

K I W O O M S E C U R I T I E S

2019년 01월 23일 | 키움증권 리서치 센터



산업분석 | 은행 Neutral(Maintain)

부채 구조조정의 서막!

- 부채 구조조정의 발단과 변수 점검

은행/카드 서영수

02-3787-0304

ysyoung@kiwoom.com

RA 유근탁

02-3787-0334

ktyoo@kiwoom.com

Bank

974-186-654-1021

DATE	DESCRIPTION	WITHDRAWALS	DEPOSITS	BALANCE
06-09-16		* 600,000		* 7,452,000
06-09-16		* 1,000,000		* 6,452,000

키움증권



Contents

Part I	구조조정의 서막
Part II	부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자
Part III	부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문
Part IV	부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장
Part V	부채 구조조정의 변수 (2) : 원화 및 외화 유동성
Part VI	업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준
Part VII	투자유망종목
Appendix	



부채 구조조정의 서막 !

>>> 부채 구조조정의 핵심은 1) 변경된 회계기준의 적용 2) 담보대출의 별제권 제한

- 정부 주도의 IFRS 9 를 활용한 한계 차주에 대한 선제적인 충당금을 적립, 구조조정의 시발점이 될 것임
- 개인 회생 연계형 채무재조정 프로그램 도입, 가계부채 구조조정의 시발점이 될 것으로 예상
- 가계 부채 확대의 핵심 요인이자 구조조정 지연의 걸림돌이었던 별제권을 부분적으로 제한한 점이 가장 큰 변화임
- 단기적으로 은행 수익에 적지 않은 부담 될 수 있지만 잠재 부실을 정리한다는 측면에서 장기적으로 긍정적 뉴스

>>> 기업 및 가계부채 구조조정이 불가피한 이유

- 장기간 저금리에도 한계기업이 여신 기준 25.6%, 기업 수로 20.8%를 차지, 구조조정 지연의 부작용이 큼
- 임대업, 자영업 등에서 한계 기업 비중이 높아 정부 주도의 구조조정 불가피한 상황임
- 별제권 제한 이후 DSR 기준으로 부채 위험 관리 평가 시 구조조정 대상 차주가 지나치게 많다는 점임
- 가계부채 위험 증가의 핵심 주체가 다주택자임에 따라 부동산 시장 등 외부 변화에 영향을 많이 받을 수 밖에 없기 때문

>>> 부채 구조조정의 변수 : 부동산 시장과 은행의 원화 및 외화 유동성

- 전세시장 (전세가격 하락) : 다주택자의 부실화를 촉발할 수 있는 변수로 구조조정의 속도를 결정짓는 요인이 될 것
- 주택시장 (거래 감소) : 거래 감소는 부동산의 시장 기능 약화를 의미, 자발적 구조조정을 제약, 정부의 개입 필요성을 부각시킬 것임
- 주택시장 (가격 하락) : 경매가격 하락, 나아가 전세시장에 영향을 미칠 수 있다는 점에서 향후 구조조정의 변수가 될 것임
- 은행 원화 유동성(저원가성 예금 이탈) : 은행 조달 금리 상승에 따른 대출금리 인상, 대출태도 악화 요인 될 수 있음
- 은행 외화유동성(외국인 채권 매도 증가) : 외국인 자금 이탈 → 은행 유동성 악화 → 대출태도 악화 → 기준 금리 인상 가능성 증가

>>> 투자유망종목: 기업은행, DGB금융지주, 신한지주를 Top-Pick으로 추천

- 정부 주도의 부채 구조조정에 따른 영향의 정도가 적은 은행 : 가계 및 개인사업자 비중 낮은 은행, 비은행 비중 높은 은행 유망
- 선제적으로 구조조정을 추진, 불확실성을 먼저 해소한 은행 : 기업부터 구조조정 추진, 기업여신 비중이 높은 은행 유망
- 은행 원화 및 외화 유동성 위험이 높아지는 점을 고려해 저원가성 예금 비중이 높은 은행 유망
- 가계 부채 구조조정 영향이 적고 정부 지원으로 안정적 조달 유지가 가능한 기업은행에 대해 Top-Pick으로 추천
- 기업 구조조정을 선제적으로 진행, 불확실성을 해소한데다 조달의 안정성이 높아 위험이 적은 DGB금융지주를 Top-Pick으로 제시



은행업종 투자의견 및 요약

>>> 은행업종에 대한 투자의견으로 “Neutral”의견을 유지함

- 1) 정부 주도의 부채 구조조정, 2019년 상반기 중 가시화 되면서 향후 실적 및 주가의 변수가 될 전망
- 2) 현 정부, 구조조정을 위한 적절한 제도를 마련함으로써 구조조정의 성공 기대감을 높이고 있음
- 3) 부채 구조조정은 단기적으로 주가에 부정적이지만 중장기적 관점에서 볼 때 주가에 호재가 될 전망
- 4) 주가 하락으로 밸류에이션 측면에서 매력도 높아져 선제적 구조조정을 한 은행, 주가 하락으로 밸류에이션 매력도가 높은 은행에 대해 매수 관점 접근 권고

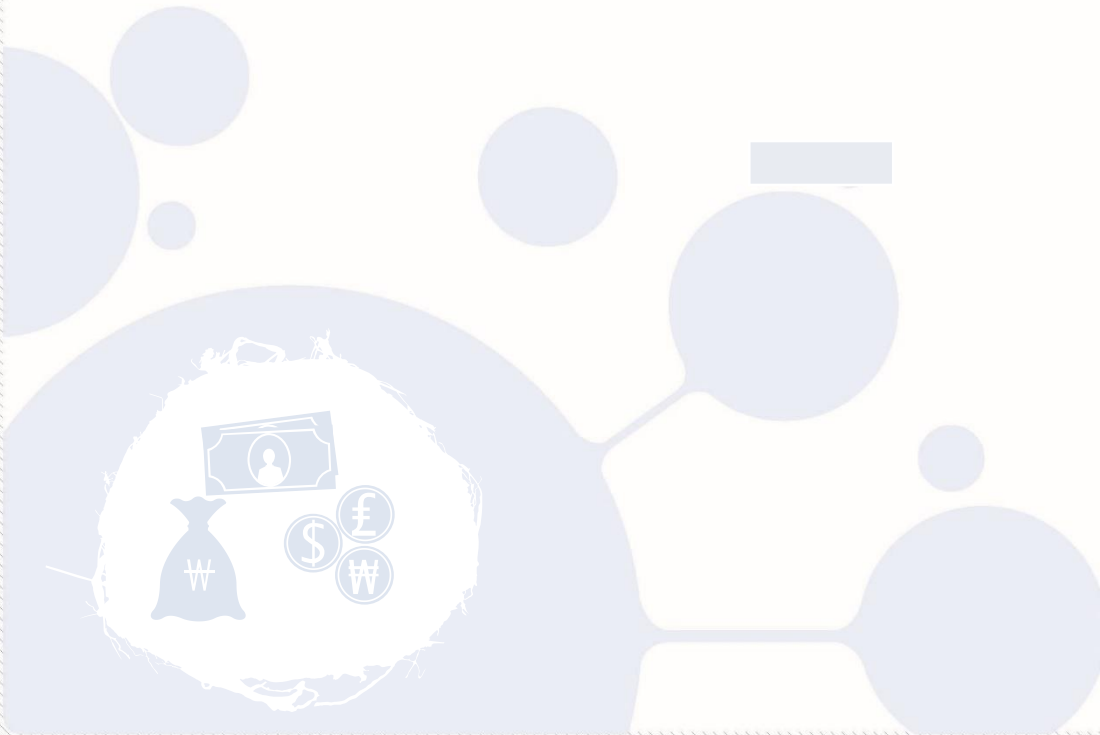
>>> 투자유망종목: 기업은행, DGB금융지주, 신한지주를 Top-Pick으로 추천

- 2019년 은행주 투자 기준은 1) 부채 구조조정에 따른 영향의 정도가 적은 은행
- 2) 선제적으로 구조조정을 추진, 불확실성을 먼저 해소한 은행
- 은행 원화 및 외화 유동성 위험이 높아지는 점을 고려해 3) 저원가성 예금 비중이 높은 은행 투자 권고
- 가계 부채 구조조정 영향이 적고 정부 지원으로 안정적 조달 유지가 가능한 기업은행에 대해 Top-Pick으로 추천
- 기업 구조조정을 선제적으로 진행, 불확실성을 해소한데다 조달의 안정성이 높아 위험이 적은 DGB금융지주를 Top-Pick으로 제시
- 우리은행과 하나금융지주도 구조조정에 따른 추가 충당금 반영을 예상하여 추정치를 하향조정하며 목표주가 하향 조정

은행별 Valuation 비교

	기업은행	DGB금융	신한지주	BNK금융	KB금융	하나금융	우리은행	5대 시중은행
투자판단	BUY	BUY	BUY	BUY	Outperform	Outperform	Outperform	Neutral
목표주가	19,000	11,000	55,000	9,000	55,000	45,000	16,000	
(변경전)	21,000		58,000	13,000	63,000	50,000	19,000	
FY19F PBR(배)	0.53	0.33	0.55	0.31	0.52	0.45	0.52	0.51
FY19F PER(배)	7.6	9.3	10.0	12.1	11.4	12.5	13.5	11.0
FY19F 보통주EPS 성장률(%)	-37.4	-50.2	-35.8	-60.9	-49.0	-59.3	-65.5	-49.4
FY19F 경상ROE(%)	5.8	5.6	5.6	2.6	4.5	3.6	3.2	4.5
FY19F 배당수익률(%)	3.3	3.4	3.0	3.3	2.1	2.1	3.4	2.8
FY19 대손비용률(은행기준)	1.25	1.06	0.78	1.04	0.80	0.81	0.77	0.88
FY19 고정이하여신비율(은행기준)	1.36	1.64	0.87	2.06	1.30	0.95	0.86	1.07
FY19 고정이하적립율(은행기준)	85.6	135.5	152.7	98.9	102.7	94.1	136.8	114.4
FY19 Cost Income ratio(은행기준)	38.5	53.2	50.4	49.5	55.4	51.5	55.6	50.3
2019년 1월 21일	13,700	8,340	40,600	6,950	46,100	37,800	14,800	
시가총액(십억원)	45,070	1,411	96,159	1,344	92,431	56,746	49,822	340,228

Part I 구조조정의 서막

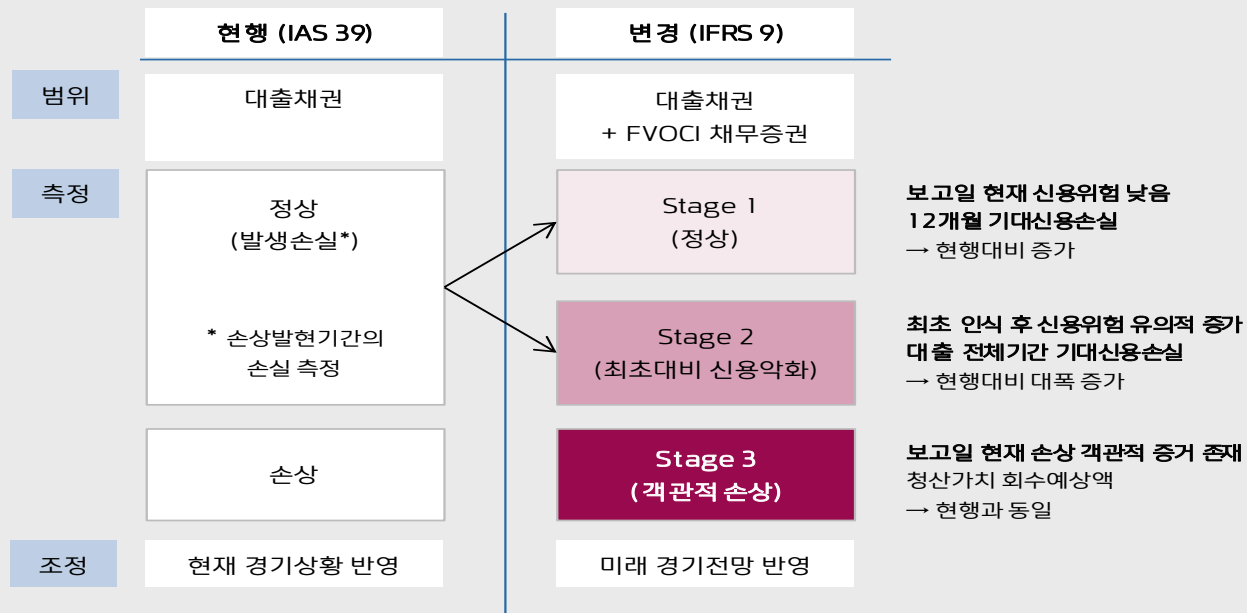


I. 구조조정의 서막

◎ 부채 구조조정의 핵심은 변경된 회계 기준인 IFRS 9의 적극적 적용

- IFRS 회계제도를 도입하면서 국내 은행은 FLC 방식의 K-GAAP에서 내부등급법(경험손실을 중심) 방식으로 충당금 적립 방식을 변경한 바 있음
- 2018년부터 IFRS 9 도입 : FLC (예상 손실률) 을 반영하여 충당금을 적립할 수 있도록 가능 범위를 확대
 - 이자보상배율, RTI, DSR 등 차주의 채무상환능력을 평가하여 채무 상환 능력 열위 차주에 대한 여신 재 분류, 충당금 적립이 가능해 짐
 - 실무적으로는 개별법 대상을 확대, 추가적으로 충당금을 추가로 쌓을 수 있도록 한 것이 IFRS 회계 제도의 핵심적인 변경 사항

IFRS 9 도입에 따른 충당금 적립 방식 변경 내용



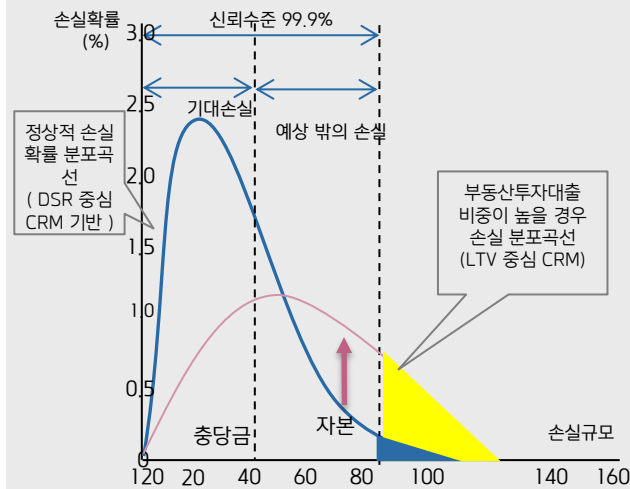
자료: 키움증권 정리

I. 구조조정의 서막

◎ 이전 방식의 회계 기준은 총당금 과소 적립, 나아가 구조조정 지연의 요인으로 작용

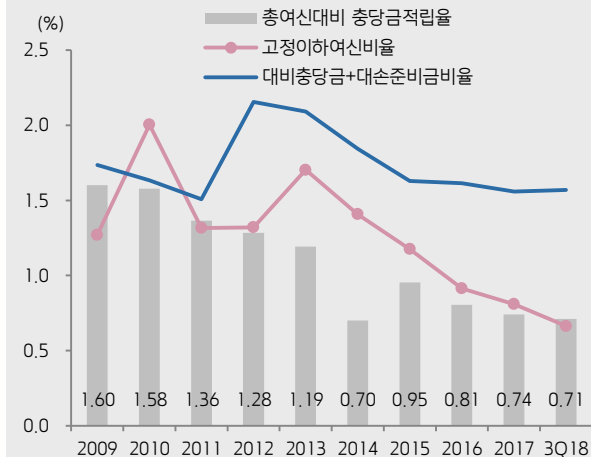
- 부도율, 연체율 등과 같은 과거 수치를 기반으로 한 총당금 적립 방식은 1) 실물 경기 및 부동산 경기 호황 시점, 2) 금리 인하에 따라 이자 부담이 낮아지는 시점에는 차주의 채무상환 능력 대비 총당금이 과소 계상되는 현상이 나타남
 - 과거 방식의 총당금 적립 기준을 적용한 대손준비금 포함한 총당금 규모는 큰 변화가 없는 반면 실질 총당금 수준은 고정이하여신 비율이 하락하면서 과거 대비 절반 수준으로 하락함
- 이전 기준으로 적립한 대손준비금을 2017년부터 보통주 자본을 인정함으로써 최저 총당금 적립율의 의미도 사실상 사라짐
 - 대손준비금 : 최저 적립율(가계 기준 정상 1%, 요주의 10% 이상, 고정 20%이상, 회수의문 50%이상) - 경험손실률 하 IFRS 총당금
- 차주간 채무상환 불이행 위험에 대한 상호 의존성이 높아지면서 FLC 방식의 총당금 도입의 필요성이 부상
 - 부동산 투자목적 대출의 비중 증가, 저금리 장기화에 따른 과잉 유동성 지속 등으로 차주간 채무 상환 불이행 위험의 의존성 급증
 - 채무상환 능력이 낮은 차주에 대해서도 자금 공급이 지속, 과도한 신용 증가의 요인으로 작용

정상국면과 비정상국면하에서 손실확률 분포곡선 비교



자료: 키움증권

회계기준 변경으로 총당금 적립률 하락



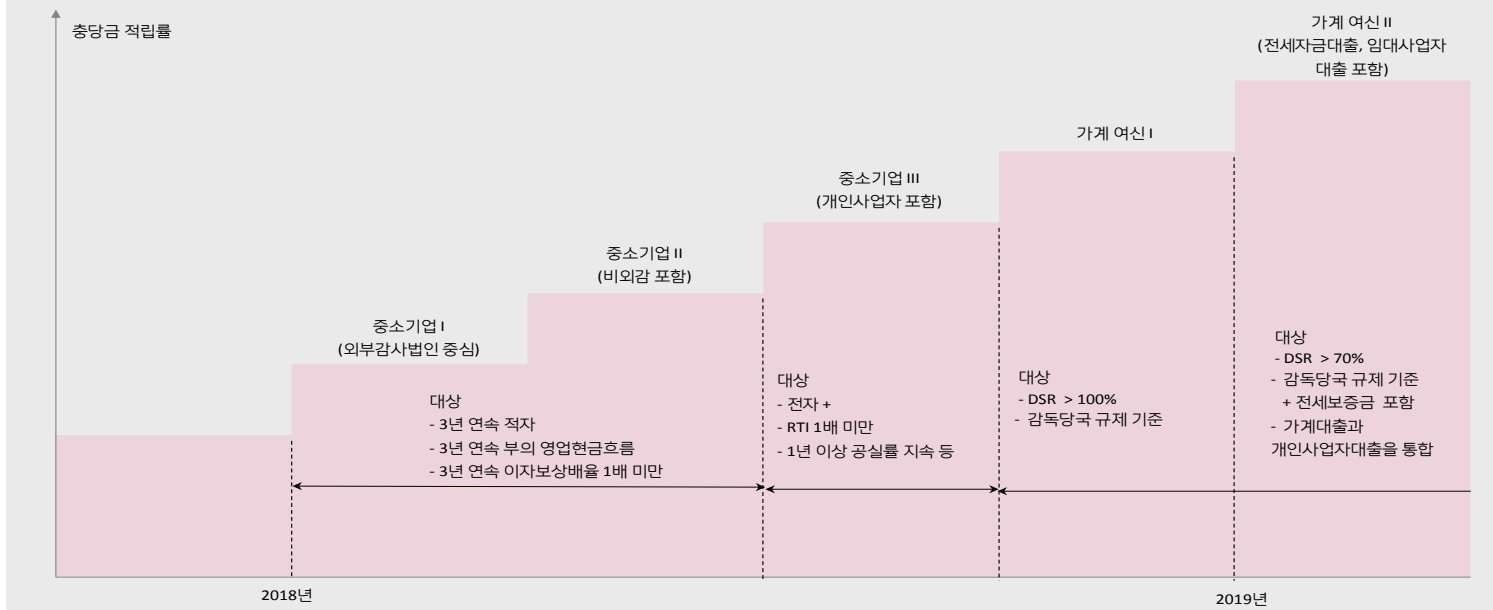
자료: 5대 시중은행

I. 구조조정의 서막

◎ IFRS 9의 적극 활용은 기업 및 가계 부채의 적극적 구조조정을 시사함

- 금융감독원의 적극적 권고 이후 국내 은행은 2018년 4분기부터 IFRS 9, 즉 FLC 방식을 적극 도입하려 할 것으로 예상
 - 채무상환 능력 중심의 건전성 분류 방식을 대형 외감법인부터 시작하여 비외감, 개인사업자, 가계여신까지 점차 확대될 것으로 예상
 - 단기적으로 대규모 총당금 발생에 따른 이익 감소 요인으로, 은행업종 주가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상
- 부도율 중심 → 채무 상환 능력 중심의 건전성 분류 기준 변경은 한계 차주 정의의 변경으로 한계 차주의 구조조정을 시사하는 정책 변화임
 - 외감기업, 비외감 기업 뿐만 아니라 장기 공실 상태인 임대사업자, 부동산 과다 투자자에 대한 구조조정을 시사함
 - 중장기적 관점에서 볼 때 선제적 총당금 적립을 통해 구조조정을 주도, 불확실성을 해소한다는 측면에서 주가에 긍정적 영향을 미칠 것

은행의 총당금 적립 방식의 변경과 향후 전망



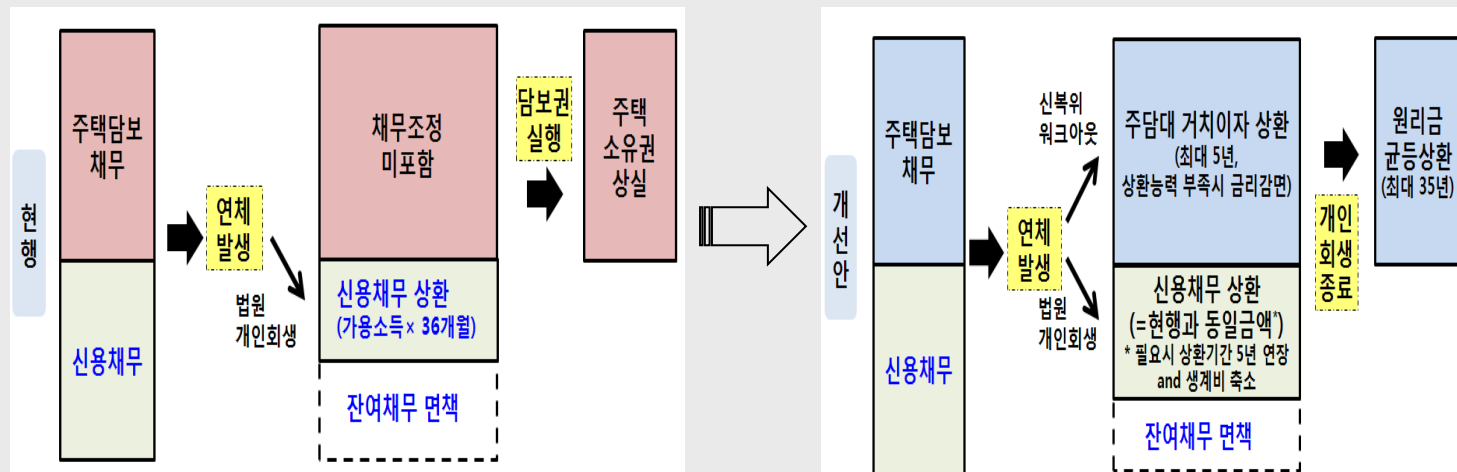
자료: 국내 은행, 키움증권, 주: 중소기업 III부터는 키움증권 추정

I. 구조조정의 서막

◎ 담보채무에 대한 별제권의 제한, 가계 부채 구조조정의 시작

- 신용회복위원회의 주담대 채무조조정과 법원 개인회생의 신용대출 채무조정을 동시에 하는 개인 회생 연계형 채무재조정 프로그램 도입
 - 채무조정안 승인 시 별제권(담보대출 채권자는 채무 재조정 전에 담보 처분을 통해 먼저 회수할 수 있는 권리)을 한시적으로 제한하는 조치임
 - 대상자를 주택가격 6억 이하, 연소득 7천 만원 이하, 실거주 주택 대상 담보대출 차주로 제한하였으나 사실상 대다수가 이에 해당될 것으로 추정
- 은행 주택담보대출의 근본적 시스템을 변경하는 조치로 단기적으로 매우 부정적인 뉴스로 평가
 - 향후 채무재조정을 신청하는 차주가 급증, 은행 건전성이 급격히 악화될 가능성이 높아짐
 - 별제권이 상당 수준 제한됨에 따라 LTV 제한 등 담보 위주의 여신 관리 체계에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 예상됨
 - LTV 중심의 대출 체계에서 DSR 중심의 대출 체계로 변경 과정에서 은행의 대출 태도가 보수화될 가능성이 높음

주택담보대출 채무조정 활성화 방안



자료: 금융위원회, 신용회복위원회

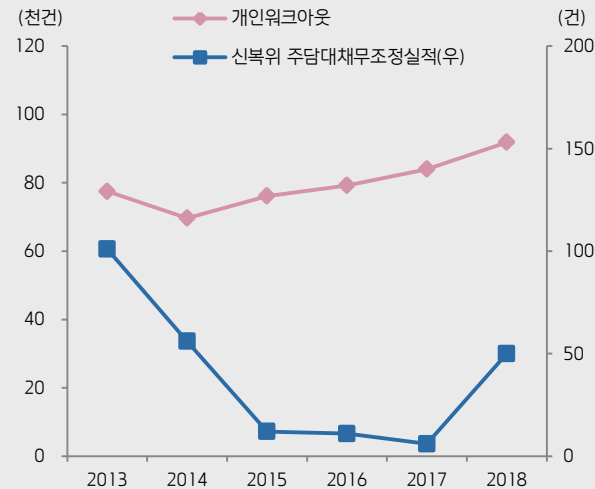
I. 구조조정의 서막

◎ 개인회생 연계형 채무재조정 프로그램 도입 시 채무재조정 신청자 급격히 증가할 것으로 예상

채무재조정 신청자 증가 요인

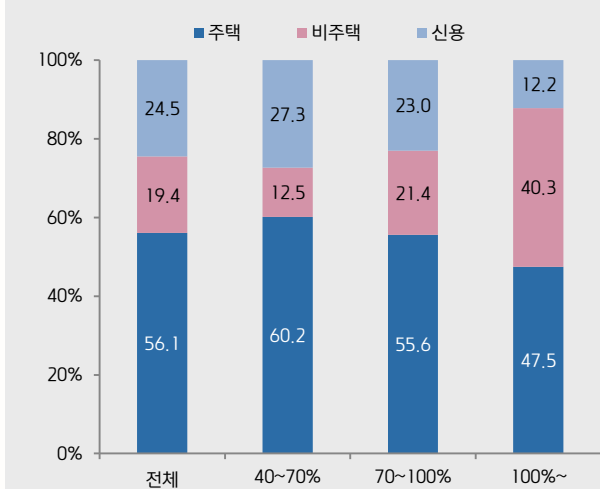
1. 대다수 한계채무자가 담보대출과 신용대출을 함께 보유한 차주라는 점임
→ 그 동안 신복위를 통한 주담대 채무재조정과 개인 회생을 통한 신용대출 채무재조정을 병행하는 것이 현실적 불가능했음
 2. 담보 물건의 매각, 경매 과정에서 발생하는 자산 가치 하락의 피해를 피할 수 있음
 3. 정부의 대출 규제 강화, 은행의 대출태도 보수화 등으로 추가 차입을 통한 원리금 상환이 어려워지고 있음
 4. 채무재조정 신청 시 연체이자 면제, 상환 기간 연장, 최저금리 적용 등 실질적 혜택이 매우 큼
- 이론적으로 볼 때 개인 워크아웃 대상자의 상당수가 담보채무와 함께 워크아웃을 신청할 가능성이 높음

개인 워크아웃의 연도별 추이



자료: 신용회복위원회, 금융위원회

DSR 수준별 담보 및 신용 대출 비중



자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

I. 구조조정의 서막

◎ 정부, 부채 구조조정을 통해 자원 배분의 효율화 및 국가 경쟁력 제고 유도

Step I : 부채 구조조정을 위한 기반 마련

→ IFRS 9 회계 적극 도입 유도 통한 한계 차주 구조조정 기반 마련 / 별제권 제한 등 가계부채 구조조정을 위한 기반 마련

Step II : 한계 차주에 대한 적극적 구조조정 추진 및 지원

- 1) 중소기업 : 한계 중소기업에 대한 채무재조정 프로그램 조기 가동 및 혁신형 중소기업 발굴 및 정책적 지원
- 2) 임대사업자 : RTI 비율 100% 이하 사업자, 공실 발생 사업자 등에 대한 채무재조정 및 임대료 인하 유도
- 3) 다주택자 : 다주택자의 주택 매각 지원 및 정부의 자산 매입 후 임대주택 전환 프로그램 활성화 지원

Step III : 구조조정 과정에서의 부작용 해소

- 1) 전세 보증보험 가입 확대 유도, 시장 구조 재편을 통한 거래 활성화 유도 등
- 2) 다주택자 가계 : 다주택자의 주택 매각 지원 및 정부의 자산 매입 후 임대주택 전환 프로그램 활성화 지원

정부 주도 구조조정 정책과 향후 예상되는 정책 방향

항목	주요 조치	주요 내용
Step I : 구조조정 기반 마련	1) IFRS 회계 기준의 도입 및 적극 활용 2) 주택담보대출 채무재조정 활성화 방안 도입 3) 기준금리 인상, 부동산 규제 강화, 고용 규제 강화 등	이자보상배율, RTI, DSR 등 채무상환 능력 열위기업에 대한 구조조정 기반을 마련함 신용대출자에서 비중이 높은 주담대 가계차주까지 확대해 채무재조정 활성화 유도 제한 경제 여건 마련을 통해 한계 차주가 자발적 구조조정을 할 수 있도록 유도함
Step II: 한계 차주에 대한 적극적 구조조정 추진 및 지원	1) 중소기업 구조조정 2) 임대사업자 및 개인사업자 구조조정 3) 다주택 보유 과다채무자 구조조정	한계 중소기업에 대한 채무재조정 프로그램 조기 가동 및 혁신형 중소기업 발굴 및 정책적 지원 RTI 비율 100% 이하 사업자, 공실 발생 사업자 등에 대한 채무재조정 및 임대료 인하 유도 다주택자의 주택 매각 지원 및 정부의 자산 매입 후 임대주택 전환 프로그램 활성화 지원
Step III : 구조조정 과정에서의 부작용 해소	1) 전세 가격 하락에 따른 임차인 손실 증가 2) 부동산 거래 감소에 따른 구조조정비용 증가, 경기 침체 가속화	전세금 반환보증보험 제도 활성화 및 임대인 신용평가 시스템 도입 등 부동산 시장 체계 개편 (매도 호가 중심 → 매수·매도가, 체결가 중심) 정부의 시장 개입 등 Market maker 기능 도입, Short Sale 제도 도입 검토
Step IV : 구조조정 과정에서의 부작용 해소	1) 프랜차이즈 등 자영업 규제 강화를 통한 산업 보호 2) 은퇴 후 소득 지원 확대 정책	은퇴 계층의 자영업, 부동산임대업 전환을 제한, 관련 산업 보호를 통해 수익 회복 유도 은퇴 기간 연장 유도, 은퇴 후 소득 지원 확대 통해 은퇴 연령에 대한 지원정책 실시

자료: 키움증권 정리

Part II 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

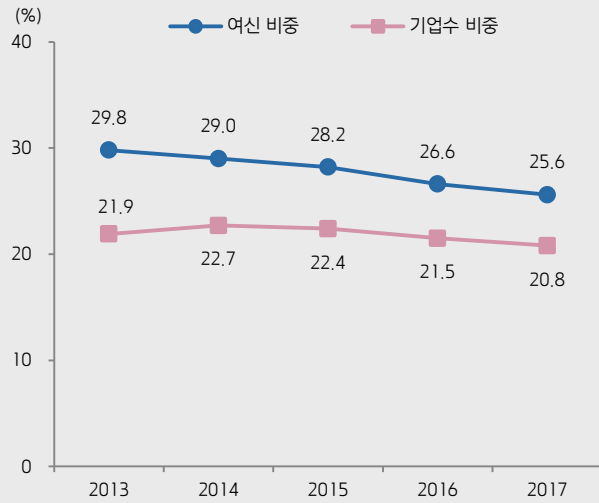


II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 이전 정부의 경기 부양책은 한계기업에 대한 구조조정을 미룬데 불과한 것으로 평가

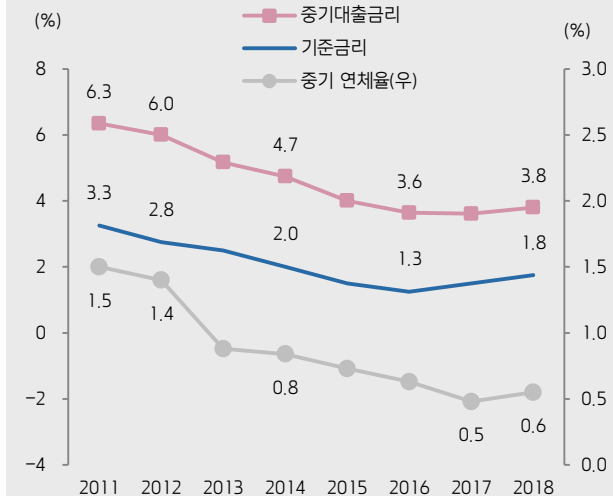
- 이전 정부의 저금리 정책과 부동산 부양책 중심의 경기 부양책에도 한계기업의 비중은 전체 여신의 ¼을 차지하는 것으로 나타나
(기업 수 기준 2013년 21.9% → 2017년 20.8% / 여신 비중 29.8% → 25.6%)
→ 여신 비중이 감소한 것은 선제적 구조조정 보다는 조선업종 관련 대기업의 부실화로 관련 기업 여신의 상각이 상당 부분 진행된 탓
- 높은 한계기업 비중에도 정부의 저금리 정책 이후 은행의 완화적 대출태도, 대출금리 인하 영향으로 연체율은 가파르게 하락함
→ 은행의 중소기업 연체율은 2011년 1.5%에서 2017년 말 0.5% 수준까지 하락함

중소기업 내 취약업종 비중과 추이



자료: 한국은행 금융안정보고서, 금융감독원

중소기업 대출금리와 연체율 추이



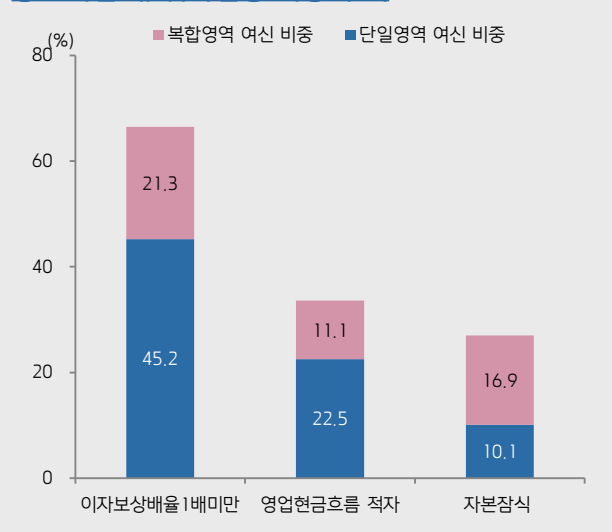
자료: 한국은행 금융안정보고서, 금융감독원

II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 금리 인상 등 여건 악화 시 한계기업 상황 악화 예상

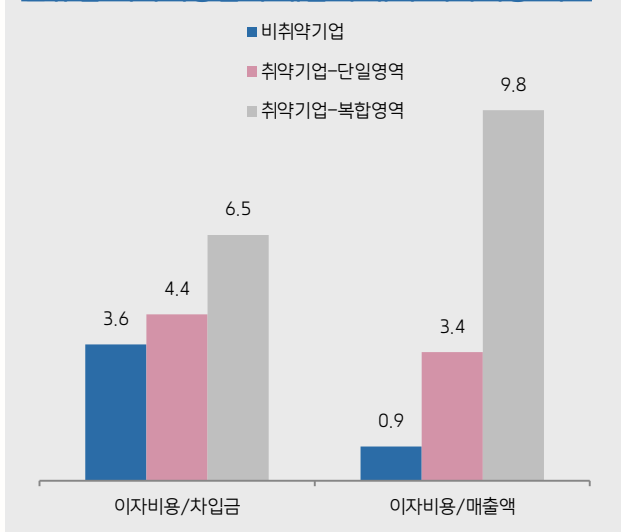
- 채무상환 능력 중심 대신 부도를 중심의 회계 기준 적용으로 취약 기업과 비 취약 기업간 금리 격차 적게 나타나
→ 이자보상배율 1배 미만 기업 등 채무 상환 능력이 떨어지는 취약기업과 비취약기업간 금리 격차는 0.8% 이내로 낮아
→ 자본잠식, 영업현금 흐름 적자 등 확연히 부실화 징후가 보이는 기업 간 금리 격차는 상대적으로 큰 것으로 나타나
- 기업의 채무상환 능력이 낮은 기업 내에서 이자보상배율 > 영업현금 흐름 적자 > 자본 잠식 순으로 많은 것으로 추정
→ 이자보상배율 3년 연속 1배 미만 기업 수는 45.2%로 가장 많은 비중을 차지하는 것으로 나타나
→ 향후 정부의 기준금리 인상으로 인한 대출금리 인상 등은 취약업종 구조조정을 유발할 요인이 될 수 있음
- 향후 기준금리 인상, 대출태도 변화 등으로 기업에 대한 대출금리를 높일 경우 한계기업의 채무상환 불이행 위험은 크게 증가할 듯

중소기업 내 취약업종 비중 추이



자료: 한국은행 금융안정보고서

분류별 이자비용률과 매출액 대비 이자비용 비교



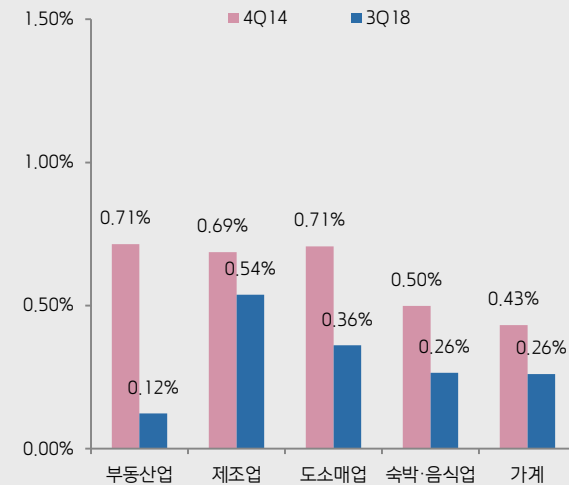
자료: 한국은행 금융안정보고서

II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 채무상환 능력 열위 기업은 음식숙박업, 부동산업 등 비 제조업 비중이 높은 것으로 나타나

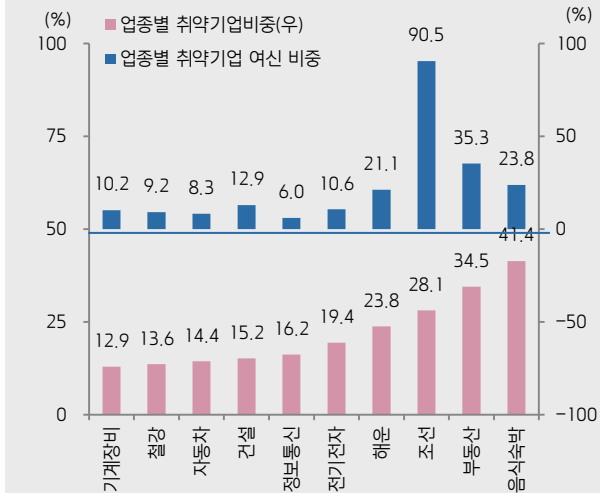
- 업종 별로는 음식, 숙박업과 조선, 해운업 등이 상대적으로 비중이 높은 것으로 나타남
 - 업종별 취약 기업과 업종별 여신 비중이 차이가 나는 이유는 부동산, 음식 숙박업의 경우 비외감, 개인사업자 비중이 높기 때문
 - 업종별 취약 기업 내 조선, 해운업의 비중이 높은 이유는 산업은행 등 국책은행 비중이 높기 때문
- 취약 기업의 비중과 달리 연체율은 부동산업, 숙박, 음식점업이 상대적으로 높게 나타남
 - 제조업 연체율 0.54%로 높은 반면 도소매업 0.36%, 숙박 음식점업 0.26%, 부동산업 0.12%로 낮게 나타남

시중은행의 업종별 연체율 비교



자료: 4대 은행

재무 취약기업의 업종별 비중 비교



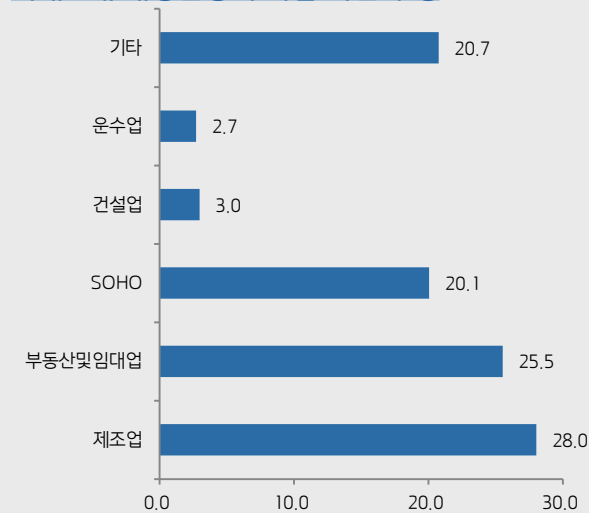
자료: 한국은행 금융안정보고서

II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 기존 방식의 건전성 분류와 충당금 적립 방식, 연체율 낮은 부동산 관련 업종 여신 확대의 계기로 작용

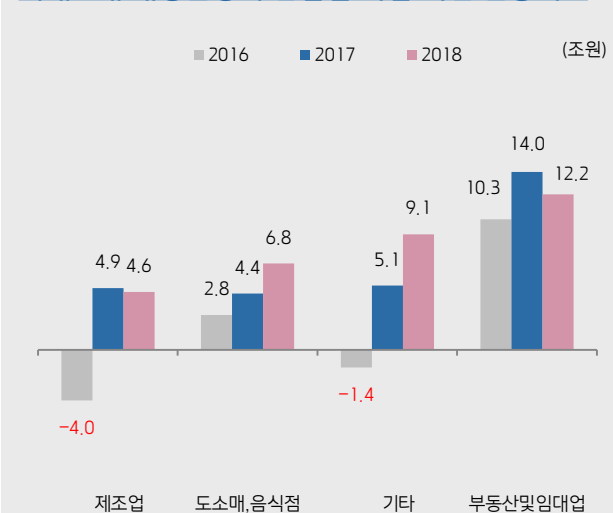
- 경험손실률 중심의 충당금 적립 방식은 은행의 대출태도에 영향을 미침으로써 자금 공급의 왜곡을 유발함
 - 지난 2~3년 간 은행은 취약 기업 비중이 높은 부동산 임대업, 도소매 등에 대해 여신 공급을 확대해 왔음
- 부동산 임대업, 도소매, 음식 숙박업 등 비제조업 여신 공급을 은행이 늘린 이유는 ?
 - 부동산 시장 호황 지속에 따른 담보가치 안정, 가계의 투자 수요 증가, 여신 공급 증가에 따른 연체율 하락이 주된 이유
 - 기업의 재무상환 능력보다는 부도율, 회수율 등 경험치를 기준으로 건전성을 분류한 결과 한계 기업 대부분이 정상기업으로 분류
- 차주의 채무상환능력을 평가하여 충당금을 적립하는 IFRS 9 도입 확대 시 한계 기업 구조조정 가속화 불가피할 것으로 예상
 - IFRS 9 적용 한도를 확대할 경우 여신 규모가 작아 제외되었던 부동산, 음식 숙박업 등 개인사업자에 대한 구조조정 본격화 예상

국내 5대 대형은행의 기업 여신 구성



자료: 금융감독원 금융통계정보 시스템, 2018년은 '17년 9월~'18년 9월 기준
주: KB, 신한, 우리, 하나, 농협은행 기준

국내 5대 대형은행의 산업별 기업 여신 순증비교



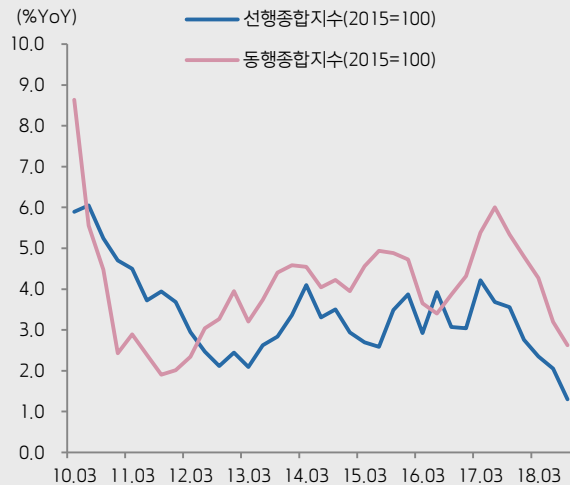
자료: 금융감독원 금융통계정보 시스템, 2018년은 '17년 9월~'18년 9월 기준
주: KB, 신한, 우리, 하나, 농협은행 기준

II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 전반적인 경기 침체 심화, 기업 구조조정 필요성 증대요인

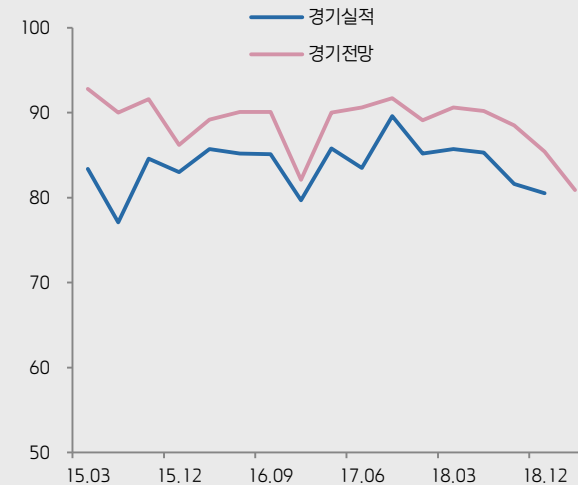
- 경기 침체가 가속화되면서 한계기업에 대한 구조조정 요구 점차 증가할 것으로 예상
→ 선제적 구조조정을 통해 자금이 경쟁력 있는 기업에 집중될 수 있도록 해야 할 필요성 높아짐
- 정부, 기술 혁신 기업 등에 대한 적극적인 자금 지원 및 육성 전략 추진하려 함
→ 경기 침체 속도가 빨라질 경우 은행 주도의 기업 구조조정 속도 더 빨라질 가능성이 높음

경기 선행지수, 동행지수 증가율 추이



자료: 통계청

중소기업 건강도지수(SBHI) 추이



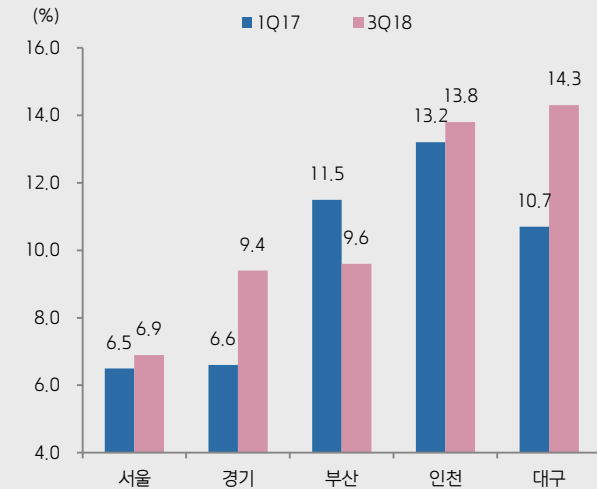
자료: 중소기업중앙회

II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 부동산 임대업, 대표적인 구조조정 대상 영역이 될 전망

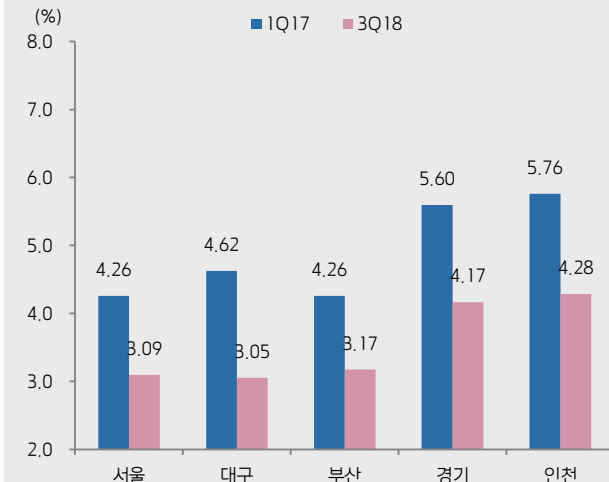
- 서울 지역 상가 기준 매장의 임대수익률은 대출금리를 하회, 대다수 매장의 이자보상배율이 1배를 하회하는 것으로 추정
→ 서울 지역 임대수익률 : 중대형 2015년 3분기 3.57% → 3.09%, 소형 2015년 3분기 2.98% → 2.38% 기록
- 자영업 경기 악화, 상가 공급 물량 증가로 상가 공실률, 경기와 인천 지역을 중심으로 가파르게 상승
→ 경기 9.4%, 인천 13.8%, 대구 14.3%로 상대적으로 높게 형성되고 있음
- 경기 및 인천 지역의 경우 임대수익률을 낮추어 공실률을 낮출 수 있는 개연성이 존재함
→ 경기 및 인천 지역의 임대수익률은 4.17%, 4.28%로 서울 지역 대비 1%p 이상 높은 것으로 나타나

공급 증가로 상가 공실률 가파르게 상승



자료: 한국감정원, 중대형 상가 기준

과잉공급 문제 심화되면서 소득수익률 하락



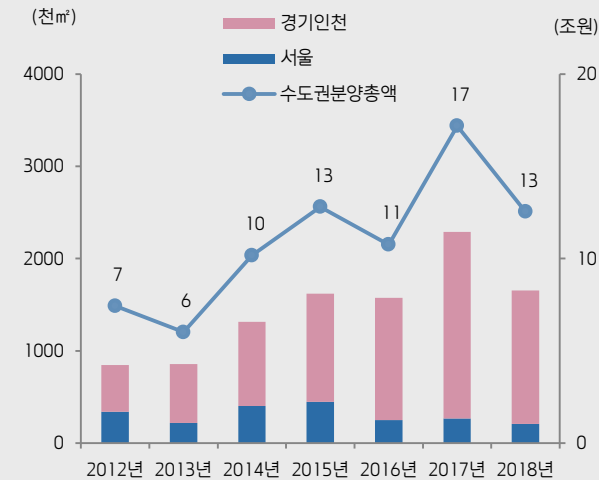
자료: 한국감정원

II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 낮은 투자수익률에도 지속적인 공급 확대, 부동산 임대업 구조조정이 필요한 이유

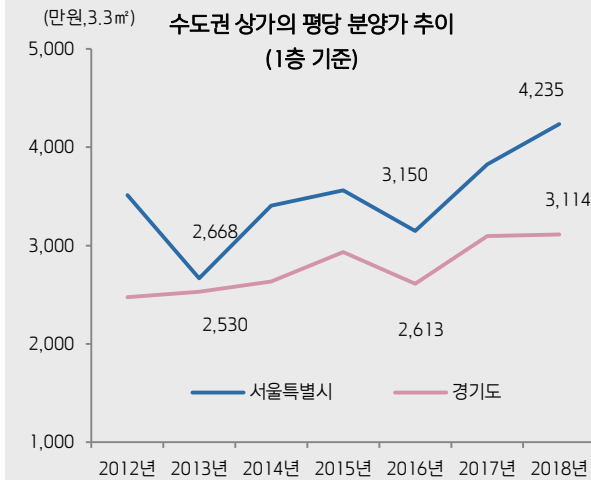
- 경기 침체와 공급 증가에도 은행, 부동산업체의 적극적인 Sales 영향으로 분양 물량 지속적으로 증가함
→ 2017년 수도권 분양 물량 총액이 17조원에 달했으며 2018년에도 13조원에 달하는 것으로 추정
- 상가 분양가격은 경기 여건과 상관없이 가파르게 상승하고 있는 것으로 나타나
→ 서울 지역 1층 평균 분양가격은 2018년 3.3㎡ 당 4,235만원으로 2016년 대비 34% 상승함
→ 높은 분양가는 높은 임대료의 원인으로 작용, 궁극적으로 공실률 상승에 기여하는 것으로 추정
- 상가 임대차 보호법 개편, 임대료 인하 등 공실을 위한 자발적 조정을 제약하는 요인으로 작용
→ 2019년 1월 : 세입자의 재계약 요구권이 5년에서 10년으로 확대, 권리금 보호 기간이 3개월에서 6개월로 확대
→ 2018년 1월 : 월세 인상률 9% → 5%로 인하, 서울 4억 → 6.1억 원, 과밀 억제권 3억 → 5억 이하 등으로 대상범위 확대

투자 수요 물리면서 상가 분양 물량 급증



자료: 부동산114

투자 수요 증가하면서 분양가도 동반 급등



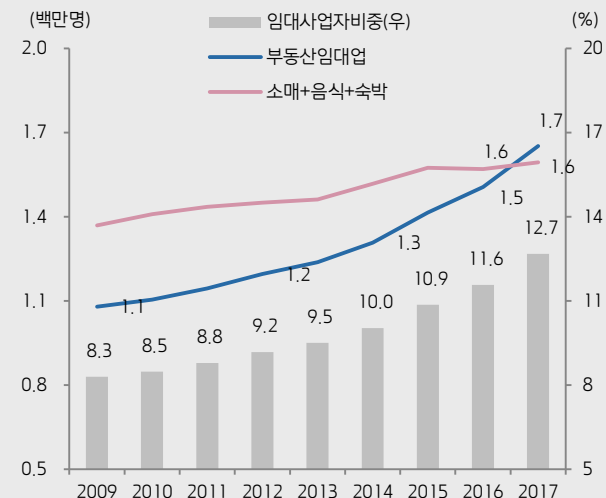
자료: 부동산114

II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 부동산 거래 위축되면서 정부 주도 구조조정 필요성 증가

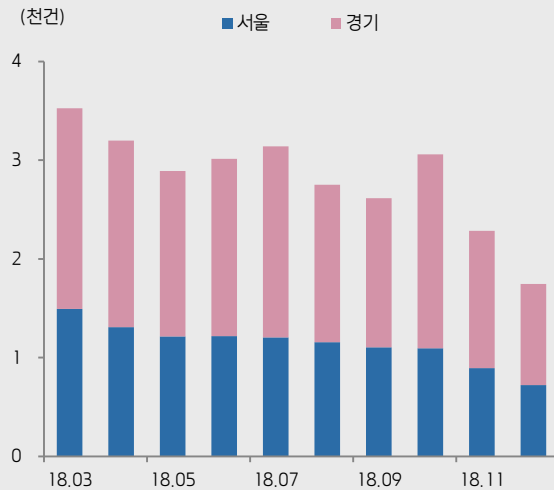
- 저금리 장기화로 투자수요 증가로 상업용 부동산 가격 상승, 거래 증가하면서 임대사업자 신규 진입 급증
 - '18년 1분기 수도권 상업용 부동산 거래 건수는 5만 7천 8백 건으로 '13년 1분기 대비 221% 증가함
 - 임대수익률을 목적으로 하는 전통적인 수익형 부동산 투자자 보다 자본 이득 목적의 고위험 투자자가 늘어났음을 시사함
 - 상업용부동산 투자가 증가하면서 임대사업자의 창업률이 최근 3년 간 17%를 상회한 것으로 나타나
- 거래 증가로 은퇴자의 신규 진입이 증가한 이후 최근 상가 거래가 급감, 매각을 통한 자발적 구조조정이 어려워짐
 - 12월 서울 및 경기 지역의 상가 거래 건수는 1,747건으로 '18년 3월 대비 절반 수준으로 감소함
 - 경기 침체가 장기화되면서 한계 임대사업자에 대한 은행 주도 구조조정의 필요성이 높아질 것으로 예상

임대사업자와 자영업자 추이 비교



자료: 국세청

부동산경기·내수 부진으로 상가거래 급감



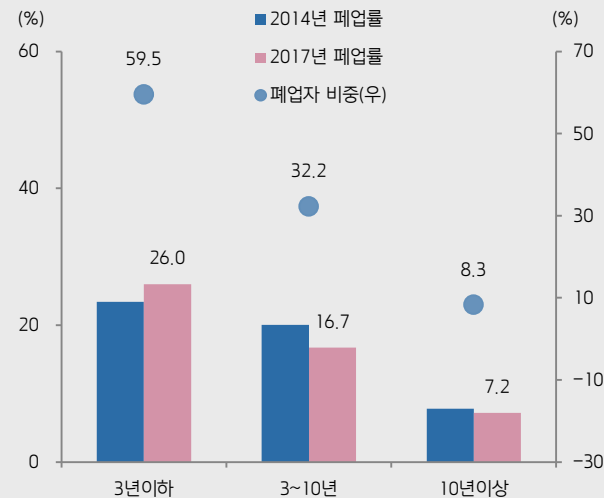
자료: 국토교통부
주: 계약기준

II. 부채 구조조정의 필요성 (1) : 법인 및 개인사업자 부문

◎ 경기 침체로 창업을 대비 폐업률이 가파르게 상승할 것으로 예상

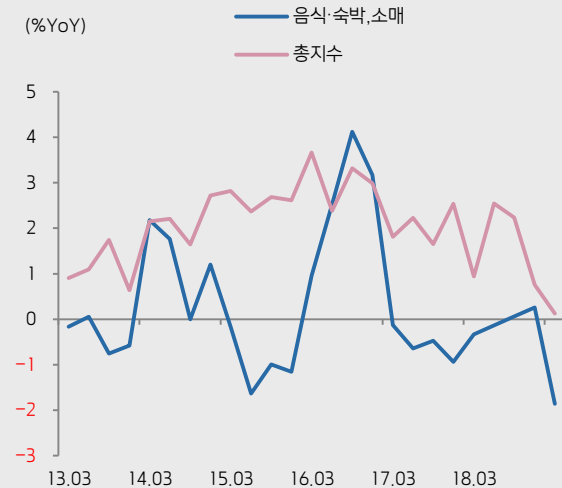
- 자영업 업황 악화로 창업을 대비 폐업률이 높아지는 현상 지속됨
→ 2016년과 2017년 창업률은 각각 17.8%, 17.5%를 기록한 반면 폐업률은 각각 20.4%, 19.5%를 기록함
- 문제의 핵심은 낮은 진입 장벽으로 인한 높은 창업률로 폐업자의 59.5%가 3년 이하 창업자 인 것으로 나타나
→ 3년 이하 폐업률 26%, 3~10년 16.7%로 크게 하락함
- 부동산 거래 침체, 수출 부진 등 전반적 경기 부진으로 자영업 경기 급격히 악화되고 있는 것으로 추정
→ 자영업 신규 진입 억제, 한계 자영업자의 구조조정 등을 통한 경쟁 환경 완화 필요성 증대

소매+음식+숙박업의 영업 기간별 폐업률 비교



자료: 국세청, 일반사업자 기준

서비스업 활동지수 증가율 추이



자료: 통계청

Part III 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

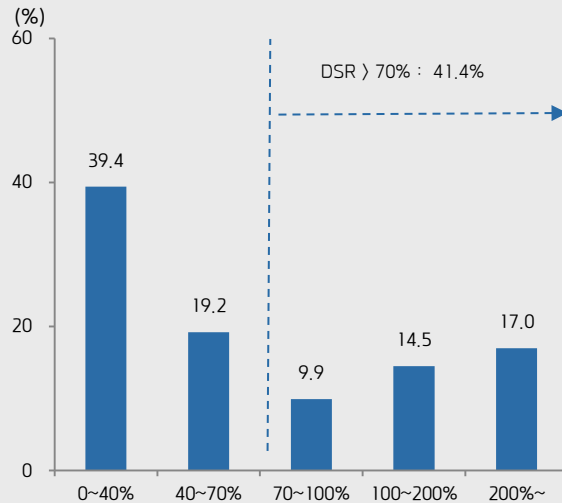


III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

◎ 별제권 제한이 가시화되면서 가계부채 구조조정 필요성이 빠르게 대두될 것으로 예상

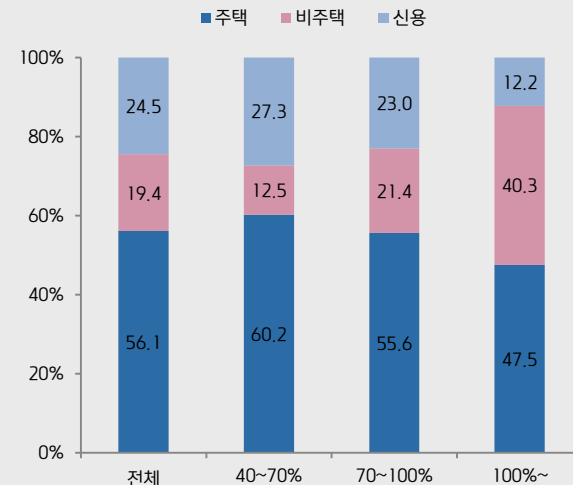
- 구조조정의 출발점은 LTV (담보가치)중심의 여신 관리에서 DSR (소득) 중심으로 여신 체계를 변경하는 것
- 정부, 담보대출의 별제권을 제한하는 한편 담보대출과 신용대출을 통합하여 채무 재조정하도록 제도를 변경함에 따라 은행은 여신관리를 LTV 중심에서 DSR 중심으로 변경하는 것이 불가피해짐
 - 법원 개인회생의 채무조정과 신복위의 주담대 채무조정을 연계함으로써 금융회사의 담보대출에 대한 별제권이 상당 폭 제한됨
- DSR 중심으로 여신 관리를 변경한다는 것은 담보 및 대출 건 별 관리에서 차주별 위험 관리로 변경함을 의미
- DSR 중심으로 여신의 관리 체계 변경 시 여신 상당 차주가 채무상환 능력이 낮아 채무 재조정 필요한 것으로 평가
 - DSR > 70 % 인 가계가 차지하는 비중이 41.4%로 전체 여신의 1/3을 상회하는 것으로 나타나
 - DSR > 70 % 차주의 대부분이 담보대출과 신용대출을 병행하여 보유해 별제권 제한 시 차주의 채무재조정 신청 급증 예상

은행 가계대출 중 DSR 분포 비교



자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

DSR 수준별 담보 및 신용 대출 비중



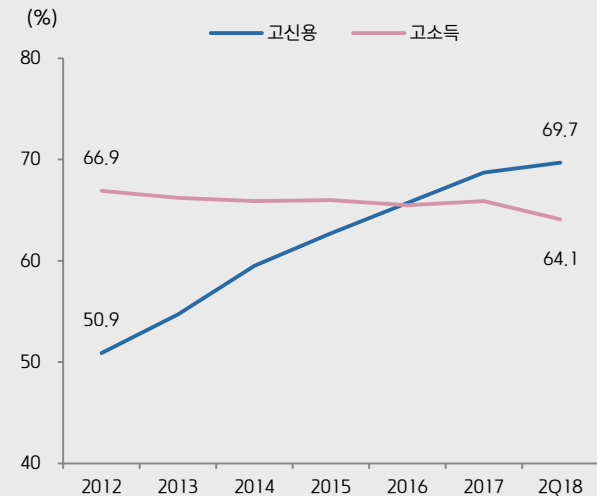
자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

◎ DSR 중심으로 관리 기준 변경 시 구조조정 대상은 고신용자 계층

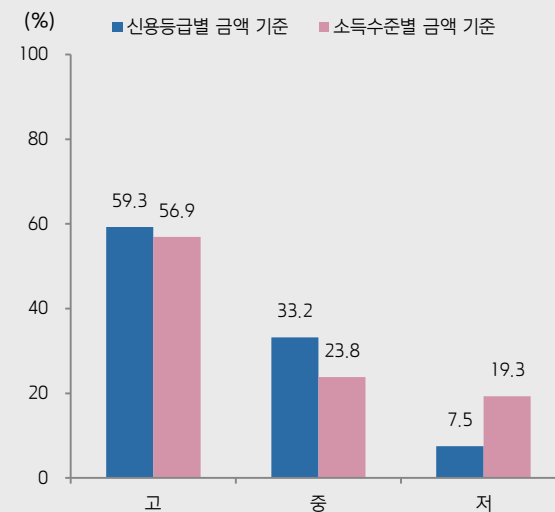
- 담보대출과 신용대출의 채무상환 불이행 위험을 별건 관리한 결과 고신용자에 대한 은행의 과도한 대출 공급 전개됨
 - 고 신용자의 가계대출 비중은 2012년 50.9%에서 2018년 69.7%까지 증가함
 - 저금리 기조 하에서 은행간 과도한 대출 경쟁이 전개되면서 우량 차주에 대한 신용등급 세일이 전개된 것이 근본적인 이유
- 고신용자, 고소득층에 대한 완화적 대출 태도로 인당 대출 규모의 인플레이션 현상 발생
 - DSR 100% 상회하는 차주의 60% 내외가 고소득층, 고신용자인 것으로 나타나
 - 담보가치, 또는 신용등급만을 믿고 소득 대비 무리하게 대출을 제공한 것이 한국 가계 부채 문제의 근원적 배경

고소득, 고신용 차주의 가계대출 비중



자료 : 한국은행 금융안정보고서

DSR 100% 초과 차주의 등급 및 소득 분포



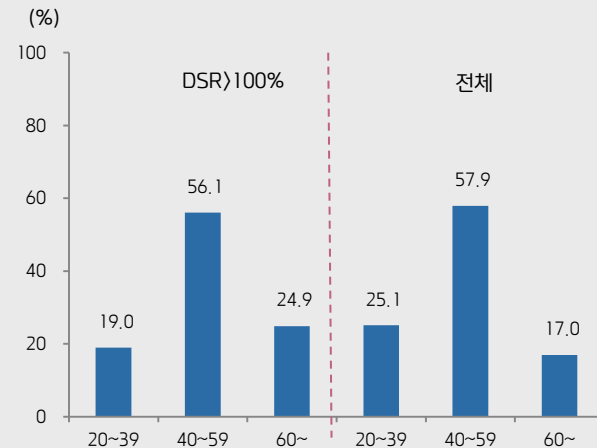
자료 : 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

◎ 가계부채 구조조정의 주요 대상은 취약 계층이 아니라 고연령 계층의 다주택자

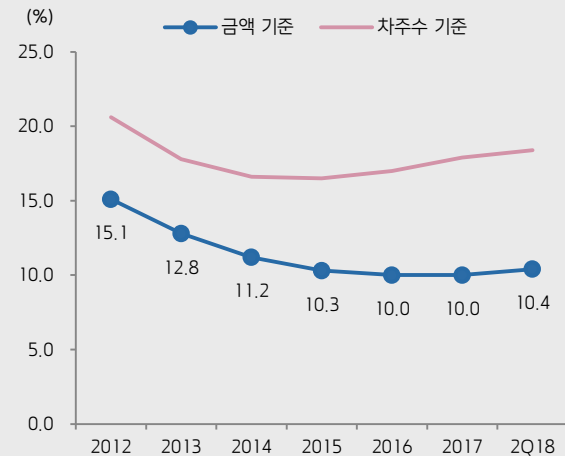
- 가계부채 구조조정의 핵심 대상은 고신용자 ≒ 고소득층 ≒ 40~60대 연령층 ≒ 다주택자 or 임대사업자
→ 은퇴 후 노후 대비를 위해 주택담보대출, 임대사업자대출, 전세자금대출 등 은행 대출과 전세보증금 등을 활용하여 높은 레버리지로 부동산에 투자한 세대로 추정
- 해당 계층의 구조조정 필요성
 - 고 연령층의 경우 주거용 주택보다 투자 목적의 주택을 보유, 전세보증금, 임대사업자대출 등 실질 DSR이 매우 높다는 점임
 - 고 연령층은 향후 은퇴 등의 요인으로 소득의 감소 시 DSR의 상승 가능성이 높다는 점임
 - 자산 가격 하락, 거래 감소 등 자산 시장 침체로 자발적 구조조정의 여력이 낮아지고 있다는 점임
 - 다주택자가 부실화될 경우 이에 따른 피해가 은행뿐만 아니라 임차인까지 확산될 가능성이 높기 때문
- 취약계층, 구조조정 대상이지만 전체 여신의 10.4%로 부실화 전개 시 금융시장 등에 미치는 영향은 제한적임

DSR 100% 초과 차주의 연령별 분포



자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

취약계층이 은행 여신에서 차지하는 비중



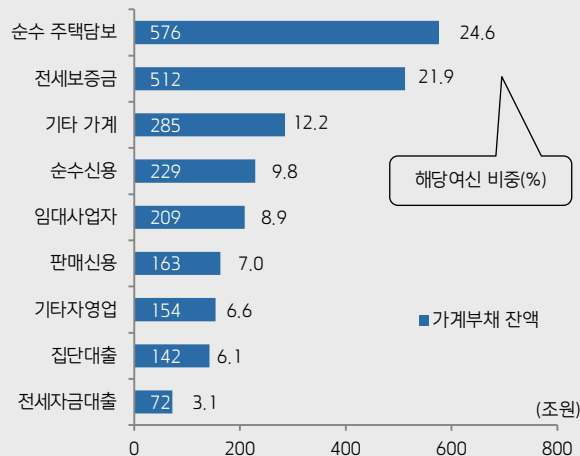
자료: 한국은행 금융안정보고서, 2018년 2분기 기준, 금액 기준

III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

◎ 다주택자의 부동산 투자 목적 부채, 구조조정의 대상이 될 것으로 예상

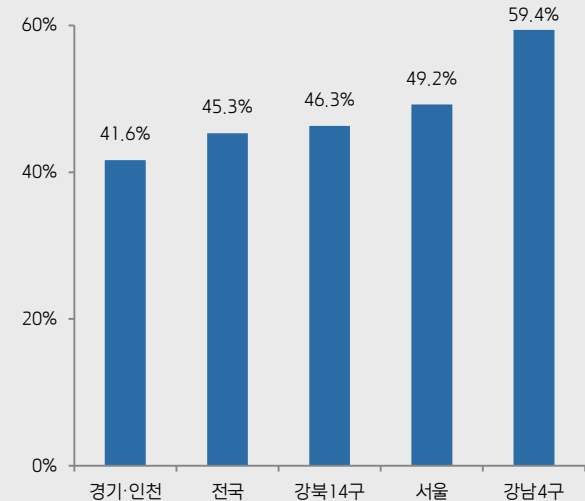
- 다주택자의 부채의 양과 질, 1주택자 등 일반적 차주에 비해 매우 열위에 있는 것으로 평가
 - 레버리지 수준이 1 주택자 차주와 비교해 볼 때 과도하게 높다는 점임
 - 순수 주택담보대출 비중이 낮고 전세보증금, 집단대출, 임대사업자대출, 전세자금대출 등이 비중이 높아 부채의 질이 낮음
→ 순수 주택담보대출을 제외한 기타 레버리지 수단은 만기가 1~2년 이내로 짧고 이자만 상환하는 구조임
 - 전체 자산에서 부동산이 차지하는 비중이 높고 소득 내에서도 자산 소득 의존도가 높아 자산 가격 하락 영향을 상대적으로 많이 받는 구조라는 점임
- 가계대출 구조를 볼 때 순수 주택담보대출은 전체 가계 대출의 ¼에 불과한 것으로 분석 (2018년 3월 말 기준)

부문별 가계 부채 잔액과 구성 ('18년 3월 기준)



자료: 한국은행, 금융감독원, 집단대출은 017년 2/4분기 비중을 고려해 추정

거주지별 주택소유자가 임대중인 주택 수 비교



자료: 국토교통부 임대차통계시스템, 키움증권 정리

III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

◎ 다주택자가 보유한 가계 부채, 전체 부채의 절반 이상을 차지하는 것으로 추정

- 주택을 보유한 1천 391만 명 가운데 44.1%인 6,145 천 명이 투자 목적(임대중인) 주택을 보유함
 - 투자목적 부동산 보유한 가계는 당초 통계청 발표 수치인 290만 명에서 임대차 시스템 확인 결과 615만 명으로 증가함
 - 전체 주택 1천 527만 채 가운데 50.5%인 772만 채를 투자목적으로 소유
- 2채 이상 주택에 투자한 가계는 총 873천 명으로 전세보증금 포함 시 400조원 이상의 부채를 보유한 것으로 추정
 - 전세가율이 70~80%까지 상승하면서 전세 보증금 LTV가 주택담보대출 LTV보다 높아진 점이 다주택자 증가의 요인으로 작용
 - 전세보증금 이용한 갭투자가 활성화되면서 신용대출, 전세자금대출, 개인사업자대출 등이 주택투자 목적으로 전용되는 사례 증가
- 다주택자가 보유한 부동산과 부채의 구조조정, 향후 구조조정의 핵심 변수가 될 것으로 예상
 - 전세가격 하락, DSR 규제 강화 등으로 인한 차주의 채무 상황 불이행 위험 지속적 증가 전망
 - 주택 거래 활성화를 통한 자발적 구조조정 유도, 정부의 주택 매입 후 임대주택 전환 등이 핵심적 대책이 될 듯

투자 목적 투자자의 주택보유자 현황

	소유자수(천명)	주택 수	주택수(천호)	자산가격(십억원)	부채금액(십억원)
1채	5,272	1	5,272	1,581,482	948,889
2채	633	2	1,265	379,590	227,754
3채	117	3	352	105,658	63,395
4채	38	4	154	46,194	27,716
5채이상	85	8	677	203,006	121,804
2채이상	873		2,448	734,449	440,669
합계	6,145		7,720	2,315,930	1,389,558

주택을 보유한 가계
가운데 44%에 해당

자료: 국토교통부 임대차통계시스템, 자산가격, 부채금액은 키움증권 추정

III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

◎ 부동산 투자 예시 : 나이 40세, 연 소득 : 6천만 원, 현금 : 3억 원 보유 가정

▪ 나 평범 차장 : 강북 주택 보유자 + 주택담보대출로 경기 지역 아파트를 구매한 사례

- 1) 2015.12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m² 아파트를 5 억 원에 구매 (주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)
 - 2) 2017년 3월 한강 신도시 한라비발디 105.3 m² 아파트 4.5억 원에 구매 (주택담보대출 3억 원, 신용대출 7천 만원, 현금 8천 만원)
 - 3) 상기 아파트를 월세 140만원, 보증금 1천 만원에 임차함
 - 4) 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 4천 만원은 보유 현금으로 지출함
- 보유 아파트 가격은 매입시점 9.5억 원에서 '18년 12월 총 12억 원으로 상승해 2.5 억 원의 이익 실현, 레버리지 배수는 3.6배에서 2.4배로 하락

▪ 김대법 차장 : 강북 주택 보유자 + 경기 지역 Apt 와 서울 목동 지역 Apt를 전세보증금+신용대출을 활용하여 구매한 사례

- 1) 2015.12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m² 아파트를 5 억 원에 구매 (주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)
 - 2) 2017년 3월 한강 신도시 한라비발디 105.3 m² 아파트 4.5억 원에 구매 (전세보증금 3.1억 원, 신용대출 1억 원, 현금 4천만 원)
 - 3) 2017년 9월 목동 청구한신 59.9 m² 아파트를 8억 원에 구매 (전세보증금 6억 원, 임대사업자대출 1.8억 원, 현금 2천만 원)
 - 4) 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 5천 만원은 보유 현금으로 지출함
- '전체 아파트 가격은 매입 시점 17.5억 원에서 '18년 12월 현재 22억 원으로 상승, 4.5 억 원 이익 실현함. 레버리지배수는 7.0배에서 2.9배로 하락

▪ 박 무리차장 : 강북 주택 보유자 + 서울 마포와 성동 지역의 Apt 를 전세자금 대출+ 전세보증금+ 신용대출을 활용하여 구매한 사례

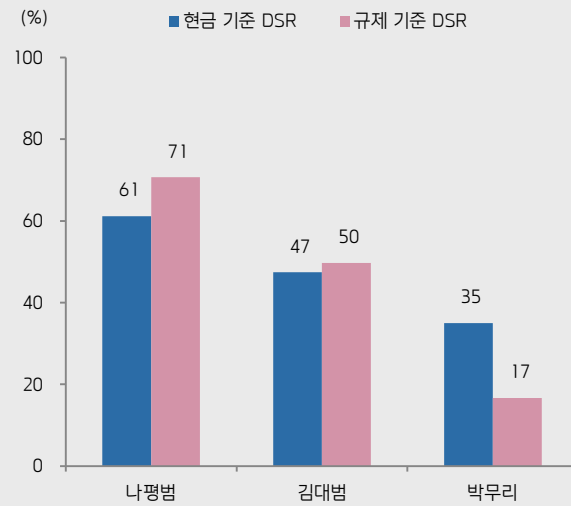
- 1) 2015년12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m² 아파트를 5 억 원에 구매 (주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)
 - 2) 2017년 3월 상기 아파트를 4.8억 원에 임대 후 다시 같은 가격의 동일 아파트를 임차함. 임차 전세자금 대출 3.8억 원을 차입, 주택담보대출 상환
→ 주택담보대출을 전세자금대출로 전환할 경우 대출 한도를 높일 수 있으며 원금 상환 부담을 줄일 수 있어 레버리지 확대 용이
 - 3) '17년 3월 은행에 신용한도 대출 1.2억 원의 한도를 받은 후 서울 숲 푸르지오 59.9 m² 아파트를 6억 원에 구매(전세보증금 5억 원, 현금 1억 원)
 - 4) 사업자 등록 후 '17년 9월 공덕 레미안 2차 59.9 m² 아파트를 6.3억 원에 구매(전세보증금 4.5억 원, 임대사업자대출 1억 원, 신용대출 8천만 원)
 - 5) 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 7천 만원은 보유 현금과 신용대출로 지출함
- 보유 아파트 가격은 매입 시 22.8억 원에서 '18년 12월 현재 총 31.9원으로 9.1 억 원 평가 이익 실현, 레버리지배수는 9.7배에서 3.2배로 하락

III. 부채 구조조정의 필요성 (2) : 가계 부문

◎ DSR 산정 기준의 변경, 다주택자 부채 구조조정의 변수가 될 것임

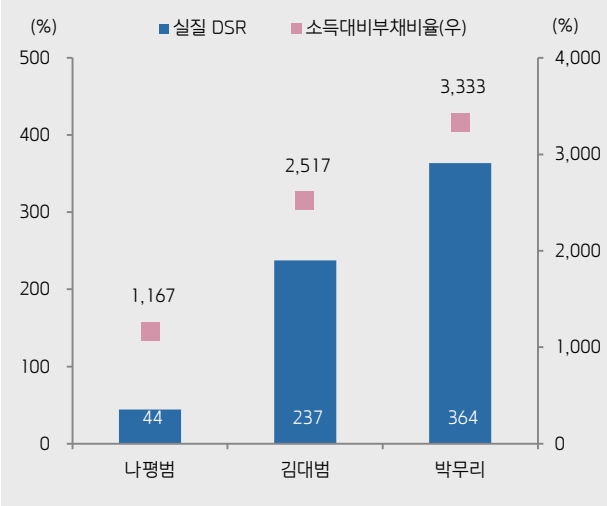
- 정부 기준 DSR, 차주의 실질적인 위험 수준을 반영하지 못하는 것으로 평가
 - 다주택자가 선호하는 차입 수단인 전세보증금, 전세자금대출, 임대사업자대출 등이 DSR 산정 시 대상에서 제외, 다주택자의 DSR이 실질 DSR 대비 과소 계상, 규제의 왜곡 현상이 발생
- 순수 주택담보대출의 경우 원금 상환 부담, LTV 규제 등으로 다주택자가 선호하지 않는 차입 수단
 - 주택담보대출을 이용해 주택을 추가로 구매한 나 평범 차장의 실질 DSR은 44%에 불과, 정부 기준 DSR은 71%로 규제 대상
 - 전세보증금, 전세자금대출, 임대사업자 대출 등을 활용한 상회하는 임대법, 박무리 차장의 경우 실질 DSR이 200% 이상임에도 규제 기준으로는 50%, 17%에 불과함
- 정부의 구조조정 취지를 고려해 볼 때 궁극적으로 규제 기준 변경을 통해 다주택자에 대한 부채 구조조정을 유도할 것으로 판단

대표적 부동산 투자자 3인의 규제 DSR 비교



자료: 키움증권, 주: 상세한 재무제표 및 비율은 Appendix 참조

대표적 부동산 투자자 3인의 실질 위험 비교



자료: 키움증권, 주: 상세한 재무제표 및 비율은 Appendix 참조

Part IV 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장



IV. 부채 구조조정의 변수

1. 전세시장

- 전세가격 ↓ → 다주택자 유동성 ↓ → 다주택자 채무상환 능력 악화 → 가계여신 부실화 위험 ↑
- 단기부채인데다 가계 부채에서 차지하는 비중이 높아 가격 하락 시 가장 영향이 큰 변수
- 정부의 구조조정 속도, 범위 등을 결정짓는 결정적인 변수가 될 것임

2. 주택시장 (거래부문)

- 주택거래 감소 → 호가 갭 확대 → 자발적 구조조정 지연 → 경매 증가 → 채무 불이행 위험 ↑
- 부동산 거래 활성화 시 시장 주도 구조조정이 가능하지만 현행 체계에서는 거래 급감 불가피
- 거래 감소 시 내수 전반적에 부정적 영향을 미치는 점은 구조조정 추진 시 정책적 부담 요인

3. 주택시장 (가격부문)

- 주택가격 ↓ → 경매낙찰가율 → 채무 불이행 위험 ↑ → 금융회사손실 ↑ → 대출태도 보수화 ↑
- 주택가격 ↓ → 전세가격 ↓ / 주택거래 감소 → 담보가치 하락 → 금융회사손실 ↑
- 주택가격 하락 장기화 시 경제 전반에 부정적 영향 미칠 수 있다는 점에서 변수가 될 듯

4. 은행 원화유동성

- 저원가성 예금 ↓ → 조달금리 ↑ → 대출금리 ↑ → 차주 채무상환 능력 악화 ↑
- 예대율 규제 강화 (2020년) → 조달금리 ↑ → 대출금리 ↑ → 차주 채무상환 능력 악화 ↑
- 경기 침체 과정에서 기준금리 인상 기조로 저원가성 예금이 고원가성 자금으로 이탈하면서 발생

5. 은행 외화유동성

- FX 스왑레이트의 정상화 → 외국인 채권 매도 ↑ → 은행 외화유동성 악화 → 대출태도 보수화
- 은행 유동성 악화 → 한은 기준금리 인상 → 은행 원화 유동성 악화 → 대출금리 ↑
- 외국인 국내 주식 투자 축소 시 외국인 채권자금 이탈 문제 부각될 가능성 높음

IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

◎ 전세 시장 : 공급 과잉에 경기 침체가 맞물리면서 전세가격 하락 가속화

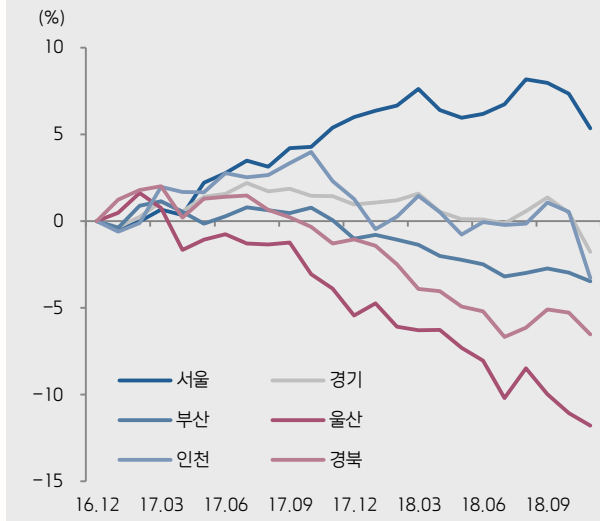
- 향후 전세가격 하락, 다주택자 중심 가계 부채 부실화의 변수가 될 것으로 예상
→ 전세 재계약 시 재계약 가격이 최초 계약 시점 대비 하락 할 경우 다주택자의 자금 압박 심화될 수 있기 때문
- 역 전세난 심화 중 : 2016년 말 대비 전세가격이 하락한 지역이 전체 지역의 2/3를 넘는 것으로 나타나
- 주택가격 하락이 가속화될 경우 주택가격이 전세가격에 근접하거나 역전되는 사례 초래, 다주택자 자금 압박 확대 예상
→ 전체의 1/3 지역이 전세가격과 주택가격이 동시에 하락하는 지역인 것으로 나타나
- 2019년 입주물량 감안 시 전세 가격 하락은 당분간 지속될 것으로 예상됨
- 전세가격 하락 지속은 다주택자의 매도 물량 증가의 요인으로 작용, 향후 주택가격 하락의 변수가 될 것으로 예상
* 전세가격 하락 → 다주택자 자금 부담 증가 → 주택 매도 물량 증가 → 주택가격 하락 → 전세가격 하락 심화

주요 지역 주택가격과 전세가격 변동률



자료: 부동산114, 실거래가지수 기준, 2016년 말 대비 2018년 11월 변동률

주요 지역 전세가격 변동률 추이



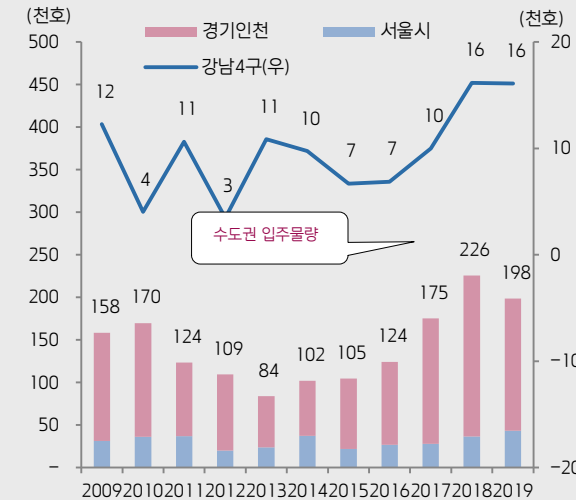
자료: 부동산114

IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

◎ 입주물량 증가 + 주택 구매 가능 가구수 감소 전세가격 하락 장기화 요인

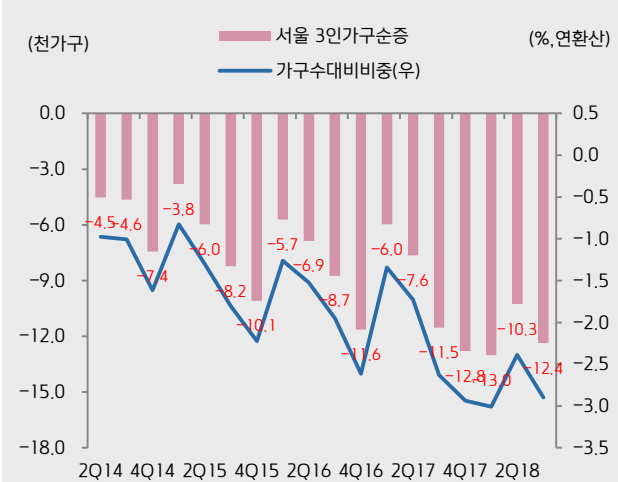
- 2019년 수도권 입주물량 증가, 2018년에 이어 지속, 전세 가격 하락 요인으로 작용할 전망
 - 2019년 198천 호로 2018년 226천 호에 이어 10년 사이 두 번째로 많은 것으로 평가
 - 강동구 지역을 중심으로 입주물량 증가해 서울 지역 전세가격 하락 지속 전망
- 가계 선호지역의 주택가격 급등과 더불어 교통 및 주거환경 개선 등으로 특정 지역 아파트 선호 현상 점진적으로 해소 중
 - 지방 아파트 공급과 맞물려 아파트 주 수요계층인 서울 거주 3인 이상 가구가 경기 지역 등으로 이전하고 있음
 - '17년 4분기, '18년 1분기에 3인 이상 기준으로 각각 11.5천 가구, 13.0천 가구가 감소, 가구수의 감소가 뚜렷이 나타남
 - GTX, 신분당선 연장, 9호선 연장 등 경기지역의 교통문제 해소 점차 되면서 서울 엑소도스 현상 가속화 될 전망
- 재건축 규제 완화에 따른 멸실주택 증가 시 전세시장의 상승 반전 기대되나 단기적으로 정책 기조 변화를 기대하기는 어려움

지속적으로 증가하는 아파트 입주물량



자료:부동산114, 강남4구 : 강남구, 서초구, 송파구, 강동구

주택가격 상승으로 서울을 이탈하는 가구 급증



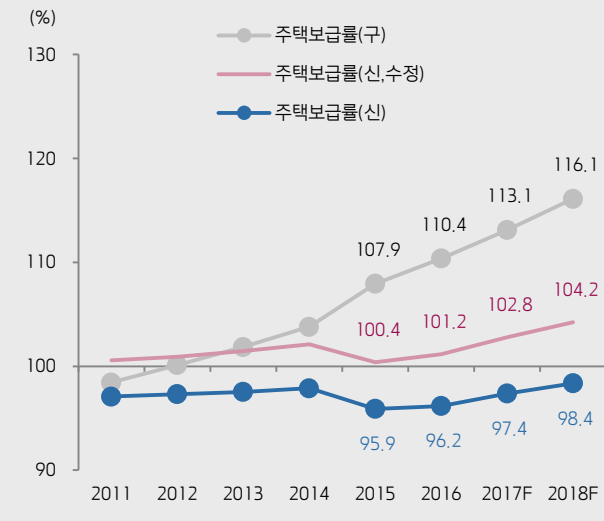
자료:통계청, 가구수 대비 비중은 연 환산 수치임

IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

◎ 1~2인 가구를 위한 실수요 목적 주택 증가, 전세시장 안정화 요인으로 작용

- 서울 및 수도권 1~2인 가구 급증에 맞추어 오피스텔 공급이 늘어나면서 청년층의 실수요를 충족함
→ 서울 경기지역의 오피스텔 입주물량은 2018년 47천호, 2019년 53천호로 지속적으로 증가함
- 오피스텔을 포함한 수정 주택보급률은 서울 기준으로 2018년 기준으로 104%를 상회하는 것으로 추정
→ 오피스텔 등이 부족한 전세 물량을 해소하면서 전반적인 전세 시장 안정화에 기여할 것으로 예상

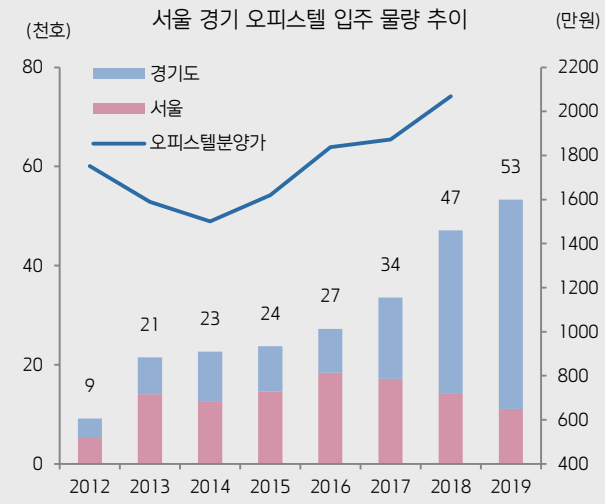
서울, 수요 대비 주택은 초과 공급 상태



자료:부동산114, 통계청, 키움증권

주: 주택보급률은 (구) 기준임. 구 기준은 1인 가구를 제외한 수치임
주택보급률(신, 수정)은 신 주택보급률에 오피스텔을 포함

1~2인 가구용 주택공급 급증



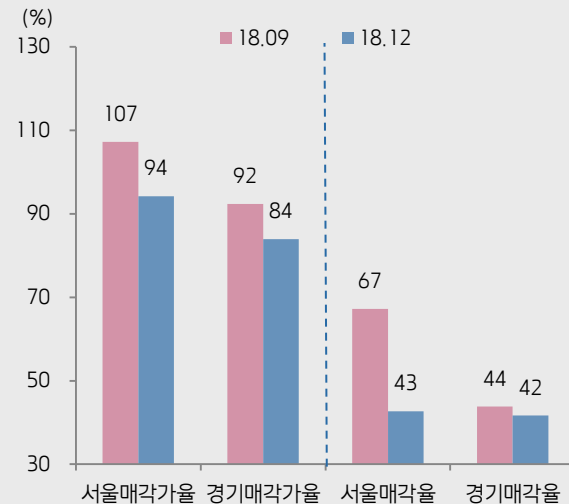
자료:부동산114, 공급 기준으로 3.3㎡ 당 가격

IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

◎ 주택 거래 위축 : 다주택자의 부채 부실화 증가 요인

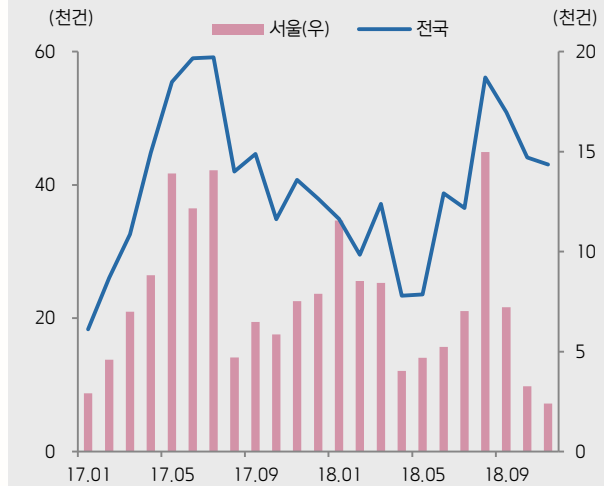
- 부동산 시장 침체 가속화되면서 경매시장의 낙찰가율 가파르게 하락함
 - 감정이 대비 서울 94.2%, 인천 85.2%, 경기 83.9%로 하락한 것으로 나타나
- 상당수 경기지역의 전세가율(LTV)가 80% 내외인 점 감안 시 낙찰가율이 80% 초반으로 하락하면 경매 진행 시 전세보증금까지 손실까지 확대될 가능성 높음
- 주택 거래의 급감, 다주택자의 자율적 구조조정 제약 요인으로 작용
 - 경매 시장 침체, 부동산 시장 거래 침체 지속 시 다주택자의 유동성 부족 사태로 다주택자 중심의 부채 부실화 확대 예상

아파트 월별 감정이 대비 낙찰가율과 낙찰율 비교



자료: 서울지방법원

호가 갭이 확대되면서 부동산 거래 감소



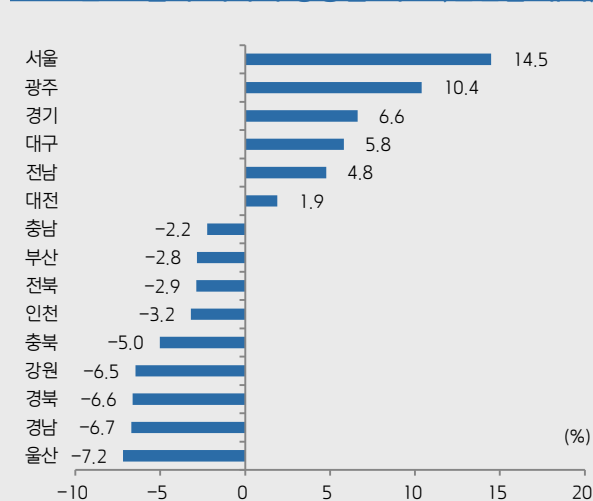
자료: 한국감정원, 국토교통부, 부동산114

IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

◎ 주택가격 하락, 정부의 가계 부채 구조조정 추진 가속화의 계기로 작용 전망

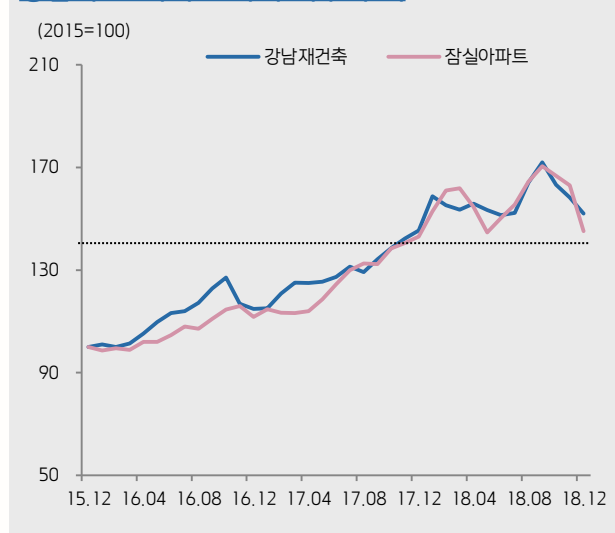
- 9.13 대책의 효과가 가시화되면서 부동산 가격 하락 추세 가속화되고 있음
 - 과도한 공급 물량, 다주택자에 대한 대출 규제, 세제 강화 등이 투자 심리를 냉각시킬 것으로 판단
- 강남의 재건축 아파트와 잠실 아파트를 중심으로 부동산 가격 하락 추세 가속화되고 있음
 - 해당 지역의 실거래가는 고점 대비 12%, 15% 하락, 2017년 말 수준에서 거래되고 있음
 - 서울 핵심 지역 아파트가격이 12월 기준 전년 말 수준으로 하락한 점 감안 시 실질적으로는 전국적인 현상으로 평가
- 주택시장 및 전세시장 침체는 다주택자 중심의 가계부채 구조조정을 가속화하는 계기가 될 것임
 - 구조조정 지연 시 부실 확대로 은행 및 경제에 미치는 충격이 증가할 수 밖에 없기 때문

2018년 11월 주택가격 상승률 비교 (전년말 대비)



자료: 부동산 114, 실거래가지수 기준

강남 주요 아파트 가격 지수 추이



자료: 국토교통부

주: 강남 재건축 아파트는 은마아파트 84㎡와 잠실주공아파트 76.5㎡ 평균
잠실아파트는 리센츠 84㎡와 트리움아파트 84㎡ 평균

IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

◎ 주거 복지 중심의 부동산 정책 기조, 부동산 가격 하락 기여 예상

- 현 정부 정책 기조의 핵심은 주택을 투자 자산 대상에서 주거 대상으로 변경하는 것으로 평가
 - 최근 제시되는 정책의 핵심 내용은 그 동안 암묵적으로 묵인해 왔던 부동산 투자자를 위한 각종 편법적 혜택을 차단하는 것
 - 합법적 자금만으로 주택 구매가 가능하도록 제한, 불법적 증여, 상속 차단
- 1. 분양권 투자자 대상 : 분양권 소유자, 주택 소유자로 인정, 배우자 이월 과세 적용 대상에 분양권도 포함
- 2. 주택임대사업자 대상 : 양도세 비과세 요건 강화, 의무 미준수 과태료 강화 등
- 3. 보유세 인상 : 공정시장가액 비율 단계적 상향 조정
- 4. 주택투자자금 출처 조사 강화 : 자금조달 계획서 신고 항목 개선
- 정부 정책 기조를 고려해 볼 때 단기간 내에 부동산 시장 침체에 따른 정책 기조 전환을 기대하기는 어려운 상황

최근 발표한 정부의 부동산 시장 관련 대책 주요 내용 요약

	항목	주요 내용	효과
18.12.7 (국토부)	분양권 소유자 무주택자에서 제외	공급계약 체결일부터 주택 소유자로 함 주택담보대출, 주택 보유 여부 기입	다주택자의 분양권 투자 수요 감소 다주택자 여부, 전세보증금 활용 여부 확인
18.12.10 (국토부)	자금조달 계획서 신고항목 개선	상속 및 증여 여부 기입 주택담보대출, 주택 보유 여부 기입	자금의 출처 불분명한 가계의 주택 구매 제한 다주택자 여부, 전세보증금 활용 여부 확인
19.01.08 (기재부)	1세대 1주택 양도세 비과세 요건 강화 배우자 이월과세 적용대상 자산범위 확대 공정시장가액 비율 단계적 상향 조정 주택임대사업자 임대료 증액제한 요건 추가	최종적으로 1주택 보유한 시점부터산입 분양권, 입주권 등에 대해 이월과세 적용 (‘19)85% → (‘20)90% → (‘21)95% → (‘22)100% 임대사업자 기간 내내 연 5% 준수 의무 부과	배우자 증여를 통한 편법적 투자 제한 보유세 인상 통해 투자 수요 억제 세금 혜택을 목적으로 한 편법적 등록 제한
19.01.08 (국토부)	주택임대사업자 거주주택 양도세 비과세 요건 강화 임대사업자 의무 미준수 과태료 강화	최초 거주주택 양도하는 경우에만 허용 현행 1천만원에서 최대 5천만원까지 상향	세금 혜택을 목적으로 한 편법적 등록 제한

자료: 국토교통부, 기획재정부, 금융증권 정리

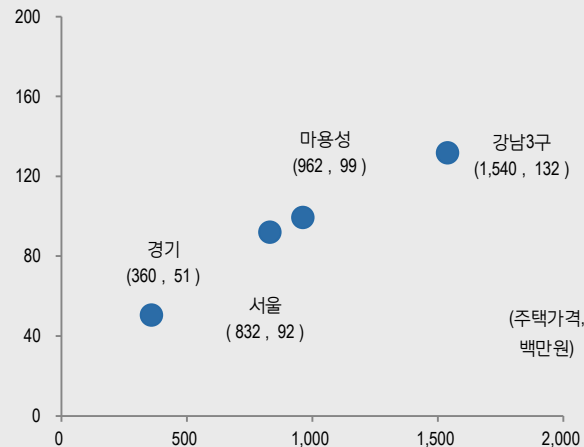
IV. 부채 구조조정의 변수 (1) : 부동산 시장

◎ 자금 출처 조사 강화, DSR 적용 확대는 실수요자 구매 수요를 약화시키는 요인

- 정부의 부동산 정책의 핵심은 다주택자의 주택 구매를 제한하는 한편 실수요자의 주택 구매 수요를 제한함
- DSR 기준으로 서울 지역 아파트를 구매할 수 있는 서울 거주자는 전체 거주자의 10% 내외로 추정되기 때문
 - DSR 40% 비율, 신용대출 1억 5천만 원, 대출 금리 3.8%, 대출 만기 30년 가정
 - 서울 지역의 평균 주택가격은 8억 3천 2백 만원으로 LTV를 통해 역산한 요구 소득은 92백 만원으로 추정
- 강남 아파트 구매 가능 인구는 2.3%인 28천 명으로 실수요 관점에서 매우 적음
 - 레버리지 규제 강화할 경우 고가 아파트를 구매할 수 있는 인원은 극히 제한적일 전망
- 별제권 제한이 정착될 경우 은행 자발적으로 주택담보대출 과정에서 DSR 을 적극적으로 반영할 것으로 예상

지역별 평균 아파트 가격과 구매 가능 연 소득

(주택구매 가능소득, 백만원)

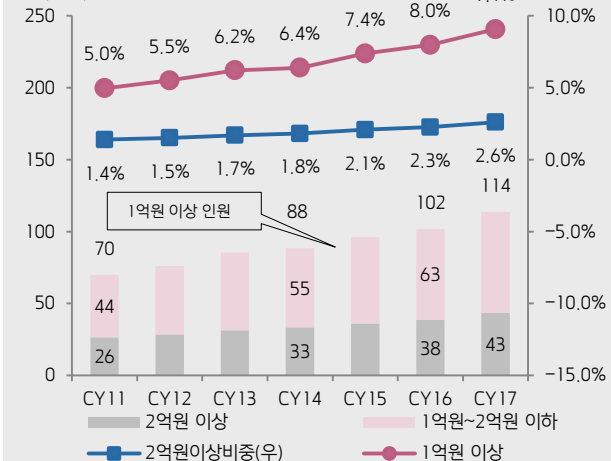


자료: 부동산 114, 키움증권 추정

주: 대출만기 30년, 대출금리 3.8%, LTV 40%, DSR 40% 가정
 신용대출 서울은 1.5억원, 경기도는 1억 원, 금리 4.0% 가정

서울 거주자의 소득 별 인구 비중

(천명)



자료: 국세청

Part V 부채 구조조정의 변수 (2)
: 은행의 원화 및 외화 유동성

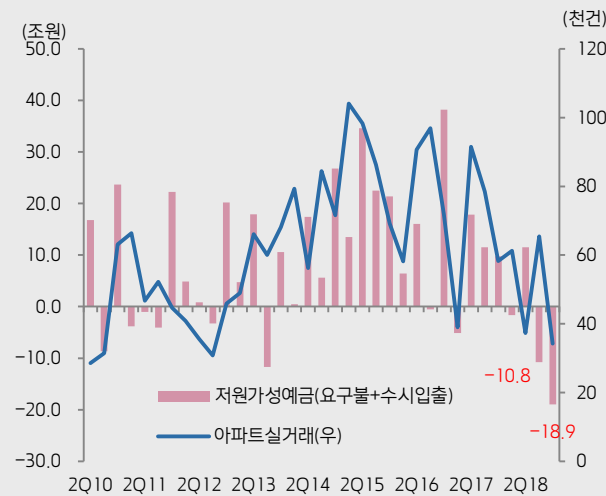


V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

◎ 부동산 거래 위축되면서 은행 유동성 감소 추세 가속화 되고 있음

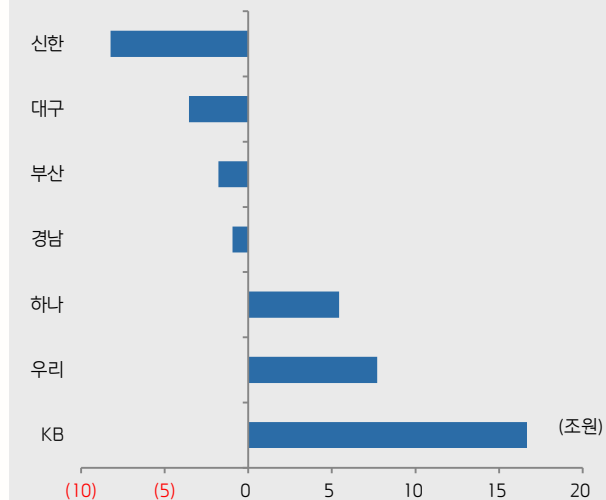
- 부동산 거래 감소, 경기 침체 영향으로 저원가성 예금 이탈
 - 그 동안 부동산 경기 호황으로 유입되었던 저원가성 예금이 경기 침체로 반전하면서 저원가성 예금 이탈하는 것으로 평가
- 정부의 기준금리 인상, 고원가성 예금의 가격 장점을 부각시켜 저원가성 예금이 이탈을 가속화 하는 요인으로 작용할 전망
 - 경기 침체로 기준금리를 인하해야 하는 시점에 기준 금리를 인상할 경우 저원가성 예금 이탈 속도는 빨라질 전망
- 2020년부터 예정된 예대율 변화로 상당 수 시중은행은 예금을 추가로 예치해야 할 것으로 추정 ('18년 3분기 기준 30조원 추정)
 - 2020년부터 예대율 산정 시 가계대출에 대해 15% 가중치, 기업대출에 대해 -15% 가중치를 부여해야 하기로 함

부동산 거래 침체 이후 저원가성 예금 이탈



자료: 한국은행, 부동산114 주: 4분기는 11월 수치.
주: 12월 12조원의 자금이 유입되었으나 계절적 요인으로 1월 대부분 유출된 것으로 추정

수정 예대율 적용 시 필요 예금 추정('18년 3분기)



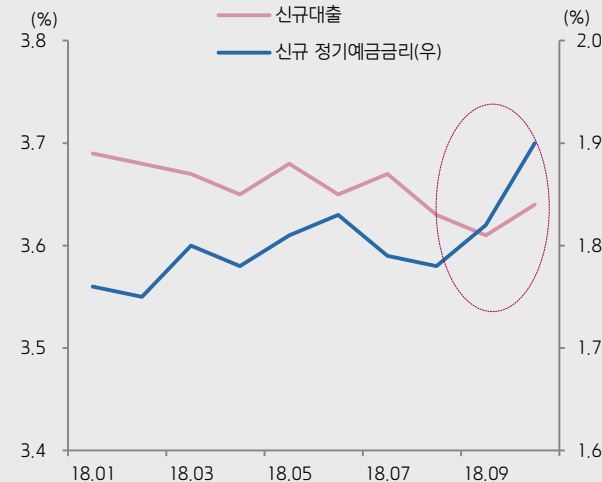
자료: 각 은행, 적정 예대율을 98%로 가정함

V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

◎ 은행 저원가성 예금 이탈로 은행의 예금금리 빠르게 상승

- 금리 인상 이전임에도 저원가성이 본격적으로 이탈되기 시작한 '18년 7월 이후 정기예금 금리 인상 가속화 되고 있음
→ '18년 11월 은행 평균 신규 정기예금금리는 1.9%로 '18년 7월 말 대비 11bp 상승
- 기준금리 인상 이후 은행간 예금금리 경쟁 가속화, 은행의 저원가성 예금 이탈 가속화 영향 미칠 것으로 예상
→ 하나, 우리 등 시중은행 역시 특별 판매를 통해 예금 금리 경쟁에 뛰어들 것으로 나타나
- 원화예금에 이어 외화예금 금리 경쟁이 가속화되고 있는 점이 향후 은행간 금리 경쟁 가속화 요인으로 작용할 가능성 높음
→ 한투증권, 1년 만기 외화 발행어음 금리를 일반 정기예금 금리 대비 1%p 높은 연 3.5%까지 제공, 금리 경쟁력 높임

저원가성 예금 이탈로 정기예금 금리 상승



자료: 한국은행 예대금리차 동향

은행 원화 및 외화 정기예금 금리 추이

(%)	원화정기예금			외화예금
	1월 3주	11월 4주	순증(%p)	1월 21일
한국투자증권	2.50			3.50
카카오은행	2.50	2.20	0.30	
농협	2.35	2.11	0.24	2.90
하나은행	2.35	1.75	0.60	2.21
SC제일은행	2.00	2.00	0.00	2.80
우리은행	2.40	1.70	0.70	2.55
국민은행	2.35	1.50	0.85	2.44
신한은행	1.95	1.35	0.60	2.57

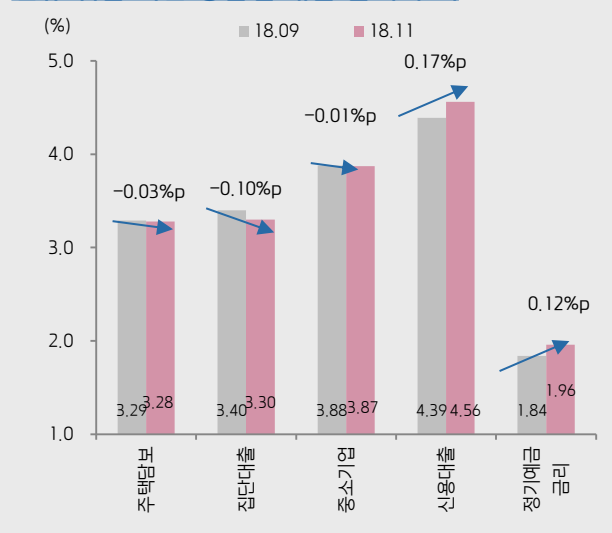
자료: 각은행, 은행연합회, 금융감독원 자료

V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

◎ 은행 대출 태도 변화 여부, 신용대출 통해 파악이 가능

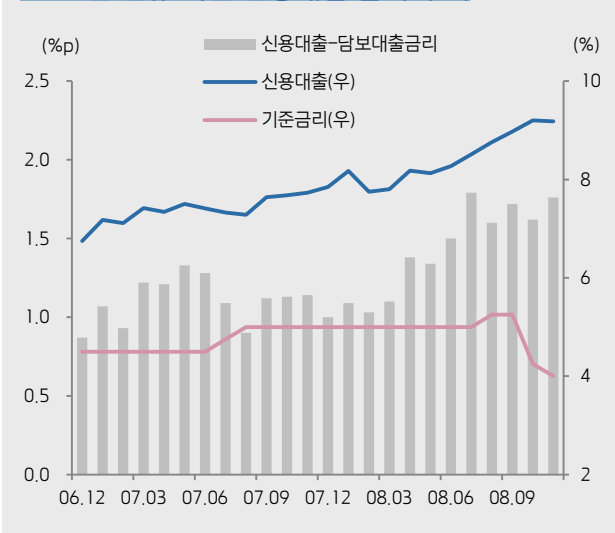
- 은행 예금금리의 가파른 상승, 은행 전반적인 대출태도에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상
- 예금금리 상승하자 대출태도에 민감하게 반응하는 신용대출 금리도 동반하여 가파르게 상승함
 - '18년 11월 주택담보대출금리는 3bp 인하한 반면 신용대출 금리는 전월 대비 17bp 인상함
 - 기존 금리 인상 이후 신용 대출 금리를 보다 더 적극적으로 인상할 것으로 예상됨
- 2008년 사례에서도 국내 은행은 신용대출부터 대출금리를 공격적으로 인상한 것으로 나타남
 - 주택담보대출의 경우 만기가 길어 인상 효과가 적은 데다 정부 규제 영향을 상대적으로 많이 받기 때문

신규 취급 기준 상품별 대출 금리 추이



자료:한국은행 예대금리차 동향

2008년 신규 기준 신용대출 금리 추이



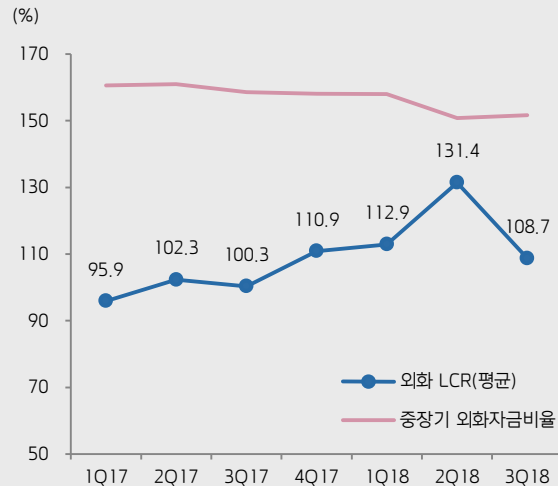
자료:한국은행 예대금리차 동향

V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

◎ 은행 외화 유동성은 외환시장의 외화 수급에 민감하게 영향을 받음

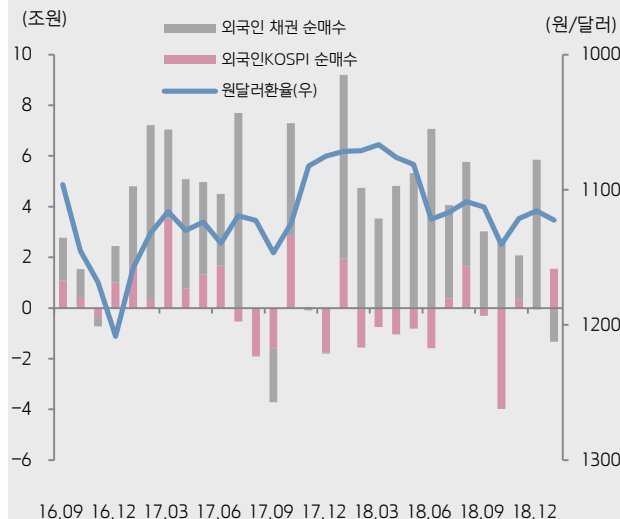
- 원화 조달과 달리 외화 조달은 예금 비중이 56%('18년 2분기 기준)로 낮아 외환 시장의 외화 수급에 민감하게 영향을 받음
 - 국내 은행의 '18년 3분기 외화 LCR은 108.7%로 '17년 4분기 이전 수준으로 하락함
 - 외화 LCR 비율이 하락한 이유는 9월 외국인의 주식 및 채권 매도에 따른 자금이탈 때문으로 추정
- 2008년 기준 금리 인상 시점에 신용대출금리를 공격적으로 인상한 바 있음.
 - 주택담보대출의 경우 만기가 길고 부실률이 낮아 대출태도 보수화 영향이 상대적으로 적은 것으로 평가

은행 유동성 지표, 외국인 투자 추이에 영향



자료: 한국은행 금융안정보고서

외국인투자자의 채권 및 주식 투자자금 추이



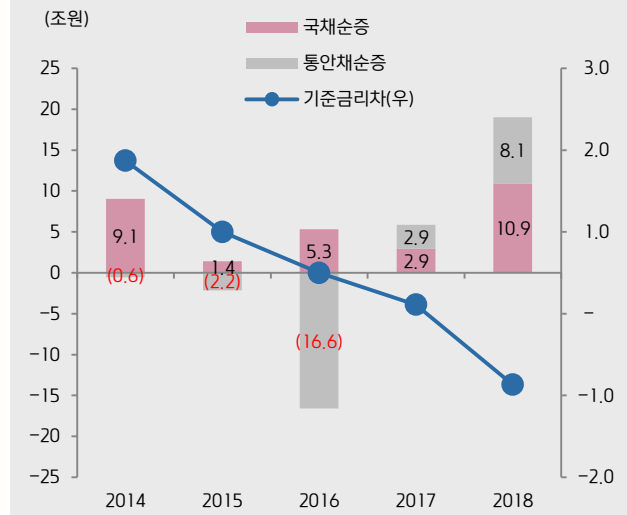
자료: Quantwise, BondWeb

V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

◎ 외국인의 채권 투자 확대 요인은 1) 재정차익 증가와 2) 채권의 상대 수익률 개선 때문

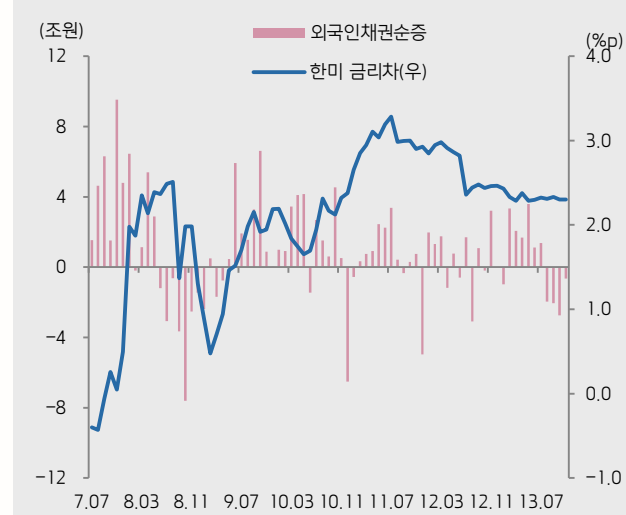
- 일반적으로 외국인 채권 투자, 한미간 금리차 변화에 영향을 많이 받는 것으로 나타나
- 2017년 이후 한미간 금리차 역전 및 확대에도 외국인투자자, 국내 채권을 적극 매수한 것으로 나타남
- 한미간 금리차 확대에도 외국인이 국내 채권 투자를 늘렸던 이유는 단기 채권의 경우 재정차익 (arbitrage gain) 확대 때문
 - 미국 기준금리가 인상되면서 한미간 금리차가 확대됨에도 Swap rate이 하락하면서 외국인 투자자의 실질적인 재정차익은 비교적 양호한 수준을 기록한 것으로 나타나
 - 외국인 투자자는 통안채를 2017년 2.9조원 순매수한데 이어 2018년에도 8.1조원 순매수한 것으로 나타남
- 외국인투자자, 장기 채권 투자를 늘린 이유는 미국의 채권 가격 하락으로 인해 국내 채권의 상대 수익률이 개선되었기 때문
 - 외국인 투자자는 2017년 2.9조원에 이어 2018년에도 10.9조원을 순매수한 것으로 나타나

외국인의 종목별 채권 순매수 순증과 한미 기준금리차



자료: Bondweb

외국인투자자의 채권 순매수 추이

자료: Bondweb, 한국은행
주: 만기도래액 포함

V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

◎ Swap Rate, 단기 투자 시 외국인 채권 투자의 변수로 작용

- 단기 목적 외국인투자자의 실질적 투자 차익은 한미간 금리차와 스왑 비용 차이에 의해 결정됨
- 미국 금리 인상으로 한미간 금리차가 확대된 부분보다 스왑레이트 하락 폭이 커지면서 재정차익이 증가한 점이 외국인의 단기 투자 비중 확대 요인으로 작용

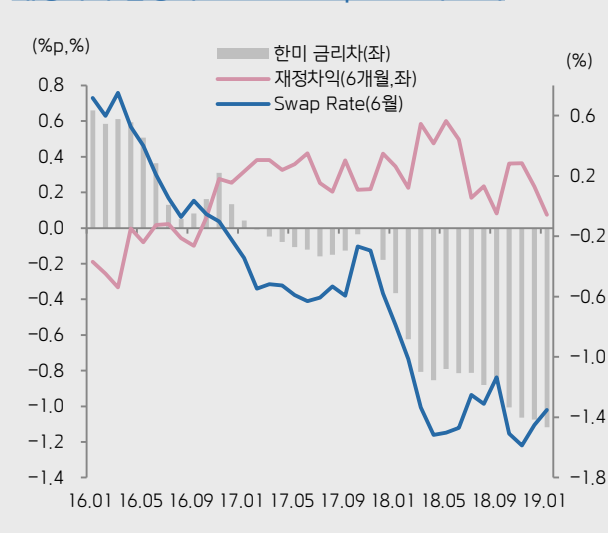
→ 외국인 투자자의 재정차익 = 한미간 금리차 (1.75% - 2.69%) - Swap rate (-1.81%) =0.87%

- Swap rate 하락 요인

- 1) 보험사, 운용사 등의 해외채권 투자 확대에 따른 헷지수요 증가
- 2) 미국 금리 인상 등으로 인한 외국인투자자의 국내 투자 비중 축소

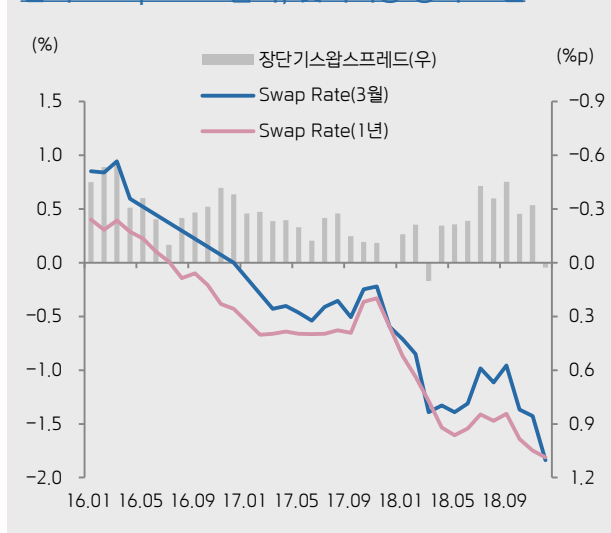
→ 3개월~6개월물의 단기 Swap 수요 증가하면서 장기보다 단기 Swap rate 하락 폭 확대

재정차익 발생의 요인은 Swap rate의 변화



자료: 본드웹 주: 1년 만기 기준
외국인투자자의 재정차익 = 한미간 채권 금리차 - Swap rate

단기 Swap rate 급락, 헷지비용 증가 요인



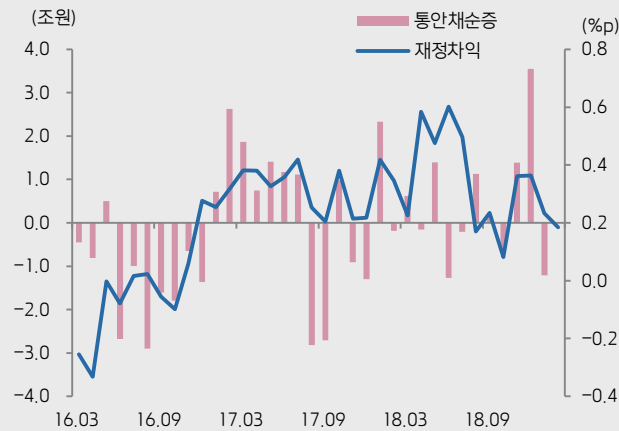
자료:본드웹

V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

◎ Swap rate 상승 반전 시 재정차익 감소 요인으로 외국인 자금이탈 가능성 높음

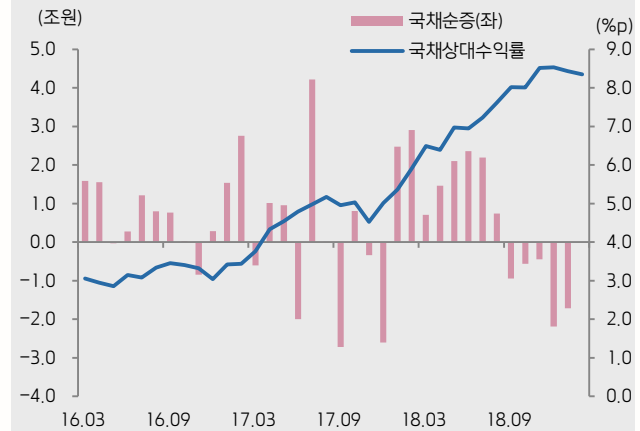
- 외국인 투자자, 국채에 대해서는 '18년 9월 이후 연속적으로 비중을 줄이고 있는 것으로 나타나
→ 국채의 가격에 대한 장점 사라진 반면 미국 국채의 가격 장점이 부각되면서 보유 비중을 줄이는 것으로 추정
- 1월 이후 외환 스왑 레이트 상승하면서 외국인투자자의 재정차익 가파르게 하락하는 것으로 나타나
→ 6개월 만기 Swap rate이 '12월 15일 -1.8%에서 1월 7일 1.3%로 하락, 재정차익은 0.73%에서 0.42%로 하락
- 재정차익 하락할 경우 외국인 투자자의 채권 투자, 순매수에서 순매도로 전환될 가능성이 높음
→ 재정차익 하락하면서 외국인투자자의 통안채 투자, 순매도로 전환
- 스왑 레이트 상승 요인
 - 은행 및 증권사의 외환예금 판매 확대 : 최대 3.5%까지 높임
 - 보험사 헷지수요 축소, 스왑 레이트 상승 요인으로 작용

외국인의 통안채 순증과 재정차익 추이



자료: Bondweb, 재정차익은 6개월 만기 기준
외국인투자자의 재정차익 = 한미간 채권 금리차 - Swap rate

외국인의 월별 국채 투자 순증 추이



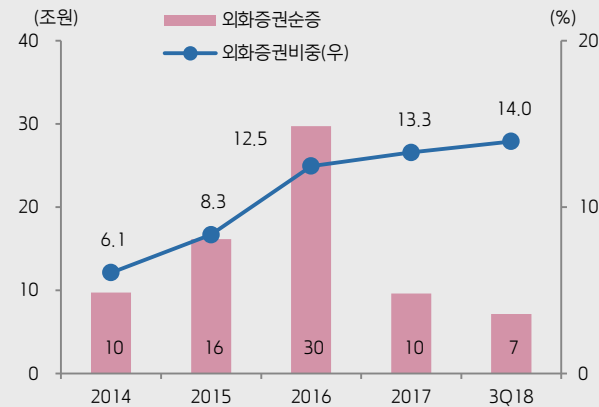
자료: Bondweb

V. 부채 구조조정의 변수 (2) : 은행의 원화 및 외화 유동성

◎ 보험 및 운용사, 높은 헷지비용으로 해외자산 비중을 축소할 가능성 높음

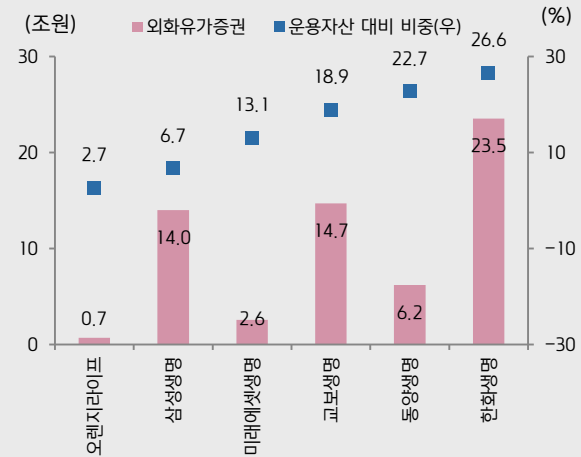
- 보험사, 스왑 레이트의 급락으로 헷지비용이 급증할 것으로 추정.
 - 3분기말 생보사와 손해보험사의 외화증권 규모는 각각 94.3조원 3,199억 원에 달함.
 - Swap rate 1%p 하락 가정 시 1조원 가량의 추가 비용 발생 추정 (9월 말 대비 12 월 말 3개월 스왑 레이트는 0.88%p 하락)
- 보험사의 해외투자 시 외화자산에 대해 헷지를 사실상 의무화한 점이 문제의 출발
 - 외화채권에 대해 헷지를 해야만 위험가중치를 원화 채권과 동일한 기준으로 적용한 것이 문제의 출발
 - 2017년 하반기부터 보험사 외화유가증권에 대한 환 헷지에 대해 단기물로 roll-over 할 수 있도록 한 점이 문제 악화 요인
- 과도한 헷지 비용을 고려해 볼 때 해외투자 자산의 투자 매력도는 크게 하락한 것으로 추정
 - 보험사 등 외화 자산 투자회사, 해외투자 비중을 점진적으로 축소할 것으로 예상

생명보험사 외화증권 순증 현황



자료: 생명보험협회
주: 외화증권 비중은 운용자산 대비 비중

생명보험사 별 외화유가증권 보유 현황



자료: 생명보험협회
주: 외화증권 비중은 운용자산 대비 비중

Part VI 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

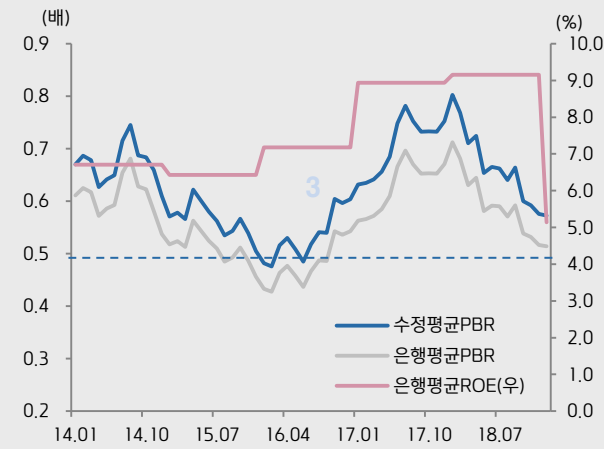


VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 향후 은행업종 PBR 상승은 구조조정 진행 및 성공 여부에 달려 있음

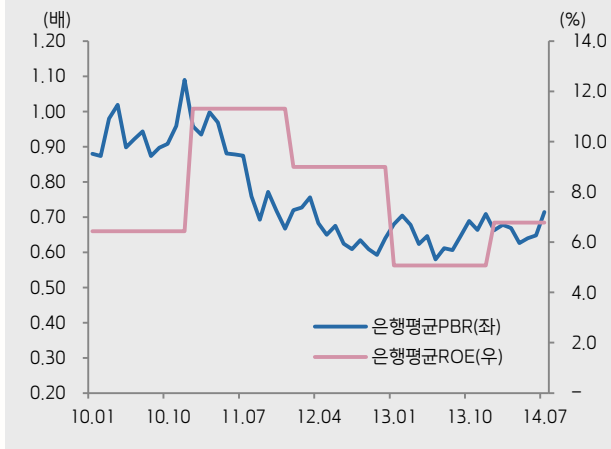
- 시중은행의 평균 PBR 수준은 0.51배로 최근 5년 평균 0.56배 대비 다소 낮은 수준임
 - 과거 ROE 적용 시 매력적이나 시장 여건, 부채 부실 문제, 정부 정책 기조 전환 고려 시 매력적이라 단언하기 어려움
- 구조조정 과정에 따른 ROE 하락 요인을 고려해 볼 때 단기적으로 역사적 저점 수준까지 하락 가능성 감안, 하락 시 저점 매수 관점 접근 권고
 - 2016년 2월 역사적 수정 PBR 저점의 하단은 0.48배('16년 2월)로 현재 수정 PBR 0.57배 대비 17% 낮음
 - 2018년 금융위기 시점의 수정 PBR 저점은 2009년 2월 0.51배로 현재 PBR 대비 11% 낮음
(비교의 정확성을 위해 대손준비금을 자기자본에서 차감하여 산출한 수정 PBR 사용)
- 향후 구조조정 지연 시 역사적 저점을 계속 낮추어왔다는 점을 감안해 볼 때 구조조정 추진 과정에서 향후 은행업종 주가의 저점은 2008년 수준이 될 가능성이 높은 것으로 판단

시중은행 평균 PBR과 ROE 비교



자료: Dataguide

구조조정 미룰 경우 Valuation 하락 지속



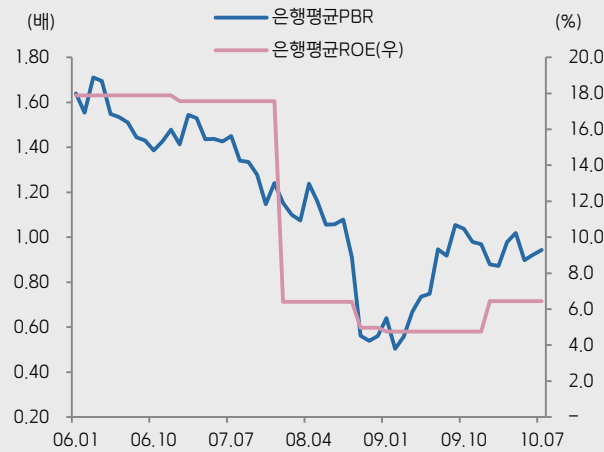
자료: Dataguide, 키움증권

VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 2008년 금융위기 사례의 시사점 : 구조조정 추진 시 조정 후 정책적 지원 기대로 반등 예상

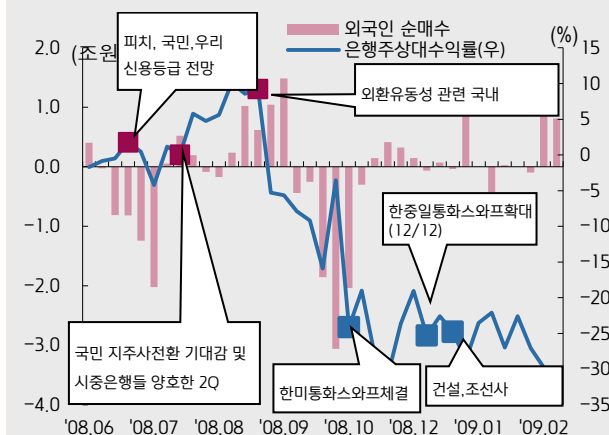
- 2008년 국내 은행은 유동성위기에 직면하면서 적극적인 구조조정을 추진하게 됨
 - 건설, 조선사 구조조정 발표, 외화 유동성 문제 개선을 위해 한중일 통화스왑 체결함
- 유동성 문제 발생에 따른 시장의 변동성 확대는 정부의 구조조정 속도를 높이는 요인으로 작용
 - 2016년 주가가 2008년보다 낮았던 이유는 정부의 구조조정 지연에 따른 실망 매물이 늘어났기 때문
- 정부의 기업 및 가계의 구조조정 정책은 시장의 예상을 뛰어넘는 선제적 조치로 구체화 될 경우 주가에 긍정적 작용 전망
- 구조조정의 전개 방식은 은행 및 민간 주도로 진행될 가능성이 높으며 추진 동력을 유지하기 위해 인센티브 부여 전망
 - 정부는 구조조정이 일단락되는 시점에 구조조정에 따른 은행의 피해를 보전하기 위한 수단, 금융산업의 안정성 제고 수단 차원에서 금리, 수수료 등 가격 통제 수준을 완화할 것으로 기대

2008년 위기 전후 은행업종 ROE와 PBR 추이



자료: 키움증권, 시중은행

외국인의 주식 순매수 동향과 은행주 상대수익률



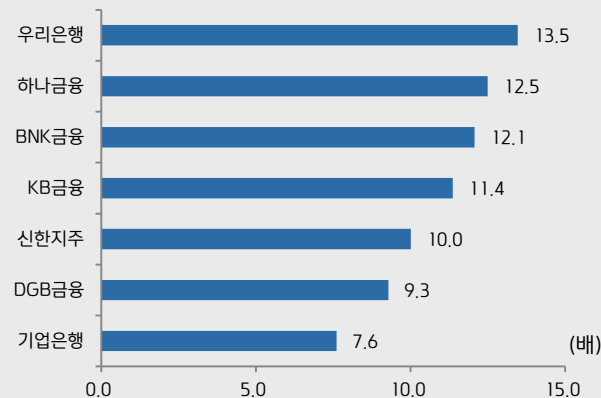
자료: Bondweb, Dataguide

VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 기업은행, DGB금융지주, BNK금융지주 상대적으로 매력적

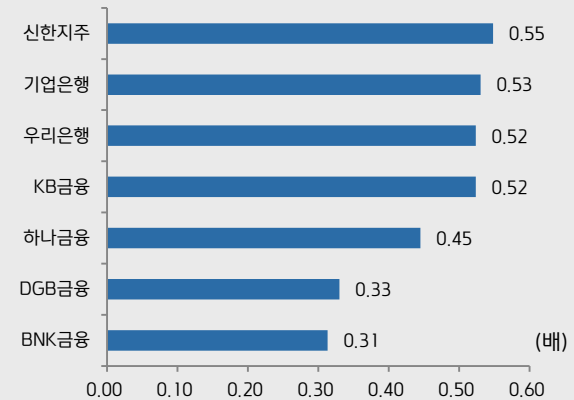
- 은행업종 주가 반등은 법인 비중이 높은 기업, DGB금융지주, BNK금융지주 먼저 전개될 것으로 예상
 - 1) 구조조정은 법인사업자(제조업 등) → 개인사업자 → 가게 순서로 진행될 것으로 예상
 - IFRS 9 적용을 외감기업에서 시작하여 비외감기업, 개인사업자로 확대할 것으로 예상
 - 상대적으로 충당금 적립이 용이한 지방은행부터 적극적인 충당금 적립이 예상됨
 - 2) 가게 및 개인사업자 비중이 낮아 시중은행 대비 상기 은행이 구조조정의 영향이 적을 수 있기 때문
 - 경기 침체로 제조업 부실화 우려가 높지만 장기간 지속된 사항이어서 시장 우려와 달리 영향은 제한적 전망
 - 조선, 자동차 등 일부 부진 산업이 점진적으로 개선됨에 따라 하반기 이후 자금 수요 증가 예상
 - 3) 제조업 경기 악화 우려가 과도하게 반영, 해당 은행주의 밸류에이션 매력도가 높아짐

은행별 2019년 예상 PER 비교



자료: 키움증권

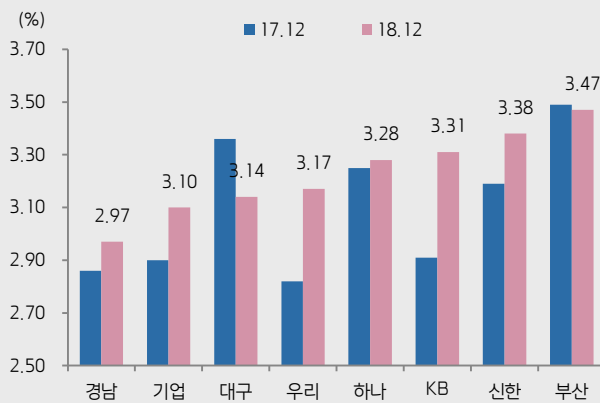
은행별 2019년 말 PBR 비교



자료: 키움증권

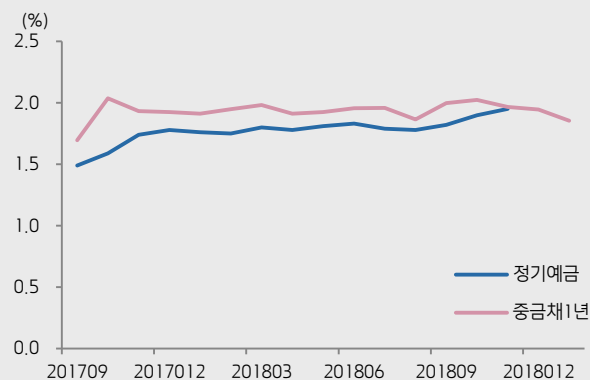
VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

은행별 중기 담보대출금리비교 (1등급 기준)



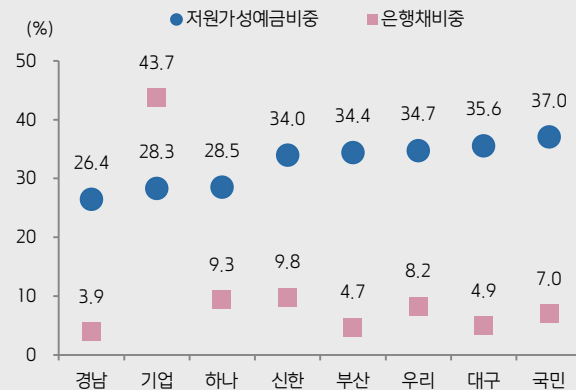
자료: 은행연합회

정기예금금리와 중금채 금리 추이



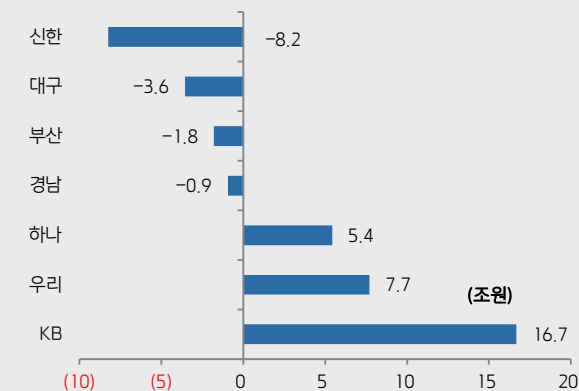
자료: BondWeb

은행별 저원가성 예금 비중과 은행채 비중



자료: 각 은행, 2018년 3분기 기준

수정 예대율 적용 시 필요 예금 추정('18년 3분기)



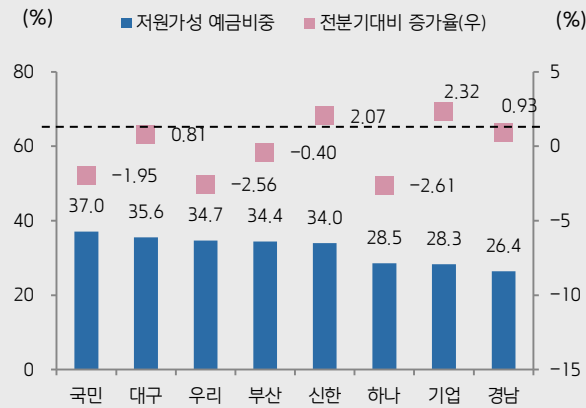
자료: 각 은행, 적정 예대율을 98%로 가정함

VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 저원가성 예금의 비중이 높은 은행의 매력도 부각 예상

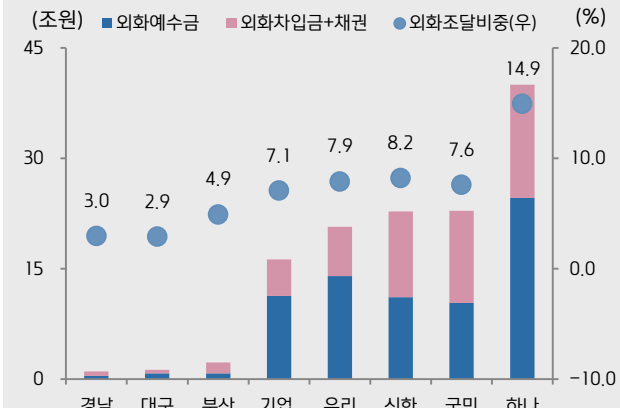
- 은행의 원화 및 외화 유동성 위험이 높아질 것으로 예상, 저원가성 예금 비중이 높은 은행의 상대적 매력도 높아질 듯
 - 기업은행은 저원가성 예금과 중금채 조달 비중이 높아 유동성 risk 증가 영향 적을 것으로 예상
 - DGB금융, 신한지주 등도 상대적으로 유동성 위험 노출 가능성 낮음
- 외화 유동성 위험 증가 영향, 지방은행과 기업은행 등이 상대적으로 적을 것으로 추정
 - 전체 조달에서 외화가 차지하는 비중은 KEB하나, 우리, 신한 순으로 높음
 - 외화 유동성 문제 발생 시 조달비용 상승 요인으로 작용할 수 있음

'18년 3분기 저원가성 예금 증가율 비교



자료: 각 은행, 전체 조달대비 저원가성 예금 비중

은행별 외화자금 조달 비중 비교



자료: 각 은행, 전체 조달에서 외화조달이 차지하는 비중

VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 부채구조조정 정도에 따라 은행 수익성과 Valuation 크게 달라짐

- 은행 별로 일률적으로 가계, 제조업, 개인사업자 대출 잔액의 5%를 Stage 2에 편입할 것이라는 가정하에 손익을 추정함
- 상대적으로 가계 및 개인사업자대출 비중이 낮은 은행, 비은행 비중이 높은 은행이 부실률 변화에 따른 손익 변동 폭이 작음

부실률 가정에 따른 은행별 시나리오 (단위: 십억원, %, 배)

(십억원, %, 배)	부실률 0% 가정			부실률 3% 가정			부실률 5% 가정 (기본가정)			부실률 7% 가정			부실률 10% 가정		
	순이익	%YoY	19F PER	순이익	%YoY	19F PER	순이익	%YoY	19F PER	순이익	%YoY	19F PER	순이익	%YoY	19F PER
KB금융	2,483.8	-22.1	7.44	1,969.6	-38.2	9.39	1,626.7	-49.0	11.36	1,283.9	-59.7	14.40	769.6	-75.9	24.02
신한지주	2,617.0	-12.6	7.35	2,199.3	-26.5	8.74	1,920.9	-35.8	10.01	1,642.4	-45.1	11.71	1,224.8	-59.1	15.70
하나금융	1,579.1	-29.2	7.19	1,176.7	-47.3	9.65	908.3	-59.3	12.49	640.0	-71.3	17.73	237.5	-89.4	47.78
우리은행	1,302.1	-35.0	7.65	883.0	-55.9	11.29	603.6	-69.9	16.51	324.2	-83.8	30.74	-94.9	적.전.	
기업은행	1,742.4	-3.3	5.17	1,353.1	-24.9	6.66	1,093.7	-39.3	8.24	834.2	-53.7	10.81	444.9	-75.3	20.26
BNK 금융지주	314.1	-34.6	7.21	238.3	-50.4	9.51	187.7	-60.9	12.07	137.1	-71.5	16.52	61.3	-87.3	36.98
DGB 금융지주	270.1	-11.4	5.22	199.2	-34.7	7.08	151.9	-50.2	9.28	104.7	-65.7	13.48	33.8	-88.9	41.73

자료: 각사

VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

◎ 부동산 임대업 익스포저 및 위험 관리 능력, 향후 은행간 주가 차별화의 변수가 될 듯

- 해당 여신에 대한 위험 수준은 여신 증가율, 자기자본대비 비중 등이 될 것임
- 기업, BNK 등 중소 제조업 고객이 많은 은행의 경우 공장 임대 비중이 높아 시중은행과는 리스크 정도의 차이가 있음

2018년 9월 기준 은행별 대출 규모 및 성장률 비교 (단위: 십억원, %)

	KEB하나	우리	KB국민	기업	신한	BNK	대구
부동산임대업	28,214	28,406	26,731	2,963	21,749	10,716	5,211
3년 순증	10,747	5,666	7,206	-2,344	3,466	3,390	1,697
CAGR	17.3%	7.7%	11.0%	-17.7%	6.0%	13.5%	14.0%
자기자본 대비 비중	116.7%	129.6%	100.4%	14.2%	92.1%	129.6%	117.8%
원화대출금 대비 비중	14.2%	13.9%	10.6%	1.6%	10.6%	15.7%	14.9%
가계대출	105,130	109,432	137,556	32,838	103,153	21,901	9,676
3년 순증	20,130	20,596	25,920	3,784	19,807	6,028	1,485
CAGR	7.3%	7.2%	7.2%	4.2%	7.4%	11.3%	5.7%
자기자본 대비 비중	434.8%	499.4%	516.7%	157.6%	436.6%	264.8%	218.9%
원화대출금 대비 비중	52.8%	53.6%	54.7%	17.2%	50.5%	32.1%	27.7%
제조업 대출	22,929	26,389	34,154	49,058	32,335	18,308	10,358
3년 순증	-4,362	-2,404	5,051	-16	4,128	-1,972	358
CAGR	-5.6%	-2.9%	5.5%	0.0%	4.7%	-3.4%	1.2%
자기자본 대비 비중	94.8%	120.4%	128.3%	235.4%	136.9%	221.4%	234.3%
원화대출금 대비 비중	11.5%	12.9%	13.6%	25.7%	15.8%	26.8%	29.6%

자료: 각사

VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

은행지주별 분기 손익 비교 (단위: 십억원, %)

분기 손이익	1Q19E	%QoQ	2Q19E	%QoQ	3Q19E	%QoQ	4Q19E	%QoQ	2019E	%YoY
신한지주	562	43.5	585	4.1	376	-35.7	471	25.2	1,994	-34.3
KB금융	518	62.8	506	-2.4	214	-57.7	389	81.5	1,627	-49.0
우리은행	350	48.8	209	-40.2	-21	-110.1	202	-1,051.2	740	-65.5
하나금융	373	18.7	304	-18.7	-36	-111.9	297	-924.3	938	-57.5
기업은행	140	-68.2	284	102.6	364	28.0	397	9.2	1,185	-37.4
5대그룹	1,944	-84.4	1,888	-2.9	897	-52.5	1,755	95.7	6,484	-48.0
자기자본이익률										
신한지주	6.44	-2.59	6.67	0.24	4.16	-2.52	5.19	1.04	5.58	
KB금융	5.79	-3.34	5.63	-0.16	2.36	-3.27	4.25	1.89	4.48	
우리은행	6.84	-4.19	3.74	-3.10	-1.15	-4.89	3.50	4.66	4.48	
하나금융	5.91	-3.16	4.75	-1.16	-0.69	-5.44	4.60	5.29	3.62	
기업은행	2.56	-7.40	5.64	3.08	7.16	1.52	7.72	0.56	4.48	
5대그룹	5.51	-4.14	5.29	-0.22	2.37	-2.92	5.05	2.69	4.53	

자료: 각사

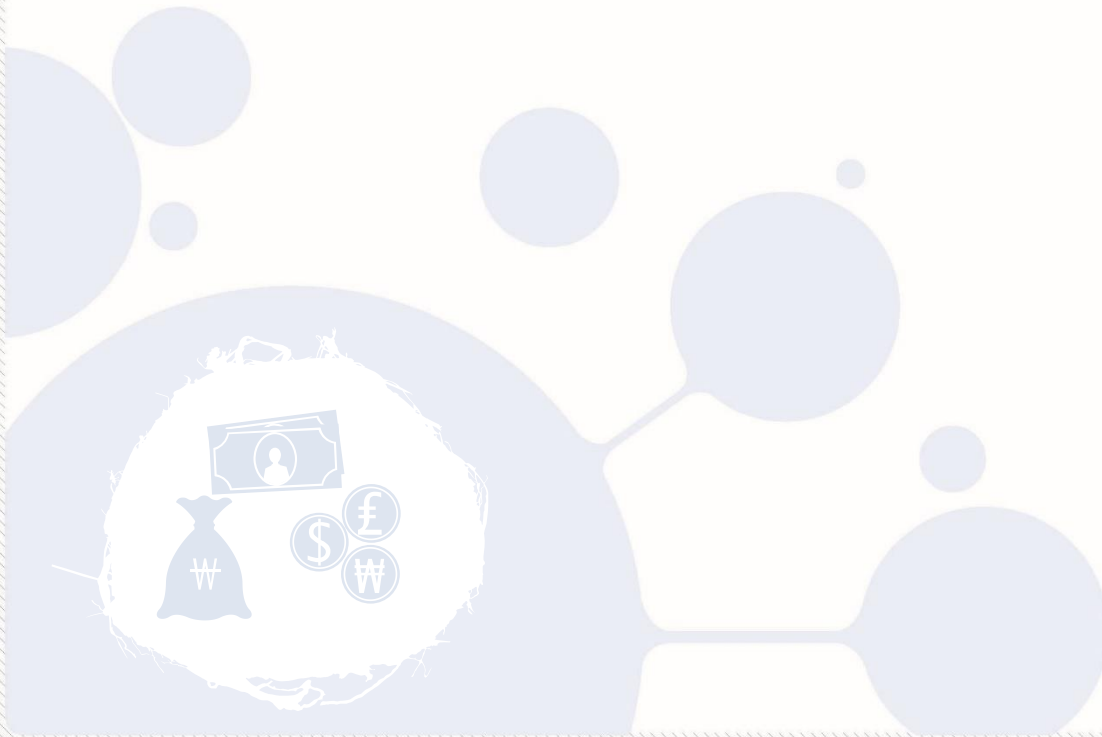
VI. 업종 Valuation 평가 및 Top-Pick 선정 기준

은행별 분기 손익 비교 (단위: 십억원, %)

분기 손익	1Q19E	%QoQ	2Q19E	%QoQ	3Q19E	%QoQ	4Q19E	%QoQ	2019E	%YoY
신한은행	358	26.7	334	-6.7	132	-60.4	214	61.5	1,038	-52.8
국민은행	308	33.1	295	-4.1	4	-98.7	167	4,233.2	774	-66.5
우리은행	316	56.9	176	-44.5	-55	-131.3	168	-405.6	605	-69.8
KEB하나은행	341	9.9	271	-20.5	-69	-125.3	263	-483.1	806	-60.8
기업은행	117	-71.9	261	122.6	341	30.5	374	9.8	1,094	-39.3
부산은행	51	-1,543.5	46	-9.1	49	5.5	27	-45.5	173	-53.1
경남은행	11	-401.9	25	116.4	13	-46.0	20	52.0	70	-59.2
대구은행	45	157.9	38	-15.9	37	-1.2	22	-41.1	142	-51.5
5대 은행	1,440	-0.2	1,337	-7.2	354	-73.6	1,185	235.2	4,316	-58.4
순이자마진										
신한은행	1.60	0.00	1.58	-0.02	1.59	0.00	1.59	0.00	1.59	-0.03
국민은행	1.68	-0.02	1.67	-0.01	1.68	0.01	1.67	0.00	1.67	-0.04
우리은행	1.50	-0.02	1.49	-0.01	1.49	0.00	1.49	0.00	1.49	-0.03
KEB하나은행	1.53	0.00	1.53	-0.01	1.52	-0.01	1.51	-0.01	1.52	-0.03
기업은행	1.92	-0.01	1.92	0.00	1.92	0.00	1.92	0.00	1.92	-0.02
부산은행	2.19	-0.02	2.17	-0.02	2.16	-0.01	2.16	0.00	2.17	-0.15
경남은행	2.07	-0.03	2.06	-0.01	2.05	-0.01	2.05	0.00	2.06	-0.10
대구은행	2.21	-0.03	2.19	-0.02	2.19	0.00	2.18	-0.01	2.19	-0.07
5대그룹	1.65	-0.01	1.64	-0.01	1.64	0.00	1.64	0.00	1.64	-0.03

자료: 각사

Part VII 투자유망종목

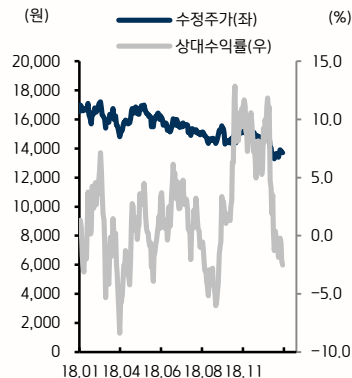


기업은행(024110) : 국책은행의 장점이 부각되는 시점

BUY(Maintain)

주가(1/21): 13,700원 / TP: 19,000원

KOSPI(1/21)	2,124.61pt		
시가총액	76,717억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	17,200원	13,300원	
최고/최저가 대비 등락율	-20.35%	3.01%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-10.2%	-12.8%
	6M	-12.2%	-5.4%
	1Y	-18.0%	-2.7%
발행주식수	657,951천주		
일평균거래량(3M)	958천주		
외국인 지분율	23.52%		
배당수익률(19E)	4.7%		
BPS(19.E)	29,528원		



◎ 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적은 은행

- 임대사업자대출, 가계 대출 비중이 적어 부채 구조조정 과정에서 가장 영향을 적게 받을 것으로 예상
- 제조업 중심의 법인사업자부터 구조조정을 추진, 선제적 구조조정의 수혜 예상
- 한계기업 구조조정을 선제적으로 전개, IFRS 9 도입으로 인한 추가 비용 부담 폭 제한적 전망

◎ 국책은행의 핸디캡보다 장점이 부각되는 시점

- 중금채 금리 안정화로 조달 부문 경쟁 우위를 차지해 기업 여신 시장의 경쟁 우위 유지 전망
- 자영업자 대출 등 공익 목적의 노마진 대출 확대, 순이자마진에 부정적이나 영향은 제한적 전망

◎ 목표주가를 19,000원으로 하향 조정, 업종 내 Top-Pick 의견 유지

- 이익 안정성 높고 2018년 말 예상 PBR 0.55배로 Valuation 상 매력도 높음
- 가계부채 구조조정의 우려 높아지는 시점에서 방어주 역할 할 수 있음
- 개성공단 가동 재개 등 중소기업 영업환경 재개될 경우 대출 수요 증가, 대손비용률 하락 등 기대 가능
- 부채 구조조정에 따른 비용 부담요인을 반영하여 목표주가를 하향 조정

투자지표(십억원, %)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E
총전총이익	4,576	4,663	5,160	5,721	5,698	5,848
증감율(%YoY)	7.0	1.9	10.7	10.9	-0.4	2.6
영업이익	1,341	1,301	1,763	2,145	1,060	1,962
지배주주순이익	1,143.0	1,157.5	1,501.4	1,802.7	1,093.7	1,617.0
증감율(%YoY)	11	1	30	26	-39	48
총당금적립전이익	2,752.3	2,856.4	3,180.2	2,677.3	3,625.6	3,694.3
보통주EPS(원)	1,747	1,759	2,282	2,876	1,802	2,597
증감율(%YoY)	10.8	0.7	29.7	26.1	-37.4	44.1
BPS(원)	23,451	24,360	26,564	28,516	29,528	31,346
수정PER(배)	8.9	8.7	5.8	5.2	7.6	5.3
PBR(배)	0.59	0.56	0.44	0.52	0.46	0.44
수정PBR(배)	0.67	0.63	0.50	0.60	0.53	0.50
ROE	7.7	7.3	8.9	10.0	5.8	8.1
ROA	0.51	0.49	0.60	0.69	0.40	0.58
배당수익률	2.9	3.1	4.6	4.4	4.7	4.7

기업은행(024110)

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
이자순이익	4,859	5,193	5,331	5,476	5,635
이자수익	7,473	8,333	8,762	9,004	9,282
이자비용	2,613	3,139	3,431	3,528	3,647
비이자이익	301	528	367	371	378
수수료	721	735	690	702	717
기타영업수수료	445	435	400	401	405
수익증권	35	34	33	34	35
방카	64	65	65	67	69
유가증권손익	-280	273	113	118	123
외환손익	366	41	125	125	125
신탁보수	77	97	103	109	116
기타영업비용	-583	-618	-664	-683	-703
충전총이익	5,160	5,721	5,698	5,848	6,013
판매관리비	2,024	2,127	2,193	2,277	2,367
충전영업이익	3,136	3,595	3,505	3,571	3,646
대손상각비	1,373	1,450	2,445	1,609	1,476
영업이익	1,763	2,145	1,060	1,962	2,169
영업외이익	-71	-27	0	0	0
경상이익	1,692	2,118	1,060	1,962	2,169
지배주주순이익	1,501	1,893	1,185	1,709	1,770
총당금적립전이익	1,433	1,803	1,094	1,617	1,678

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
건전성(%)					
BIS기준 자기자본비율	14.2	14.5	14.4	14.7	14.9
Tier-1 비율	11.6	12.3	12.3	12.6	12.9
고정이자여신비율	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
고정이하 총당비율	89.6	87.6	85.6	83.6	81.6
시장점유율(%)					
은행예수금 점유율	7.9	7.2	7.3	7.4	7.4
원화대출금 점유율	13.8	13.8	13.9	13.9	13.9
성장성(%)					
은행자산증가율	6.1	4.3	2.9	2.6	2.9
원화대출금 증가율	5.3	6.0	3.0	2.6	3.0
이자순이익증가율	6.5	6.9	2.7	2.7	2.9
수수료순이익증가율	10.5	2.0	-6.1	1.7	2.2
충전영업이익증가율	18.0	14.6	-2.5	1.9	2.1
EPS 증가율	28.9	26.1	-37.4	44.1	3.6
효율성 및 생산성(%)					
예대율	204.8	230.2	235.3	236.1	238.3
비용률	39.2	37.2	38.5	38.9	39.4
충전이익대비 이자순이익비중	85.9	86.2	87.1	87.1	87.1

대차대조표	2017	2018	2019	2020	2021
자산총계	256,131	267,167	275,030	282,228	290,466
현금및예치금	10,927	11,102	11,102	11,102	11,102
유가증권	40,801	45,452	47,229	49,078	51,002
단기매매증권	2,743	6,818	7,095	7,383	7,683
매도+만기	36,377	36,938	38,438	39,999	41,623
지분법주식	1,680	1,696	1,696	1,696	1,696
대출채권	193,966	203,594	209,729	215,126	221,487
(대손충당금)	-2,157	-2,501	-2,603	-2,708	-2,818
유형자산	2,887	3,044	2,996	2,948	2,901
기타자산	7,550	3,974	3,974	3,974	3,974
부채총계	237,126	246,890	254,087	260,090	267,077
예수금	108,945	102,886	103,728	105,986	108,161
차입금	115,212	128,845	135,200	138,945	143,758
기타부채	12,969	15,159	15,159	15,159	15,159
자본총계	19,005	20,277	20,943	22,138	23,389
자본금	3,290	3,290	3,290	3,290	3,290
자본잉여금	545	545	545	545	545
이익잉여금	12,463	13,480	14,146	15,342	16,592
자본조정+기타포괄손익누계	675	581	581	581	581
지배주주자본	16,973	17,896	18,562	19,757	21,008
이자수익자산(평잔)	223,935	237,911	247,568	255,198	263,125
이자비용부채(평잔)	215,721	227,570	235,740	242,355	248,845

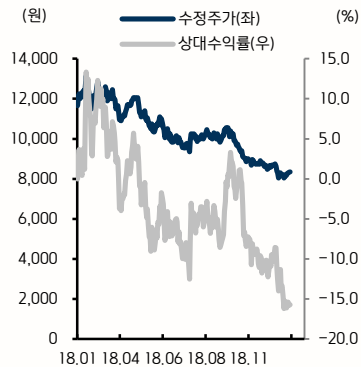
주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표(원)					
보통주 EPS	2,282	2,876	1,802	2,597	2,689
주당총당금적립전이익	23,476	24,812	25,824	27,641	30,192
BPS	26,850	28,516	29,528	31,346	33,896
주당순자산	23,476	24,812	25,824	27,641	30,192
주당배당금	617	650	640	650	660
배당성향	27.0	22.6	35.5	25.0	24.5
주익성(%)					
총마진 (총자산대비)	2.06	2.18	2.09	2.09	2.09
순이자마진	1.94	1.98	1.96	1.96	1.96
비이자마진	0.12	0.20	0.13	0.13	0.13
대손상각비/평균총자산	0.55	0.55	0.90	0.58	0.51
일반관리비/평균총자산	0.81	0.81	0.81	0.81	0.82
영업이익/평균총자산	0.70	0.82	0.39	0.70	0.75
ROA	0.57	0.69	0.40	0.58	0.58
ROE	8.32	9.96	5.78	8.06	7.73
레버리지배수	15.09	14.93	14.82	14.28	13.83
주익성 II (%)					
NIM	1.94	1.94	1.92	1.92	1.91
NIM(카드 제외)	1.33	1.33	0.93	1.29	1.35
NIS	1.91	1.91	1.87	1.86	1.85

DGB금융지주(139130) : 부채 구조조정 영향이 적은 금융지주

BUY(Initiate)

주가(1/21): 8,340원 / TP: 11,000원

KOSPI(1/21)	2,124.61pt	
시가총액	14,107억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	13,150원	8,050원
최고/최저가 대비 등락율	-36.58%	3.60%
상대수익률	절대	상대
	1M	-4.2%
	6M	-13.4%
	1Y	-28.4%
발행주식수	169,146천주	
일평균거래량(3M)	749천주	
외국인 지분율	64.91%	
배당수익률(19E)	4.2%	
BPS(19.E)	25,261원	



◎ 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적은 은행

- 임대사업자대출, 가계 대출 비중이 적어 부채 구조조정 과정에서 가장 영향을 적게 받을 것으로 예상
- 충성도 높은 고객 비중 높아 원화 유동성 risk, 외화 유동성 risk 확대의 영향이 상대적으로 적음
- 성장보다는 마진 및 건전성 관리에 주력해 와 경기 침체 영향이 상대적으로 적을 것으로 예상

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 11,000원 제시

- 동사의 2019년 PBR과 PER은 각각 0.33배, 9.3배로 상대적으로 양호한 수익성 유지에도 불구하고 장기간 주가 수익률 부진으로 밸류에이션 매력도가 높음
- 지주회장이 대구은행장을 겸임하기로 결정, 지배구조에 대한 우려가 어느 정도 희석될 것으로 예상
- 상장 은행 중 가장 적극적으로 기업 구조조정을 추진, 구조조정에 다른 불확실성 해소로 주가 차별화 예상
- 목표주가 11,000원으로 투자 의견 BUY 제시함. 은행업종 Top-Pick 의견 제시

투자지표(십억원, %)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E
자회사이익	308.3	301.9	316.3	320.2	173.8	275.7
증감율(%YoY)	26.5	-2.1	4.8	1.2	-45.7	58.6
지배주주순이익	294.1	287.7	302.2	305.6	158.3	259.3
증감율(%YoY)	28.0	-2.2	5.0	1.1	-48.2	63.8
보통주EPS(원)	1,760	1,702	1,787	1,802	898	1,495
증감율(%YoY)	2.7	-3.3	5.0	0.9	-50.2	66.5
BPS(원)	20,624	21,773	23,088	24,363	25,261	26,756
PER(배)	5.8	5.9	6.0	4.8	9.3	5.6
PBR(배)	0.49	0.46	0.46	0.35	0.33	0.31
수정 PBR(배)	0.54	0.50	0.50	0.40	0.38	0.36
ROE	8.6	7.9	7.9	7.6	3.7	5.8
ROA	0.6	0.6	0.5	0.5	0.3	0.4
배당수익률	2.7	3.0	3.2	4.1	4.2	4.2

DGB금융지주(139130)

대구은행

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
이자이익	1,092.6	1,156.2	1,129.3	1,135.1	1,149.1
비이자이익	45.3	32.8	70.1	70.3	76.5
수수료	140.8	150.4	147.6	151.1	159.5
신탁보수	12.6	15.3	14.8	15.7	16.6
유가증권	-21.4	3.5	14.0	13.0	15.0
외환손익	41.0	-8.4	16.5	18.0	17.5
기타영업비용	-127.7	-128.1	-122.9	-127.5	-132.1
총전총이익	1,137.9	1,189.0	1,199.4	1,205.4	1,225.6
판매관리비	577.4	611.8	637.9	662.5	687.5
총영업이익	560.5	577.2	561.5	542.9	538.1
대손상각비	179.9	192.9	369.5	220.8	219.9
법인세	88.0	86.6	49.9	83.8	82.7
당기순이익	293.5	295.0	142.1	238.4	235.5
총당금적립전이익	591.0	621.4	618.6	601.3	597.7
대차대조표					
자산총계	48,056	50,139	50,132	51,127	52,444
대출채권	36,553	36,932	36,713	37,491	38,587
부채총계	44,287	45,279	45,147	45,878	46,935
예수금	36,266	37,309	38,622	39,818	40,635
자본총계	3,769	4,860	4,986	5,249	5,509
자본금	681	681	681	681	681
지배주주자본	3,480	4,271	4,397	4,660	4,920

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
원화대출금 점유율	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7
예수금(말잔) 점유율	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
원화대출금 증가율	6.5	1.7	-0.7	2.1	3.0
원화예수금 증가율	7.2	2.3	3.5	3.1	2.1
이자이익증가율	8.1	5.8	-2.3	0.5	1.2
예대출	94.8	93.7	89.9	89.0	89.8
비용률	50.7	51.5	53.2	55.0	56.1
고정아하여신비용	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
고정아하 총당비용	125.5	130.5	135.5	140.5	145.5
NIM	2.21	2.26	2.19	2.17	2.15
NIS	2.16	2.20	2.11	2.08	2.06
총마진 (총자산대비)	2.36	2.38	2.40	2.38	2.36
순이자마진	2.26	2.32	2.26	2.24	2.21
비이자마진	0.09	0.07	0.14	0.14	0.15
대손상각비/평균총자산	0.37	0.39	0.74	0.44	0.42
일반관리비/평균총자산	1.20	1.23	1.27	1.31	1.32
ROA	0.61	0.59	0.28	0.47	0.45
ROE	8.43	7.43	3.55	5.95	5.71
레버리지배수	13.81	11.74	11.40	10.97	10.66

DGB금융지주

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
자회사별 이익	316.3	320.2	173.8	275.7	275.3
은행	294.1	298.5	141.9	238.4	235.5
증권	0.0	10.0	20.0	25.0	27.0
캐피탈	16.9	15.2	14.4	14.9	15.3
보험	12.6	4.0	5.2	5.5	5.7
기타	-7.3	-7.5	-7.7	-8.0	-8.2
지주회사 순수익	-13.8	-14.6	-15.5	-16.4	-17.4
지배주주순이익	302.2	305.6	158.3	259.3	257.9
대차대조표(연결)					
자산총계	56,733.8	59,332.5	59,326.2	60,320.3	61,638.2
대출채권	39,083.9	39,567.6	39,349.5	40,126.7	41,222.6
부채총계	52,538.0	54,572.2	54,414.0	55,155.2	56,221.5
예수부채	37,839.8	38,634.6	39,992.7	41,230.0	42,075.1
자본총계	4,195.8	4,760.3	4,912.2	5,165.1	5,416.6
자본금	845.7	845.7	845.7	845.7	845.7
주요주주 자본총계	3,905.2	4,120.9	4,272.8	4,525.7	4,777.3
수정자기자본	3,601.2	3,627.5	3,739.4	3,952.4	4,163.9

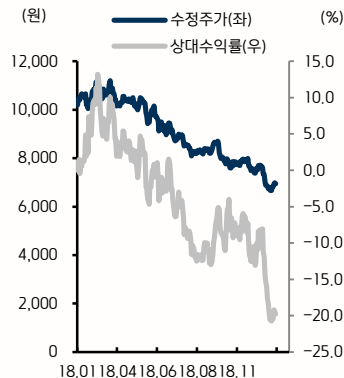
주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
총자산 성장률	6.1	4.6	0.0	1.7	2.2
EPS 증가율	5.0	0.9	-50.2	66.5	-0.5
EPS	1,787	1,807	936	1,533	1,525
BPS	23,088	24,363	25,261	26,756	28,243
NAIPS(원) 대손준비금 제외	21,291	21,446	22,108	23,367	24,617
주당 배당금	340	350	350	350	350
배당 성장률(%)	19.0	19.4	37.4	22.8	23.0
ROE(%)	7.9	7.6	3.7	5.8	5.5
자회사별 이익 구성(%)					
은행	93.0	93.2	81.6	86.4	85.5
증권	0.0	3.1	11.5	9.1	9.8
캐피탈	5.3	4.8	8.3	5.4	5.6
보험	4.0	1.2	3.0	2.0	2.1
기타	-2.3	-2.3	-4.5	-2.9	-3.0
BIS기준자기자본비율	86.42	88.07	88.43	88.97	89.46
Tier I	81.13	72.86	70.70	67.37	64.36
보통주비율	13.58	11.93	11.57	11.03	10.54

BNK금융지주(138930) : 적극적인 총당금 적립, 장기적 호재 전망

BUY(Upgrade)

주가(1/21): 6,950원 / TP: 9,000원

KOSPI(1/21)	2,124.61pt		
시가총액	22,653억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	11,200원	6,670원	
최고/최저가 대비 등락율	-37.95%	4.20%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-9.4%	-12.1%
	6M	-20.5%	-14.3%
	1Y	-32.2%	-19.6%
발행주식수	325,935천주		
일평균거래량(3M)	953천주		
외국인 지분율	53.17%		
배당수익률(19E)	2.9%		
BPS(19.E)	22,181원		



◎ 선제적 구조조정, 장기적으로 주가에 호재로 작용 전망

- 4분기 선제적 구조조정에 따른 총당금 부담 증가, 불확실성 해소 요인으로 작용할 것으로 예상
- 대규모 선제적 총당금 적립, M&A 등 불확실성을 낮추는 요인으로 작용할 것으로 예상
- 예대율 규제 변경으로 취약한 수신 기반 문제, 다소 완화될 것으로 예상
- 수주 증가에 따른 조선 및 기계 산업의 점진적 개선, 전반적 업황 개선의 요인으로 작용할 것으로 예상

◎ 투자의견 BUY로 상향, 목표주가는 9,000원으로 하향

- 단기 급락으로 동사의 2019년 PBR은 각각 0.31배로 2007년 이후 저점에 도달, 밸류에이션 매력도가 크게 개선됨
- 상장 은행 중 가장 적극적으로 기업 구조조정을 추진, 구조조정에 따른 불확실성 해소에 주가 차별화 예상
- 선제적 총당금 적립 요인을 감안하여 목표주가는 9,000원으로 하향. 불확실성 해소, 밸류에이션 매력도 개선 요인으로 고려하여 투자의견을 BUY로 상향.

투자지표(십억원,%)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E
자회사이익	542.6	578.7	481.3	592.2	301.7	515.2
증감율(%YoY)	-36.4	6.7	-16.8	23.0	-49.0	70.8
지배주주순이익	485.5	501.6	403.1	502.3	210.9	419.0
증감율(%YoY)	-40.0	3.3	-19.6	24.6	-58.0	98.7
보통주EPS(원)	1,917	1,502	1,200	1,474	576	1,214
증감율(%YoY)	-49.4	-21.6	-20.1	22.8	-60.9	110.9
BPS(원)	21,983	20,012	20,857	21,855	22,181	23,195
PER(배)	4.5	5.9	8.0	5.2	12.1	5.7
PBR(배)	0.39	0.44	0.46	0.35	0.31	0.30
수정PBR(배)	0.43	0.48	0.50	0.38	0.34	0.33
ROE	8.9	7.6	5.8	6.8	2.6	5.3
ROA	0.5	0.5	0.4	0.5	0.2	0.4
배당수익률	1.8	2.6	2.4	3.3	2.9	3.3

BNK금융지주(138930)

BNK부산은행

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
이자이익	1,197	1,217	1,188	1,208	1,240
비이자이익	58	146	88	88	88
수수료	158	169	176	178	181
신탁보수	24	23	20	22	23
유가증권	33	90	41	44	47
외환손익	48	22	21	21	21
기타영업비용	-206	-158	-170	-177	-183
총전환이익	1,255	1,363	1,277	1,296	1,329
판매관리비	567	629	632	659	693
총전영업이익	688	734	644	637	636
대손상각비	408	230	409	254	281
법인세	58	126	62	102	94
당기순이익	203	369	173	282	261
중당금적립전이익	637	764	686	675	672
대차대조표					
자산총계	50,841	54,125	54,718	55,975	57,454
대출채권	38,919	41,038	41,432	42,483	43,753
부채총계	46,394	49,267	49,687	50,662	51,881
예수금	37,799	38,883	40,001	40,465	41,296
자본총계	4,447	4,858	5,031	5,313	5,574
자본금	977	977	977	977	977
지배주주자본	4,374	4,785	4,958	5,240	5,501

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
원화대출금 점유율	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9
예수금(말잔) 점유율	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
원화대출금 증가율	1.9	5.1	0.8	2.5	3.0
원화예수금 증가율	2.0	3.8	2.9	1.2	2.1
이자이익증가율	4.3	1.7	-2.4	1.7	2.7
예대출	98.7	100.9	98.9	100.2	101.1
비용률	45.2	46.1	49.5	50.8	52.2
고정이자하여신비용	1.1	1.9	2.1	2.3	0.2
고정이자하 중당비용	86.8	93.9	98.9	103.9	5.0
NIM	2.30	2.32	2.17	2.16	2.16
NIS	2.24	2.24	2.09	2.08	2.07
총마진 (총자산대비)	2.41	2.58	2.35	2.34	2.33
순이자마진	2.30	2.31	2.18	2.18	2.18
비이자마진	0.11	0.28	0.16	0.16	0.16
대손상각비/평균총자산	0.79	0.44	0.75	0.46	0.49
일반관리비/평균총자산	1.09	1.19	1.16	1.19	1.22
ROA	0.39	0.70	0.32	0.51	0.46
ROE	4.65	7.91	3.53	5.46	4.80
레버리지배수	8.75	8.98	9.19	9.49	9.70

BNK금융지주

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
자회사별 이익	481.3	592.2	301.7	515.2	500.3
은행	424.7	540.1	243.5	455.2	438.5
증권	1.9	6.8	10.1	10.4	10.7
캐피탈	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	62.6	59.5	56.5	58.2	59.9
지주회사 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주손이익	-7.9	-8.1	-8.4	-8.6	-8.9
신종자본증권이자	-78.2	-89.9	-90.8	-96.3	-102.1
보통주순이익	403.1	502.3	210.9	419.0	398.2

대차대조표(연결)

자산총계	2017	2018	2019	2020	2021
대출채권	94,350	100,776	101,369	102,626	104,105
대출채권	73,273	76,825	77,218	78,270	79,539
부채총계	86,694	92,345	92,832	93,758	94,938
예수부채	69,825	73,029	74,210	74,700	75,577
자본총계	7,656	8,431	8,537	8,867	9,168
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
주요주주 자본총계	6,798	7,123	7,229	7,560	7,860
수정자기자본	6,249	6,555	6,641	6,952	7,232

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
총자산 성장률	0.9	6.8	0.6	1.2	1.4
EPS 증가율	-20.1	22.8	-60.9	110.9	-5.2
EPS	1,237	1,541	647	1,285	1,222
BPS	20,857	21,855	22,181	23,195	24,115
NAVPS(원)_대손준비금 제외	19,175	20,112	20,376	21,329	22,188
주당 배당금	230	250	200	230	250
배당성향(%)	18.6	16.2	30.9	17.9	20.5
ROE(%)	5.8	6.8	2.6	5.3	4.8
자회사별 이익 구성(%)					
은행	88.2	91.2	80.7	88.4	87.6
증권	0.4	1.1	3.4	2.0	2.1
캐피탈	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.0	10.0	18.7	11.3	12.0
BIS기준자기자본비율	-1.6	-1.4	-2.8	-1.7	-1.8
Tier I	13.07	14.05	14.21	14.69	14.69
보통주비율	10.62	11.62	11.78	12.26	12.26

BNK금융지주(138930)

BNK경남은행

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
이자이익	846.5	863.1	839.1	855.2	889.6
비이자이익	12.0	50.8	49.4	50.9	53.9
수수료	98.8	116.0	137.0	143.1	149.5
신탁보수	7.1	8.9	8.8	9.4	9.9
유가증권	6.1	3.3	-3.5	-3.6	-3.8
외환손익	12.1	3.0	12.0	12.0	12.0
기타영업비용	-112.2	-94.6	-105.0	-110.0	-113.7
총전환이익	858.5	914.0	888.5	906.1	943.5
판매관리비	420.4	450.1	451.8	468.2	482.9
총전환이익	438.1	463.8	436.6	437.9	460.6
대손상각비	148.0	240.2	341.1	202.0	218.7
법인세	54.0	52.0	25.3	62.5	64.1
당기순이익	221.8	172.1	70.2	173.4	177.8
중당금적립전이익	425.8	494.9	463.1	464.1	482.1
대차대조표					
자산총계	36,633	38,234	38,287	39,576	41,190
대출채권	29,496	30,461	30,384	31,539	33,016
부채총계	33,525	34,950	35,019	36,221	37,739
예수금	25,018	30,274	31,852	32,839	33,782
자본총계	3,109	3,284	3,268	3,355	3,450
자본금	432	432	432	432	432
지배주주자본	2,759	2,835	2,819	2,906	3,002

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
원화대출금 점유율	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4
예수금(말잔) 점유율	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
원화대출금 증가율	4.8	3.5	-0.3	3.8	4.7
원화예수금 증가율	4.6	6.6	5.2	3.1	2.9
이자이익증가율	8.0	2.0	-2.8	1.9	4.0
예대출	100.0	98.2	93.1	93.7	95.4
비용률	49.0	49.3	50.9	51.7	51.2
고정이자여신비용	0.9	1.5	1.7	1.9	0.2
고정이자 중당비용	77.7	70.9	75.9	80.9	5.0
NIM	2.20	2.16	2.06	2.05	2.05
NIS	2.14	2.08	1.97	1.96	1.96
총마진 (총자산대비)	2.34	2.42	2.33	2.32	2.32
순이자마진	2.31	2.28	2.20	2.19	2.19
비이자마진	0.03	0.13	0.13	0.13	0.13
대손상각비/평균총자산	0.40	0.64	0.89	0.52	0.54
일반관리비/평균총자산	1.15	1.19	1.18	1.20	1.19
ROA	0.60	0.46	0.18	0.44	0.44
ROE	8.06	5.75	2.36	5.96	-35.59
레버리지배수	13.28	13.49	13.58	13.62	13.72

BNK금융지주

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
자회사별 이익	481.3	592.2	301.7	515.2	500.3
은행	424.7	540.1	243.5	455.2	438.5
증권	1.9	6.8	10.1	10.4	10.7
캐피탈	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	62.6	59.5	56.5	58.2	59.9
지주회사 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	-7.9	-8.1	-8.4	-8.6	-8.9
신종자본증권이자	-78.2	-89.9	-90.8	-96.3	-102.1
보통주순이익	403.1	502.3	210.9	419.0	398.2

대차대조표(연결)

자산총계	2017	2018	2019	2020	2021
자산총계	94,350	100,776	101,369	102,626	104,105
대출채권	73,273	76,825	77,218	78,270	79,539
부채총계	86,694	92,345	92,832	93,758	94,938
예수부채	69,825	73,029	74,210	74,700	75,577
자본총계	7,656	8,431	8,537	8,867	9,168
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
주요주주 자본총계	6,798	7,123	7,229	7,560	7,860
수정자기자본	6,249	6,555	6,641	6,952	7,232

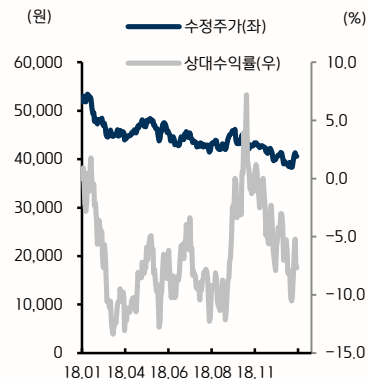
주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
총자산 성장률	0.9	6.8	0.6	1.2	1.4
EPS 증가율	-20.1	22.8	-60.9	110.9	-5.2
EPS	1,237	1,541	647	1,285	1,222
BPS	20,857	21,855	22,181	23,195	24,115
NAVPS(원)_대손준비금 제외	19,175	20,112	20,376	21,329	22,188
주당 배당금	230	250	200	230	250
배당성향(%)	18.6	16.2	30.9	17.9	20.5
ROE(%)	5.8	6.8	2.6	5.3	4.8
자회사별 이익 구성(%)					
은행	88.2	91.2	80.7	88.4	87.6
증권	0.4	1.1	3.4	2.0	2.1
캐피탈	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.0	10.0	18.7	11.3	12.0
BIS기준자기자본비율	-1.6	-1.4	-2.8	-1.7	-1.8
Tier I	13.07	14.05	14.21	14.69	14.69
보통주비용	10.62	11.62	11.78	12.26	12.26

신한지주(055550) : 4대 금융지주 중 투자 매력도 높음

BUY(Maintain)

주가(1/21): 40,600원 / TP: 55,000원

KOSPI(1/21)	2,124.61pt		
시가총액	192,525억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	53,400원	38,350원	
최고/최저가 대비 등락율	-23.97%	5.87%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-1.9%	-4.8%
	6M	-8.8%	-1.7%
	1Y	-23.3%	-9.0%
발행주식수	474,200천주		
일평균거래량(3M)	1,120천주		
외국인 지분율	67.17%		
배당수익률(19E)	3.7%		
BPS(19.E)	74,050원		



◎ 4대 금융지주 중 부채 구조조정의 영향이 가장 적은 금융회사

- 증권, 보험, 카드, 캐피탈 등 비 은행 비중이 상대적으로 높아 부채 구조조정 영향이 상대적으로 적음
- ING생명 인수를 성공적으로 마무리, 이익의 안정화에 기여할 것으로 예상

◎ 자체 경상 이익 수준은 3분기 기점으로 둔화될 가능성 높아

- 증시 침체 지속으로 은행 수수료 이익 및 금융투자 순이익이 4분기에도 둔화될 것
- 정부 대출 규제로 이자부문 이익 증가율 둔화 예상. 더불어 카드 및 가계부문 총당금 수준 증가할 우려

◎ 4대 금융지주 중 가장 투자 매력도 높음. 목표주가는 55,000원으로 하향 조정

- 향후 가계부채 부실화 등 신용위험 상승 영향 상대적으로 적을 것으로 예상
- 오렌지라이프 인수로 둔화되는 이익 성장률 상쇄할 수 있을 것으로 예상
- 목표주가는 구조조정에 따른 추가 총당금 발생 가능성을 고려해 55,000원으로 하향 조정함

투자지표(십억원,%)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E
자회사이익	2,590.5	3,003.3	3,099.3	3,262.0	2,227.9	2,915.2
증감율(%YoY)	8.5	15.9	3.2	5.2	-31.7	30.9
지배주주순이익	2,367.2	2,774.8	2,917.7	3,035.0	1,994.1	2,679.1
증감율(%YoY)	13.7	17.2	5.2	4.0	-34.3	34.3
보통주EPS(원)	4,757	5,610	6,107	6,319	4,055	5,501
증감율(%YoY)	14.3	17.9	8.9	3.5	-35.8	35.7
BPS(원)	63,481	64,554	68,389	71,497	74,050	78,050
PER(배)	8.5	8.5	8.3	6.4	10.0	7.4
PBR(배)	0.63	0.74	0.74	0.56	0.55	0.52
수정PBR(배)	0.68	0.80	0.82	0.62	0.60	0.57
ROE	7.6	8.9	9.1	9.0	5.6	7.2
ROA	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.6
배당수익률	3.0	3.0	2.8	3.7	3.7	3.7

신한지주(055550)

신한은행

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
이자이익	4,521	5,012	5,139	5,246	5,412
비이자이익	881	857	749	789	835
수수료	1,126	1,170	1,128	1,185	1,244
신탁보수	185	186	134	141	148
유가증권	-39	431	365	380	395
외환손익	502	89	170	170	170
기타영업비용	-893	-1,019	-1,048	-1,086	-1,121
총전총이익	5,403	5,869	5,888	6,035	6,247
판매관리비	2,867	2,877	2,966	3,082	3,222
총전영업이익	2,535	2,992	2,923	2,953	3,025
대손상각비	490	327	1,642	762	763
법인세	395	696	339	580	599
당기순이익	1,608	1,980	941	1,610	1,663
중당금적립전이익	2,607	3,222	3,272	3,309	3,388
대자대조표					
자산총계	302,937	328,034	333,804	341,376	350,172
대출채권	216,558	231,386	235,542	241,463	248,566
부채총계	280,748	304,224	311,213	319,415	326,428
예수금	197,496	215,793	223,871	231,304	236,559
자본총계	22,189	23,811	22,590	21,961	23,744
자본금	7,928	7,928	7,928	7,928	7,928
지배주주자본	21,520	23,312	22,091	21,462	23,245

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
원화대출금 점유율	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9
예수금(말잔) 점유율	16.3	16.5	16.5	16.6	16.6
원화대출금 증가율	5.9	6.6	1.7	2.5	3.0
원화예수금 증가율	6.1	5.6	3.7	3.3	2.3
이자이익증가율	9.5	10.9	2.5	2.1	3.2
예대출	99.0	96.6	94.7	93.9	94.6
비용률	53.1	49.0	50.4	51.1	51.6
고정이자여신비용	0.5	0.7	0.9	1.1	0.2
고정이자 총당비용	114.0	147.7	152.7	157.7	5.0
NIM	1.56	1.62	1.59	1.58	1.59
NIS	1.48	1.52	1.49	1.49	1.49
총마진 (총자산대비)	1.81	1.83	1.78	1.78	1.80
순이자마진	1.51	1.56	1.55	1.55	1.56
비이자마진	0.30	0.27	0.23	0.23	0.24
대손상각비/평균총자산	0.16	0.10	0.50	0.23	0.22
일반관리비/평균총자산	0.96	0.90	0.90	0.91	0.93
ROA	0.57	0.69	0.31	0.48	0.48
ROE	8.35	9.86	5.11	8.47	9.06
레버리지배수	14.08	14.07	15.11	15.91	15.06

신한지주

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
자회사별 이익	3,099	3,262	2,228	2,915	3,011
은행	1,711	2,199	1,038	1,629	1,664
증권	914	503	513	523	533
카드	212	233	210	252	289
캐피탈	88	105	100	103	108
손해보험	121	157	149	150	153
기타	54	65	69	69	71
지주회사 순수익	-182	-227	-234	-236	-241
지배주주순이익	2,918	3,035	1,994	2,679	3,011
대자대조표(연결)					
자산총계	426,306	461,850	467,619	475,192	483,987
대출채권	275,566	296,599	300,756	306,676	313,780
부채총계	392,603	425,424	429,822	435,303	441,632
예수부채	249,854	263,552	272,407	280,554	286,314
자본총계	33,703	36,426	37,797	39,889	42,355
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
주요주주 자본총계	32,395	33,867	35,077	36,971	39,198
수정자기자본	29,510	30,982	32,192	34,086	36,313

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
총자산 성장률	7.7	8.3	1.2	1.6	1.9
EPS 증가율	8.9	3.5	-35.8	35.7	12.7
EPS	6,160	6,407	4,210	5,656	6,357
BPS	68,389	71,497	74,050	78,050	82,751
NAIPS(원) _대손준비금 제외	62,299	65,406	67,960	71,959	76,660
주당 배당금	1,450	1,500	1,500	1,500	1,500
배당성장률(%)	23.5	23.4	35.6	26.5	23.6
ROE(%)	9.1	9.0	5.6	7.2	7.7
자회사별 이익 구성(%)					
은행	55.2	67.4	46.6	55.9	55.3
신한카드	29.5	15.4	23.0	17.9	17.7
증권	6.8	7.1	9.4	8.6	9.6
보험	3.9	4.8	6.7	5.2	5.1
기타	1.8	2.0	3.1	2.4	2.3
BIS기준자기자본비율	14.74	15.52	15.93	16.58	17.33
Tier1	13.28	14.13	14.56	15.23	16.00
보통주비율	12.84	13.73	14.16	14.84	15.62

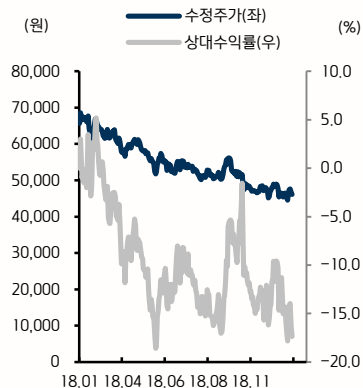
KB금융(105560) : 이자부문 성장으로 기대에 부합한 실적 시현

Outperform(Maintain)

주가(1/21): 46,100원 / TP: 55,000원

KOSPI(1/21)	2,124.61pt		
시가총액	192,749억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	68,600원	44,550원	
최고/최저가 대비 등락율	-32.80%	3.48%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-5.8%	-8.6%
	6M	-14.5%	-7.8%
	1Y	-31.3%	-18.5%

발행주식수	418,112천주		
일평균거래량(3M)	1,229천주		
외국인 지분율	68.80%		
배당수익률(19E)	3.4%		
BPS(19.E)	88,051원		



◎ 부채 구조조정, 향후 주가 상승의 변수

- 가계 및 개인사업자 비중이 높아 구조조정 본격 진행 시 상대적으로 영향이 클 것으로 예상
- 향후 제한적일 가계부문 성장을 타 분야에서 이끌어야 하는 것에서 동사의 위험관리능력 및 시장지배력 등이 시험대에 오르는 시점임

◎ 투자 의견 Outperform, 목표주가 55,000원 하향 조정

- 동사는 가계 익스포저가 가장 많음에도 양호한 건전성 관리를 유지해오고 있음
- 향후 가계부채 구조조정이 본격화되는 시점에서 동사 위험관리 능력이 시험대에 오를 것으로 판단
- 가계 및 개인사업자 익스포저가 많아 부채 구조조정 진행 시 상대적으로 영향이 큼
- 부채 구조조정에 따른 추가 충당금 요인을 감안하여 목표주가를 55,000원으로 하향 조정

투자지표(십억원, %)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E
자회사이익	1,993.5	2,080.9	3,912.7	3,349.6	1,790.6	2,572.6
증감율(%YoY)	-4.7	4.4	88.0	-14.4	-46.5	43.7
지배주주순이익	1,936.9	2,143.7	3,311.9	3,187.4	1,626.7	2,405.5
증감율(%YoY)	-5.3	10.7	54.5	-3.8	-49.0	47.9
보통주EPS(원)	5,013	5,381	8,259	7,948	4,057	5,999
증감율(%YoY)	-5.3	7.3	53.5	-3.8	-49.0	47.9
BPS(원)	74,235	74,138	81,411	85,860	88,051	92,204
PER(배)	6.8	8.1	7.7	6.0	11.5	7.8
PBR(배)	0.46	0.59	0.78	0.56	0.53	0.51
수정PBR(배)	0.50	0.64	0.86	0.61	0.58	0.55
ROE	6.9	7.2	10.1	9.1	4.5	6.4
ROA	0.6	0.6	0.8	0.7	0.3	0.5
배당수익률	2.9	2.9	3.0	3.6	3.4	3.4

KB금융(105560)

KB국민은행

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
이자이익	5,393.1	5,944.6	6,098.7	6,210.9	6,370.4
비이자이익	997.2	992.3	908.5	914.0	942.2
수수료	1,482.1	1,437.6	1,275.0	1,290.3	1,307.3
신탁보수	306.0	285.1	167.2	174.2	181.3
유가증권	-167.3	247.8	282.6	297.0	312.2
외환손익	373.2	125.5	163.0	168.0	163.0
기타영업비용	-996.9	-1,103.8	-979.4	-1,015.5	-1,021.5
총전총이익	6,390.3	6,936.9	7,007.2	7,124.9	7,312.6
판매관리비	3,632.5	3,729.3	3,881.0	4,011.4	4,156.4
총영업이익	2,757.8	3,207.6	3,126.2	3,113.5	3,156.2
대손상각비	113.0	176.1	2,071.3	1,039.6	1,054.8
법인세	427.6	833.5	279.6	549.6	556.9
당기순이익	2,262.9	2,293.9	775.4	1,524.3	1,544.5
총당금적립전이익	3,158.9	3,600.0	3,440.8	3,421.7	3,458.3
대차대조표					
자산총계	323,419	356,671	362,824	370,855	380,355
대출채권	248,884	277,916	282,897	289,727	297,999
부채총계	298,178	329,913	335,975	343,122	351,072
예수금	234,303	241,836	259,904	272,087	291,787
자본총계	25,241	26,758	26,849	27,733	29,283
자본금	2,022	2,022	2,022	2,022	2,022
지배주주자본	25,241	26,758	26,849	27,733	29,283

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
원화대출금 점유율	17.9	18.2	18.2	18.2	18.2
예수금(말잔) 점유율	18.0	18.5	18.5	18.5	18.5
원화대출금 증가율	6.5	9.8	1.8	2.5	3.0
원화예수금 증가율	7.1	8.3	6.2	3.6	2.1
이자이익증가율	10.8	10.2	2.6	1.8	2.6
예대출	100.0	101.1	95.9	93.9	94.7
비용률	56.8	53.8	55.4	56.3	56.8
고정이자여신비용	0.6	1.3	1.3	1.3	1.5
고정이자 총당비용	99.7	99.7	102.7	105.7	110.7
NIM	1.71	1.71	1.67	1.66	1.66
NIS	1.67	1.68	1.64	1.62	1.62
총마진 (총자산대비)	2.03	2.00	1.94	1.94	1.94
순이자마진	1.71	1.72	1.69	1.69	1.69
비이자마진	0.32	0.29	0.25	0.25	0.25
대손상각비/평균총자산	0.04	0.05	0.57	0.28	0.28
일반관리비/평균총자산	1.15	1.08	1.08	1.09	1.10
ROA	0.69	0.67	0.21	0.41	0.41
ROE	9.62	9.63	3.15	6.04	5.77
레버리지배수	12.81	13.33	13.51	13.37	12.99

KB금융

손익계산서	2017	2018	2019	2020	2021
자회사별 이익	3,912.7	3,349.6	1,790.6	2,572.6	2,606.1
은행	2,175.0	2,310.7	773.9	1,524.2	1,544.5
증권	271.7	198.3	228.1	250.9	258.4
카드	296.8	282.0	233.8	229.1	217.6
캐피탈	120.8	111.1	100.0	103.0	106.1
손해보험	330.3	303.9	306.9	313.1	322.4
기타	718.1	143.6	147.9	152.4	156.9
지주회사 손이익	-600.8	-162.2	-163.8	-167.1	-168.8
지배주주순이익	3,311.9	3,187.4	1,626.7	2,405.5	2,437.3
대차대조표(연결)					
자산총계	436,786	483,583	489,736	497,767	507,267
대출채권	290,123	322,511	327,491	334,322	342,594
부채총계	402,741	447,676	452,913	459,206	466,938
예수부채	255,874	277,536	294,258	304,452	310,509
자본총계	34,045	35,908	36,824	38,560	40,328
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
주요주주 자본총계	34,039	35,899	36,815	38,552	40,320
수정자기자본	30,890	32,944	33,744	35,364	37,016

주요지표	2017	2018	2019	2020	2021
총자산 성장률	16.3	10.7	1.3	1.6	1.9
EPS 증가율	53.5	-3.8	-49.0	47.9	1.3
EPS	8,259	7,948	4,057	5,999	6,078
BPS	81,411	85,860	88,051	92,204	96,433
NAIPS(원) 대손준비금 제외	73,881	78,793	80,706	84,581	88,532
주당 배당금	1,920	1,700	1,600	1,600	1,600
배당성향(%)	23.2	21.4	39.4	26.7	26.3
ROE(%)	10.1	9.1	4.5	6.4	6.2
자회사별 이익 구성(%)					
은행	55.6	69.0	43.2	59.2	59.3
카드	6.9	5.9	12.7	9.8	9.9
증권	7.6	8.4	13.1	8.9	8.4
보험	3.1	3.3	5.6	4.0	4.1
기타	18.4	4.3	8.3	5.9	6.0
BIS기준자기자본비율	15.24	15.67	15.95	16.53	16.31
Tier I	14.61	15.11	15.39	15.98	16.54
보통주비율	14.61	14.52	14.80	15.40	15.96

Appendix

◎ 부동산 투자 예시 1)

▪ 나 평범 차장: 나이 40세, 연 소득 : 6천만 원, 현금 : 3억 원 보유

I. 2015.12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m² 아파트를 5 억 원에 구매 (주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)

II. 2017년 3월 한강 신도시 한라비발디 105.3 m² 아파트 4.5억 원에 구매 (주택담보대출 3억 원, 신용대출 7천 만원, 현금 8천 만원)

III. 상기 아파트를 월세 140만원, 보증금 1천 만원에 임차함

IV. 주택 구매 과정에서 취득등록세, 중개수수료., 이사 비용, 기타 비용 등 4천 만원은 보유 현금으로 지출함

→ 보유 아파트 가격은 매입시점 9.5억 원에서 '18년 12월 총 12억 원으로 상승해 2.5 억 원의 이익 실현, 레버리지 배수는 3.6배에서 2.4배로 하락

나 평범 차장의 재무상태 추정 (2017년 9월 기준)

자산 (백만원)		부채와 자본 (백만원)	
현금	20	주택담보대출	320
주거주택	500	LTV(%)	66
투자주택	450	신용대출	70
		주택담보대출 II	300
		LTV(%)	67
총 자산	970	전세보증금	10
		총부채	700
		순자산	270
신용한도	10	레버리지배수	3.6

자료: 키움증권

나 평범 차장의 손익과 주요 지표

소득		DSR 만기	주요 지표	
연소득	60.0		소득대비부채(%)	1,166.7
주담대출원리금	33.9	30년	Cash DSR I	61.2
신용대출	2.8	10년	(주담대출, 신용대출만 반영)	
			DSR II	70.7
총 비용	36.7		(정부 Guide line: 주담대출, 신용대출)	
비용 후 소득	23.3		DSR III	44.3
월세수익	16.8	월세 140만	(실질 기준, 기타대출 10년 가정)	
신용한도 + 현금	30.0			
소비 가능금액	70.1			

자료: 키움증권

Appendix

◎ 부동산 투자 예시 2)

■ 김대범 차장 : 나이 40세, 연 소득 : 6천만 원, 현금 : 3억 원 보유

I. 2015.12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 m² 아파트를 5 억 원에 구매 (주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)

II. 2017년 3월 한강 신도시 한라비발디 105.3 m² 아파트 4.5억 원에 구매 (전세보증금 3.1억 원, 신용대출 1억 원, 현금 4천만 원)

III. 2017년 9월 목동 청구한신 59.9 m² 아파트를 8억 원에 구매 (전세보증금 6억 원, 임대사업자대출 1.8억 원, 현금 2천만 원)

IV. 주택 구매 과정에서 취득등록세, 중개수수료., 이사 비용, 기타 비용 등 5천 만원은 보유 현금으로 지출함

→ '전체 아파트 가격은 매입 시점 17.5억 원에서 '18년 12월 현재 22억 원으로 상승, 4.5 억 원 이익 실현함. 레버리지배수는 7.0배에서 2.9배로 하락

김 대범 차장의 재무상태 추정 (2017년 9월 기준)

자산 (백만원)		부채와 자본 (백만원)	
현금	10	주택담보대출	320
주거주택	500	LTV(%)	66
투자주택 I	450	신용대출	100
투자주택 II	800	임대사업자대출	180
		전세보증금 I	310
A. 총 자산	1,760	전세보증금 II	600
		B. 총부채	1,510
		C. 순자산	250
신용한도	20	레버리지배수	7.0

자료: 키움증권

김 대범 차장의 손익과 주요 지표

소득	DSR 만기	주요 지표	
연소득	60.0	소득대비부채(%)	2,516.7
주담대출원리금	17.8	30년 Cash DSR I	47.4
신용대출	4.0	10년 (주담대출, 신용대출만 반영)	
		DSR II	49.7
임대사업자대출	6.7	제외 (정부 Guide line: 주담대출, 신용대출)	
총 비용	28.5	DSR III	237.3
비용 후 소득	31.5	(실질 기준, 기타대출 10년 가정)	
신용한도 + 현금	30.0		
소비 가능금액	61.5		

자료: 키움증권

Appendix

◎ 부동산 투자 예시 3)

▪ **박 무리차장** : 나이 40세, 연 소득 : 6천만 원, 현금 : 3억 원 보유

I. 2015년 12월 남가좌동 DMC 센트레빌 84.8 ㎡ 아파트를 5 억 원에 구매 (주택담보대출 3.3 억 원, 현금 1.7억 원)

II. 2017년 3월 상기 아파트를 4.8억 원에 임대 후 다시 같은 가격의 동일 아파트를 임차함. 임차 전세자금 대출 3.8억 원을 차입, 주택담보대출 상환
→ 주택담보대출을 전세자금대출로 전환할 경우 대출 한도를 높일 수 있으며 원금 상환 부담을 줄일 수 있어 레버리지 확대 용이

V. '17년 3월 은행에 신용한도 대출 1.2억 원의 한도를 받은 후 서울 숲 푸르지오 59.9 ㎡ 아파트를 6억 원에 구매(전세보증금 5억 원, 현금 1억 원)

VI. 사업자 등록 후 '17년 9월 공덕 레미안 2차 59.9 ㎡ 아파트를 6.3억 원에 구매(전세보증금 4.5억 원, 임대사업자대출 1억 원, 신용대출 8천만 원)

V. 주택 구매 과정에서 취득세, 중개수수료, 이사 비용, 기타 비용 등 7천 만원은 보유 현금과 신용대출로 지출함

→ 보유 아파트 가격은 매입 시 22.8억 원에서 '18년 12월 현재 총 31.9원으로 9.1 억 원 평가 이익 실현, 레버리지배수는 9.7배에서 3.2배로 하락

박 무리 차장의 재무상태 추정 (2017년 9월 기준)

자산 (백만원)		부채와 자본 (백만원)	
현금	20	주택담보대출	-
주거주택	500	신용대출	100
투자주택 I	600	전세자금대출	380
투자주택 II	630	임대사업자대출	100
전세보증금	480	전세보증금 A	480
A. 총 자산	2,230	전세보증금 B+C	950
		B. 총부채	2,000
		C. 순자산	230
신용한도	20	레버리지배수	9.7

자료: 키움증권

박 무리 차장의 손익과 주요 지표

소득		DSR 만기	주요 지표	
연소득	60.0		소득대비부채(%)	3,333.3
주담대출원리금	-	30년	Cash DSR I	35.0
신용대출	4.0	10년	(주담대출, 신용대출만 반영)	
전세자금대출	13.3	제외	DSR II	16.7
임대사업자대출	3.7	제외	(정부 Guide line: 주담대출, 신용대출)	
총 비용	21.0		DSR III	363.5
비용 후 소득	39.0		(실질 기준, 기타대출 10년 가정)	
신용한도 + 현금	40.0			
소비 가능금액	79.0			

자료: 키움증권

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 1월 22일 현재 동 자료상 투자의견이 제시된 기업 중 '우리은행'의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%

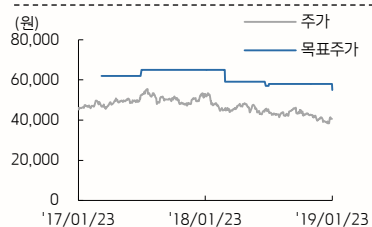
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
신한지주 (055550)	2017/04/03	BUY(Initiate)	62,000원	6개월	-24.67	-23.06
	2017/04/21	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-21.34	-18.06
	2017/07/10	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-21.05	-15.65
	2017/07/24	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-20.78	-14.77
	2017/10/31	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-22.30	-14.77
담당자변경	2018/01/09	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-22.04	-14.77
	2018/03/21	BUY(Reinitiate)	59,000원	6개월	-23.40	-21.86
	2018/04/23	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-21.59	-17.97
	2018/05/23	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-22.53	-17.97
	2018/07/16	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-21.33	-19.82
	2018/07/25	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-25.82	-23.71
	2018/09/03	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-25.05	-20.43
	2018/10/24	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-25.01	-20.43
	2018/10/25	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-26.89	-20.43
	2019/01/23	BUY(Maintain)	55,000원	6개월		
	2019/01/23	BUY(Maintain)	55,000원	6개월		
KB금융 (105560)	2017/04/03	BUY(Initiate)	65,000원	6개월	-25.65	-24.31
	2017/04/17	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-25.05	-22.46
	2017/04/21	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-18.62	-11.08
	2017/07/05	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-23.80	-22.53
	2017/07/21	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-24.45	-19.73
	2017/10/30	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-26.12	-23.21
	2017/11/28	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-22.86	-13.85
	2018/01/11	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-23.79	-19.29
	2018/03/21	Outperform(Reinitiate)	70,000원	6개월	-14.49	-8.71
	2018/04/20	Outperform(Maintain)	70,000원	6개월	-15.17	-8.71
담당자변경	2018/05/23	Outperform(Maintain)	65,000원	6개월	-16.42	-11.69
	2018/07/16	Outperform(Maintain)	63,000원	6개월	-13.45	-12.06
	2018/07/20	Outperform(Maintain)	63,000원	6개월	-16.55	-10.79
	2018/10/24	Outperform(Maintain)	63,000원	6개월	-16.58	-10.79
	2018/10/26	Outperform(Maintain)	63,000원	6개월	-20.20	-10.79
	2019/01/23	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월		
	2019/01/23	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월		
	2019/01/23	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월		
하나금융지주 (086790)	2017/04/03	BUY(Initiate)	45,000원	6개월	-18.05	-16.33
	2017/04/24	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-10.08	4.58
	2017/07/24	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-11.81	-5.45
	2017/10/30	BUY(Maintain)	61,000원	6개월	-20.11	-9.51
	2018/01/16	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-25.13	-17.16

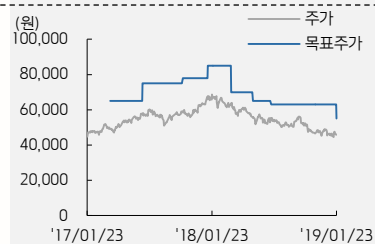
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
담당자변경	2018/03/21	Outperform(Reinitiate)	52,000원	6개월	-14.61	-5.87
	2018/04/23	Outperform(Maintain)	53,000원	6개월	-12.72	-9.62
	2018/05/23	Outperform(Maintain)	51,000원	6개월	-14.51	-9.31
	2018/07/16	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-14.46	-12.10
	2018/07/23	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-12.79	-7.20
	2018/10/24	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-13.02	-7.20
	2018/10/29	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-18.23	-7.20
	2019/01/23	Outperform(Maintain)	45,000원	6개월		
우리은행 (000030)	2018/03/21	BUY(Reinitiate)	19,000원	6개월	-22.89	-18.16
	2018/04/23	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-21.73	-19.50
	2018/05/23	BUY(Maintain)	19,000원	6개월	-14.36	-10.00
	2018/07/16	Outperform(Downgrade)	19,000원	6개월	-14.22	-10.00
	2018/07/23	Outperform(Maintain)	19,000원	6개월	-13.70	-9.74
	2018/10/24	Outperform(Maintain)	19,000원	6개월	-13.73	-9.74
	2018/10/29	Outperform(Maintain)	19,000원	6개월	-14.10	-9.74
	2019/01/23	Outperform(Maintain)	16,000원	6개월		
기업은행 (024110)	2018/03/21	BUY(Reinitiate)	20,000원	6개월	-20.95	-16.25
	2018/04/27	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-20.66	-19.05
	2018/05/23	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-30.99	-28.48
	2018/07/16	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-31.72	-27.95
	2018/10/24	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-30.36	-29.76
	2018/10/26	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-28.79	-26.90
	2018/12/11	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-30.57	-26.90
	2019/01/23	BUY(Maintain)	19,000원	6개월		
BNK금융지주 (138930)	2018/05/23	BUY(Reinitiate)	14,000원	6개월	-31.54	-26.43
	2018/07/16	BUY(Maintain)	13,000원	6개월	-31.88	-30.85
	2018/08/01	Outperform(Downgrade)	13,000원	6개월	-35.22	-30.85
	2018/10/24	Outperform(Maintain)	13,000원	6개월	-38.29	-30.85
	2019/01/23	BUY(Upgrade)	9,000원	6개월		
DGB금융지주 (139130)	2019/01/23	BUY(Initiate)	11,000원	6개월		

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

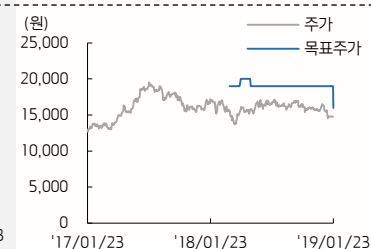
신한지주 (055550)



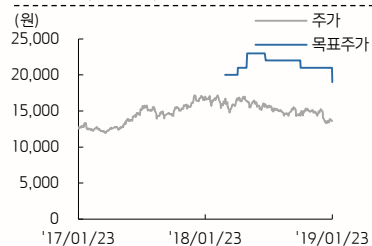
KB금융 (105560)



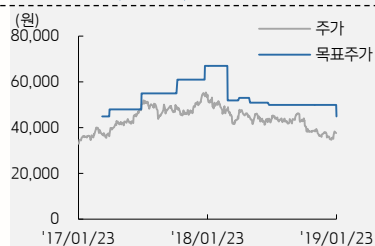
우리은행 (000030)



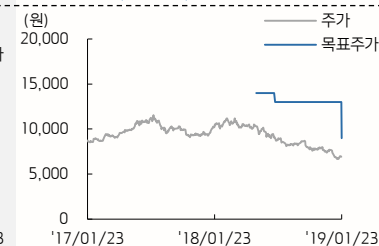
기업은행 (024110)



하나금융지주 (086790)



BNK금융지주(138930)



DGB금융지주(139130)

