

2017. 7. 10



## ▲은행/지주

Analyst **은경완**

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

**Overweight**

## Top Pick

하나금융지주(086790) Buy 58,000원

# 은행

## 파티는 끝나지 않는다

- ✓ 은행업 Overweight 투자의견 유지, 하나금융지주 Top pick 추천
- ✓ 금리 상승 + 2Q17 호실적 기대감 → 은행주 신고가 경신
- ✓ 은행주 투자의 체계적 위험은 소멸, 불확실성은 잔존
- ✓ 정부 정책 방향이 은행의 장기 방향성을 결정짓는 핵심 변수
- ✓ 1) 구조조정, 2) 주주환원정책, 3) 도매금융으로의 전환가능성에 주목

**고공행진 중인 은행주**

은행주가 신고가를 경신하고 있다. 우려했던 금리는 반등에 성공했고, 2Q17 호실적에 대한 기대감이 주가에 반영된 영향이다. 또한 그간 증시 상승의 주도주였던 기술주의 조정이 되려 은행주에겐 수급상 우호적으로 작용하고 있다.

**정부 정책 방향이 은행 장기 방향성을 결정짓는 핵심변수**

금리 상승으로 은행주의 체계적 위험은 소멸했으나, 불확실성은 남아있다. 또한 자본비율 개선, 대손비용 감소, M&A 등 추가 상승 모멘텀도 상당 부분 소멸했다. 경험해보지 못한 높은 주가 상승의 심리적 부담을 해소할 플러스 알파가 필요하다.

은행업은 명확한 규제 산업이다. 타 업종대비 높은 공공성으로 정부 정책의 방향이 은행의 장기 방향성을 결정짓는 핵심 변수로 작용한다. 초이노믹스의 영향으로 시중은행이 소매금융 중심의 은행으로 변모한 것도 같은 이유이다.

1) '17년 대규모 일회성 이익을 바탕으로 한 구조조정, 2) 미국은행 배당 확대 및 스톱어드십 코드 도입에 따른 적극적인 주주환원정책, 3) 중소기업·소상공인 금융 지원을 통한 도매금융(기업금융)으로의 전환가능성에 주목한다.

**은행업 Overweight, Top pick: 하나금융지주**

국내 기준금리 인상 시점에 대해서는 다양한 의견이 존재하나, 인하 가능성에 대해서는 이견이 존재하지 않는다. 즉, 시차의 문제일 뿐 은행주의 방향성은 명확하다. 금리 상승에 따른 ROE 개선 Cycle을 향유할 시점이다. 은행업에 대한 Overweight 투자의견을 유지하며, Target PBR Multiple로 0.61배를 제시한다.

유독 어닝시즌에 은행주가 민감하게 반응하는 경향이 있다. 표면적인 절대 이익의 규모도 중요하나 자본비율 상승, 비용효율성 증대, 비은행 부문 강화 등 향후 구조적 개선 가능성이 돋보일 종목에 대한 관심이 필요하다. 1) 자산 성장 정책 정상화, 2) 큰 폭의 마진 개선, 3) C/I Ratio 및 Credit cost 추가 하락 가능성, 4) 비은행 부문 성장 기대감 등을 감안해 하나금융지주를 업종 내 Top pick으로 추천한다.

### 2Q17 Preview: 고공행진 중인 은행주

금리 상승 + 2Q17 호실적 기대감  
→ 은행주 신고가 경신

은행주가 재차 신고가를 경신하고 있다. 우려했던 금리는 반등에 성공했고, 2Q17 호실적에 대한 시장의 확신도 의심할 여지가 없기 때문이다. 또한 그간 증시 상승의 주도주였던 기술주 조정이 되려 은행주에겐 수급상 우호적으로 작용하고 있다.

2Q17 실적의 시사점은 레벨업 된  
경상 이익 체력 확인

2Q17 실적의 시사점은 레벨업 된 경상 이익 체력을 확인하는 데 있다. 회사별로 차이는 존재하나 NIM은 전분기대비 평균 +3~4bp 개선, 원화 대출금 성장률은 1% 중후반 수준으로 파악된다. 지난 몇 개 분기와 달리 대규모 일회성 요인도 KB금융의 KB손해보험 및 KB캐피탈 관련 잉가매수차익 1,600억원이 유일하다.

표1 Coverage 2Q17 예상 지배순이익

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
신한지주	723.8	683.4	5.9	997.1	-27.4	702.2	3.1
KB금융	854.7	580.4	47.3	870.1	-1.8	726.1	17.7
하나금융지주	487.3	352.1	38.4	492.1	-1.0	428.0	13.8
우리은행	466.9	307.0	52.1	637.5	-26.8	392.5	19.0
기업은행	303.7	286.6	6.0	438.3	-30.7	297.5	2.1
BNK금융지주	151.1	152.4	-0.9	168.3	-10.3	158.8	-4.9
DGB금융지주	91.8	81.7	12.4	90.9	1.0	93.3	-1.6
JB금융지주	52.3	57.0	-8.4	47.2	10.8	53.2	-1.8
Coverage	3,131.5	2,500.6	25.2	3,741.4	-16.3	2,851.6	9.8

자료: 각사, 메리츠증권리서치센터

표2 Coverage 2Q17E 상세 실적 Summary

(십억원)	신한지주	KB금융	하나금융지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주	Coverage
순이자이익	1,934.1	1,799.1	1,226.9	1,312.8	1,280.8	567.9	317.8	287.6	8,727.1
이자수익	2,892.1	2,683.2	2,172.7	2,157.8	1,971.4	836.5	446.9	442.1	13,602.7
이자비용	958.0	884.0	945.8	845.0	690.5	268.6	129.1	154.5	4,875.5
순수수료이익	392.6	530.1	455.6	263.7	92.2	38.6	17.3	4.6	1,794.7
수수료수익	977.6	956.2	698.1	517.8	203.6	72.9	35.9	29.1	3,491.2
수수료비용	585.0	426.1	242.5	254.1	111.3	34.3	18.6	24.5	1,696.5
기타비이자이익	-11.6	-23.3	67.3	23.6	-82.4	-8.0	-9.0	-4.4	-47.8
총영업이익	2,315.1	2,306.0	1,749.8	1,600.1	1,290.7	598.5	326.0	287.8	10,474.1
판관비	1,105.2	1,129.7	925.4	819.8	586.3	276.0	149.1	140.3	5,131.7
총전영업이익	1,209.9	1,176.3	824.4	780.3	704.4	322.6	176.9	147.6	5,342.4
총당금전입액	262.6	189.7	173.7	163.9	299.6	113.2	51.1	49.2	1,302.9
영업이익	947.3	986.6	650.8	616.4	404.7	209.4	125.9	98.3	4,039.5
영업외손익	7.0	148.4	8.4	-0.8	-8.2	-6.7	-1.7	0.3	146.7
세전이익	954.3	1,134.9	659.2	615.6	396.5	202.7	124.2	98.6	4,186.1
법인세비용	219.5	261.0	151.6	141.6	91.2	47.6	28.6	22.9	964.0
당기순이익	734.8	873.9	507.6	474.0	305.3	155.1	95.6	75.7	3,222.1
지배주주	723.8	854.7	487.3	466.9	303.7	151.1	91.8	52.3	3,131.5
비지배지분	11.0	19.2	20.3	7.1	1.6	4.0	3.8	23.5	90.6

자료: 각사, 메리츠증권리서치센터

국내 은행주 투자의 유일한 체계적 위험은 '금리'

국내 은행주 투자의 유일한 체계적 위험은 금리다. 금리의 방향성이 이익 체력과 주가를 결정하며, 투자 심리를 대변한다. 대손비용 증감에 따른 분기 실적 변동은 주가의 단기 Swing factor에 불과하며, 유가증권 매각이익 같은 일회성 이익도 이익 체력 증대의 본질적인 요인은 아니다.

그림1 S&P Banking 지수와 미국 10년물 국채 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 KRX은행 지수와 장단기금리차



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

비정상적으로 낮아진 금리 수준에서의 반등이기에 건전성 악화 가능성은 시기상조

당사는 1) 수출/설비투자 중심의 경기회복세, 2) 가계부채 위험 관리 필요성, 3) 미국 금리 인상에 따른 한국은행 기준금리 실효하한 상승 등의 이유로 향후 금리 상승 가능성에 무게를 두고 있다. 절대적으로 낮은 금리 수준에서의 반등이기에 금리 상승에 따른 가계 및 기업 건전성 악화 가능성 논의는 시기상조이다.

금리 상승 → NIM 개선

- 1) re-pricing 주기 차이
- 2) 고정금리 → 변동금리 전환

금리가 상승한다는 가정하에 은행의 순이자마진은 개선 추세를 지속할 수 밖에 없다. 조달 대비 운용 자산의 re-pricing 주기가 더 빠르기 때문이다. 또한 '11년 이후 확대 공급 되었던 고정금리 대출도 변동금리 대출로 순차적으로 전환되고 있다는 점도 마진 개선에 긍정적인 부분이다.

그림3 시중금리와 NIM 추이



자료: 금감원, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림4 가계 및 기업의 고정금리 대출 비중



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

'17년 예상 지배순이익 12.0조원  
일회성 이익 제외한 보수적인 가정

Top line 개선과 비용효율성 증대를 통해 '17년 은행주는 사상 최대 이익을 기록할 전망이다. 당사 커버리지 기준 '17년 예상 지배주주 순이익은 전년대비 24.5% 증가한 12.0조원으로 추정된다. 유가증권 매각이익, 본사 매각이익 등 대규모 일회성 요인을 제외한 보수적인 수치로 실제로 이를 상회할 가능성이 크다.

'17년 Earnings Peak out 논란

문제는 '18년 실적이다. 실제 컨센서스 기준 '18년 지배주주 순이익 추정치는 '17년 대비 소폭 감익이다. 일회성 이익 소멸에 따른 기저효과에 불과하나, 표면적으로 은행주 Earnings Peak-out에 대한 논란은 피하기 어렵다.

Earnings smoothing + 일자리  
창출 → 연말 구조조정 가능성 ↑

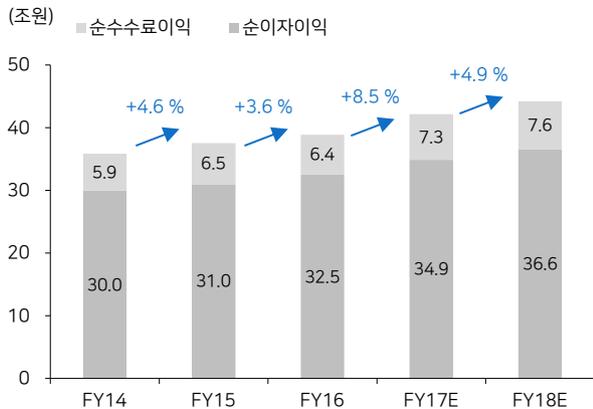
지난 해 대규모 구조조정을 통해 Earning smoothing을 한 경험이 있다. 일회성에 기인한 초과이익 분을 미래 발생 비용에 선제적으로 대응함으로써 이익 개선 추세를 지속하고 있다. 낮아진 지점 효율성, 정부의 일자리 창출 의지 등을 감안시 연말 구조조정 가능성은 높아 보이며, 관련 우려도 해소될 수 있다는 판단이다.

표3 상장은행 매각 가능 주요 유가증권 내역

회사명	보유수량 (만주)	매입단가 및 장부가 (원)	주당가치 및 현재가 (원)	예상 평가/매각익 (억원)	
신한지주	비자카드	336	5,617	99,188	2,117
	POSCO	41	166,000	296,000	527
	SK네트웍스	1,392	5,016	6,210	166
	KT&G	18	61,000	114,000	95
KB금융	대한주택보증공사	4,584	4,186	9,804	2,575
	SK	175	97,900	269,000	2,994
	POSCO	158	166,500	296,000	2,045
하나금융지주	SK하이닉스	509	25,310	66,600	2,103
	대한전선	5,000	700	1,380	340
우리은행	금호타이어	2,236	7,854	8,120	59
기업은행	KT&G	951	22,370	114,000	8,714

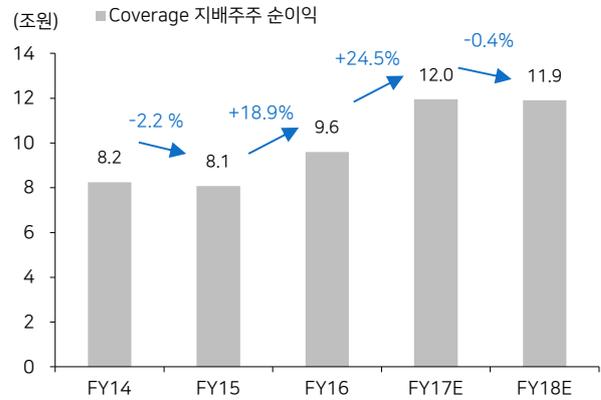
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 Coverage 연간 핵심이익 추정치



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 Coverage 연간 지배주주 순이익 추정치



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

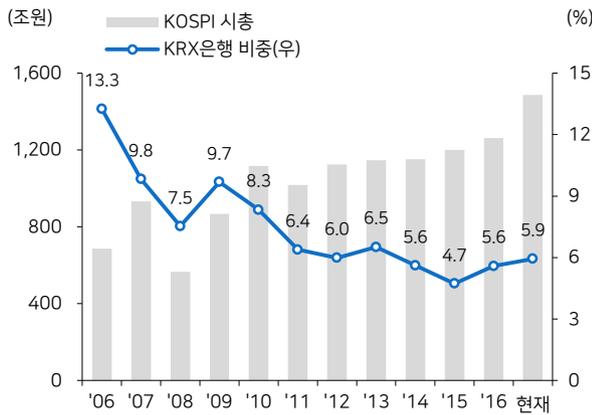
### 정부 정책 방향이 은행 장기 방향성을 결정짓는 핵심변수

리스크는 소멸, 불확실성은 잔존

- 1) 낮아진 정부 규제 리스크
- 2) 적극적인 주주환원정책에 주목

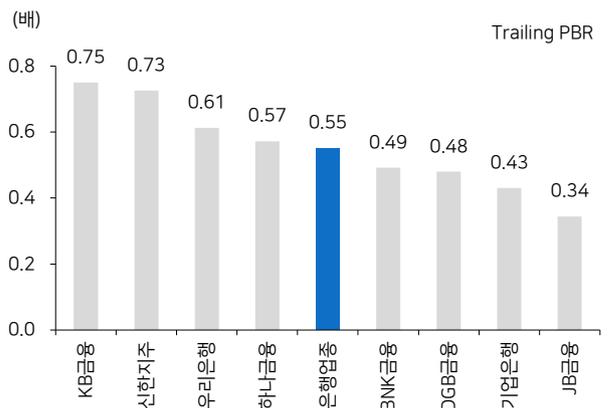
은행주 투자의 리스크는 소멸하였으나, 불확실성은 남아있다. 또한 자본비율 개선, 급격한 대손비용 감소, M&A 등 금리 상승을 제외한 추가 상승 모멘텀도 상당 부분 소멸했다. 1) KOSPI 내 시가총액 비중 5.9%, 2) Trailing PBR 0.55배 등 절대적 저평가 구간임에도, 경험해보지 못한 높은 주가 상승률의 심리적 부담을 해소할 플러스 알파가 필요한 시점이다. 낮아진 정부 규제 리스크와 배당 확대 및 자사주 매입 등의 적극적인 주주환원정책 시행 가능성에 주목한다.

그림7 KOSPI내 시가총액 비중 5.9%



자료: KRX, 메리츠증권리서치센터

그림8 은행업 Trailing PBR 0.55배



자료: 각사, KRX, 메리츠증권리서치센터

은행업은 명확한 규제 산업

- 1) 가계부채 및 부동산 관련 대책
- 2) 중소기업·소상공인 지원

은행업은 명확한 규제 산업이다. 다시 말해, 현재 은행주의 가장 큰 불확실성은 아직 뚜렷하게 파악되지 않는 신 정부의 금융 규제 강도이다. '15년 8월, 금융당국의 은행 자율성·책임성 제고 방안 발표로 금리/수수료/배당에 대한 직접적인 규제 가능성은 약화되었으나, 타 업종대비 높은 공공성으로 정부 정책 방향에 마냥 자유로울 수도 없는 현실이다. 가계부채 및 부동산 관련 규제, 중소기업·소상공인 관련 금융 지원 등이 대표적인 예이다.

표4 은행 자율성·책임성 제고방안 주요 내용

구분	내용
자율성 제고방안	1. 금리·수수료·배당 자율화 2. 업무범위 확대를 통한 새로운 성장동력 확보 3. 성과평가·면책 활성화를 통한 여신관행 개선 4. 해외진출 활성화 5. 사회공헌활동 등의 자율성 제고
책임성 제고방안	1. 준법감시인 역할 제고 등 내부통제 강화 2. 금융회사 자체적인 내부감사 기능 활성화 3. 금융소비자 보호를 위한 공시 강화

자료: 금융위, 메리츠증권리서치센터

**부동산 활성화 정책**

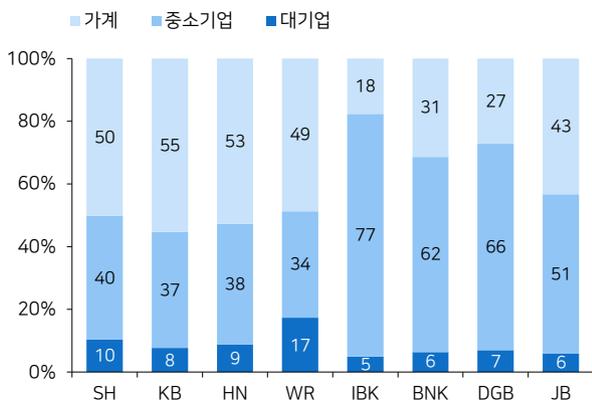
→ 은행 소매금융 중심으로 변모

부동산 살리기 정책으로 대표되는 초이노믹스의 영향으로 국내 은행은 소매금융 중심으로 변모했다. 실제 4대 시중은행의 가계대출 비중은 50%를 상회하고 있다. 가계 대출 성격이 강함에도 중소기업 여신으로 분류되는 자영업자, SOHO 대출 등을 고려하지 않은 수치로 이를 포함시 70%를 상회하는 것으로 추정된다.

시중은행과 지방은행의 수익률 격차 → Loan Portfolio 차이

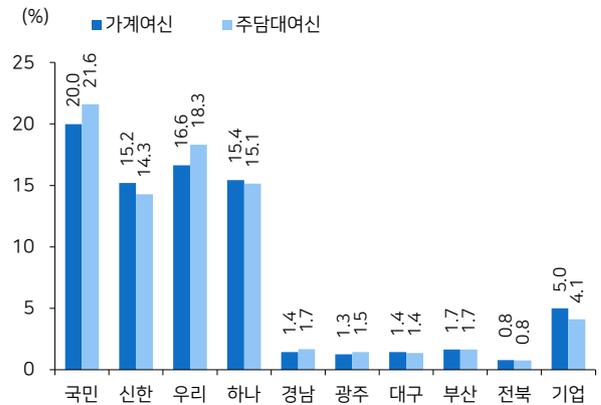
지방은행 대비 시중은행의 이익 개선 속도가 빠르게 진행된 것도 같은 이유이다. 중소기업 여신 중심의 지방은행의 경우 급격한 건전성 개선 가능성이 제한적이거나, 대규모 가계 여신이 유입된 시중은행의 대손비용은 빠르게 하향안정화 되며 실적 개선을 견인하고 있다. 현재 시중은행과 지방은행의 주가 수익률 격차는 Loan portfolio 차이에 상당 부분 기인하고 있다.

**그림9 상장은행 Loan Portfolio**



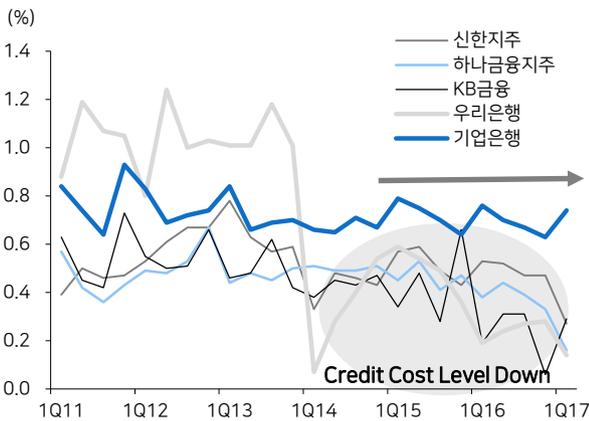
주: 2017년 3월말 기준  
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림10 은행권 가계대출 M/S**



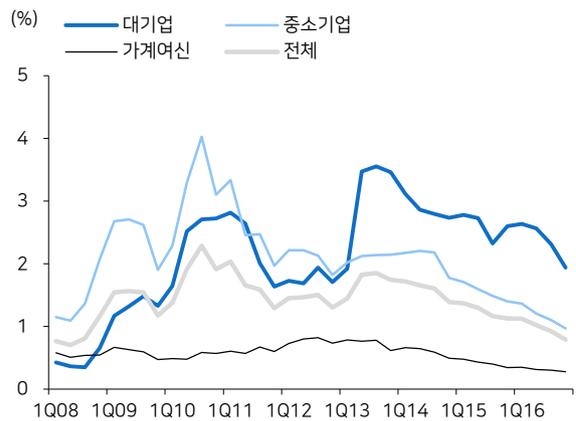
주: 2016년말 기준  
자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림11 5대은행 Credit cost 추이**



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림12 시중은행 여신종별 고정이하여신비율**



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

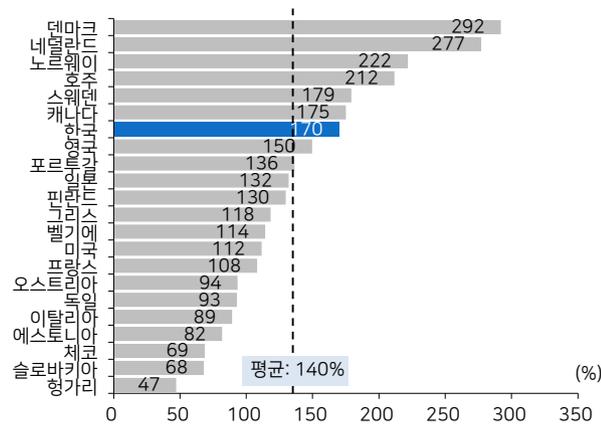
부동산 호황 + 과잉 유동성 공급  
→ 1,360 조원의 가계부채

정부의 적극적인 내수 활성화 노력에도 내수 부진은 장기화되며 금리 하방 압력은 지속되었고, 과잉 유동성 공급의 부산물로 1,360조원의 가계부채가 한국 경제의 뇌관으로 지목되고 있다. 가계 신용 공급의 중심축인 은행 입장에서 끊임없이 논란이 되고 있는 가계부채 이슈는 분명 불편한 사항이다. 일례로 '15년 3~4월, 정부 주도로 공급된 안심전환대출의 영향으로 가계부채의 질은 개선 되었으나, 은행 주 투자 심리 악화는 불가피했다.

가처분소득/가계부채 비율 170%  
순자산/가계부채 비율 19.8%

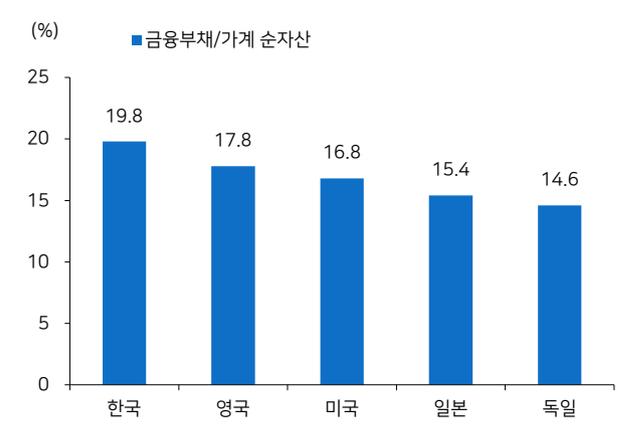
현재 국내 가처분소득 대비 가계부채 비율은 약 170%이다. 몇몇 복지 국가를 제외하고 가장 높은 수준이다. 다른 국가와 달리 부동산을 중심으로 가계 자산이 구축되어 있다는 점에서 순자산 대비 가계부채 비율이 비교 적합할 것이나, 정부는 이를 가계부채 관리 지표로 삼고 있다.

그림13 주요국 가처분소득 대비 가계부채 비율(2015년 기준)



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 주요국 순자산/가계부채 비율



자료: 한국은행, FRB, ESRI, 분데스뱅크, ONS, 메리츠증권증권 리서치센터

소득주도성장 정책  
→ 가계부채 문제 해결의 일환

신 정부가 표방하는 소득중심 성장도 결국 가계부채 해결의 일환으로 해석할 수 있다. DSR(Debt Service Ratio: 총부채원리금 상환비율) 도입, 단계적 LTV·DTI 강화 등 가계 대출 심사 강화로 가계부채의 증가 속도는 둔화시키고, 일자리 창출을 통한 민간 소득 증대로 가계부채 연착륙을 시도하고 있다.

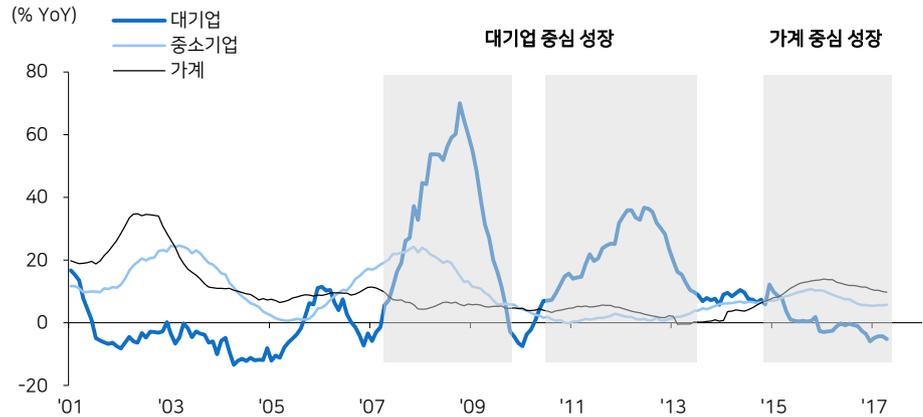
가계 자금 수요와 기 승인된  
집단대출의 영향으로 당분간 가계  
여신 성장률은 견조

그럼에도 은행의 가계 자산 성장률은 당분간 견조한 수준을 유지할 수 있다. 입주 물량 증가에 따른 가계 자금 수요가 지속되고 있고, 신규 집단대출 감소에도 기 승인된 집단대출의 기표가 예정되어 있기 때문이다.

그러나 빠르면 내년 이후 은행  
성장의 축은 가계에서  
중소기업으로 이동할 전망

그러나 빠르면 내년 이후 은행 성장의 축은 가계에서 중소기업 여신으로 이동할 가능성이 높아 보인다. 정부 정책 또한 중소기업, 소상공인 등에 대한 금융 지원을 통해 양극화 해소와 지역 경제 활성화를 목표로 하고 있다. 소매금융(가계금융)에서 다시 도매금융(기업금융) 중심의 은행으로 변화할 시점이 다가오고 있다.

그림15 차주별 여신 성장률 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

가계 여신 심사 강화로 가산금리 상승하며 마진 개선의 동인으로 작용

은행의 성장 정책과 금리는 상충되기 마련이다. 가계 여신에 대한 심사 강화로 은행권의 가산금리가 상승한 것도 같은 맥락이다. 실제 풍부한 유동성 환경의 영향으로 조달 압박이 없는 상태에서 가산금리의 상승은 최근 은행 마진 개선의 가장 주요한 요인으로 작용했다.

가산금리는 현 수준에서 유지

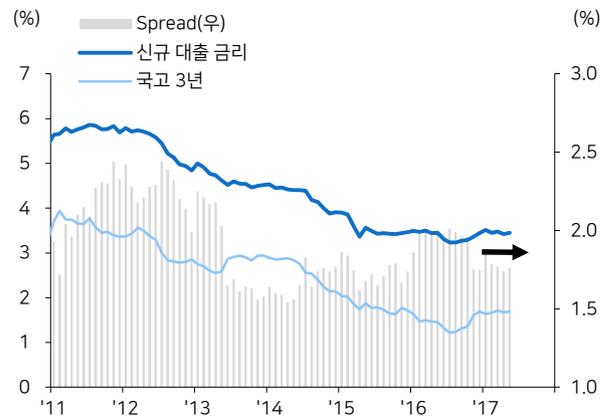
다만 '15년 상반기 이후 상승한 가산금리는 현 수준에서 안정화 될 가능성이 높다. 경제 주체들의 기대 인플레이션이 높아진 상황에서 인위적인 가산금리 조정 정책은 가계 대출 수요를 강하게 자극할 수 있으며, 신 정부의 비소비 지출 감축 의지를 고려시 추가적인 상승을 기대하기도 어렵기 때문이다.

그림16 가계 및 중소기업 대출 가산금리 추이



자료: 한국은행, 은행연합회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 대출금리는 시중금리와 동행 예상



자료: 한국은행, 금투협, 메리츠증권증권 리서치센터

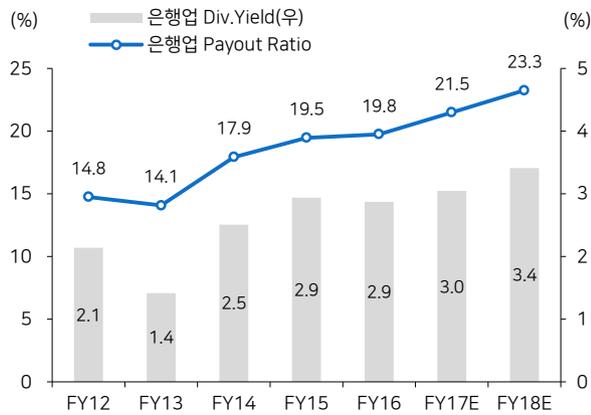
'17년 예상 배당수익률 3.0%

최근 미국 은행의 Stress test 결과 발표 이후, 대형 은행을 중심으로 대규모 배당 확대 및 자사주 매입 계획을 발표했다. 국내의 경우도 높은 자본비율을 바탕으로 한 점진적인 배당 성향 상향 조정이 진행되고 있다. 실제 '17년 당사 커버리지 기준 예상 평균 배당 수익률은 KOSPI 평균 1.7%를 상회하는 3.0%로 추정된다.

이익 개선 + 주주환원정책  
→ KOSPI와의 PBR Spread 축소

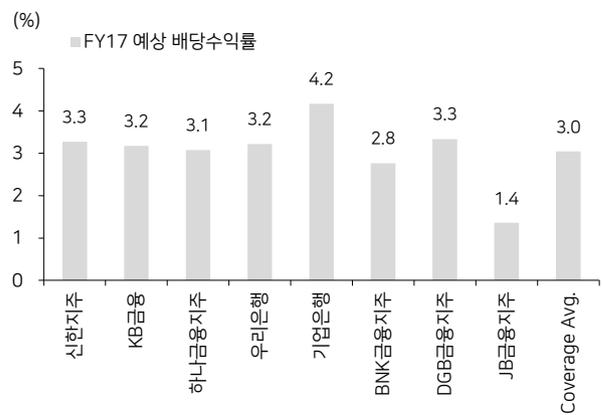
높은 배당 수익률이 주가 상승을 담보하진 않는다. 다만 최근 논의중인 스튜어드십 코드 도입에 대한 기대감, 연말로 갈수록 높아지는 배당주에 대한 관심 등을 감안시 주가 하방은 강력히 지지할 요인으로 작용할 수 있다. 하반기 구조적 이익 개선과 함께 적극적인 주주환원정책(배당성향 확대, 자사주 매입 등) 시행으로 은행주와 KOSPI간의 PBR Spread 괴리를 축소를 기대한다.

그림18 점진적으로 확대중인 은행 배당 성향



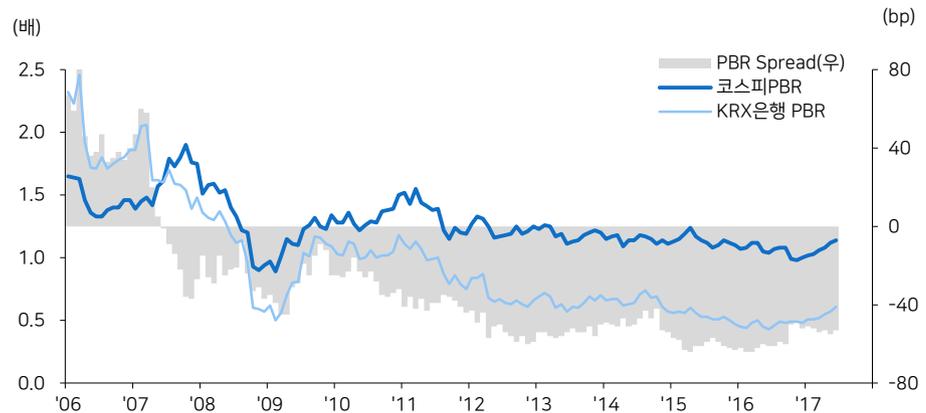
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 종목별 '17년 예상 배당 수익률



자료: 각사, KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 KOSPI와의 PBR Spread 괴리율은 여전히 높은 수준



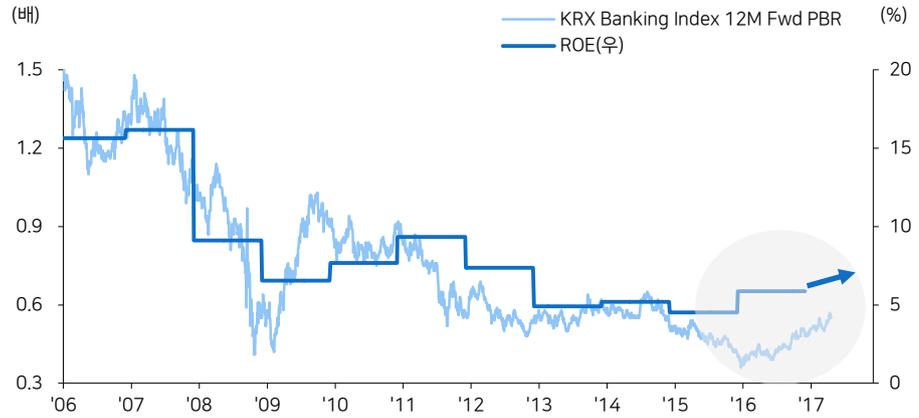
자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

금리 상승에 따른  
ROE 개선 Cycle 향유

**은행업 Overweight, Top pick: 하나금융지주(TP: 58,000 원, UP: 27.5%)**

국내 기준금리 인상 시점에 대해서는 다양한 의견이 존재하나, 인하 가능성에 대해서는 이견이 존재하지 않는다. 즉, 시차의 문제일 뿐 은행주의 방향성은 명확하다. 금리 상승에 따른 ROE 개선 Cycle을 향유할 시점이다.

**그림21 ROE 개선을 통한 은행주 Valuation re-rating은 진행형**



자료: 금감원, KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

은행업 Overweight  
Target PBR Multiple 0.61 배

은행업에 대한 Overweight 투자 의견을 유지한다. Target PBR Multiple로는 0.61 배를 제시한다. 12개월 예상 ROE 8.1%에 CAPM 모형을 적용한 자본비용 13.0%를 통해 산출한 수치이다. 현 시가총액 대비 약 21.2%의 상승 여력이 존재하며, 종목별로는 시중은행 주가 수익률의 상대적 우위가 예상된다.

**표5 은행업 Valuation**

	단위	값	비고
12MFwd ROE	(%)	8.1	메리츠증권증권 은행업 유니버스 기준
Cost of Equity	(%)	8.5	메리츠증권증권 은행업 유니버스 기준
Risk Free Rate	(%)	1.9	국고 3년물 금리
Risk Premium	(%)	6.0	메리츠증권증권 기준
Beta	(배)	1.1	종목별 52주 주간 베타 산술평균
COE 조정계수	(%)	4.5	과거 10개년 대비 KOSPI 대비 평균 COE 할증폭
Adj. Cost of Equity	(%)	13.0	Cost of Equity + COE 조정계수
Eternal Growth	(%)	0.0	영구성장률 0% 가정
Adj. Fair PBR	(배)	0.62	
Premium/Discount	(%)	-1.3	종목별 Premium/Discount 산술평균
Target PBR	(배)	0.61	
현재 시가총액(7/7)	(십억원)	87,387	메리츠증권증권 은행업 유니버스 기준
목표 시가총액	(십억원)	105,907	메리츠증권증권 은행업 유니버스 기준
Upside Potential	(%)	21.2	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## Top Pick: 하나금융지주

유독 어닝시즌에 은행주가 민감하게 반응하는 경향이 있다. 표면적인 절대 이익의 규모도 중요하나 자본비율 상승, 비용효율성 증대, 비은행 부문 강화 등 향후 구조적 개선 가능성이 돋보일 종목에 대한 관심이 필요하다. 1) 자산 성장 정책 정상화, 2) 큰 폭의 마진 개선, 3) C/I Ratio 및 Credit cost 추가 하락 가능성, 4) 비은행 부문 성장 기대감 등을 감안해 하나금융지주의 적정주가를 9.4% 상향 조정하며, 은행업종 Top pick으로 추천한다.

표6 종목별 적정주가 산출내역

(%)	신한지주	KB금융	하나금융지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
12M Fwd ROE	9.1	8.9	7.7	7.9	7.3	8.0	8.5	7.2
Cost of Equity	8.0	9.7	8.6	6.4	9.0	9.7	9.0	7.3
Risk Free Rate	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta	1.0	1.3	1.1	0.8	1.2	1.3	1.2	0.9
COE 조정계수	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Adj. Cost of Equity	12.5	14.2	13.1	10.9	13.5	14.2	13.5	11.8
Eternal Growth	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Adj. Fair PBR (배)	0.72	0.63	0.58	0.73	0.54	0.56	0.63	0.61
Premium/Discount	+20.0	+30.0	+20.0	-10.0	-20.0	-10.0	-10.0	-30.0
NIM					-10.0			-10.0
Credit Cost					-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
SG&A		+10.0	+10.0					
Capital	+10.0	+10.0	+10.0	-10.0				-10.0
Biz Portfolio	+10.0	+10.0						
Target PBR (배)	0.87	0.82	0.70	0.66	0.43	0.50	0.57	0.43
12M Fwd BPS (원)	71,400	86,900	81,900	32,500	34,600	22,700	24,100	16,200
적정주가 (원)	62,000	70,000	58,000	21,500	15,000	11,500	14,000	7,000
현재가(7/7, 원)	48,900	56,700	45,500	18,650	14,150	10,850	11,400	6,610
기존 적정주가	62,000	70,000	53,000	19,000	15,000	11,500	14,000	7,000
적정주가 변동사항	유지	유지	9.4% 상향	13.2% 상향	유지	유지	유지	유지
Upside Potential	26.8	23.5	27.5	15.3	6.0	6.0	22.8	5.9

자료: 메리츠증권리서치센터

표7 은행업 Coverage Valuation Table									
		Top Pick	시중은행				지방은행		
		하나금융지주	신한지주	KB금융	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
Code No.		086790 KS	055550 KS	105560 KS	000030 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS	175330 KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy	Buy	Trading Buy
적정주가(원)		58,000	62,000	70,000	21,500	15,000	11,500	14,000	7,000
현재가(7/7, 원)		45,500	48,900	56,700	18,650	14,150	10,850	11,400	6,610
상승여력(%)		27.5	26.8	23.5	15.3	6.0	6.0	22.8	5.9
지배순이익(십억원)	2015	910	2,367	1,698	1,059	1,143	486	294	115
	2016	1,330	2,775	2,144	1,261	1,158	502	288	143
	2017E	1,776	2,986	3,043	1,771	1,343	542	323	169
	2018E	1,868	2,981	2,876	1,638	1,409	597	356	180
자본총계(십억원)	2015	22,972	31,810	28,903	19,310	17,294	6,191	3,777	2,679
	2016	23,390	31,745	31,261	20,546	18,047	7,087	3,972	2,964
	2017E	24,621	33,256	33,100	21,302	18,971	7,472	4,328	3,100
	2018E	26,100	35,491	35,295	22,545	19,961	7,970	4,645	3,309
ROE(%)	2015	4.2	7.9	6.1	5.7	7.0	9.1	9.2	5.7
	2016	6.0	9.0	7.2	6.4	6.6	7.9	8.0	6.5
	2017E	7.7	9.4	9.5	8.5	7.3	7.8	8.4	7.2
	2018E	7.7	8.8	8.5	7.5	7.3	8.1	8.5	7.3
EPS(원)	2015	4,992	4,992	4,396	1,566	2,054	1,952	1,740	873
	2016	3,100	5,851	5,459	1,866	2,071	1,539	1,702	918
	2017E	4,495	6,298	7,277	2,619	2,398	1,664	1,908	1,084
	2018E	6,001	6,285	6,879	2,423	2,516	1,831	2,103	1,160
BPS(원)	2015	74,829	65,035	74,234	28,500	30,918	23,000	20,624	13,767
	2016	75,971	65,605	77,815	30,279	32,055	20,811	21,773	14,663
	2017E	79,946	68,739	82,733	31,396	33,696	21,953	23,737	15,724
	2018E	84,752	73,358	88,220	33,229	35,455	23,415	25,476	16,780
PER(배)	2015	7.6	7.9	7.5	5.6	6.0	4.3	5.8	6.3
	2016	7.0	7.7	7.8	6.8	6.1	5.6	5.7	6.3
	2017E	7.6	7.8	7.8	7.1	5.9	6.5	6.0	6.1
	2018E	7.2	7.8	8.2	7.7	5.6	5.9	5.4	5.7
PBR(배)	2015	0.3	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
	2016	0.4	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	2017E	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
	2018E	0.5	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4

자료: 메리츠증권리서치센터

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 은경완)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight(비중확대)	
	Neutral(중립)	
	Underweight(비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## 신한지주(055550) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.16	산업브리프	Buy	56,000	박선호	
2015.10.12	산업브리프	Buy	56,000	박선호	
2015.12.03	산업분석	Buy	56,000	박선호	
2016.04.19	산업브리프	Buy	56,000	박선호	
2016.04.22	기업브리프	Buy	56,000	박선호	
				담당자 변경	
2016.08.16	산업분석	Buy	51,000	은경완	
2016.10.21	기업브리프	Buy	51,000	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	53,500	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	53,500	은경완	
2017.02.09	기업브리프	Buy	56,000	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	59,000	은경완	
2017.04.21	기업브리프	Buy	62,000	은경완	
2017.05.29	산업분석	Buy	62,000	은경완	
2017.07.10	산업브리프	Buy	62,000	은경완	

**KB 금융(105560) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.16	산업브리프	Buy	49,000	박선호	
2015.10.12	산업브리프	Buy	49,000	박선호	
2015.10.23	기업브리프	Buy	49,000	박선호	
2015.12.03	산업분석	Buy	49,000	박선호	
2016.01.19	기업브리프	Buy	49,000	박선호	
2016.02.02	산업브리프	Buy	49,000	박선호	
2016.02.05	기업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.03.03	산업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.03.11	산업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.03.16	산업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.04.01	산업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.04.19	산업브리프	Buy	46,000	박선호	
2016.04.22	기업브리프	Buy	46,000	박선호	
2016.08.16	산업분석	Buy	50,000	담당자 변경 은경완	
2016.10.21	기업브리프	Buy	50,000	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	52,500	은경완	
2017.01.04	기업브리프	Buy	52,500	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	52,500	은경완	
2017.02.10	기업브리프	Buy	61,000	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	61,000	은경완	
2017.04.17	기업브리프	Buy	61,000	은경완	
2017.04.21	기업브리프	Buy	65,000	은경완	
2017.05.29	산업분석	Buy	70,000	은경완	
2017.07.10	산업브리프	Buy	70,000	은경완	

**하나금융지주(086790) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.16	산업브리프	Buy	38,000	박선호	
2015.10.12	산업브리프	Buy	38,000	박선호	
2015.10.26	기업브리프	Buy	38,000	박선호	
2015.12.03	산업분석	Buy	35,000	박선호	
2016.03.16	산업브리프	Buy	35,000	박선호	
2016.04.01	산업브리프	Buy	35,000	박선호	
2016.04.19	산업브리프	Buy	33,000	박선호	
2016.04.25	기업브리프	Buy	33,000	박선호	
2016.08.16	산업분석	Buy	37,000	담당자 변경 은경완	
2016.10.24	기업브리프	Buy	37,000	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	40,000	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	40,000	은경완	
2017.01.25	기업브리프	Buy	40,000	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	45,000	은경완	
2017.04.24	기업브리프	Buy	47,000	은경완	
2017.05.29	산업분석	Buy	53,000	은경완	
2017.07.10	산업브리프	Buy	58,000	은경완	

## 우리은행(000030) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.16	산업브리프	Buy	12,000	박선호	
2015.10.12	산업브리프	Buy	12,000	박선호	
2015.12.03	산업분석	Buy	12,000	박선호	
2016.01.12	기업브리프	Buy	12,000	박선호	
2016.04.19	산업브리프	Buy	12,000	박선호	
2016.08.16	산업분석	Buy	13,000	은경완	
2016.10.20	기업브리프	Buy	14,500	은경완	
2016.11.14	기업브리프	Buy	14,500	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	15,000	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	15,000	은경완	
2017.02.09	기업브리프	Buy	17,000	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	17,000	은경완	
2017.04.20	기업브리프	Buy	18,000	은경완	
2017.05.29	산업분석	Buy	19,000	은경완	
2017.07.10	산업브리프	Buy	21,500	은경완	

## 기업은행(024110) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.16	산업브리프	Buy	17,500	박선호	
2015.10.12	산업브리프	Buy	17,500	박선호	
2015.11.02	기업브리프	Buy	17,500	박선호	
2015.12.03	산업분석	Buy	17,500	박선호	
2016.03.16	산업브리프	Buy	17,500	박선호	
2016.04.01	산업브리프	Buy	17,500	박선호	
2016.04.19	산업브리프	Buy	16,000	박선호	
2016.08.16	산업분석	Buy	15,000	은경완	
2016.10.31	기업브리프	Buy	15,000	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	16,000	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	16,000	은경완	
2017.02.15	기업브리프	Buy	16,000	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	16,000	은경완	
2017.04.24	기업브리프	Buy	15,000	은경완	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	15,000	은경완	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	15,000	은경완	

## BNK 금융지주(138930) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.08.16	산업분석	Buy	11,500	은경완	
2016.10.31	기업브리프	Buy	11,500	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	11,500	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	11,500	은경완	
2017.02.10	기업브리프	Buy	11,500	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	11,500	은경완	
2017.04.27	기업브리프	Buy	11,500	은경완	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	

**DGB 금융지주(139130) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.08.16	산업분석	Buy	11,000	은경완	
2016.10.28	기업브리프	Buy	11,000	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	12,000	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	12,000	은경완	
2017.02.09	기업브리프	Buy	12,000	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	13,700	은경완	
2017.05.12	기업브리프	Buy	13,700	은경완	
2017.05.29	산업분석	Buy	14,000	은경완	
2017.07.10	산업브리프	Buy	14,000	은경완	

**JB 금융지주(175330) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.08.16	산업분석	Buy	7,300	은경완	
2016.11.01	기업브리프	Buy	7,300	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,300	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	7,300	은경완	
2017.02.13	기업브리프	Buy	7,300	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	7,000	은경완	
2017.05.08	기업브리프	Buy	7,000	은경완	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	