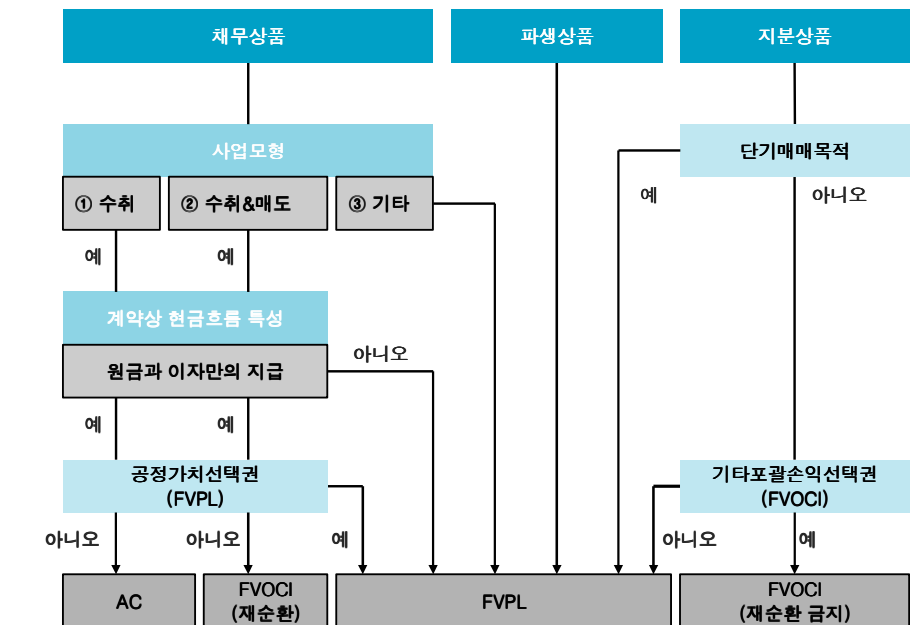
기존 당기손익인식증권, 매도가능증권, 만기보유증권, 대여금 및 수취채권 등 네 종류로 분류되던 금융상품은 IFRS 9 도입 시 당기손익-공정가치(Fair Value through Profit or Loss, FVPL), 기타포괄손익-공정가치(Fair Value through Other Comprehensive Income, FVOCI), 상각후원가(Amortized Cost, AC) 등의 세 종류로 재분류된다. IAS 39에서는 보유 목적에 따라 자산을 구분했으나, IFRS 9부터는 금융자산 분류 시 '사업모형'과 '계약상 현금흐름 특성'에 따라 금융자산을 분류한다.

사업모형과 계약상 현금흐름 특성에 따라 분류. 주식은 이익재순환 금지

기본적으로 채무상품의 경우 1) 사업모형이 계약상 현금흐름 수취가 목적이며, 2) 계약상 현금흐름 특성이 원리금의 지급만으로 구성(Solely Payments of Principal and Interest, SPPI)될 경우 AC로 분류된다. 또한 1) 사업모형이 계약상 현금흐름 수취이면서 동시에 매도가 목적이며, SPPI를 충족할 경우 FVOCI로 분류되고 이익재순환은 가능하다. 반면 채무상품 중 사업모형이 기타이거나 SPPI가 아닌 경우, 파생상품 전체, 그리고 대부분의 지분상품(주식)은 FVPL로 지정해야 한다. 주식 중 단기매매 목적이 아니면 FVOCI로 최초에 인식할 수 있지만 그럴 경우에도 과거와 달리 매각하면서 이익으로 인식하는 이익재순환은 금지된다.



[그림 67] IFRS 9 금융상품의 분류 흐름



주식매각으로 인한  
이익재순환 금지로 금년  
상당한 주식매각이익 발생

2018년부터는 평가이익이 쌓인 매도가능주식을 팔아도 이익으로 잡히지 않기 때문에 중장기적인 기업과의 관계 등 특수한 사정이 있지 않는 한 올해까지 평가이익이 발생한 주식을 상당 부분 매각해 이익을 실현할 것으로 보인다. 이미 기업은행의 경우 2월 말 이마트 주식을 전량 처분해 1분기에 세전이익 456억원을 실현시킨 상황이다. 올해 은행별 보유주식에 대한 실현가능 잠재적 매각이익은 다음과 같다.

〈표 8〉 실현 가능한 잠재적 주식매각이익

구분	보유주식	보유량 (천 주)	지분율 (%)	매입단가/손상반영가치 (원)	공정가치 (원)	매각이익 (십억원)
신한지주	비자카드	2,262	0.1%	5,617	102,052	218.1
	POSCO	411	0.5%	166,000	291,500	51.6
	SK네트웍스	13,921	5.6%	5,016	7,600	36.0
	KT&G	182	0.1%	61,000	97,500	6.6
KB금융	SK	1,750	2.5%	97,900	233,000	236.4
	금호타이어	6,579	4.2%	6,132	14,382	54.3
	POSCO	1,579	1.8%	166,500	291,500	197.4
	주택도시보증공사	44,451	8.5%	4,060	10,826	300.8
하나금융	SK하이닉스	5,093	0.7%	25,310	46,750	109.2
	대한전선	49,633	5.8%	700	1,820	55.6
	금호타이어	2,427	1.5%	7,854	14,382	15.8
우리은행	금호타이어	22,358	14.2%	7,854	14,382	145.9
기업은행	이마트	939	3.4%	157,500	206,000	45.6
	KT&G	9,510	6.9%	22,370	97,500	714.5

주: 1. 이마트는 1분기 매각완료, 2. 금호타이어의 공정가치는 총 인수금액 9,550억원 기준

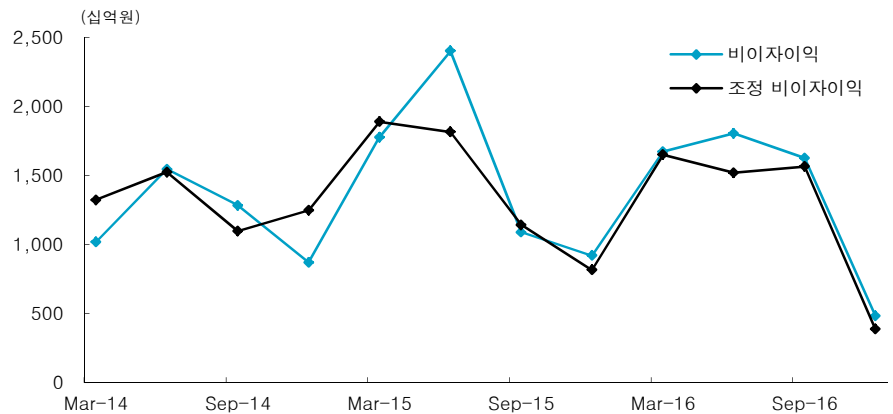
3. 상장 주식들의 공정가치는 2017년 3월 17일 종가 기준

자료: 각 사, Quantiwise, FactSet, 한국투자증권

주식은 대부분 FVPL로 분류.  
비이자이익의 큰 폭 변동은  
오히려 완화

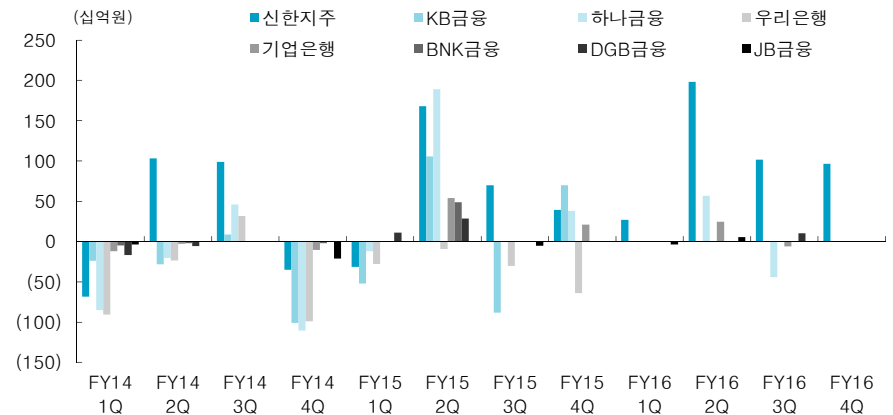
향후에는 앞서 언급한 FVOCI로 잡히는 주식에 대한 이익재순환이 없을 뿐만 아니라 주식이 공정가치로 평가돼 애초 손상 대상 자산이 아니므로 ‘시가의 유의적 또는 지속적 하락’ 검토에 따른 손상차손 회계처리가 사라질 것이다. 따라서 대부분의 주식이 FVPL로 분류될 것으로 예상됨에 따라 시장 상황에 따른 이익 변동성이 커질 것이다. 다만 아래 최근 3년간 분기별 주식매각이익과 손상차손 효과를 제거한 유니버스 합산 비이자이익 추이에서 보는 것처럼, 대규모 일회성 손익으로 인해 간헐적으로 비이자이익이 큰 폭으로 변화하는 현상은 오히려 줄어들 것으로 보인다.

[그림 68] 주식매각이익 및 손상차손을 제외한 분기별 조정 비이자이익과 실제 비이자이익 비교



주: 은행 유니버스 합산 기준  
자료: 각 사, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 69] 은행별 주식매각이익 및 손상차손



자료: 각 사, Quantiwise, 한국투자증권

현행 규정은 손상인식 시  
객관적 증거 필요. 국내는  
대손준비금 제도 통해  
충당금 과소적립을  
보완했었음

### 3) 손상 기준변경: 소폭 하락에 그칠 자본비용. 관건은 향후 대손율

IFRS 9 도입 이후 가장 많이 변화될 은행 손익은 ‘손상’ 규정에서 나온다. 기존 규정에서는 충당금 적립 시 손상발생의 객관적 증거가 있는 경우에만 손상을 인식했다. 따라서 손상 인식이 지연되면서 호황일 때 신용이 과다 공급되고, 위기일 때 일시에 손실처리를 해 신용을 회수하는 금융기관의 경기순응성 행태를 야기했다. 물론 국내에서는 기존에 감독규정상 최소 적립액과 예상손실 중 큰 금액과 발생손실상 적립액의 차이만큼을 대손준비금이라는 별도 이익잉여금 계정에 분류해 두었다. 이는 감독 당국에서 2011년 IFRS 도입 당시 발생손실모형을 쓰게 되면서 충당금의 과소 적립을 우려했기 때문이다.

### IFRS 9으로 인한 보통주 자본비율 하락은 6~30bp

하지만 작년 12월 대손준비금이 전액 보통주자본으로 인정되면서 보통주자본비율이 은행별로 70~140bp가량 상승한 바 있다. 따라서 IFRS 9이 시행되면서 대손준비금 중 일부(10~20%)가 감소하고 동일한 금액만큼 대손충당금이 증가하면, 보통주자본비율이 은행별로 6~30bp가량 하락할 것으로 추정된다. 다만 하락 폭이 제한적이라 자본정책에는 큰 영향이 없을 것이다.

### 기대손실 산출 시 stage 1은 12개월을 손실인지기간으로 사용

참고로 IFRS 9 시행으로 인한 보통주자본비율 하락이 제한적이라는 근거는 다음과 같다. 우선 IFRS 9은 세 가지 단계에 따라 신용위험을 인식한다. Stage 1은 신용위험이 유의적으로 증가하지 않은 경우로 12개월 기대신용손실 개념을 사용해 손상을 측정한다. 여기서 12개월 기대신용손실은 ‘(12개월 동안의 예상 부도율) x (1 - 회수율) x (익스포저)’로 정상여신이기 때문에 12개월을 합리적 손실 인지기간의 대용치로 사용한다.

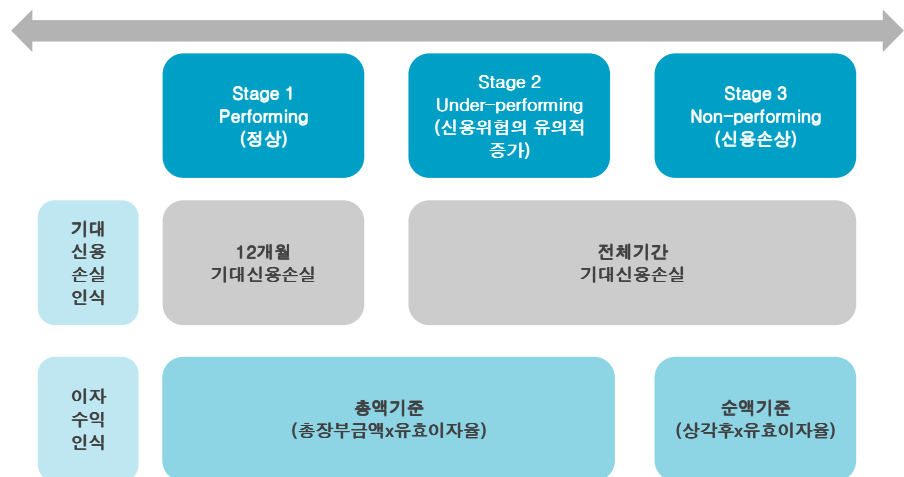
### Stage 2는 전체기간 기대손실을 인식

Stage 2는 신용위험이 유의적으로 증가한 경우로 이때부터 전체기간 기대신용손실을 인식한다. 다만 일부 우려와는 다르게 투자등급에 해당하는 여신이나 채권과 같은 경우는 일부 신용위험이 상승해도 ‘신용위험이 유의적으로 증가한 경우’로 보지 않아 여전히 12개월 기대신용손실을 손상인식에 사용한다. 따라서 경제 및 산업 환경의 일상적 변동으로 인해 투자등급임에도 불구하고 신용위험이 소폭 상승할 경우 인지기간을 12개월에서 전체기간으로 늘려 급작스럽게 충당금전입이 증가하는 경우는 발생하지 않는다.

### 일부 전체기간 기대손실 반영으로 자본비율은 소폭 하락

IFRS 9이 실시되면서 보통주자본비율이 소폭 하락할 것으로 보는 이유는 stage 2 자산들이 기존에 ‘경험손실 인지기간’을 사용해 충당금을 적립했는데 이를 ‘전체기간’ 신용손실로 인식하면서 준비금이 빠지고 충당금이 늘어날 것으로 보기 때문이다.

[그림 70] 단계별 기대신용손실 인식방법

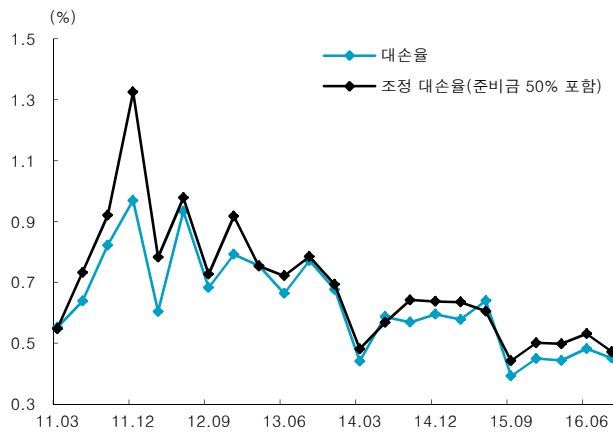


자료: 회계기준원, 한국투자증권

### IFRS 9으로 대손율은 5bp 상승, 이익은 5% 감소에 그칠 전망

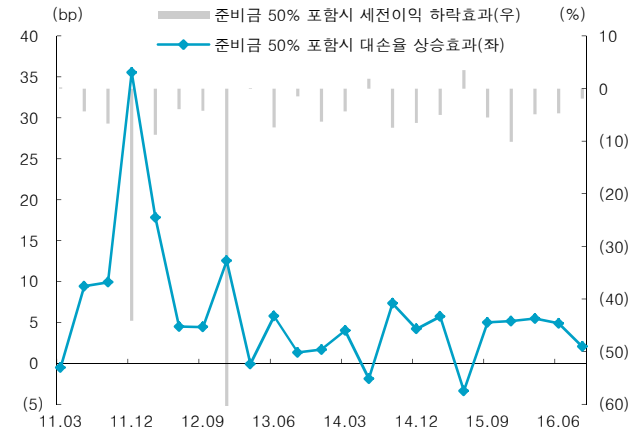
이와 별도로 향후 관건은 충당금 인식 기준이 예상손실로 변경된 데 따른 정상적 대손율의 상승 수준이다. 최근 6년간 대손준비금 적립액의 50%가 충당금전입액으로 이동한다고 가정했을 때 분기별 대손율 상승효과는 평균 5bp 수준이다. 이에 따라 약 5%의 세전이익 감소효과가 발생한다. 결론적으로 대손준비금적립액을 기준으로 향후 IFRS 9 시행에 따른 대손율 상승이 과거 추세처럼 약 5bp 수준에 그친다면 이익 감소는 5% 이하로, 대손충당금전입액 증가는 9% 이하로 방어할 수 있어 손익에는 큰 영향이 없다.

[그림 71] 은행 유니버스 대손율 및 대손준비금 조정 대손율



자료: 각 사, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 72] 준비금 적립액 50%의 총당금전입시 대손율 및 세전이익 변화



자료: 각 사, Quantiwise, 한국투자증권

## 2. 자본비율에 따른 주가 차별화

자본비율에 따라 밸류에이션  
차별은 정당

또 다른 주요 이슈는 자본규제다. 자본비율 수준에 따라서 은행들의 밸류에이션이 차별화돼야 하기 때문이다. 자본비율이 낮은 은행이 이를 높일 수 있는 방법은 크게 두 가지다. 유상증자를 하거나 위험가중치가 낮은 자산으로 대출 포트폴리오를 변경하는 것이다. 유상증자를 한다면 자기자본은 늘고 순이익은 같아 ROE는 하락한다.

잠재적으로 자본비율이  
낮으면 ROE 하락,  
높으면 ROE 상승

반면 위험가중치가 낮은 대출의 비중을 높여 위험가중자산을 낮추면 보통 해당 대출들의 금리가 더 낮으므로 자기자본은 똑같지만 이자이익이 줄어들어 결국 ROE는 (유상증자보다는 덜하지만) 하락하게 된다. 반면 자본비율이 높은 은행(지주)의 경우 수익성 높은 사업에 투자할 수 있는 여력이 있어 사업 확대가 현실화된다면 ROE 상승도 가능하다.

자본비율 차이를 목표주가  
산출 시 반영

이에 따라 목표주가 산출 시(표 1 참고), 자본비율이 높은 신한지주, KB금융은 기타 리스크 프리미엄을 낮추는 방법으로 밸류에이션 프리미엄을 부여했다. 반면 기업은행, BNK금융, JB금융은 1) 기타 리스크 프리미엄을 높이고, 2) 12개월 선행 ROE를 모자란 자본규모만큼 낮춰 지속가능 ROE를 구하는 식으로 자본비율로 인한 목표주가 할인을 반영했다.

### 1) 바젤 III의 등장 배경 및 새로운 내용

바젤 III의 순차적 도입으로  
자본규제는 강화

자본비율이 계속 이슈가 되는 이유는 글로벌 금융위기 이후 계속 자본규제가 강화되는 흐름이기 때문이다. 애초 금융위기의 원인 중 하나가 잘못된 금융기관 감독에 있었다고 보고 바젤 III라는 더욱 강화된 자본규제가 순차적으로 도입되고 있다. 항목별로 살펴보면, 과거 금융기관의 과도한 레버리지 축적이 신용경색을 불러왔다고 보고 자본보전완충자본과 레버리지 비율이 도입됐으며, 자본의 질을 높이기 위해 보통주자본(Common Equity Tier 1, CET1)이라는 개념을 신설했다.

D-SIB, 경기대응완충자본,  
LCR, NSFR 등 도입

또한 개별 금융기관 도산 시 위기 파급이라는 부정적 외부효과의 내재화를 위해 시스템적으로 중요한 은행(Systemically Important Bank, SIB)에 대해 추가자본이 부과됐다. 은행들의 신용공급에 있어 호황일 때 과잉공급하고 불황일 때 과잉축소하는 경기순응성(procyclicality) 문제에 대응해 경기대응완충자본을 부과했다. 추가적으로 휘발성이 강한 시장성 단기조달을 과도하게 한 것이 위기를 촉발했다고 판단하고 강화된 유동성 규제인 유동성 커버리지 비율(Liquidity Coverage Ratio, LCR)과 순안정자금조달비율(Net Stable Funding Ratio, NSFR)도 도입했다.

### 2) 시스템적으로 중요한 은행에 대한 추가자본 영향은 일단락

금융기관 간의 파생상품이나 보증 등 상호거래가 증가하고 규모가 커지면서 한 금융기관의 도산이 전체 금융시스템을 위협할 수 있다는 인식이 확대됐고, 시스템적으로 중요한 은행(SIB)에 대한 차별적 추가자본이 부과됐다. 국제적으로 중요한 은행은 Global-SIB (G-SIB)으로 한 국가에서 한정적으로 중요한 은행은 Domestic-SIB (D-SIB)으로 지정됐다.

〈표 9〉 추가자본 부과 구간별 G-SIB 명단

추가자본	해당 G-SIB
3.5%	예비구간
2.5%	Citigroup, JP Morgan
2.0%	Bank of America, BNP Paribas, Deutsche Bank, HSBC
1.5%	Barclays, Credit Suisse, Goldman Sachs, ICBC, Mitsubishi UFJ FG, Wells Fargo
1.0%	ABC, Bank of China, Bank of New York Mellon, CCB, Groupe BPCE, Credit Agricole, ING Bank, Mizuho FG, Morgan Stanley, Nordea, RBS, Santander, Societe Generale, SC, State Street, Sumitomo Mitsui FG, UBS, Unicredit Group

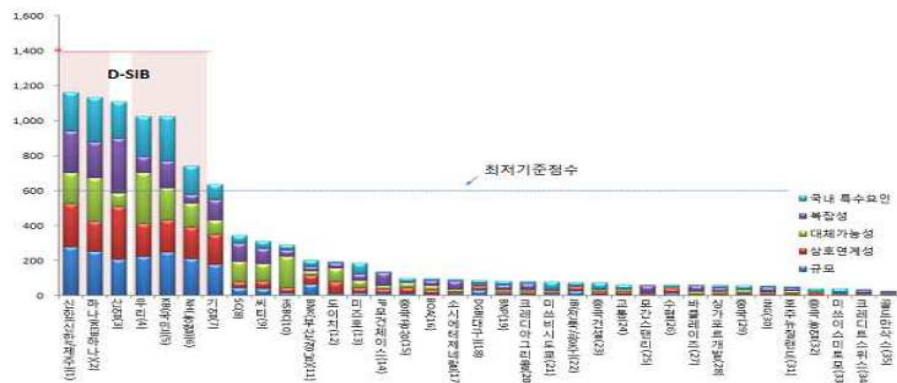
주: 1. 2016년 11월 기준, 2. G-SIB에 한해 총손실흡수력(TLAC) 규제 추가 적용  
자료: FSB, 한국투자증권

〈표 10〉 국내에서 D-SIB 여부 평가 시 판단하는 평가지표

평가부문	평가지표	가중치
규모	총익스포저	20%
상호연계성	여타 금융기관에 대한 자산	6.7%
	여타 금융기관에 대한 부채	6.7%
	증권 발행규모	6.7%
대체가능성	원화결제규모	6.7%
	외화결제규모	6.7%
	보호예수자산	6.7%
복잡성	장외파생상품거래 잔액	10%
	당기손익인식증권 및 매도가능증권	10%
국내 특수요인	외화부채	10%
	가계대출	10%

주: 지표기준법 기반 선정  
자료: 금융위원회, 한국투자증권

〈그림 73〉 국내 은행(지주)들의 시스템적 중요도 평가결과



주: 2016년말 조사 기준  
자료: 금융위원회, 한국투자증권

## 국내에서는 D-SIB에 대해 추가자본 1.0%p 부과

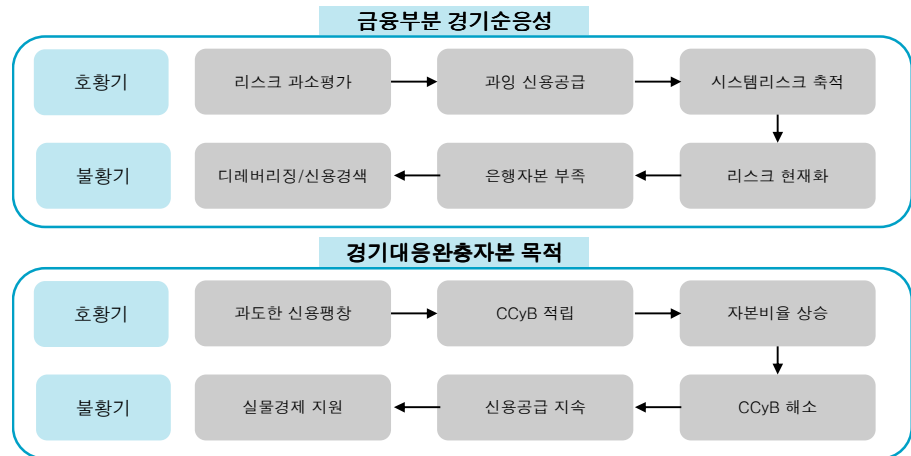
국내에서는 평가점수에 따라 신한지주, 하나금융, 우리은행, KB금융, NH금융 및 해당 자은  
행들이 D-SIB으로 지정됐으며, 산업은행과 기업은행은 특수법 상 정부 손실보전조항이 있  
어 평가점수가 높음에도 불구하고 D-SIB에서 제외됐다. 평가점수가 600~1,400점에 위치  
하면 2019년부터 추가자본 1.0%p가 부과되고 1,400점 이상이 넘어가면 2.0%p를 부과하도  
록 예비구간도 설정했다. D-SIB의 평가점수가 모두 600~1,400점 구간에 분포한 것을 고려  
할 때, D-SIB 명단의 변화나 추가자본 부과수준이 변경될 가능성은 당분간 없어 D-SIB 관  
련 은행 주가에 대한 부정적 영향은 일단락됐다.

### 경기대응완충자본은 경기순응성을 완화하기 위해 도입

#### 3) 경기대응완충자본은 부과 수준보다는 실질적 효과를 고려해야

경기대응완충자본(Counter-Cyclical capital Buffer, CCyB)은 금융기관의 경기순응성을 완화하기 위해 도입된 추가자본이다. 호황 시에는 최대 1년의 준비기간을 부여하면서 추가자본 적립을 강제해 과도한 신용공급을 억제한다. 반면 불황 시에는 경기대응완충자본을 즉시 제거해 손실보전이나 추가 대출재원의 용도로 사용 가능하도록 한다.

[그림 74] 경기대응완충자본 도입목적



자료: 한국은행, 금융연구원, 한국투자증권

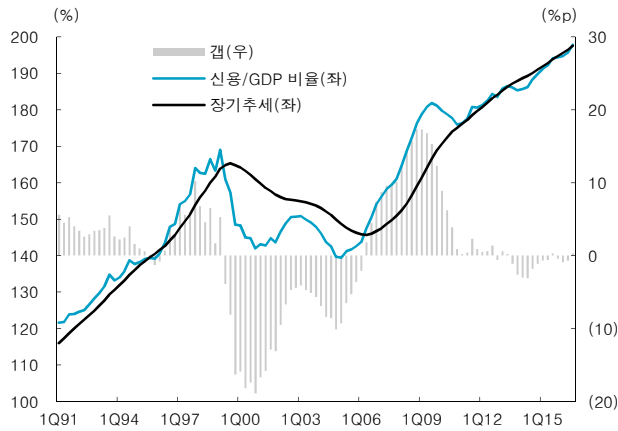
### 민간신용/명목GDP 갭을 통해 경기국면 판단

경기대응완충자본을 부과하는데 있어 신용국면을 판단하는 것이 중요한데 관련된 대표적인 계량적 판단지표는 ‘민간신용/명목GDP 갭’이다. 명목GDP에 비해 민간신용이 얼마나 공급됐는지를 보여주는 ‘민간신용/명목GDP 비율’은 금융시스템이 발전할수록 자연스럽게 상승할 수밖에 없다. 따라서 단순히 민간신용/명목GDP 비율을 보면 신용국면이 계속 확장되는 것처럼 보인다. 따라서 민간신용/명목GDP 비율이 장기 추세에서 얼마나 벌어져 있는지를 보여주는 ‘민간신용/명목GDP 갭’이 경기국면 판단에 사용된다.

### 장기추세에 대한 가정에 따라 경기국면 판단은 달라질 수 있어

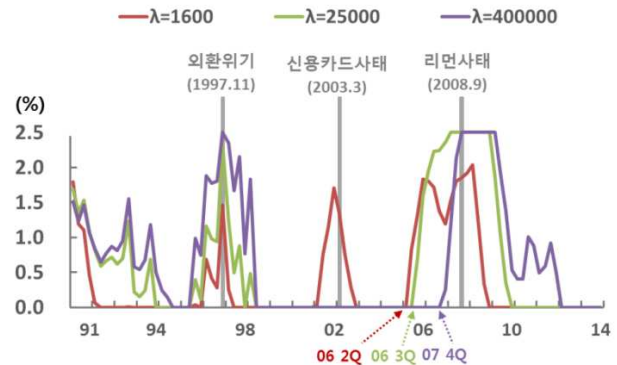
국제적으로는 신용사이클이 경기사이클의 4배임을 가정하는 평활계수( $\lambda$ ) 400,000 값을 활용해 장기추세를 파악할 것을 권고한다. 한국은행 금융안정보고서에 제시된 민간신용/명목GDP 갭도  $\lambda$  400,000 값을 활용해 제시한 것으로 추정된다. 다만 국내의 경험적 데이터를 고려해보면 신용사이클과 경기사이클이 동일하다고 가정하는 평활계수 1,600 값이 신용국면을 파악하는데 더 적합한 것으로 통상 언급된다.

[그림 75] 국내 민간신용/명목GDP 비율 및 장기추세선 비교



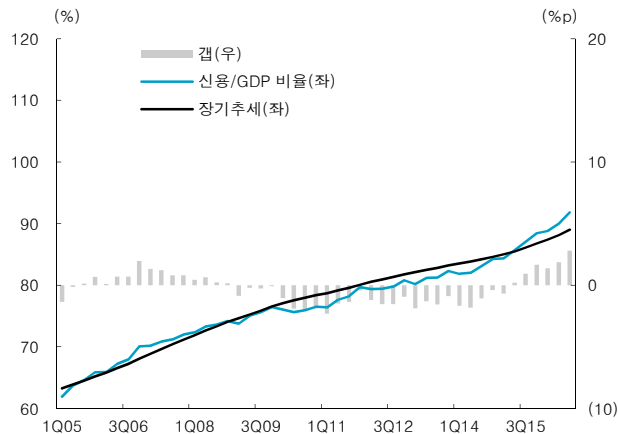
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 76] 민간신용/명목GDP 갭에 따른 경기대응완충자본 부과수준



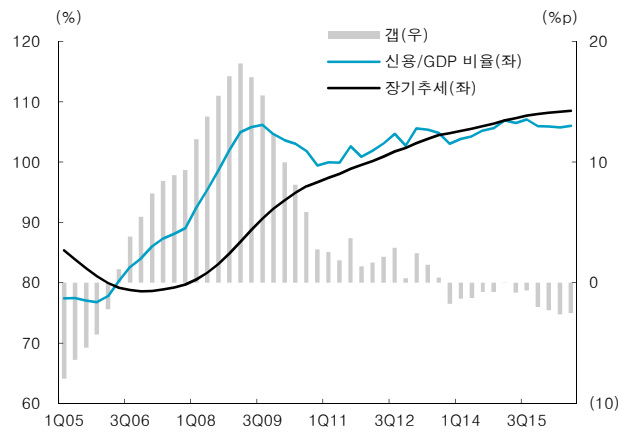
주: 1. 장기추세분석시 스무딩 역할을 하는 평활계수( $\lambda$ )에 따라 추세선 민감하게 변동  
 2. BIS는  $\lambda = 400,000$  권고(신용사이클이 경기사이클 4배 전제)  
 3. 국내 실증분석시  $\lambda = 1,600$ 이 적합하다는 의견 있음(신용사이클=경기사이클)  
 자료: 한국은행, 금융연구원

[그림 77] 가계부문 신용/GDP 비율 및 장기추세선 비교



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 78] 기업부문 신용/GDP 비율 및 장기추세선 비교



자료: 한국은행, 한국투자증권

가계대출 갭은 상승했지만  
기업대출 갭은 하락하면서  
전체 갭은 0에 근접

민간신용/명목GDP 갭은 최근의 높은 가계대출 증가세에도 불구하고 0에 근접하고 있는데 이는 2015년 하반기부터 가계신용의 명목GDP 대비 갭은 확대됐지만, 그만큼 기업신용의 명목GDP 대비 갭이 축소됐기 때문이다.

현재 경기대응완충자본은 0%

한편 금융위원회는 2016년 3월 경기대응완충자본 적립수준을 0%로 확정했을 때, 안정적 수준에서 유지되고 있는 민간신용/명목GDP 갭뿐만 아니라 '최근 거시경제 상황 및 재정·통화 정책 기조와의 조화, 해외 운용사례 등'을 종합적으로 감안했다고 언급했다.

여러 가지 측면들을 고려  
시 앞으로도 당분간 0% 유지  
전망

항목별로 근거들을 자세히 살펴보면 1) 민간신용/명목GDP 갭은 가계와 기업대출의 상쇄효과로 안정적 수준을 유지하고 있으며, 2) 현재 경기상황을 고려하면 당분간 완화적 재정·통화 정책이 유지될 수밖에 없고, 3) 경기대응완충자본을 도입한 대부분의 국가들이 0%로 적립수준을 결정했다. 추가로 4) 최근 잇따른 가계부채 대책으로 인해 은행들의 가계부채 증가율은 이미 낮아지고 있고, 비은행기관들도 올해부터는 가계부채 증가율이 둔화될 것이라는 전망이 우세하다. 따라서 우리는 당분간 경기대응완충자본이 0% 수준에서 유지될 것으로 본다.



### 실질적인 경기대응완충자본 효과는 2.5%

그러나 규제수준이 0%로 유지되는 것과 무관하게 은행(지주)가 경기대응완충자본을 2.5%라고 가정하고 자본비율을 관리하고 있는 상황을 고려할 때, 실질적으로 경기대응완충자본은 위기국면이 아닌 현 시점에서 2.5%로 기능하고 있다고 봐야 한다.

〈표 11〉 해외 경기대응완충자본 적용 현황

국가	부과수준	시행일	국가	부과수준	시행일
아르헨티나	0%	2016.4.1	네덜란드	0%	2016.4.12
호주	0%	2016.1.1	러시아	0%	2016.6.1
벨기에	0%	2016.7.1	사우디	0%	2016.1.1
브라질	0%	2016.1.1	싱가포르	0%	2017.1.1
프랑스	0%	2015.12.30	남아공	0%	2016.1.1
독일	0%	2016.1.1	스페인	0%	2016.7.1
홍콩	1.25%	2017.1.1	스웨덴	2.00%	2017.3.19
인도네시아	0%	2016.5.23	스위스	0%	2016.2.16
이탈리아	0%	2016.1.1	터키	0%	2016.1.1
일본	0%	2016.3.31	영국	0%	2016.7.5
한국	0%	2016.3.31	미국	0%	2015.12.21
룩셈부르크	0%	2016.7.1	노르웨이	1.50%	2016.6.30
멕시코	0%	2016.4.7			

주: 1. 스웨덴의 경우 2016.6.27일~2017.3.18일까지는 1.50% 적용

2. 영국은 기존 0.50% 경기대응완충자본을 브렉시트 대응차원에서 2016.7.5일부터 0%로 인하

자료: BIS, 한국투자증권

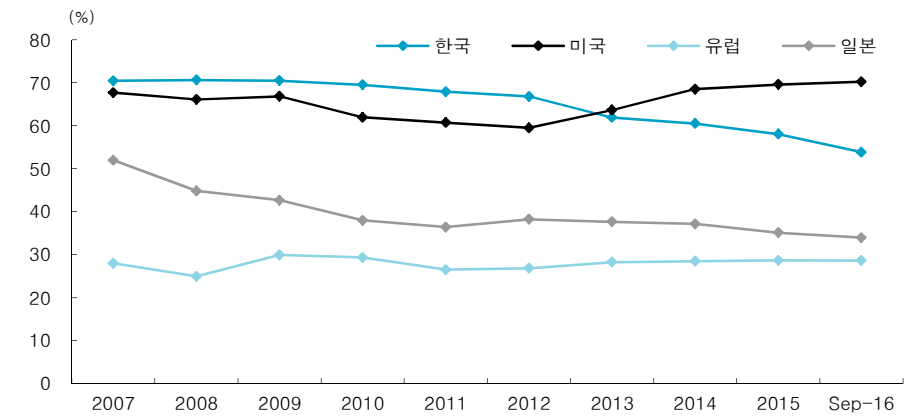
### 레버리지비율은 3% 이상

기존 위험가중자산 중심 자본비율은 위험가중치 축소를 통해 위험가중자산과 총자산 간의 괴리를 심화시켰다. 따라서 과도한 레버리지가 축적돼 금융위기를 증폭시켰다. 따라서 현대 리스크 관리기법이 아닌 단순 회계적 측정법을 사용한 자본비율로서 레버리지비율이 도입된다. 레버리지비율 규제는 ‘기본자본/총익스포저’가 3% 이상이 되도록 강제하는 규정이다. 여기서 총익스포저는 단순 회계적 연결기준 총자산에 지급보증 등 부외자산을 더하고 무형자산 등을 뺀 항목이다.

### 레버리지비율이 높아 도입되더라도 문제 없음

우리나라는 미국을 제외한 주요국과 비교 시 ‘위험가중자산/총자산’ 비율이 낮다. 즉 내부등급법 적용으로 인한 과도한 위험가중치 적용이 없었다. 따라서 국내 은행(지주)들은 자본비율이 해외에 비해 상대적으로 낮음에도 불구하고 레버리지비율은 더 여유가 있다. 실제로 국내 주요 은행들의 레버리지비율은 모두 5~7%에 위치하고 있다. 최저치인 3% 기준을 무난히 넘겨 추후 위험가중치가 낮은 자산으로 자산 리밸런싱이 더 진행되어도 2018년에 도입될 레버리지비율로 인한 은행들의 영업 제약은 전혀 없을 것이다.

[그림 79] 주요국 은행들의 RWA/총자산 비율 평균



주: 1. 미국은 7개, 유럽은 10개, 일본은 4개 주요은행들의 가중평균, 2. 한국은 유니버스 은행(지주) 가중평균  
자료: FactSet, 금융통계정보시스템, 각 사, 한국투자증권

<표 12> 주요 은행(지주) 레버리지비율 현황

(단위: 십억원, %)

	신한지주	KB금융	하나금융	우리은행	기업은행	BNK금융
기본자본(A)	24,512	26,756	20,314	17,196	15,194	6,183
총익스포저(B)	440,096	395,202	362,455	351,533	281,549	98,847
(연결 총자산)	373,353	351,838	331,522	312,832	252,888	92,847
레버리지비율(A/B)	5.6%	6.8%	5.6%	4.9%	5.4%	6.3%

주: 2016년 3분기 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

## 5) 필라 2 도입은 장기적인 포석에서 안전장치 마련

### 필라 2 도입으로 스트레스 테스트 실시

한편 2016년 1월부터 국내에 도입된 필라 2는 기존 자본비율 산정 시 고려되는 신용, 시장, 운영 리스크 뿐만 아니라 유동성, 금리, 신용편중, 전략, 평판 리스크 등의 관리수준을 종합적으로 평가한 뒤, 개별 금융기관별로 적절한 감독조치를 부과하도록 하는 시스템이다. 국내에서는 경영실태평가를 통해 도입됐다. 필라 2의 핵심인 위기상황분석, 일명 스트레스 테스트를 실시해 그 결과에 따라 적절한 감독조치를 부과할 수 있다. 가능한 감독조치로는 이익배당 축소를 포함한 자본확충 협약 체결과 리스크관리 강화지도 등이 포함된다. 다행히 국내 은행(지주)들의 경우 모두 리스크 평가등급 1등급을 받아 필라 2로 인한 추가적인 규제부담은 없다. 다만 필라 2의 존재 의미가 전혀 없는 것은 아니다.

<표 13> 경영실태평가에 따른 리스크 평가등급별 감독조치

리스크 평가등급	RWA 할증률	추가적으로 부과가능한 감독조치
1등급 +/0/-	-	특정 리스크 취약부문에 대한 리스크관리 강화 지도 / 리스크관리 강화 위한 개선계획·약정서 제출요구
2등급 +/0/-	-	
3등급 +	-	
0	-	
-	1%	
4등급 +	3%	1) 특정 리스크 취약부문에 대한 리스크관리 강화 지도
0	5%	2) 리스크관리 강화 위한 개선계획·약정서 제출요구
-	7%	3) 이익배당 축소 등을 포함한 자본확충 협약(MOU) 체결
5등급 +	10%	
0	15%	
-	20%	

자료: 은행업감독업무시행세칙, 한국투자증권

## BMPs는 스트레스 테스트 통해 선제적으로 자본 확충

관련해 최근 이탈리아의 주요 은행인 BMPs 사례에 주목할 필요가 있다. 유럽은행감독청이 2016년 7월, 역내 주요 은행에 대한 종합적인 스트레스 테스트를 실시한 결과 BMPs는 부정적 시나리오 상에서 보통주자본비율이 -2.44% 수준까지 떨어질 것으로 예상됐다. 이에 따라 ECB와 이탈리아 정부는 현재 시점의 자본비율이 충분히 높음에도 불구하고, 오랜 진통 끝에 bail-in(채권자 손실분담)과 bailout(구제금융)을 혼합한 자본확충안을 마련했다. 결론적으로 필라 2로 인해 조기에 강제적으로 자본확충을 실시한 셈이다.

## 자본비율상 추가 버퍼를 확보할 유인 존재

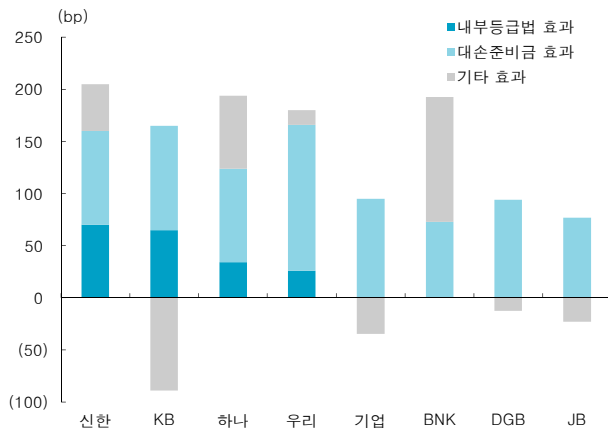
물론 국내 은행들의 고정이하여신비율은 2016년 3분기 말 기준 1.71%이고, 이탈리아는 부실채권비율이 16.8%에 달해 건전성 수준이 질적으로 다르다. 다만 이 사례가 국내에 의미하는 바는 국내 경기의 불확실성이 수년째 이어지고 있는 상황에서, 은행(지주)들이 보수적으로 여러 사태에 대비하는 차원에서 필라 1 최저 자본비율 수준(D-SIB의 경우 10.5%, 아닌 경우 9.5%)에 일정 버퍼를 더해서 자본비율을 관리할 것이라는 점이다(buffers on buffers).

## 6) 여전히 자본비율에 따른 밸류에이션 차별화는 정당화

## 국내 은행들의 자본비율은 크게 개선

2016년 12월, 대손준비금이 보통주자본으로 인정되고 대형 은행(지주)들의 그룹 내부등급법 승인이 이어지면서 2016년 말에 전반적으로 보통주자본비율이 크게 올랐다. 따라서 JB금융지주를 제외하고는 모든 은행(지주)들이 경기대응완충자본을 앞서 언급한 논리대로 2.5%로 가정해도 규제 수준을 모두 충족하거나 크게 상회하게 됐다.

[그림 80] 2016년 보통주자본비율 상승효과 분석



주: 1. KB금융의 기타효과는 자산주 매입 포함  
2. BNK금융의 기타효과는 유상증자 효과 포함  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 81] 은행(지주) 신용리스크 측정방법

	은행지주	은행
표준법	BNK금융, DGB금융, JB금융	씨티, 부산, 전북, 제주, 수출입, 수협
내부등급법	하나금융, 신한지주, KB금융, 농협금융	신한, 국민, 하나, 우리, 기업, 산업, 농협, SC, 경남, 대구, 광주

주: BNK금융과 DGB금융은 2017년말, JB금융은 2019년에 내부등급법 승인 목표  
자료: 금융감독원, 금융위원회, 한국투자증권

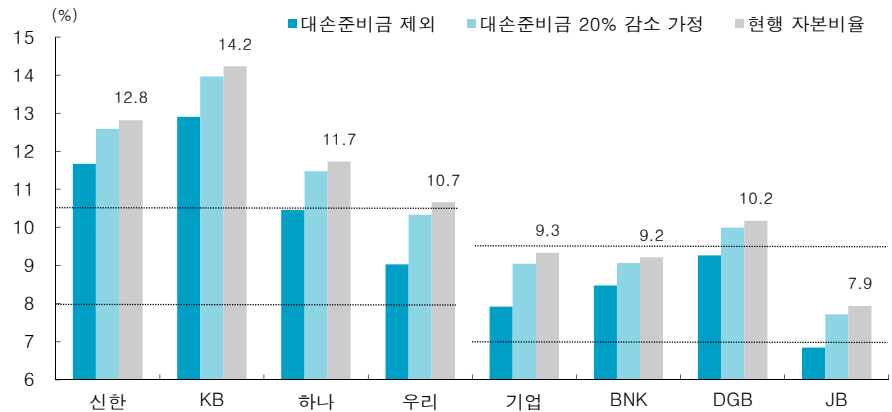
## 바젤 IV 영향은 제한적

다만 현재 BCBS에서 위험가중자산 표준법 기준서 개정작업을 진행하고 있고, 발표가 연기되기는 했지만 하반기에는 나올 예정이다. 소위 '바젤 IV'라고도 불리는 위험가중자산의 표준법 강화는 내부등급법 시행에 따라 동일자산에 대해서도 위험가중치 적용이 은행별로 천차만별이라 비교가능성이나 투명성이 떨어지기 때문에 추진되는 사안이다. 물론 전반적인 위험가중치 수준을 가늠해 볼 수 있는 '위험가중자산/총자산' 비율의 경우 국내 은행들은 일본이나 유럽 은행들에 비해 상당히 높기 때문에 관련 위험가중자산 증가효과는 제한적일 것으로 전망한다. 표준법을 너무 강화하게 되면 이들 일본이나 유럽 은행들의 자본적정성 지표가 과도하게 하락할 수 있기 때문이다.

### 자본비율에 여유가 있는 은행들은 프리미엄 부여

그럼에도 불구하고 일부 표준법 강화로 인한 자본비율 하락이 불가피하고 앞서 언급한 IFRS 9 시행 영향, 경기불확실성 집중과 이에 따른 스트레스 테스트의 중요성 강화 등을 고려할 때 경기대응완충자본 2.5%를 가정한 최저 자본비율에서 적정 수준의 추가 자본 버퍼를 가져가는 것은 정당해 보인다. 자본비율이 높은 대형 은행(지주)들은 이미 1.0~2.0%p의 추가 버퍼를 가져가는 방향으로 중장기 자본정책을 수립한 상황이고, 일부 자본비율이 상대적으로 낮은 은행(지주)들도 이 같은 방향으로 자본비율을 관리해야 할 것으로 본다. 따라서 앞서 언급했듯이 적정 자본 버퍼를 확보한 신한지주, KB금융, DGB금융은 목표가격 산출 시 기타 리스크 프리미엄을 낮춰 자본비율에 대한 프리미엄을 반영했다.

[그림 82] 2016년 보통주자본비율 현황



주: 1. 2016년 4분기 기준, 2. IFRS 9 시행으로 인한 대손준비금 하락폭은 일률적으로 20%로 가정  
자료: 각 사, Quantiwise, 한국투자증권

### ■ 용어해설

- 순이자마진(NIM): 순이자이익 / 이자수익자산(평잔)
- 예대금리차(NIS): 대출금리 - 수신금리
- 고정이하여신: 여신을 건전성에 따라 정상, 요주의, 고정, 회수의문, 추정손실로 분류. 여기서 고정, 회수의문, 추정손실 여신의 합산 지칭
- 고정이하여신비율: 고정이하여신 / 총여신
- 충당금 커버리지 비율: 대손충당금 / 고정이하여신
- 대손율: 대손충당금전입액 / 총여신
- 이익경비율: 일반관리비 / 총영업이익
- 바젤 III: 국제결제은행(BIS) 산하 바젤은행감독위원회(BCBS)가 2010년 내놓은 새로운 국제은행 자본규제 기준. 자기자본을 보통주자본, 기본자본, 보완자본으로 분류
- 보통주자본비율(CET1 ratio): 보통주자본 / 위험가중자산(RWA)
- 기본자본비율: 기본자본 / 위험가중자산
- 총자본비율: (기본자본 + 보완자본) / 위험가중자산

*This page is left blank intentionally*

## 종목분석

신한지주(055550) .....	46
DGB금융지주(139130) .....	49
KB금융(105560) .....	52
우리은행(000030) .....	55
JB금융지주(175330) .....	58
기업은행(024110) .....	61
BNK금융지주(138930) .....	64

## 신한지주(055550)

매수(분석재개) / TP: 65,000원

주가(3/20, 원)	49,000
시가총액(십억원)	23,236
발행주식수(백만)	474
52주 최고/최저가(원)	49,750/37,050
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	47,005
유동주식비율(%)	85.7
외국인지분율(%)	68.6
주요주주(%)	국민연금 9.6
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.1	

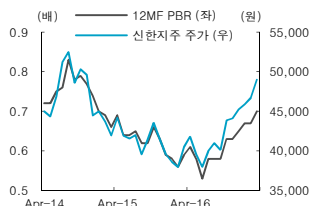
	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2015A	8,486	4,178	2,367	4,789	14.2	62,903	8.3	0.63	0.67	8.0	3.0
2016A	8,725	4,278	2,775	5,730	19.7	63,966	7.9	0.71	0.73	9.1	3.2
2017F	9,058	4,491	2,498	5,186	(9.5)	67,663	9.4	0.72	0.62	8.1	3.0
2018F	9,253	4,609	2,499	5,189	0.1	71,402	9.4	0.69	0.59	7.7	3.1
2019F	9,726	4,981	2,658	5,523	6.4	75,425	8.9	0.65	0.61	7.7	3.3

### 업종 대표주가 추가 상승을 이끈다

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.5	24.1	17.4
상대주가(%p)	2.0	17.6	9.1

#### 12MF PBR 추이



**업종 탐픽으로 분석재개:** 신한지주에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 65,000원으로 분석을 재개하며 DGB금융과 함께 업종 탐픽으로 제시한다. 목표주가는 2016년 BPS에 목표 PBR 1.01배를 적용해 산출했다. 목표 PBR에 내재된 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 8.1%, 8.0%, 2.0%다.

신한지주는 오랫동안 업종 대표주로 자리매김해 왔다. 높은 비은행 이익기여도와 탁월한 리스크 관리를 기반으로 수익성과 이익 규모 및 안정성 모두 업계 최고 수준이기 때문이다. 2016년 중반부터 시작된 은행주 랠리가 이어지려면 밸류에이션이 가장 높은 신한지주에 대한 재평가가 필요한 시점이다.

**가장 높은 ROA의 지속성 확인 뒤 리레이팅:** 신한지주는 2016년에 타사 대비 압도적으로 높은 0.73%의 ROA를 창출했다. 일회성 요인인 법인세수익이나 비자카드 매각이익 등을 제외해도 업계에서 제일 높은 0.6% 수준의 ROA는 지속 가능하다. 신한카드, 신한금융투자, 신한생명 등 비은행 부문의 이익기여도가 40%에 달하고 신한은행, 신한카드는 높은 수익성에 비해 건전성 관리능력이 양호하기 때문이다. 실제로 신한지주는 신한카드의 비중이 상당히 높아 순이자이익률(순이자이익/이자부자산)이 시중은행(지주)들과 차별화될 정도로 높은 수준을 유지하고 있다. 그럼에도 불구하고 대손상각비율은 시중은행(지주)들과 비슷한 수준이다. ROA 0.6%와 단순 레버리지 13배에 기초한 지속가능 ROE 8% 창출 능력을 고려해야 한다. 국내 은행주들 중 가장 높은 PBR 0.7배도 지속가능 ROE를 고려할 때 크게 낮은 것으로 평가된다.

**높은 이익 안정성:** 높은 ROA가 지속 가능한 또 다른 이유는 충당금 적립이 업종 내에서 가장 충실하기 때문이다. 2016년 말 기준 충당금 커버리지 비율은 219%로 유니버스 내에서 가장 높다. 대손준비금을 제외한 조정 충당금 커버리지 비율과 요주의이하여선 대비 충당금 커버리지 비율도 모두 100% 내외다. 이미 상당한 규모의 충당금 적립을 완료한 것이다. 선제적으로 적립된 충당금 버퍼가 많아 향후 대손 발생 리스크도 상대적으로 낮다. 수익성이 높은 신한지주는 이익 창출능력의 안정성도 매우 우수하다.



〈표 14〉 신한지주 ROE 분해(1)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE(AxB)	12.7	9.3	7.1	7.4	8.0	9.1	8.1	7.7	7.7
레버리지(A, 배)	12.0	12.1	11.9	11.6	11.9	12.4	13.0	12.9	12.8
ROA(B)	1.06	0.77	0.59	0.64	0.67	0.73	0.62	0.59	0.61
이자부자산비율 = IEA/총자산(C)	86.1	86.9	86.7	86.8	86.7	86.4	86.5	86.2	86.2
RoIEA [B/(C/100)]	1.23	0.89	0.68	0.74	0.77	0.85	0.72	0.69	0.70
순이자이익률 = NII / IEA	3.09	2.79	2.50	2.51	2.28	2.25	2.27	2.28	2.29
비이자이익률 = Non-NII / IEA	0.94	0.63	0.53	0.47	0.61	0.47	0.38	0.32	0.32
대손상각비율 = Provisioning / IEA	(0.40)	(0.53)	(0.45)	(0.35)	(0.35)	(0.35)	(0.35)	(0.37)	(0.39)
판관비율 = G&A / IEA	(1.81)	(1.62)	(1.59)	(1.65)	(1.53)	(1.41)	(1.35)	(1.32)	(1.29)
기타이익률 = Other income / IEA	(0.59)	(0.38)	(0.31)	(0.25)	(0.24)	(0.12)	(0.23)	(0.22)	(0.22)

자료: 한국투자증권

〈표 15〉 신한지주 ROE 분해(2)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (NP / CET1) (AxBxCxD)				10.9	11.4	12.7	9.9	9.2	9.7
총자산 / 기본자본 (A, 배)	16.2	16.6	15.9	14.5	15.2	16.0	15.1	14.8	15.3
기본자본 / 보통주자본 (B, 배)				1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
순이익 / RWA (RoRWA) (C)	1.67	1.19	0.94	1.09	1.19	1.37	1.26	1.23	1.28
RWA / 총자산 (D)	69.8	67.9	66.0	61.3	58.8	54.9	49.9	48.9	47.9

자료: 한국투자증권

## 기업개요

신한지주의 전신인 신한은행은 1982년 제일교포들을 중심으로 세워졌다. 2001년에는 신한지주를 설립해 금융지주사 체제로 전환했다. 2004년 조흥은행 인수, 2007년 LG카드 인수를 통한 그룹의 외형확장은 대표적 M&A 성공사례로 꼽힌다. 현재 자회사로 신한은행, 신한카드, 신한금융투자, 신한생명, 신한BNPP자산운용, 신한캐피탈, 신한저축은행 등을 보유 중이며, 이 중 그룹의 핵심 자회사인 신한은행, 신한카드는 모두 각 업권 내에서 이익 기준으로 1위 사업자다.

- RoIEA: 이자부자산 대비 순이익으로 정의. 각각의 수익과 비용 항목들을 이자부자산 대비 비율로 표현한 순이자이익률, 비이자이익률, 대손상각비율, 판관비율, 기타이익률의 합과 일치
- RoRWA: 위험조정 자산수익률을 의미하여 ROA의 대응치. 위험이 낮은 자산 위주 성장은 순이익(분자) 감소효과보다 RWA/총자산 비율이 낮아지는 RWA(분모) 감소효과가 더 커서 RoRWA를 개선시킴

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	370,540	395,674	413,891	432,146	449,930
현금 및 예치금	22,174	19,181	21,076	22,148	23,085
유가증권	77,886	90,577	92,502	96,518	100,733
대출채권	246,441	259,011	270,857	282,970	294,747
유형자산	3,038	3,146	3,126	3,095	3,101
투자부동산	209	353	329	326	325
관계기업투자	393	354	322	318	317
무형자산과 영업권	4,275	4,227	4,234	4,245	4,264
기타자산	16,123	18,827	21,445	22,527	23,357
총부채	338,730	363,934	380,357	396,802	412,639
예수금	217,676	235,138	244,980	255,834	266,470
당기손익인식지정금융부채	8,916	9,234	10,031	10,393	10,693
단기매매금융부채	2,135	1,977	2,147	2,225	2,289
차입부채	21,734	25,294	25,966	27,066	28,184
사채	41,221	44,327	46,270	48,332	50,343
기타부채	47,047	47,964	50,963	52,952	54,659
자기자본	31,810	31,740	33,534	35,344	37,291
(지배주주지분) 자기자본	30,840	31,105	32,858	34,631	36,539
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
보통주자본금	2,371	2,371	2,371	2,371	2,371
신종자본증권	737	498	498	498	498
자본잉여금	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887
자본조정	(424)	(458)	(458)	(458)	(458)
기타포괄손익누계액	305	(107)	(107)	(107)	(107)
이익잉여금	17,689	18,640	20,393	22,166	24,074

## 주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>수익성(%)</b>					
ROE	8.0	9.1	8.1	7.7	7.7
ROA	0.67	0.73	0.62	0.59	0.61
순이자마진(NIM)	2.02	2.01	2.05	2.06	2.07
예대금리차(NIS)	2.01	2.05	2.10	2.10	2.10
Cost-income ratio	52.7	51.7	51.1	50.8	49.4
<b>성장 및 효율(%)</b>					
지배주주 순이익 증가율	13.7	17.2	(10.0)	0.1	6.3
대출채권 증가율	11.2	5.1	4.6	4.5	4.2
충전이익 증가율	9.4	2.4	5.0	2.6	8.1
대손비용 증가율	9.2	6.8	7.4	10.0	12.4
총자산 증가율	9.6	6.8	4.6	4.4	4.1
대출채권/예수금	113.2	110.2	110.6	110.6	110.6
<b>자산건전성(%)</b>					
NPL(고정이하여신) 비율	0.88	0.74	0.77	0.82	0.89
NPL 커버리지 비율	191.2	219.2	229.9	231.4	230.8
<b>자본적정성(%)</b>					
BIS 자기자본 비율	13.4	15.1	15.6	15.4	15.8
보통주자본비율(CET1)	10.8	12.8	13.4	13.2	13.6
기본자본비율(Tier 1 ratio)	11.4	13.3	13.8	13.6	14.0

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	8,486	8,725	9,058	9,253	9,726
순이자이익	6,693	7,205	7,757	8,123	8,531
이자수익	11,130	11,236	11,956	12,690	13,629
이자비용	4,437	4,031	4,199	4,567	5,098
비이자이익	1,793	1,519	1,300	1,130	1,195
순수수료 수익	1,621	1,566	1,626	1,694	1,768
유가증권 처분/평가	1,032	1,170	965	771	804
기타비이자이익 항목	(861)	(1,216)	(1,291)	(1,335)	(1,376)
대손상각비+충당부채순전입액	1,037	1,108	1,190	1,309	1,471
순영업수익	7,448	7,617	7,868	7,945	8,255
판관비	4,475	4,509	4,627	4,705	4,806
인건비	2,769	2,826	2,881	2,939	2,998
각종 상각비	269	252	268	268	276
고정비상 경비	546	523	551	553	568
변동비상 경비	891	908	926	945	963
영업이익	2,973	3,109	3,241	3,240	3,449
영업외이익	167	62	60	60	60
(총당금적립전이익)	4,178	4,278	4,491	4,609	4,981
법인세비용차감전계속사업이익	3,141	3,170	3,301	3,300	3,509
법인세비용	695	346	769	769	818
(실효세율)(%)	22.1	10.9	23.3	23.3	23.3
계속사업이익	2,446	2,825	2,532	2,531	2,692
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,446	2,825	2,532	2,531	2,692
(지배주주지분) 당기순이익	2,367	2,775	2,498	2,499	2,658

## Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당 지표(원)</b>					
BPS(KIS 기준)	62,903	63,966	67,663	71,402	75,425
EPS(KIS 기준)	4,789	5,730	5,186	5,189	5,523
DPS	1,200	1,450	1,450	1,500	1,600
PPEPS(KIS 기준)	6,976	8,066	7,695	7,949	8,626
<b>주가 지표(배)</b>					
P/B	0.63	0.71	0.72	0.69	0.65
P/E	8.3	7.9	9.4	9.4	8.9
P/PPE	5.7	5.6	6.4	6.2	5.7
배당수익률(%)	3.0	3.2	3.0	3.1	3.3
배당성향(%)	24.0	24.8	27.5	28.5	28.5
<b>ROE 분해(%)</b>					
레버리지(배)	11.9	12.4	13.0	12.9	12.8
이자부자산 비율	86.7	86.4	86.5	86.2	86.2
순이익/이자부자산	0.77	0.85	0.72	0.69	0.70
순이자이익률	2.28	2.25	2.27	2.28	2.29
비이자이익률	0.61	0.47	0.38	0.32	0.32
대손상각비율	(0.35)	(0.35)	(0.35)	(0.37)	(0.39)
판관비율	(1.53)	(1.41)	(1.35)	(1.32)	(1.29)
기타이익률	(0.24)	(0.12)	(0.23)	(0.22)	(0.22)

## DGB금융지주(139130)

매수(분석재개) / TP: 16,000원

주가(3/20, 원)	11,250
시가총액(십억원)	1,903
발행주식수(백만)	169
52주 최고/최저가(원)	11,750/8,450
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	4,960
유동주식비율(%)	86.6
외국인지분율(%)	60.7
주요주주(%)	국민연금 8.9
	삼성생명보험 7.0

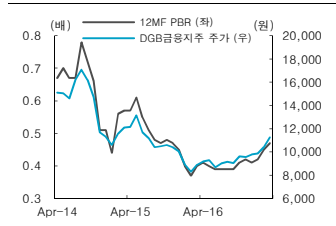
	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,193	567	294	1,740	1.5	20,624	5.8	0.49	0.72	10.1	2.8
2016A	1,222	584	288	1,702	(2.2)	21,773	5.7	0.45	0.56	8.3	3.1
2017F	1,352	656	309	1,827	7.4	23,300	6.2	0.48	0.58	8.4	2.9
2018F	1,428	703	318	1,882	3.0	24,851	6.0	0.45	0.54	8.1	3.1
2019F	1,528	762	343	2,026	7.7	26,528	5.6	0.42	0.54	8.2	3.5

## 여러모로 뜯어봐도 가장 싸다

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.2	22.8	19.4
상대주가(%p)	4.7	16.3	11.1

## 12MF PBR 추이



**업종 탐픽으로 손색 없다:** 투자조건 ‘매수’와 목표주가 16,000원으로 분석을 재개한다. 목표 주가는 2016년 BPS에 목표 PBR 0.74배를 적용해 산출했다. 목표 PBR에 내재된 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 8.4%, 10.7%, 2.0%다. 신한지주와 더불어 업종 탐픽으로 제시한다. 목표주가 기준 상승여력이 42%로 은행 유니버스 내에서 가장 높다. 목표주가와외의 괴리가 큰 것은 우수한 펀더멘털에도 불구하고, 2015년 실시한 유상증자에 대한 실망감 및 사업 다각화에 대한 우려, 낮은 자본비율과 배당, 타사 대비 큰 폭의 NIM 하락, 중동계 자금 이탈 등의 악재가 겹쳤기 때문이다. 해당 악재들이 해소되는 현 시점이 DGB금융의 펀더멘털에 주목할 적기다.

**악재들은 해소되고 상대적 강점 부각:** 대손준비금의 보통주자본 인정으로 DGB금융의 보통주자본비율이 2016년 4분기 10.2%로 상승했다. 보수적인 최저 규제 수준 9.5%을 안정적으로 상회한다. 이에 따라 2016년 배당성향은 17.6%로 2015년과 달리 소폭 개선됐다. 자본비율 상승으로 추가 유상증자나 배당 축소 우려는 해소됐다. 원자재 가격 하락으로 인한 중동계 자금 이탈도 마무리됐으며, 2016년 12월부터 외국인인 순매수로 전환되어 수급도 개선됐다. 기업대출 비중이 높은 지방은행임에도 불구하고 조선/해운 등 한계기업에 대한 익스포저가 낮아 건전성 관련 우발 리스크도 낮은 편이다.

**이자이익 증가세 가장 높아:** DGB금융의 2017년 이자이익 증가율은 10%에 달할 전망이다. 우선 NIM 개선 폭이 가장 크다. DGB금융은 기업대출의 90% 이상이 변동금리대출로 이루어져 NIM의 금리 민감도가 높다. 실제로 시장금리가 상승했던 2016년 4분기 대구은행 NIM은 2.15%로 3bp 개선됐으며, 2017년에도 시장금리 상승과 견조한 저원가성 수신을 기반으로 NIM 반등이 지속될 전망이다. 크게 개선된 보통주자본비율과 대구/경북 지역 합산 수신 점유율 37%라는 확고한 기반을 바탕으로 2017년 대출 성장률도 7%로 높을 전망이다. 악재가 해소된 상황에서 ROE 8%에 PBR 0.48배는 매수하기 편한 구간이다.

〈표 16〉 DGB금융지주 ROE 분해(1)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE(AxB)	10.2	12.0	9.4	8.5	10.1	8.3	8.4	8.1	8.2
레버리지(A, 배)	15.1	13.7	13.6	13.9	14.0	14.7	14.5	15.0	15.0
ROA(B)	0.68	0.88	0.69	0.61	0.72	0.56	0.58	0.54	0.54
이자부자산비율 = IEA/총자산(C)	83.1	88.5	87.4	86.5	89.7	89.2	91.9	88.6	88.7
RoIEA [B/(C/100)]	0.81	0.99	0.79	0.71	0.80	0.63	0.63	0.61	0.61
순이자이익률 = NII / IEA	2.87	3.35	3.13	3.14	3.16	2.64	2.68	2.70	2.71
비이자이익률 = Non-NII / IEA	0.12	0.35	0.22	0.08	0.09	0.04	0.07	0.02	0.02
대손상각비율 = Provisioning / IEA	(0.40)	(0.56)	(0.53)	(0.56)	(0.61)	(0.43)	(0.45)	(0.48)	(0.49)
판관비율 = G&A / IEA	(1.48)	(1.78)	(1.69)	(1.67)	(1.71)	(1.40)	(1.40)	(1.36)	(1.36)
기타이익률 = Other income / IEA	(0.30)	(0.36)	(0.33)	(0.29)	(0.13)	(0.22)	(0.28)	(0.27)	(0.27)

자료: 한국투자증권

〈표 17〉 DGB금융지주 ROE 분해(2)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (NP / CET1) (AxBxCxD)				9.5	11.3	9.7	9.1	8.7	9.2
총자산 / 기본자본 (A, 배)	12.7	13.0	13.1	12.4	14.2	15.8	14.7	15.2	15.9
기본자본 / 보통주자본 (B, 배)				1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
순이익 / RWA (RoRWA) (C)	1.00	1.34	1.05	0.87	1.02	0.90	0.93	0.86	0.87
RWA / 총자산 (D)	67.8	65.6	65.6	70.4	70.5	62.2	62.4	62.4	62.4

자료: 한국투자증권

## 기업개요

DGB금융지주의 전신인 대구은행은 1967년 설립됐으며, 대구/경북 지역을 주요 영업기반으로 하고 있다. 2011년 DGB금융지주를 설립하며 금융지주회사 체제를 갖췄다. 현재 대구은행, DGB생명, DGB캐피탈, DGB자산운용 등을 자회사로 보유 중이며, 이 중 그룹의 핵심 자회사는 대구은행, DGB생명이다.

- RoIEA: 이자부자산 대비 순이익으로 정의. 각각의 수익과 비용 항목들을 이자부자산 대비 비율로 표현한 순이자이익률, 비이자이익률, 대손상각비율, 판관비율, 기타이익률의 합과 일치
- RoRWA: 위험조정 자산수익률을 의미하여 ROA의 대용치. 위험이 낮은 자산 위주 성장은 순이익(분자) 감소효과보다 RWA/총자산 비율이 낮아지는 RWA(분모) 감소효과가 더 커서 RoRWA를 개선시킴

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	51,144	53,462	59,216	62,969	66,612
현금 및 예치금	2,092	2,547	2,572	2,743	2,906
유가증권	12,237	12,575	13,704	14,549	15,380
대출채권	34,324	37,455	40,106	42,693	45,223
유형자산	377	429	430	463	496
투자부동산	107	100	101	102	102
관계기업투자	0	0	0	0	0
무형자산과 영업권	102	133	128	138	149
기타자산	1,905	223	2,174	2,281	2,355
총부채	47,367	49,490	54,967	58,436	61,774
예수금	33,493	35,385	38,492	40,961	43,387
당기손익인식지정금융부채	0	0	0	0	0
단기매매금융부채	0	126	161	170	178
차입부채	3,329	3,175	3,686	3,920	4,152
사채	3,146	4,108	4,059	4,328	4,586
기타부채	7,399	6,696	8,569	9,057	9,471
자기자본	3,777	3,972	4,250	4,533	4,838
(지배주주지분) 자기자본	3,487	3,681	3,939	4,201	4,485
자본금	845	845	845	845	845
보통주자본금	845	845	845	845	845
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	1,560	1,560	1,560	1,560	1,560
자본조정	0	(1)	(1)	(1)	(1)
기타포괄손익누계액	18	(27)	(27)	(27)	(27)
이익잉여금	1,063	1,303	1,562	1,824	2,107

## 주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>수익성(%)</b>					
ROE	10.1	8.3	8.4	8.1	8.2
ROA	0.72	0.56	0.58	0.54	0.54
순이자마진(NIM)	2.48	2.33	2.37	2.39	2.41
예대금리차(NIS)	2.55	2.40	2.45	2.46	2.47
Cost-income ratio	52.6	52.3	50.9	50.2	49.6
<b>성장 및 효율(%)</b>					
지배주주 순이익 증가율	28.0	(2.2)	7.4	3.0	7.7
대출채권 증가율	12.2	9.1	7.1	6.5	5.9
충전이익 증가율	13.8	3.0	12.4	7.2	8.4
대손비용 증가율	23.4	(12.3)	11.8	15.0	9.6
총자산 증가율	24.7	4.5	10.8	6.3	5.8
대출채권/예수금	102.5	104.0	104.2	104.2	104.2
<b>자산건전성(%)</b>					
NPL(고정비하여신) 비율	1.29	1.19	1.11	1.05	1.04
NPL 커버리지 비율	131.9	132.4	134.6	135.7	136.9
<b>자본적정성(%)</b>					
BIS 자기자본 비율	12.9	12.9	12.5	12.1	12.2
보통주자본비율(CET1)	9.4	10.2	9.9	9.5	9.6
기본자본비율(Tier 1 ratio)	10.2	10.9	10.5	10.1	10.2

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	1,193	1,222	1,352	1,428	1,528
순이자이익	1,160	1,202	1,318	1,416	1,515
이자수익	1,777	1,739	1,880	2,044	2,231
이자비용	616	537	562	628	716
비이자이익	33	20	34	12	14
순수수료 수익	77	70	72	77	82
유가증권 처분/평가	80	87	81	53	53
기타비이자이익 항목	(124)	(137)	(118)	(118)	(121)
대손상각비+총당부채순전입액	223	196	219	252	276
순영업수익	970	1,026	1,133	1,176	1,252
판관비	627	639	688	716	758
인건비	387	406	432	452	478
각종 상각비	69	60	69	70	75
고정비상 경비	44	45	48	50	53
변동비상 경비	128	129	138	144	153
영업이익	343	387	445	459	494
영업외이익	0	1	(8)	(8)	(8)
(총당금적립전이익)	567	584	656	703	762
법인세비용차감전계속사업이익	343	388	437	451	486
법인세비용	35	86	106	109	118
(실효세율)(%)	10.2	22.2	24.2	24.2	24.2
계속사업이익	308	302	331	342	368
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	308	302	331	342	368
(지배주주지분)당기순이익	294	288	309	318	343

## Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당 지표(원)</b>					
BPS(KIS 기준)	20,624	21,773	23,300	24,851	26,528
EPS(KIS 기준)	1,740	1,702	1,827	1,882	2,026
DPS	280	300	330	350	390
PPEPS(KIS 기준)	3,061	2,861	3,123	3,372	3,660
<b>주가 지표(배)</b>					
P/B	0.49	0.45	0.48	0.45	0.42
P/E	5.8	5.7	6.2	6.0	5.6
P/PPE	3.3	3.4	3.6	3.3	3.1
배당수익률(%)	2.8	3.1	2.9	3.1	3.5
배당성향(%)	16.1	17.6	18.1	18.6	19.2
<b>ROE 분해(%)</b>					
레버리지(배)	14.0	14.7	14.5	15.0	15.0
이자부자산 비율	89.7	89.2	91.9	88.6	88.7
순이익/이자부자산	0.80	0.63	0.63	0.61	0.61
순이자이익률	3.16	2.64	2.68	2.70	2.71
비이자이익률	0.09	0.04	0.07	0.02	0.02
대손상각비율	(0.61)	(0.43)	(0.45)	(0.48)	(0.49)
판관비율	(1.71)	(1.40)	(1.40)	(1.36)	(1.36)
기타이익률	(0.13)	(0.22)	(0.28)	(0.27)	(0.27)

## KB금융(105560)

매수(분석재개) / TP: 60,000원

주가(3/20, 원)	50,900
시가총액(십억원)	21,282
발행주식수(백만)	418
52주 최고/최저가(원)	51,900/31,750
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	46,239
유동주식비율(%)	82.3
외국인지분율(%)	64.8
주요주주(%)	국민연금 9.9

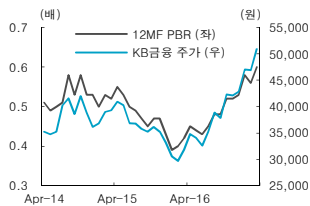
	총영업이익	총전이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	ROA	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)
2015A	7,382	3,202	1,698	4,396	21.2	74,234	7.5	0.45	0.55	6.2	3.0
2016A	7,445	3,168	2,144	5,381	22.4	77,791	8.0	0.55	0.65	7.5	2.9
2017F	8,355	3,993	2,140	5,394	0.2	80,633	9.4	0.63	0.57	6.9	2.6
2018F	8,737	4,283	2,161	5,449	1.0	84,782	9.3	0.60	0.56	6.8	2.7
2019F	9,159	4,635	2,263	5,705	4.7	89,138	8.9	0.57	0.56	6.7	2.9

## 이익 확대는 진행 중

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.5	32.2	55.2
상대주가(%p)	4.0	25.7	46.9

## 12MF PBR 추이



**투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 60,000원 제시:** 투자의견 ‘매수’와 목표주가 60,000원으로 KB금융에 대한 분석을 재개한다. 목표주가는 2016년 BPS에 목표 PBR 0.77배를 적용해 산출했다. 목표 PBR에 내재된 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 6.9%, 8.4%, 2.0%다. 후술할 비은행 부문의 지속적인 이익 확대와 비용구조 개선을 감안하면 지속가능 ROE 7%에 PBR 0.63배는 너무 낮다.

**제일 많이 바뀐 금융지주사:** 2014년 11월 윤종규 회장 취임 후 KB금융은 구조 개선이 이어지며 재평가가 이루어졌다. 1) LIG손해보험과 현대증권을 인수하고 현대증권과 KB투자증권을 통합해 업계 선도기업에 비해 부진했던 비은행 부문의 이익 체력을 크게 강화했다. 2) 희망퇴직을 통해 다른 4대 시중은행 대비 두터웠던 국민은행의 조직을 슬림화했고, 선제적이고 광범위하게 충당금을 적립해 비용구조도 개선했다. 3) 두 차례에 걸친 대규모 자사주 매입과 배당 확대 등 적극적인 주주친화정책으로 시장의 신뢰가 두터워졌다.

**변화는 계속된다:** KB금융의 펀더멘털 개선은 앞으로도 계속된다. 1) 비은행으로의 포트폴리오 다각화 의지가 확고하다. 현재 KB금융이 지분을 확대할 수 있는 계열사는 KB손해보험과 KB캐피탈이다. 2016년 기준 그룹 ROE는 7.5%인데 KB손해보험과 KB캐피탈의 ROE는 각각 12.8%, 14.3%다. 아직 관련 사안들이 결정된 바 없지만, 만약 지분확대가 이루어지면 KB손해보험과 KB캐피탈에 대한 지분을 늘려 그룹 ROE를 개선할 수 있다. 2) 주주친화정책이 계속된다. KB금융은 배당성향을 2011년 12%에서 2016년 23%로 꾸준히 높여왔다. 보통 주자본비율이 14%로 업계에서 압도적으로 높다는 점을 감안하면 배당성향은 지속적으로 상승할 것이다.

**은행과 증권의 시너지는 지켜볼 필요:** KB금융은 은행(지주) 중 유일하게 자기자본이 4조원을 넘는 초대형 IB를 보유함에 따라 은행과 증권 간 시너지가 기대된다. 물론 실적추정에 반영할 정도로 구체화되기에는 아직 이른 시점이다. 하지만 은행의 광범위한 오프라인 채널과 증권 IB의 금융상품 공급능력이 적절히 활용된다면 자산관리 부문에서 의미 있는 이익개선을 이룰 수 있다. 장기적 관점에서 현재 복잡점포를 꾸준히 확대하고 있는 점에 주목할 필요가 있다.

〈표 18〉 KB금융 ROE 분해(1)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE(AxB)	12.8	7.6	5.2	5.4	6.2	7.5	6.9	6.8	6.7
레버리지(A, 배)	14.0	12.1	11.6	11.2	11.3	11.5	12.1	12.1	12.0
ROA(B)	0.92	0.62	0.44	0.48	0.55	0.65	0.57	0.56	0.56
이자부자산비율 = IEA/총자산(C)	92.3	91.2	91.6	90.7	90.8	89.2	89.1	88.9	89.0
RolEA [B/(C/100)]	0.99	0.68	0.49	0.53	0.61	0.73	0.64	0.63	0.63
순이자이익률 = NII / IEA	2.98	2.78	2.49	2.42	2.22	2.18	2.16	2.21	2.21
비이자이익률 = Non-NII / IEA	0.73	0.33	0.36	0.29	0.42	0.35	0.34	0.34	0.34
대손상각비율 = Provisioning / IEA	(0.63)	(0.63)	(0.55)	(0.46)	(0.37)	(0.18)	(0.33)	(0.40)	(0.44)
판관비율 = G&A / IEA	(1.65)	(1.52)	(1.52)	(1.51)	(1.62)	(1.78)	(1.34)	(1.34)	(1.31)
기타이익률 = Other income / IEA	(0.43)	(0.28)	(0.29)	(0.21)	(0.04)	0.16	(0.19)	(0.17)	(0.18)

자료: 한국투자증권

〈표 19〉 KB금융 ROE 분해(2)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (NP / CET1) (AxBxCxD)				6.2	7.1	8.5	7.4	7.1	7.3
총자산 / 기본자본 (A, 배)	14.6	14.2	13.9	12.9	12.7	12.9	12.8	12.5	13.0
기본자본 / 보통주자본 (B, 배)				1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
순이익 / RWA (RoRWA) (C)	1.30	0.90	0.66	0.79	0.93	1.14	1.05	1.03	1.03
RWA / 총자산 (D)	70.7	69.5	67.7	60.8	59.2	57.2	54.3	54.3	54.3

자료: 한국투자증권

### 기업개요

KB금융의 전신인 국민은행은 1963년 설립됐으며, 2001년 이루어진 국민은행과 주택은행의 합병은 당시 이익 규모로 1, 2위이었던 은행 간의 합병으로 회자된다. 2008년 KB금융을 설립하며 금융지주사 체제를 갖췄다. 최근 몇 년간 속도감 있는 사업다각화 횡보를 보이며 현재 국민은행, 국민카드, KB손해보험, KB증권, KB캐피탈 등을 계열회사로 보유 중이다.

- RolEA: 이자부자산 대비 순이익으로 정의. 각각의 수익과 비용 항목들을 이자부자산 대비 비율로 표현한 순이자이익률, 비이자이익률, 대손상각비율, 판관비율, 기타이익률의 합과 일치
- RoRWA: 위험조정 자산수익률을 의미하여 ROA의 대응치. 위험이 낮은 자산 위주 성장은 순이익(분자) 감소효과보다 RWA/총자산 비율이 낮아지는 RWA(분모) 감소효과가 더 커서 RoRWA를 개선시킴

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	329,065	375,664	386,459	403,275	420,133
현금 및 예치금	16,316	17,885	18,703	19,548	20,377
유가증권	51,791	76,376	69,073	71,382	74,568
대출채권	245,005	265,486	279,285	292,355	304,827
유형자산	3,287	3,627	3,320	3,436	3,549
투자부동산	212	755	488	455	451
관계기업투자	1,738	1,771	2,269	2,335	2,344
무형자산과 영업권	467	652	492	517	530
기타자산	10,249	9,112	12,831	13,247	13,488
총부채	300,163	344,412	354,203	369,359	384,475
예수금	224,268	239,730	253,496	265,527	276,876
당기손익인식지정금융부채	2,388	9,643	9,295	9,447	9,670
단기매매금융부채	587	2,480	2,391	2,430	2,487
차입부채	16,241	26,251	22,351	22,769	23,661
사채	32,601	34,992	37,158	38,923	40,587
기타부채	24,079	31,316	29,512	30,263	31,194
자기자본	28,903	31,252	32,256	33,916	35,658
(지배주주지분)자기자본	28,681	30,989	31,984	33,630	35,357
자본금	1,932	2,091	2,091	2,091	2,091
보통주자본금	1,932	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	16,423	16,995	16,995	16,995	16,995
자본조정	(569)	(722)	(1,369)	(1,369)	(1,369)
기타포괄손익누계액	430	396	396	396	396
이익잉여금	10,464	12,229	13,871	15,517	17,244

## 주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>수익성(%)</b>					
ROE	6.2	7.5	6.9	6.8	6.7
ROA	0.55	0.65	0.57	0.56	0.56
순이자마진(NIM)	1.92	1.86	1.94	1.94	1.94
예대금리차(NIS)	2.04	2.00	2.07	2.07	2.06
Cost-income ratio	61.3	70.2	53.6	52.8	51.1
<b>성장 및 효율(%)</b>					
지배주주 순이익 증가율	21.2	26.2	(0.2)	1.0	4.7
대출채권 증가율	5.9	8.4	5.2	4.7	4.3
충전이익 증가율	2.3	(1.1)	26.1	7.2	8.2
대손비용 증가율	(15.5)	(48.0)	105.4	23.5	15.7
총자산 증가율	6.7	14.2	2.9	4.4	4.2
대출채권/예수금	109.2	110.7	110.2	110.1	110.1
<b>자산건전성(%)</b>					
NPL(고정미하여신) 비율	1.17	0.86	0.73	0.70	0.71
NPL 커버리지 비율	179.0	213.7	230.6	238.9	236.1
<b>자본적정성(%)</b>					
BIS 자기자본 비율	15.5	15.3	15.6	15.1	15.3
보통주자본비율(CET1)	13.5	14.2	14.6	14.1	14.2
기본자본비율(Tier 1 ratio)	13.6	14.4	14.7	14.2	14.4

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	7,382	7,445	8,355	8,737	9,159
순이자이익	6,203	6,403	7,234	7,584	7,936
이자수익	10,376	10,022	10,988	11,720	12,602
이자비용	4,173	3,619	3,754	4,136	4,666
비이자이익	1,179	1,042	1,121	1,153	1,223
순수수료 수익	1,535	1,585	1,962	2,057	2,150
유가증권 처분/평가	682	569	352	347	377
기타비이자이익 항목	(1,038)	(1,111)	(1,193)	(1,252)	(1,303)
대손상각비+충당부채순전입액	1,037	539	1,108	1,368	1,583
순영업수익	6,345	6,906	7,247	7,369	7,576
판관비	4,524	5,229	4,482	4,615	4,685
인건비	3,109	3,756	2,994	3,090	3,133
각종 상각비	257	289	281	293	296
개정비상 경비	542	567	571	586	596
변동비상 경비	615	618	635	645	659
영업이익	1,821	1,677	2,766	2,754	2,892
영업외이익	344	952	120	160	160
(총당금적립전이익)	3,202	3,168	3,993	4,283	4,635
법인세비용차감전계속사업이익	2,165	2,629	2,886	2,914	3,052
법인세비용	437	438	698	705	739
(실효세율)(%)	20.2	16.7	24.2	24.2	24.2
계속사업이익	1,727	2,190	2,187	2,209	2,313
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,727	2,190	2,187	2,209	2,313
(지배주주지분)당기순이익	1,698	2,144	2,140	2,161	2,263

## Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당 지표(원)</b>					
BPS(KIS 기준)	74,234	77,791	80,633	84,782	89,138
EPS(KIS 기준)	4,396	5,381	5,394	5,449	5,705
DPS	980	1,250	1,300	1,350	1,500
PPEPS(KIS 기준)	7,080	6,735	8,186	8,898	9,697
<b>주가 지표(배)</b>					
P/B	0.45	0.55	0.63	0.60	0.57
P/E	7.5	8.0	9.4	9.3	8.9
P/PPE	4.7	6.4	6.2	5.7	5.2
배당수익률(%)	3.0	2.9	2.6	2.7	2.9
배당성향(%)	22.3	23.2	24.1	24.8	26.3
<b>ROE 분해(%)</b>					
레버리지(배)	11.3	11.5	12.1	12.1	12.0
이자부자산 비율	90.8	89.2	89.1	88.9	89.0
순이익/이자부자산	0.61	0.73	0.64	0.63	0.63
순이자이익률	2.22	2.18	2.16	2.21	2.21
비이자이익률	0.42	0.35	0.34	0.34	0.34
대손상각비율	(0.37)	(0.18)	(0.33)	(0.40)	(0.44)
판관비율	(1.62)	(1.78)	(1.34)	(1.34)	(1.31)
기타이익률	(0.04)	0.16	(0.19)	(0.17)	(0.18)



## 우리은행(000030)

매수(분석재개) / TP: 17,000원

주가(3/20, 원)	13,750
시가총액(십억원)	9,295
발행주식수(백만)	676
52주 최고/최저가(원)	13,850/9,100
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	19,022
유동주식비율(%)	73.6
외국인지분율(%)	25.4
주요주주(%)	예금보험공사 21.4
	국민연금 7.4

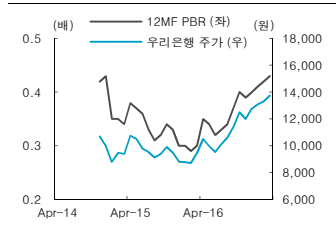
	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2015A	5,469	2,419	1,059	1,301	(24.7)	23,548	6.8	0.37	0.32	5.7	2.8
2016A	5,887	2,387	1,261	1,578	21.3	24,932	8.1	0.51	0.36	6.7	3.1
2017F	6,325	2,994	1,356	1,722	9.1	26,254	8.0	0.52	0.37	6.9	3.3
2018F	6,279	2,847	1,173	1,450	(15.8)	27,254	9.5	0.50	0.29	5.5	3.3
2019F	6,481	2,962	1,166	1,438	(0.8)	28,243	9.6	0.49	0.28	5.3	3.3

## 단기 모멘텀 이후가 관전

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.6	22.8	45.5
상대주가(%p)	(0.9)	16.3	37.2

## 12MF PBR 추이



**강력한 단기 모멘텀 보유:** 우리은행에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 17,000원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 2016년 BPS에 목표 PBR 0.68배를 적용해 산출했다. 목표 PBR에 내재된 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 6.9%, 9.2%, 2.0%다.

우리은행은 업종 내에서 가장 강력한 단기 이익 모멘텀을 보유하고 있다. 2017년 1분기에는 중국 화푸빌딩 부실채권 매각이익 1,700억원이 발생했고, 2분기에는 금호타이어 지분 매각에 따른 주식 매각이익 1,459억원이 반영될 가능성이 크다. 금호타이어의 예상 주식매각이익은 중국 더블스타의 금호타이어 지분 42% 인수가격 9,550억원에 기초한 것으로, 박삼구 회장이 우선지분매입권을 행사해도 똑같이 발생한다.

**민영화 성공 후에도 체질개선 이어질 것:** 단기 모멘텀 종료 후 주가 향방은 최근 이루어진 체질개선의 지속 여부에 달려 있다. 2015년 7월 제5차 우리은행 민영화 방안이 발표된 이후 우리은행의 각종 경영지표들은 고정이자여신비율(1.73%→0.99%), 보통주자본비율(9.14%→10.66%) 변화 등에서 볼 수 있듯이 크게 개선되었다. 배당정책도 2015년 주당 배당금을 다소 공격적인 500원으로 책정해 주주친화적인 모습을 보였다. 실제로 체질개선 뒤 전반적인 투자심리가 살아나며 작년 11월에는 기존에 예금보험공사(이하 예보)가 보유하고 있던 동사 지분 51.1% 중 29.7%를 과점주주 7개사에 매각하는데 성공했다.

2016년 주당 배당금이 다소 실망스러운 400원으로 결정됐음에도 불구하고, 새로운 과점주주 체제 하에서 우리은행의 체질개선이 지속돼 주가는 우상향할 것으로 예상된다. 최근 국책은행과 차별화된 경기민감업종 여신 감축은 예보와의 MOU 해지를 계기로 지속될 것이다. 이는 안정적인 건전성 관리에 긍정적이다. 아직 예보가 우리은행 지분 21.4%를 보유하고 있지만 이 또한 공적자금 회수 극대화 논리와 금융위원회의 그림자규제 철폐 방침을 고려하면 주가에 부담이 될 가능성은 낮다. 과점주주들은 주가 부양에 대한 유인이 강한 만큼 자본비용에 대한 부담에도 불구하고 주주를 고려한 적정 수준의 배당정책도 재개될 것이다.

〈표 20〉 우리은행 ROE 분해(1)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE(AxB)	14.7	9.3	(3.1)	6.7	5.7	6.7	6.9	5.5	5.3
레버리지(A, 배)	20.0	18.2	18.0	19.6	17.5	18.4	18.5	18.7	18.6
ROA(B)	0.73	0.51	(0.17)	0.34	0.32	0.36	0.37	0.29	0.28
이자부자산비율 = IEA/총자산(C)	89.7	88.1	86.6	68.1	89.1	91.1	89.1	86.6	86.8
RoIEA [B/(C/100)]	0.82	0.58	(0.20)	0.50	0.36	0.40	0.42	0.34	0.33
순이자이익률 = NII / IEA	2.78	1.76	1.59	1.94	1.98	1.89	1.89	1.90	1.92
비이자이익률 = Non-NII / IEA	0.73	0.48	0.34	0.20	0.29	0.33	0.39	0.28	0.27
대손상각비율 = Provisioning / IEA	(0.89)	(0.66)	(0.82)	(0.47)	(0.40)	(0.31)	(0.42)	(0.44)	(0.47)
판관비율 = G&A / IEA	(1.44)	(1.01)	(1.02)	(1.28)	(1.31)	(1.31)	(1.22)	(1.21)	(1.20)
기타이익률 = Other income / IEA	(0.36)	(0.39)	0.40	(0.46)	(0.20)	(0.19)	(0.23)	(0.20)	(0.19)

자료: 한국투자증권

〈표 21〉 우리은행 ROE 분해(2)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (NP / CET1) (AxBxCxD)				8.2	7.7	9.2	8.5	7.0	7.2
총자산 / 기본자본 (A, 배)	16.4	16.9	16.9	16.8	17.3	18.2	16.1	16.5	17.5
기본자본 / 보통주자본 (B, 배)				1.4	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
순이익 / RWA (RoRWA) (C)	1.08	0.78	(0.26)	0.60	0.72	0.82	0.90	0.75	0.76
RWA / 총자산 (D)	68.0	66.5	64.3	59.0	54.2	52.8	48.3	47.1	45.1

자료: 한국투자증권

## 기업개요

우리은행의 전신인 한빛은행은 1999년 상업은행과 한일은행이 합병해 탄생했다. 이후 2001년 국내 최초의 금융지주사인 우리금융지주의 자회사로 편입되었으며, 그 해 평화은행을 분할합병했다. 2002년에는 지금의 우리은행으로 사명을 변경했다. 한편 우리금융지주는 공적자금 회수 일환으로 2014년 상반기 경남은행, 광주은행을 분할 뒤 매각했으며, 우리투자증권, 우리파이낸셜, 우리에프앤아이 등 비은행 자회사 상당수를 매각했다. 그 뒤 2014년 11월 우리은행은 몸집이 축소된 우리금융지주를 흡수합병했다. 현재 우리은행은 우리카드, 우리종금 등을 자회사로 보유 중이다.

- RoIEA: 이자부자산 대비 순이익으로 정의. 각각의 수익과 비용 항목들을 이자부자산 대비 비율로 표현한 순이자이익률, 비이자이익률, 대손상각비율, 판관비율, 기타이익률의 합과 일치
- RoRWA: 위험조정 자산수익률을 의미하여 ROA의 대응치. 위험이 낮은 자산 위주 성장은 순이익(분자) 감소효과보다 RWA/총자산 비율이 낮아지는 RWA(분모) 감소효과가 더 커서 RoRWA를 개선시킴

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	291,859	310,683	331,412	341,445	346,823
현금 및 예치금	17,844	20,940	21,184	21,803	22,297
유가증권	36,083	40,519	39,303	38,723	40,048
대출채권	225,548	234,699	243,985	252,136	257,982
유형자산	2,471	2,458	2,056	1,888	1,819
투자부동산	351	315	340	343	343
관계기업투자	644	439	451	451	451
무형자산과 영업권	420	484	378	415	473
기타자산	8,498	10,829	23,716	25,687	23,409
총부채	272,549	290,137	309,979	319,333	324,042
예수금	209,142	221,020	228,565	236,044	241,497
당기손익인식지정금융부채	758	634	950	962	914
단기매매금융부채	25	18	28	28	27
차입부채	20,034	18,770	19,248	19,852	20,306
사채	21,996	23,565	24,172	24,947	25,523
기타부채	20,595	26,129	37,016	37,500	35,775
자기자본	19,310	20,546	21,434	22,111	22,782
(지배주주지분)자기자본	19,188	20,386	21,276	21,950	22,615
자본금	3,381	3,381	3,381	3,381	3,381
보통주자본금	3,381	3,381	3,381	3,381	3,381
신종자본증권	3,334	3,600	3,600	3,600	3,600
자본잉여금	294	286	286	286	286
자본조정	(1,649)	(1,649)	(1,649)	(1,649)	(1,649)
기타포괄손익누계액	102	156	156	156	156
이익잉여금	13,726	14,612	15,502	16,175	16,840

## 주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>수익성(%)</b>					
ROE	5.7	6.7	6.9	5.5	5.3
ROA	0.32	0.36	0.37	0.29	0.28
순이자마진(NIM)	1.63	1.62	1.64	1.66	1.68
예대금리차(NIS)	1.76	1.77	1.80	1.81	1.82
Cost-income ratio	57.6	59.1	53.2	55.2	54.8
<b>성장 및 효율(%)</b>					
지배주주 순이익 증가율	(12.8)	19.1	7.5	(13.5)	(0.7)
대출채권 증가율	10.1	4.1	4.0	3.3	2.3
충전이익 증가율	25.2	(1.3)	25.4	(4.9)	4.1
대손비용 증가율	(11.9)	(13.7)	39.9	8.4	10.0
총자산 증가율	8.0	6.4	6.7	3.0	1.6
대출채권/예수금	107.8	106.2	106.7	106.8	106.8
<b>자산건전성(%)</b>					
NPL(고정비하여신) 비율	1.47	0.99	0.85	0.84	0.80
NPL 커버리지 비율	121.5	162.7	184.5	188.6	199.1
<b>자본적정성(%)</b>					
BIS 자기자본 비율	13.7	15.5	15.5	15.3	16.1
보통주자본비율(CET1)	8.9	10.7	10.8	10.6	11.3
기본자본비율(Tier 1 ratio)	10.4	12.8	12.9	12.7	13.5

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	5,469	5,887	6,325	6,279	6,481
순이자이익	4,762	5,020	5,237	5,464	5,686
이자수익	8,698	8,512	8,763	9,259	9,848
이자비용	3,936	3,493	3,526	3,795	4,161
비이자이익	707	867	1,088	815	794
순수수료 수익	977	937	943	977	1,006
유가증권 처분/평가	263	388	538	410	376
기타비이자이익 항목	(533)	(458)	(392)	(572)	(588)
대손상각비+충당부채순전입액	967	834	1,167	1,265	1,391
순영업수익	4,502	5,053	5,158	5,014	5,089
판관비	3,150	3,478	3,367	3,468	3,554
인건비	1,853	2,125	1,988	2,047	2,098
각종 상각비	237	248	252	260	267
고정비상 경비	517	557	559	580	592
변동비상 경비	543	548	568	580	597
영업이익	1,352	1,574	1,791	1,546	1,535
영업외이익	100	(21)	36	36	36
(총당금적립전이익)	2,419	2,387	2,994	2,847	2,962
법인세비용차감전계속사업이익	1,452	1,553	1,827	1,582	1,571
법인세비용	377	276	442	383	380
(실효세율)(%)	25.9	17.8	24.2	24.2	24.2
계속사업이익	1,075	1,278	1,385	1,199	1,191
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,075	1,278	1,385	1,199	1,191
(지배주주지분)당기순이익	1,059	1,261	1,356	1,173	1,166

## Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당 지표(원)</b>					
BPS(KIS 기준)	23,548	24,932	26,254	27,254	28,243
EPS(KIS 기준)	1,301	1,578	1,722	1,450	1,438
DPS	250	400	450	450	450
PPEPS(KIS 기준)	2,737	2,817	3,455	3,329	3,505
<b>주가 지표(배)</b>					
P/B	0.37	0.51	0.52	0.50	0.49
P/E	6.8	8.1	8.0	9.5	9.6
P/PPE	3.2	4.5	4.0	4.1	3.9
배당수익률(%)	2.8	3.1	3.3	3.3	3.3
배당성향(%)	31.8	21.4	22.3	25.8	26.0
<b>ROE 분해(%)</b>					
레버리지(배)	17.5	18.4	18.5	18.7	18.6
이자부자산 비율	89.1	91.1	89.1	86.6	86.8
순이익/이자부자산	0.36	0.40	0.42	0.34	0.33
순이자이익률	1.98	1.89	1.89	1.90	1.92
비이자이익률	0.29	0.33	0.39	0.28	0.27
대손상각비율	(0.40)	(0.31)	(0.42)	(0.44)	(0.47)
판관비율	(1.31)	(1.31)	(1.22)	(1.21)	(1.20)
기타이익률	(0.20)	(0.19)	(0.23)	(0.20)	(0.19)

## JB금융지주(175330)

매수(신규) / TP: 7,000원

주가(3/20, 원)	5,990
시가총액(십억원)	931
발행주식수(백만)	155
52주 최고/최저가(원)	6,290/5,390
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,792
유동주식비율(%)	84.5
외국인지분율(%)	38.8
주요주주(%)	삼양바이오팜 외 3 인
	브이아이피투자자문
	8.8

	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,000	443	115	655	(84.8)	12,480	8.4	0.44	0.29	6.1	0.9
2016A	1,040	459	143	835	27.5	13,376	6.9	0.43	0.33	6.7	0.9
2017F	1,134	507	158	952	13.9	14,416	6.3	0.42	0.32	7.0	1.7
2018F	1,191	531	177	1,074	12.9	15,390	5.6	0.39	0.34	7.4	1.7
2019F	1,253	558	181	1,098	2.3	16,389	5.5	0.37	0.33	7.1	1.7

## 자본비율 개선을 기대하며

**보수적으로도 저평가돼 분석 개시:** JB금융지주에 대해 투자 의견 '매수' 및 목표주가 7,000원으로 분석을 개시한다. 목표주가는 2016년 BPS에 목표 PBR 0.54배를 적용해 산출했다. 목표 PBR에 내재된 지속가능 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 5.8%, 9.2%, 2.0%다. JB금융의 지속가능 ROE 5.8%는 경기대응완충자본을 2.5%로 가정한 최저 규제비용 9.5%에 미달하는 보통주자본을 전액 유상증자하고 해당 증자분은 재투자이익률이 0%라는 매우 보수적인 가정 하에 산출한 값이다.

**대출 포트폴리오 조정으로 추가 상승여력 확보:** JB금융이 ROE 6%대를 유지하면서도 주가가 크게 할인 받는 이유는 유니버스 내에서 자본비용이 가장 낮기 때문이다. JB금융은 최근의 하나금융 사례처럼 위험가중치가 낮은 대출로의 자산 리밸런싱을 통해 수익성 하락을 최소화 하면서 보통주자본비용을 끌어올릴 수 있다. 우리 예상과 같이 위험가중자산/총자산 비율을 낮추는 식으로 그룹 보통주자본비용을 2017년 말 8.5%, 2018년 말 9.1%로 높인다면 ROE 하락과 낮은 배당에 대한 우려가 불식되며 할인요인이 사라질 것이다.

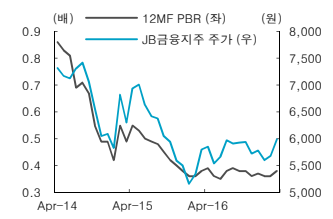
실제로 JB금융의 위험가중자산 감축을 위한 대출 포트폴리오 조정 계획은 상당히 구체적이다. 그룹 대출성장률 가이드선으로 3.8%를 제시했는데 이 가운데 은행 부문의 대출 순증은 모두 기승인된 중도금대출에서 일으킬 계획이다. 관련 중도금대출은 모두 8.25 대책에 따라 주택금융공사와 주택도시보증공사의 중도금보증이 부분보증으로 강화되기 전 승인된 것으로 안정적 성장의 발판이 될 전망이다.

다만 중도금대출 규제가 강화되고 신용리스크는 높아지는 가운데, 2018년 이후의 성장부문이 무엇이고, 중도금대출이 잔금대출로 전환될 때의 위험가중자산 관리방안에 대해서는 고민이 필요하다. 따라서 목표주가에는 보통주자본비용의 개선효과를 제한적으로 반영했는데, 2018년 이후 자본비용과 성장의 적절한 안배가 가능하다는 것이 입증되면 주가는 큰 폭으로 상승할 것이다.

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.1	2.6	4.9
상대주가(%p)	1.6	(3.9)	(3.4)

## 12MF PBR 추이



〈표 22〉 JB금융지주 ROE 분해(1)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE(AxB)	21.8	9.4	3.7	69.3	6.1	6.7	7.0	7.4	7.1
레버리지(A, 배)	17.7	17.5	18.6	20.5	21.3	20.5	22.0	22.1	21.7
ROA(B)	1.23	0.54	0.20	3.37	0.29	0.33	0.32	0.34	0.33
이자부자산비율 = IEA/총자산(C)	93.7	94.9	92.1	91.4	91.2	91.4	94.2	92.9	92.7
RoIEA [B/(C/100)]	1.31	0.57	0.22	3.69	0.31	0.36	0.34	0.36	0.35
순이자이익률 = NII / IEA	4.09	3.68	1.91	4.06	3.02	2.80	2.59	2.61	2.63
비이자이익률 = Non-NII / IEA	0.39	0.11	0.09	(0.05)	0.07	0.06	0.04	0.03	0.02
대손상각비율 = Provisioning / IEA	(0.96)	(1.16)	(0.55)	(1.17)	(0.75)	(0.54)	(0.51)	(0.45)	(0.48)
판관비율 = G&A / IEA	(2.01)	(1.80)	(1.03)	(2.29)	(1.73)	(1.62)	(1.45)	(1.46)	(1.47)
기타이익률 = Other income / IEA	(0.20)	(0.25)	(0.20)	3.14	(0.29)	(0.34)	(0.32)	(0.36)	(0.35)

자료: 한국투자증권

〈표 23〉 JB금융지주 ROE 분해(2)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (NP / CET1) (AxBxCxD)				88.0	6.7	7.0	6.8	7.2	7.1
총자산 / 기본자본 (A, 배)	18.0	19.1	17.1	21.1	17.6	16.9	17.0	17.2	17.5
기본자본 / 보통주자본 (B, 배)				1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
순이익 / RWA (RoRWA) (C)	1.98	0.83	0.30	5.17	0.47	0.52	0.54	0.61	0.65
RWA / 총자산 (D)	62.3	65.2	66.4	65.6	68.1	68.8	64.0	59.2	54.5

자료: 한국투자증권

### 기업개요

JB금융지주의 전신인 전북은행은 1969년 전라북도 지역을 기반으로 설립된 지방은행이다. 전북은행은 2011년 우리캐피탈을 인수한 바 있다. 2013년에는 JB금융지주가 설립되어 지금의 금융지주사 체제를 갖췄다. 2014년 10월에는 광주은행을 인수해 영업기반을 공고히 갖췄다. 현재 JB금융지주는 전북은행, 광주은행, JB우리캐피탈, JB자산운용 등을 계열회사로 보유 중이다.

- RoIEA: 이자부자산 대비 순이익으로 정의. 각각의 수익과 비용 항목들을 이자부자산 대비 비율로 표현한 순이자이익률, 비이자이익률, 대손상각비율, 판관비율, 기타이익률의 합과 일치
- RoRWA: 위험조정 자산수익률을 의미하여 ROA의 대용치. 위험이 낮은 자산 위주 성장은 순이익(분자) 감소효과보다 RWA/총자산 비율이 낮아지는 RWA(분모) 감소효과가 더 커서 RoRWA를 개선시킴

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	39,811	45,799	48,674	51,061	53,853
현금 및 예치금	1,469	2,219	2,113	2,185	2,306
유가증권	5,215	4,946	5,488	5,798	6,154
대출채권	31,097	36,309	38,197	39,984	42,271
유형자산	357	368	454	527	591
투자부동산	106	104	104	104	104
관계기업투자	1	3	3	3	3
무형자산과 영업권	104	168	173	202	225
기타자산	1,461	1,683	2,143	2,258	2,199
총부채	37,132	42,835	45,552	47,746	50,340
예수금	26,882	31,798	33,019	34,510	36,476
당기손익인식지정금융부채	0	0	0	0	0
단기매매금융부채	0	1	1	1	1
차입부채	2,675	2,327	2,659	2,809	2,973
사채	6,414	7,551	7,934	8,303	8,777
기타부채	1,161	1,159	1,940	2,124	2,113
자기자본	2,679	2,964	3,122	3,315	3,513
(지배주주지분)자기자본	2,140	2,279	2,402	2,551	2,703
자본금	777	777	777	777	777
보통주자본금	777	777	777	777	777
신종자본증권	200	200	200	200	200
자본잉여금	524	523	523	523	523
자본조정	(6)	(6)	(21)	(21)	(21)
기타포괄손익누계액	(10)	(6)	(6)	(6)	(6)
이익잉여금	656	791	929	1,077	1,230

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	1,000	1,040	1,134	1,191	1,253
순이자이익	977	1,019	1,119	1,179	1,243
이자수익	1,604	1,626	1,777	1,894	2,038
이자비용	627	607	659	715	795
비이자이익	23	20	15	12	10
순수수료 수익	19	17	25	29	30
유가증권 처분/평가	36	40	34	30	31
기타비이자이익 항목	(32)	(36)	(43)	(47)	(52)
대손상각비+총당부채순전입액	243	197	222	203	227
순영업수익	757	842	912	988	1,026
판관비	561	590	627	660	695
인건비	377	388	417	436	461
각종 상각비	56	67	67	72	75
고정비상 경비	32	35	36	38	40
변동비상 경비	96	100	107	112	118
영업이익	196	253	285	328	331
영업외이익	3	9	0	0	0
(총당금적립전이익)	443	459	507	531	558
법인세비용차감전계속사업이익	199	262	285	328	331
법인세비용	48	60	69	79	80
(실효세율)(%)	24.3	23.0	24.2	24.2	24.2
계속사업이익	151	202	216	249	251
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	151	202	216	249	251
(지배주주지분)당기순이익	115	143	158	177	181

## 주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>수익성(%)</b>					
ROE	6.1	6.7	7.0	7.4	7.1
ROA	0.29	0.33	0.32	0.34	0.33
순이자마진(NIM)	2.59	2.34	2.32	2.33	2.34
예대금리차(NIS)	2.75	2.49	2.46	2.47	2.47
Cost-income ratio	56.0	56.7	55.3	55.4	55.5
<b>성장 및 효율(%)</b>					
지배주주 순이익 증가율	(79.1)	24.4	10.9	11.8	2.1
대출채권 증가율	15.7	16.8	5.2	4.7	5.7
총전이익 증가율	(41.2)	3.7	10.5	4.7	5.1
대손비용 증가율	40.8	(19.0)	12.6	(8.5)	11.7
총자산 증가율	12.1	15.0	6.3	4.9	5.5
대출채권/예수금	115.7	114.2	115.7	115.9	115.9
<b>자산건전성(%)</b>					
NPL(고정이하여신) 비율	1.30	1.16	1.15	1.10	1.06
NPL 커버리지 비율	96.7	147.5	143.0	150.1	150.9
<b>자본적정성(%)</b>					
BIS 자기자본 비율	12.5	12.1	12.7	13.3	14.3
보통주자본비율(CET1)	7.4	7.9	8.5	9.1	10.0
기본자본비율(Tier 1 ratio)	8.6	9.2	9.8	10.5	11.4

주: K-IFRS (연결) 기준

## Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당 지표(원)</b>					
BPS(KIS 기준)	12,480	13,376	14,416	15,390	16,389
EPS(KIS 기준)	655	835	952	1,074	1,098
DPS	50	50	100	100	100
PPEPS(KIS 기준)	2,221	2,104	2,405	2,404	2,583
<b>주가 지표(배)</b>					
P/B	0.44	0.43	0.42	0.39	0.37
P/E	8.4	6.9	6.3	5.6	5.5
P/PPE	2.5	2.7	2.5	2.5	2.3
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.7	1.7	1.7
배당성향(%)	6.8	5.4	9.7	8.6	8.5
<b>ROE 분해(%)</b>					
레버리지(배)	21.3	20.5	22.0	22.1	21.7
이자부자산 비율	91.2	91.4	94.2	92.9	92.7
순이익/이자부자산	0.31	0.36	0.34	0.36	0.35
순이자이익률	3.02	2.80	2.59	2.61	2.63
비이자이익률	0.07	0.06	0.04	0.03	0.02
대손상각비율	(0.75)	(0.54)	(0.51)	(0.45)	(0.48)
판관비율	(1.73)	(1.62)	(1.45)	(1.46)	(1.47)
기타이익률	(0.29)	(0.34)	(0.32)	(0.36)	(0.35)

## 기업은행(024110)

매수(분석재개) / TP: 17,000원

주개(3/20, 원)	12,650
시가총액(십억원)	7,084
발행주식수(백만)	560
52주 최고/최저가(원)	13,850/11,050
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	16,582
유동주식비율(%)	44.6
외국인지분율(%)	18.0
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 2 인 55.2
국민연금	9.2

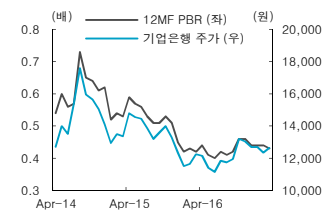
	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2015A	4,770	2,644	1,143	1,859	9.9	27,523	6.6	0.45	0.47	7.2	3.6
2016A	4,933	2,763	1,158	1,852	(0.4)	28,683	6.9	0.44	0.43	6.8	3.8
2017F	5,331	3,077	1,249	1,999	8.0	30,216	6.3	0.42	0.44	7.0	4.4
2018F	5,398	3,061	1,161	1,842	(7.9)	31,498	6.9	0.40	0.38	6.1	4.4
2019F	5,627	3,194	1,188	1,888	2.5	32,829	6.7	0.39	0.38	6.0	4.6

## 녹록하지 않은 환경이지만 배당주 매력은 유효

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.6	6.3	2.4
상대주가(%p)	(1.9)	(0.2)	(5.8)

## 12MF PBR 추이



**상대적으로 쉽지 않은 상황:** 기업은행에 대해 투자자의 ‘매수’와 목표주가 17,000원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 2016년 BPS에 목표 PBR 0.58배를 적용해 도출했다. 목표 PBR에 내재된 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 6.8%, 10.3%, 2.0%다. 2016년 4분기 실적발표 후 기업은행의 주가는 타은행 대비 부진했다. 양호한 실적에도 불구하고 대출채권의 상매각액을 제외한 실질적인 대손율과 고정이자여신비율이 상승하는 모습을 보였기 때문이다.

실제로 기업은행은 중소기업 금융지원이라는 설립목적 상 ‘비율 때 우산을 빼앗지 않는’ 경기역행적 대출을 공급한다. 따라서 가계부채에 대한 우려가 제기될 때에는 상대적으로 프리미엄을 받지만 현재와 같이 중소기업대출에 대한 우려가 큰 상황에서는 반대로 할인 받게 된다. 또한 기업은행은 만기가 짧은 중금채(중소기업금융채권)를 통한 조달비중이 높아 금리상승 시 조달비용이 타행 대비 빠르게 상승하면서 NIM 상승 효과가 상대적으로 제한된다.

**현 주가는 과도하게 할인된 수준:** 다만 기업은행 측에 따르면 현재 중소기업대출이 시설자금 40%, 운전자금 60%로 구성되어 있는데, 중기적으로 시설자금 비중을 60%로 늘려 건전성 악화를 방어한다는 계획이다. 또한 현재 기업은행의 듀레이션갭은 -0.05년인데 중금채의 듀레이션을 더 늘려 금리상승 효과를 누린다는 계획이다.

시중은행들이 가계와 소호 중심으로 대출 성장을 지속하고 있는 상황에서 기업은행의 상대적인 건전성 악화는 피할 수 없겠지만 중소기업 중심 대출 포트폴리오의 높은 예대마진과 낮은 이익경비율에 기반한 양호한 ROE도 고려해야 한다.

한편 단기적인 이익변수는 KT&G 지분 6.9%의 연내 매각 여부다. 연초 신임 행장은 언론을 통해 KT&G 지분의 연내 매각을 재확인했다. 경상 연간이익이 1.1조원 수준인데 매각이익이 7,000억원대에 달할 전망이다. 2017년 실적은 크게 늘어날 개연성이 크다. 현재 실적 추정에는 1,000억원 정도의 매각이익이 반영되었는데 지분매각이 예상보다 커질 경우 이익버퍼가 마련되어 비용효율성 제고나 배당 재원으로 사용될 수 있다. 낮은 자본비율에도 불구하고 KT&G 지분 매각 시 2017년 주당 배당금은 560원 이상이 가능한데, 현재 전망에 기초한 배당수익률 4.4%도 배당주로서의 매력을 부각시키기에 충분하다.

〈표 24〉 기업은행 ROE 분해(1)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE(AxB)	13.5	9.2	6.1	7.2	7.2	6.8	7.0	6.1	6.0
레버리지(A, 배)	17.0	15.4	15.5	16.3	15.4	15.7	16.0	15.9	15.8
ROA(B)	0.79	0.59	0.39	0.44	0.47	0.43	0.44	0.38	0.38
이자부자산비율 = IEA/총자산(C)	89.9	92.7	92.4	92.5	93.2	92.1	91.5	91.4	91.5
RoIEA [B/(C/100)]	0.88	0.64	0.42	0.48	0.51	0.47	0.48	0.42	0.41
순이자이익률 = NII / IEA	3.06	2.59	2.32	2.29	2.26	2.21	2.15	2.16	2.16
비이자이익률 = Non-NII / IEA	0.19	0.13	0.07	0.02	0.07	0.03	0.11	0.04	0.04
대손상각비율 = Provisioning / IEA	(0.90)	(0.71)	(0.67)	(0.59)	(0.57)	(0.56)	(0.60)	(0.62)	(0.63)
판관비율 = G&A / IEA	(1.09)	(1.08)	(1.10)	(1.02)	(1.02)	(0.97)	(0.96)	(0.95)	(0.95)
기타이익률 = Other income / IEA	(0.37)	(0.30)	(0.20)	(0.23)	(0.23)	(0.22)	(0.23)	(0.21)	(0.21)

자료: 한국투자증권

〈표 25〉 기업은행 ROE 분해(2)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (NP / CET1) (AxBxCxD)				9.0	9.2	8.7	8.5	7.5	8.0
총자산 / 기본자본 (A, 배)	15.7	16.4	16.6	16.7	16.3	16.1	15.4	15.4	16.6
기본자본 / 보통주자본 (B, 배)				1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
순이익 / RWA (RoRWA) (C)	1.26	1.00	0.67	0.76	0.79	0.76	0.79	0.71	0.70
RWA / 총자산 (D)	67.3	63.6	63.4	63.8	65.4	63.8	61.3	61.3	61.3

자료: 한국투자증권

### 기업개요

기업은행은 중소기업은행법에 따라 1961년에 설립되었으며 정부 손실보전조항이 있는 특수은행이다. 설립목적이 중소기업 금융지원으로 대출의 대부분을 중소기업들에게 공급한다. 또한 다른 시중은행들과 다르게 예금의 절반 가량을 중소기업금융채권(중금채)을 통해 조달한다. 현재 기업은행은 IBK캐피탈, IBK투자증권, IBK연금보험, IBK저축은행 등을 계열회사로 두고 있다.

- RoIEA: 이자부자산 대비 순이익으로 정의. 각각의 수익과 비용 항목들을 이자부자산 대비 비율로 표현한 순이자이익률, 비이자이익률, 대손상각비율, 판관비율, 기타이익률의 합과 일치
- RoRWA: 위험조정 자산수익률을 의미하여 ROA의 대용치. 위험이 낮은 자산 위주 성장은 순이익(분자) 감소효과보다 RWA/총자산 비율이 낮아지는 RWA(분모) 감소효과가 더 커서 RoRWA를 개선시킴



## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	239,843	256,851	268,289	278,888	287,277
현금 및 예치금	10,018	11,699	12,047	12,514	12,906
유가증권	39,059	39,871	42,306	43,719	44,924
대출채권	182,634	193,044	202,477	210,698	217,304
유형자산	1,484	1,821	1,576	1,595	1,632
투자부동산	92	89	89	89	89
관계기업투자	213	98	105	106	106
무형자산과 영업권	303	258	357	379	391
기타자산	6,040	9,971	9,332	9,788	9,926
총부채	222,549	238,804	249,379	259,257	266,897
예수금	95,285	103,984	104,755	108,490	111,827
당기손익인식지정금융부채	1,456	1,234	1,309	1,403	1,431
단기매매금융부채	186	2,621	2,780	2,981	3,039
차입부채	27,554	26,670	28,886	30,165	31,123
사채	84,251	90,863	95,322	99,174	102,280
기타부채	13,818	13,431	16,327	17,044	17,197
자기자본	17,294	18,047	18,910	19,631	20,381
(지배주주지분) 자기자본	17,203	17,950	18,809	19,526	20,272
자본금	3,272	3,290	3,290	3,290	3,290
보통주자본금	2,782	2,800	2,800	2,800	2,800
신종자본증권	1,399	1,398	1,398	1,398	1,398
자본잉여금	531	554	554	554	554
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	748	667	667	667	667
이익잉여금	11,254	12,041	12,900	13,618	14,363

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	4,770	4,933	5,331	5,398	5,627
순이자이익	4,631	4,876	5,061	5,300	5,517
이자수익	7,987	7,772	8,049	8,554	9,128
이자비용	3,356	2,896	2,987	3,253	3,611
비이자이익	140	56	270	98	110
순수수료 수익	406	375	382	399	414
유가증권 처분/평가	515	275	551	373	395
기타비이자이익 항목	(781)	(594)	(664)	(675)	(698)
대손상각비+총당부채순전입액	1,174	1,246	1,417	1,518	1,614
순영업수익	3,596	3,687	3,914	3,880	4,013
판관비	2,097	2,155	2,253	2,336	2,432
인건비	1,184	1,234	1,282	1,333	1,386
각종 상각비	191	183	199	202	213
고정비상 경비	312	333	342	358	371
변동비상 경비	409	404	431	442	463
영업이익	1,500	1,533	1,661	1,544	1,581
영업외이익	(30)	(15)	(1)	(1)	(1)
(총당금적립전이익)	2,644	2,763	3,077	3,061	3,194
법인세비용차감전계속사업이익	1,469	1,517	1,660	1,543	1,579
법인세비용	319	353	402	373	382
(실효세율)(%)	21.7	23.2	24.2	24.2	24.2
계속사업이익	1,151	1,165	1,258	1,170	1,197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,151	1,165	1,258	1,170	1,197
(지배주주지분) 당기순이익	1,143	1,158	1,249	1,161	1,188

## 주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>수익성(%)</b>					
ROE	7.2	6.8	7.0	6.1	6.0
ROA	0.47	0.43	0.44	0.38	0.38
순이자마진(NIM)	1.88	1.86	1.83	1.84	1.85
예대금리차(NIS)	2.01	2.03	2.01	2.01	2.01
Cost-income ratio	44.0	43.7	42.3	43.3	43.2
<b>성장 및 효율(%)</b>					
지배주주 순이익 증가율	11.3	1.3	7.9	(7.1)	2.4
대출채권 증가율	9.6	5.7	4.9	4.1	3.1
충전이익 증가율	5.4	4.5	11.4	(0.5)	4.3
대손비용 증가율	0.9	6.1	13.8	7.1	6.4
총자산 증가율	9.1	7.1	4.5	4.0	3.0
대출채권/예수금	191.7	185.6	193.3	194.2	194.3
<b>자산건전성(%)</b>					
NPL(고정이하여신) 비율	1.31	1.35	1.28	1.17	1.04
NPL 커버리지 비율	162.2	167.9	174.6	182.5	195.2
<b>자본적정성(%)</b>					
BIS 자기자본 비율	12.5	13.1	13.2	12.4	12.5
보통주자본비율(CET1)	8.7	9.3	9.4	8.7	8.9
기본자본비율(Tier 1 ratio)	9.7	10.6	10.6	9.8	10.0

주: K-IFRS (연결) 기준

## Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당 지표(원)</b>					
BPS(KIS 기준)	27,523	28,683	30,216	31,498	32,829
EPS(KIS 기준)	1,859	1,852	1,999	1,842	1,888
DPS	450	480	560	560	580
PPEPS(KIS 기준)	3,969	4,076	4,530	4,552	4,770
<b>주가 지표(배)</b>					
P/B	0.45	0.44	0.42	0.40	0.39
P/E	6.6	6.9	6.3	6.9	6.7
P/PPE	3.1	3.1	2.8	2.8	2.7
배당수익률(%)	3.6	3.8	4.4	4.4	4.6
배당성향(%)	21.9	23.2	25.1	27.0	27.3
<b>ROE 분해(%)</b>					
레버리지(배)	15.4	15.7	16.0	15.9	15.8
이자부자산 비율	93.2	92.1	91.5	91.4	91.5
순이익/이자부자산	0.51	0.47	0.48	0.42	0.41
순이자이익률	2.26	2.21	2.15	2.16	2.16
비이자이익률	0.07	0.03	0.11	0.04	0.04
대손상각비율	(0.57)	(0.56)	(0.60)	(0.62)	(0.63)
판관비율	(1.02)	(0.97)	(0.96)	(0.95)	(0.95)
기타이익률	(0.23)	(0.22)	(0.23)	(0.21)	(0.21)

## BNK금융지주(138930)

중립(분석재개)

주가(3/20, 원)	9,360
시가총액(십억원)	3,051
발행주식수(백만)	326
52주 최고/최저가(원)	9,920/7,850
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	8,065
유동주식비율(%)	81.1
외국인지분율(%)	48.0
주요주주(%)	국민연금 12.4
	롯데장학재단 외 9 인 11.3

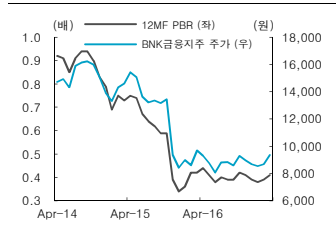
	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2015A	2,196	1,096	486	1,878	(45.6)	21,987	4.5	0.38	0.57	10.1	1.8
2016A	2,266	1,120	502	1,502	(20.0)	20,015	5.8	0.43	0.54	8.7	2.6
2017F	2,377	1,156	500	1,497	(0.4)	21,282	6.3	0.44	0.52	7.5	2.6
2018F	2,448	1,189	487	1,457	(2.7)	22,499	6.4	0.42	0.48	6.8	2.7
2019F	2,576	1,274	505	1,513	3.9	23,762	6.2	0.39	0.47	6.7	2.9

## 주가할인은 당분간 지속

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.0	9.1	(0.4)
상대주가(%p)	2.5	2.6	(8.7)

## 12MF PBR 추이



**상대적으로 부진한 주가흐름:** BNK금융지주에 대해 ‘중립’으로 분석을 재개한다. 투자 의견 판단에 사용된 지속가능 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 7.2%, 12.2%, 2.0%다. BNK금융은 2016년 보통주자본비용이 9.21%로 193bp나 개선되면서 추가 유상증자로 인한 ROE 하락이나 성장 여력에 대한 우려가 많이 완화됐다. 그럼에도 불구하고 주가흐름은 상대적으로 부진했다. BNK금융을 중립으로 제시하는 이유는 자본비용을 높게 산정했기 때문인데, BNK금융을 둘러싼 각종 불확실성을 감안한 것이다.

**주가 반등을 가로막는 불확실성:** 먼저 조선/해운업의 침체로 BNK금융의 영업기반인 경남지역 경기에 대한 우려가 높다. 물론 부산은행과 경남은행은 지방은행으로 중소기업 대출비중이 높아 2015~16년 이슈가 되었던 조선/해운 대기업들에 대한 익스포저는 매우 제한적이다. 부산은행과 경남은행의 합산 조선업 익스포저는 1.9조원인데 차주수가 1,287개사에 달할 정도로 다변화되어 있다.

실제로 현재 실질이나 표면 연체율, 고정이하여신비율 등 건전성 지표들은 안정적인 모습이며 급격히 악화되지도 않을 전망이다. 다만 지역경기가 뚜렷하게 반등하지 않는 한 순수 중소기업대출의 건전성에 대한 우려는 당분간 계속될 것이다. 여기에 연이은 엘시티 관련 잡음은 사실 여부를 떠나 또 다른 불확실성으로 작용하고 있다.

**주가 하방 경직성은 확보:** 2017년 ROE가 7.5%로 예상되는 상황에서 PBR 0.44배의 현 밸류에이션이 더 내려가기도 힘들다. 경남지역 건전성 악화 우려는 실제 여부를 떠나 어느 정도 선반영 되었기 때문이다. 지속적으로 BNK금융의 건전성 지표들에 대한 모니터링이 필요하다.

〈표 26〉 BNK금융지주 ROE 분해(1)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE(AxB)	16.3	12.4	9.3	23.1	10.1	8.7	7.5	6.8	6.7
레버리지(A, 배)	14.3	13.3	13.2	13.4	17.6	16.0	14.3	14.3	14.2
ROA(B)	1.14	0.93	0.71	1.73	0.57	0.54	0.52	0.48	0.47
이자부자산비율 = IEA/총자산(C)	82.1	89.5	88.1	87.6	89.4	88.1	93.0	91.0	91.0
RoIEA [B/(C/100)]	1.39	1.04	0.80	1.97	0.64	0.62	0.56	0.52	0.52
순이자이익률 = NII / IEA	3.56	3.25	3.03	3.47	2.71	2.69	2.61	2.63	2.64
비이자이익률 = Non-NII / IEA	0.49	0.25	0.16	1.33	0.22	0.16	0.12	0.07	0.08
대손상각비율 = Provisioning / IEA	(0.49)	(0.48)	(0.60)	(0.68)	(0.53)	(0.54)	(0.53)	(0.56)	(0.60)
판관비율 = G&A / IEA	(1.70)	(1.62)	(1.51)	(1.83)	(1.47)	(1.41)	(1.39)	(1.38)	(1.36)
기타이익률 = Other income / IEA	(0.47)	(0.36)	(0.28)	(0.32)	(0.29)	(0.28)	(0.25)	(0.24)	(0.24)

자료: 한국투자증권

〈표 27〉 BNK금융지주 ROE 분해(2)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (NP / CET1) (AxBxCxD)				25.3	10.3	10.6	8.2	7.5	7.4
총자산 / 기본자본 (A, 배)	13.3	13.4	13.9	14.2	16.7	17.0	14.1	14.1	14.2
기본자본 / 보통주자본 (B, 배)				1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
순이익 / RWA (RoRWA) (C)	1.70	1.42	1.06	2.39	0.79	0.77	0.75	0.71	0.71
RWA / 총자산 (D)	67.2	65.6	66.5	72.1	73.3	72.2	71.1	68.9	68.5

자료: 한국투자증권

### 기업개요

BNK금융지주의 전신인 부산은행은 1967년 부산지역을 기반으로 설립된 지방은행이다. 2011년 BS금융지주를 설립해 지금의 금융지주사 체제를 마련했다. 2010년 BS캐피탈, 2011년 BS저축은행 편입에 이어 2014년에는 경남은행을 그룹 회사로 편입하면서 크게 성장한 바 있다. 현재 BNK금융지주는 부산은행, 경남은행, BNK캐피탈, BNK저축은행, BNK투자증권, BNK자산운용 등을 자회사로 보유 중이다.

- RoIEA: 이자부자산 대비 순이익으로 정의. 각각의 수익과 비용 항목들을 이자부자산 대비 비율로 표현한 순이자이익률, 비이자이익률, 대손상각비율, 판관비율, 기타이익률의 합과 일치
- RoRWA: 위험조정 자산수익률을 의미하여 ROA의 대응치. 위험이 낮은 자산 위주 성장은 순이익(분자) 감소효과보다 RWA/총자산 비율이 낮아지는 RWA(분모) 감소효과가 더 커서 RoRWA를 개선시킴

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	90,280	93,482	99,390	103,902	108,277
현금 및 예치금	3,091	3,414	3,388	3,520	3,668
유가증권	13,281	14,167	14,856	15,476	16,141
대출채권	67,685	71,362	74,406	77,812	81,131
유형자산	796	801	976	1,099	1,195
투자부동산	132	138	136	135	135
관계기업투자	35	32	26	25	25
무형자산과 영업권	368	325	468	552	621
기타자산	4,891	3,243	5,134	5,283	5,361
총부채	84,089	86,395	91,871	95,968	99,913
예수금	64,361	67,604	70,274	73,463	76,593
당기손익인식지정금융부채	0	0	0	0	0
단기매매금융부채	11	0	0	0	0
차입부채	6,015	6,333	6,455	6,732	7,016
사채	8,153	8,782	9,085	9,493	9,897
기타부채	5,549	3,676	6,058	6,281	6,407
자기자본	6,191	7,087	7,519	7,933	8,363
(지배주주지분)자기자본	5,886	6,783	7,195	7,592	8,004
자본금	1,280	1,630	1,630	1,630	1,630
보통주자본금	1,280	1,630	1,630	1,630	1,630
신종자본증권	259	259	259	259	259
자본잉여금	673	790	790	790	790
자본조정	(0)	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	24	2	2	2	2
이익잉여금	3,650	4,102	4,514	4,911	5,323

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	2,196	2,266	2,377	2,448	2,576
순이자이익	2,034	2,140	2,271	2,381	2,500
이자수익	3,319	3,257	3,401	3,603	3,863
이자비용	1,285	1,116	1,130	1,222	1,363
비이자이익	162	125	107	68	76
순수수료 수익	204	168	163	171	178
유가증권 처분/평가	153	99	141	112	122
기타비이자이익 항목	(195)	(141)	(197)	(215)	(224)
대손상각비+총당부채순전입액	396	431	460	509	568
순영업수익	1,800	1,834	1,918	1,940	2,008
판관비	1,104	1,122	1,210	1,247	1,290
인건비	699	707	763	787	813
각종 상각비	135	140	150	155	160
개정비상 경비	72	76	81	84	86
변동비상 경비	198	199	216	222	230
영업이익	696	712	708	692	718
영업외이익	4	(24)	(12)	(12)	(12)
(총당금적립전이익)	1,096	1,120	1,156	1,189	1,274
법인세비용차감전계속사업이익	700	688	696	680	706
법인세비용	170	170	168	165	171
(실효세율)(%)	24.2	24.7	24.2	24.2	24.2
계속사업이익	530	518	528	516	535
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	530	518	528	516	535
(지배주주지분)당기순이익	486	502	500	487	505

## 주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>수익성(%)</b>					
ROE	10.1	8.7	7.5	6.8	6.7
ROA	0.57	0.54	0.52	0.48	0.47
순이자마진(NIM)	2.33	2.32	2.34	2.35	2.36
예대금리차(NIS)	2.49	2.45	2.46	2.47	2.47
Cost-income ratio	50.2	49.5	50.9	50.9	50.1
<b>성장 및 효율(%)</b>					
지배주주 순이익 증가율	(40.0)	3.3	(0.4)	(2.6)	3.8
대출채권 증가율	6.6	5.4	4.3	4.6	4.3
총전이익 증가율	(8.5)	2.1	3.2	2.9	7.1
대손비용 증가율	41.8	8.8	6.6	10.6	11.7
총자산 증가율	7.4	3.5	6.3	4.5	4.2
대출채권/예수금	105.2	105.6	105.9	105.9	105.9
<b>자산건전성(%)</b>					
NPL(고정미하여신) 비율	1.30	0.96	0.84	0.73	0.70
NPL 커버리지 비율	135.0	151.4	161.4	160.7	152.7
<b>자본적정성(%)</b>					
BIS 자기자본 비율	11.7	12.9	13.2	13.2	13.3
보통주자본비율(CET1)	7.3	9.2	9.5	9.6	9.8
기본자본비율(Tier 1 ratio)	8.1	10.0	10.3	10.3	10.5

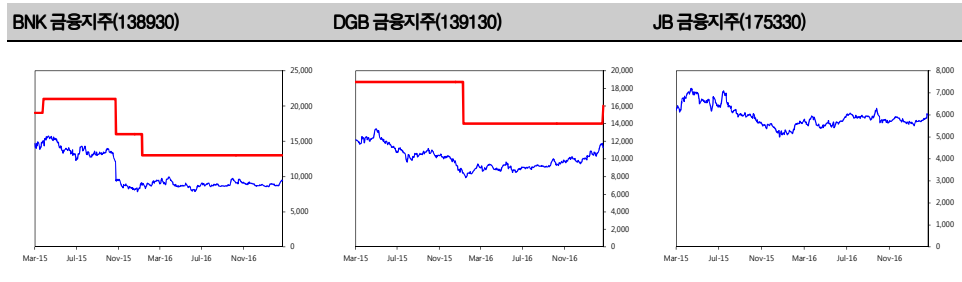
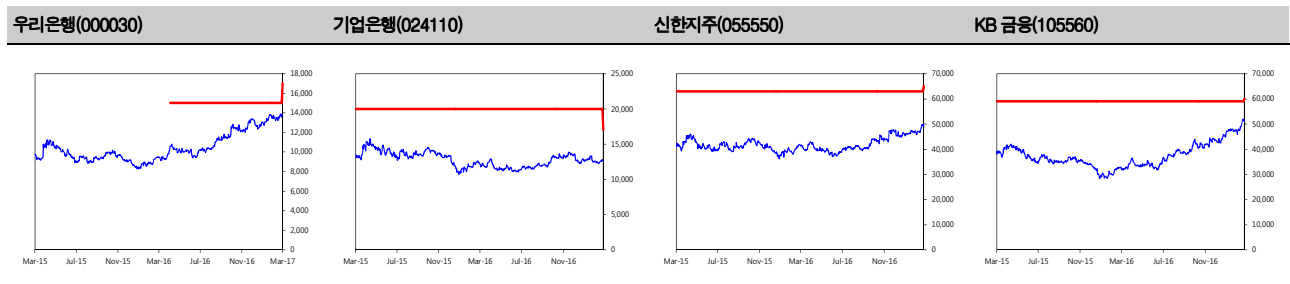
주: K-IFRS (연결) 기준

## Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당 지표(원)</b>					
BPS(KIS 기준)	21,987	20,015	21,282	22,499	23,762
EPS(KIS 기준)	1,878	1,502	1,497	1,457	1,513
DPS	150	230	240	250	270
PPEPS(KIS 기준)	3,427	2,826	2,908	3,018	3,257
<b>주가 지표(배)</b>					
P/B	0.38	0.43	0.44	0.42	0.39
P/E	4.5	5.8	6.3	6.4	6.2
P/PPE	2.5	3.1	3.2	3.1	2.9
배당수익률(%)	1.8	2.6	2.6	2.7	2.9
배당성향(%)	7.9	14.9	15.7	16.7	17.4
<b>ROE 분해(%)</b>					
레버리지(배)	17.6	16.0	14.3	14.3	14.2
이자부자산 비율	89.4	88.1	93.0	91.0	91.0
순이익/이자부자산	0.64	0.62	0.56	0.52	0.52
순이자이익률	2.71	2.69	2.61	2.63	2.64
비이자이익률	0.22	0.16	0.12	0.07	0.08
대손상각비율	(0.53)	(0.54)	(0.53)	(0.56)	(0.60)
판관비율	(1.47)	(1.41)	(1.39)	(1.38)	(1.36)
기타이익률	(0.29)	(0.28)	(0.25)	(0.24)	(0.24)

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
우리은행(000030)	2015.04.30	중립	-	BNK 금융지주(138930)	2015.04.20	매수	21,000 원
	2016.04.22	매수	15,000 원		2015.11.18	매수	16,000 원
	2017.03.20	매수	17,000 원		2016.02.03	매수	13,000 원
기업은행(024110)	2015.05.03	매수	20,000 원		2017.03.20	중립	-
	2017.03.20	매수	17,000 원	DGB 금융지주(139130)	2015.05.08	매수	18,700 원
신한지주(055550)	2015.04.23	매수	63,000 원		2016.02.05	매수	14,000 원
	2017.03.20	매수	65,000 원		2017.03.20	매수	16,000 원
KB 금융(105560)	2015.04.29	매수	59,000 원	JB 금융지주(175330)	2017.03.20	매수	7,000 원
	2017.03.20	매수	60,000 원				



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 20일 현재 우리은행 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 2017년 3월 20일 현재 기업은행, 신한지주, KB금융, BNK금융지주, DGB금융지주, JB금융지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 우리은행, 신한지주, KB금융 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 기업은행 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.