

2018년 산업 전망
금융

Expect the unexpected

은행 Top Picks

종목	투자판단	적정주가
하나금융지주(086790)	Buy	65,000원
KB금융(105560)	Buy	76,000원

보험 Top Picks

종목	투자판단	적정주가
DB손해보험(005830)	Buy	100,000원
현대해상(001450)	Buy	60,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	7,500원

증권 Top Pick

종목	투자판단	적정주가
한국금융지주(071050)	Buy(신규)	95,000원

2018년 산업 전망**금융****Overweight**

Expect the unexpected



은행/지주 Analyst 은경완
02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

보험/증권 Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Contents

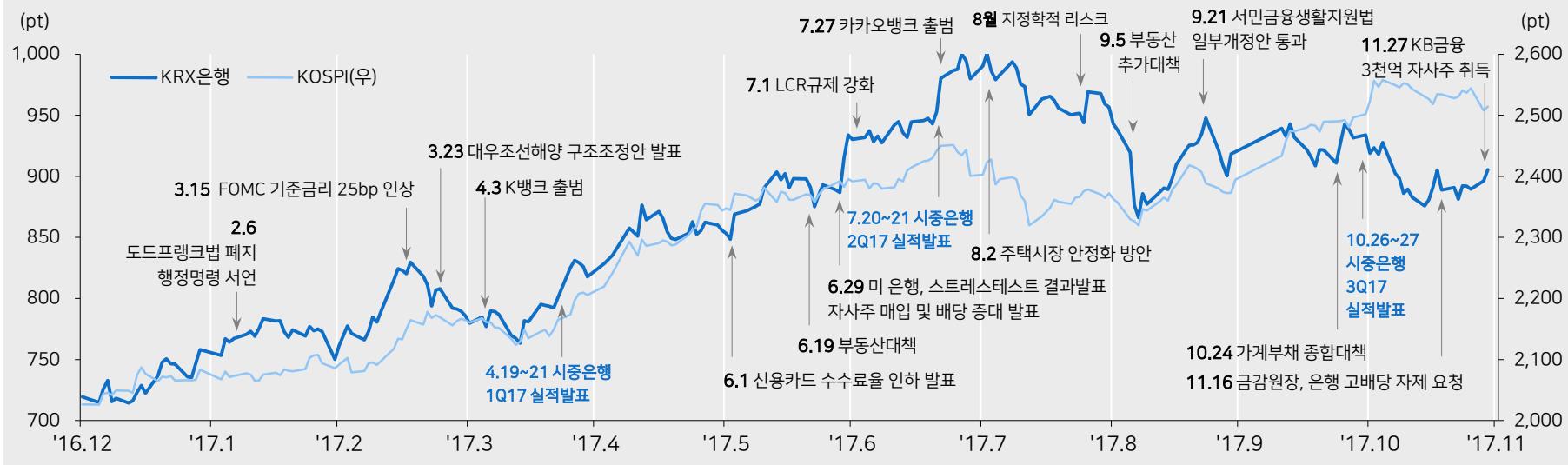
Summary	4
Part I 은행 Last Dance	13
기업분석 하나금융지주(086790) 내가 주도주다	50
기업분석 KB금융(105560) 모멘텀이 살아난다	52
Part II 보험 이익 성장은 계속된다	55
기업분석 DB손해보험(005830) 흔들림 없는 체력의 보험사	86
기업분석 현대해상(001450) 5년 만기 보험 갱신 주기 18년 하반기 도래	88
기업분석 미래에셋생명(085620) Fee biz 수익 성장 가시화	90
Part III 증권 가능성을 보여줄 한 해	93
기업분석 한국금융지주(071050) 발행어음 사업 선점에 자회사의 안정적 실적까지	108

은행 2017년 Review 상·하반기 뚜렷한 온도차

2017년 KRX은행업 지수 KOSPI 대비 1.8%p Outperform

- 호실적 발표와 금리 상승 기대감으로 상반기 은행주 고공행진. 특히 글로벌 은행대비 높은 금리 민감도로 가장 높은 수익률 기록
- 반면 8월 이후 규제 리스크 부각과 낮아진 이익 모멘텀 등을 이유로 본격적인 조정 국면에 진입
- 장단기금리차 또한 8월 이후 횡보세. 이익의 절대적인 부분을 이자이익에 기대고 있는 국내 은행의 특성상 현재의 조정은 당연한 결과
- 현재 시중금리가 기준금리 2~3회 인상을 선반영하고 있다는 점에서 추가 금리 상승에 대한 의문 역시 존재
- 국내 기관 수급은 과거대비 낮아진 은행 투자 매력도를 선반영하며 악화. 반면 외국인의 경우 '16년 말 이후 꾸준한 매수 추세

2017년 은행주 Review



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

은행 Executive Summary

I Prologue – 금리

- 국내 통화정책 정상화 진입 여건 확보
- '18년 말까지 기준금리 2차례 인상 전망
- 문제는 구조가 되지 않는 구조적 저물가 현상
- 국내 금리 1H18 정점 통과(Peak-out) 가능성

II Top line – NIM, Loan, Regulation

- 기준금리 인상에 따른 순이자마진 개선(+5bp YoY)은 확실
- 추가 개선을 위해서는 가산금리 상승, 조달비용 하락 필요
- 소득주도성장의 필요조건은 부동산 안정 및 가계부채 증가 속도 둔화
- SME 중심의 성장 예상 → 은행주는 Cyclical Stock

III Bottom line – Credit cost, IFRS 9, SG&A

- 대손비용 증가에 대한 걱정은 시기상조
- IFRS 9 도입에 따른 은행권 영향도 미미
- 판관비 효율화로 C/I Ratio 40%대 진입 예상

IV Issue – Equity, Dividend, M&A, Global

- '18년 NSFR, 레버리지비율 규제, 가계여신가중치 상향 등 도입 예정
- '17년 예상 배당수익률 3.4%로 KOSPI 1.7% 대비 큰 폭 상회
- 은행권의 적극적인 해외진출, M&A 시도는 '18년에도 지속

V 2018년 투자전략 – 은행업 Overweight

- 정책 불확실성은 마무리 국면에 진입
- YC Curve가 Flattening 되는 시점은 '18년 2분기
- ROE 개선 추세 초입으로 비중축소를 논하기는 이른 시점
- 은행업 Target PBR Multiple 0.61배 제시

VI Top Picks – 하나금융지주, KB금융

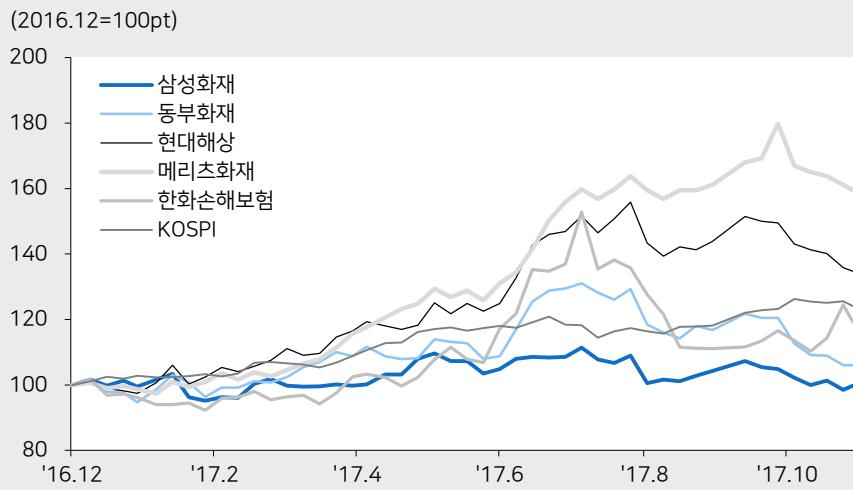
- Top Picks 선정기준 → 높은 자본비율, 안정된 지배구조, 이익 모멘텀
- 하나금융지주: 금리 인상에 따른 높은 이익 레버리지 효과
- KB금융: 자사주매입, M&A 등 재차 부각될 자본 경쟁력에 주목

보험 2017년 Review

17년 말 우려사항, 16년 말의 데자뷔(Deja-vu)

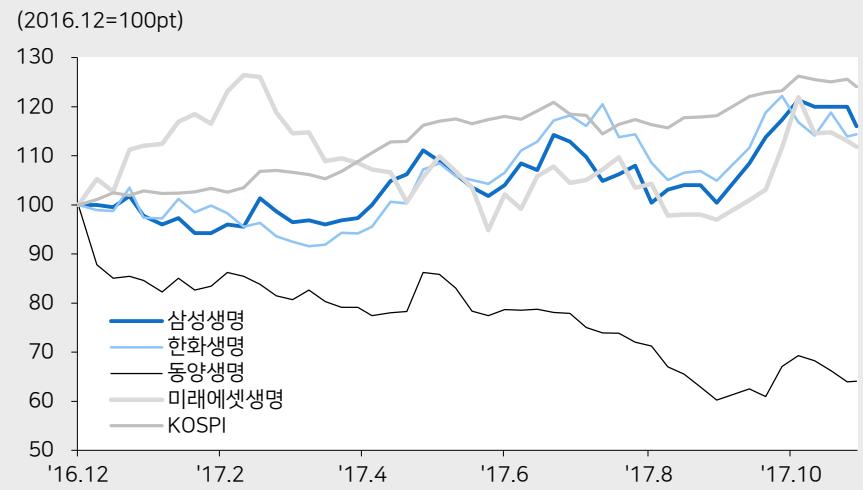
- 16년 말 금리 급등으로 RBC 비율 하락해 자본 확충 우려
- 삼성화재의 선제적인 자동차 보험료 인하 결정, 위험손해율 상승세 등 이익 성장에 대한 의구심으로 주가 부진하다
- 후순위채/신종자본증권 발행되고 위험손해율 개선 가시화, 자동차 손해율 하락세 지속되면서 실적 증가 뚜렷하자 주가 반등
- 17년 말 현재, 금리 상승으로 인해 RBC 비율 하락, 자동차 손해율 악화 가능성, 실손보험료 인하 우려 등 16년 말과 유사한 리스크 대두

손해보험사 주가 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

생명보험사 주가추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

보험 Executive Summary

I

RBC 비율 규제 강화로 투자수익률 차별화 전망

- 금융감독원 RBC 비율 단계적 강화 안 중 보험 부채 최장 만기 30년 확대 및 최저보증위험액 증가액의 70% 18년 말까지 적용
- 이에 대한 영향으로 대부분의 보험사 부채 뉴레이션 9~10 예상 중. DB손해보험, 메리츠화재, 동양생명, 미래에셋생명 자산 D 先 확보
- RBC 비율에 여유가 없는 회사는 자산 D를 늘려야 해 18년 회사별 투자수익률 차별화 강화 전망
- 일회성 매각의 비중이 커던 보험사의 경우 자산 D 확대 효과와 더불어 운용수익률이 하락할 가능성이 높다고 판단

II

대인 보험료 인상해 자동차 손해율 악화 제한적

- 17년 하반기 자동차 보험료 인하해 보험료 증가율이 둔화되겠으나 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망
- 16년 자동차 표준약관 개정으로 물적 담보의 사고 심도 증가율 안정적 수준을 유지하면서 사고발생률이 크게 하락
- 반면 인적 담보 비중이 30%까지 상승해 향후 인적 담보 손해율의 향방이 자동차 손해율에 주요한 영향을 미칠 가능성 大
- 대인 담보 보험료는 대폭 인상되었으며 자차 가입률 증가 기대할 수 있어 자동차 손해율 악화 폭은 제한적일 전망

III

Top picks DB손해보험, 현대해상, 미래에셋생명 제시

- 보험 Overweight, 금리 민감도 높은 생명보험 상승여력 있지만 비교적 관점에서 손해보험사 선호
- 2위권 손보사 18E PER 6~7배로 역사적 저점 수준, 배당수익률 역사적 고점 수준으로 저평가 매력 부각
- 보험 Top picks DB손해보험, 현대해상, 미래에셋생명 제시, 차선호주 메리츠화재, 삼성생명

ELS 조기상환에 따른 실적 개선

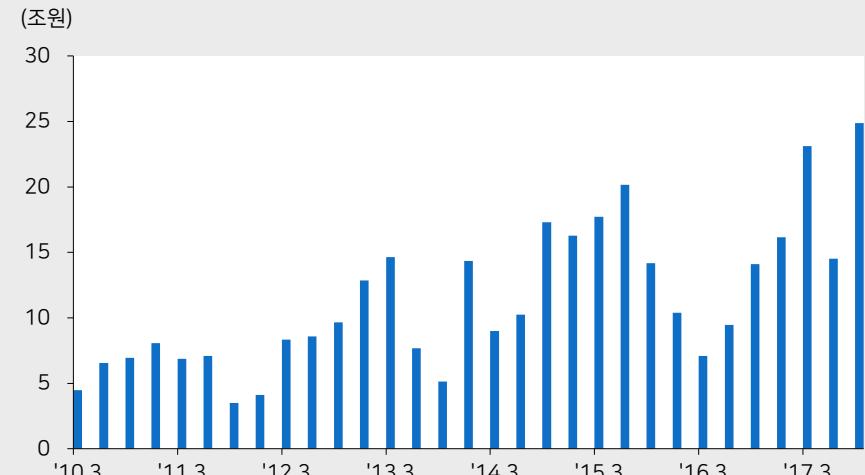
- 초대형IB 관련 기대감과 함께 글로벌 및 국내 지수 상승으로 15년 하반기 부터 상환되지 못하던 ELS 함께 상환되며 실적 개선
- 4Q17 금리 상승으로 인한 채권 평가손 우려 존재하나 ELS 조기 상환 이어지며 운용 손익 방어 가능
- 10월 이후 KOSDAQ 지수 급등으로 거래대금 급증했으며 초대형IB 지정 및 발행어음 인가 발표로 상승 모멘텀 이어갈 전망

증권사 주가 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

ELS/ELB 상환 실적



자료: 금융투자협회, 메리츠종금증권 리서치센터

I

거래대금 및 Brokerage 수익 증가 가능성 점검

- 개인 비중 및 회전율이 15년 상반기 수준까지 상승하며 일별 거래대금 12~17조원까지 증가
- 11월말 KOSDAQ 개인 비중 85%, KOSPI 개인 비중 50%까지 상승해 15년 평균 수준의 회전율 시현 가능성 존재
- 15년 연간 평균 회전율 KOSPI 109%, KOSDAQ 507%를 적용 시 시나리오 별로 일평균 거래대금 12~14조원 추정
- 현재 수익 추정치는 KOSPI 91.9%, KOSDAQ 416.2%로 보수적 가정해 일평균 거래대금 10.7조원, 수수료율 0.2~1bp 하락 가정
- 장 변동성에 따라 Brokerage 수익이 당사 추정치 대비 20% 이상 증가할 가능성 있다고 판단

II

발행어음 사업이 직접 조달 시장 성장의 계기

- 발행어음 사업 기업금융 비율 50%, 유동성 비율 35% 제한이 있어 조달 금리 감안 시 관련 마진은 100~150bp 추정
- 다만, 신용공여의 합계액이 자기자본의 100%를 초과할 수 없어 이를 200%로 올리는 법안이 국회에 계류 중
- 신용공여 확대가 어려울 경우 회사채 투자 활성화가 추정되나 문제는 국내 회사채 시장이 협소하고 양극화 심화
- 담보부사채 발행 혹은 신용보강 제공 등, 중소기업의 회사채 발행 유도로 초대형IB가 직접조달 시장 발달에 중요한 계기가 될 수 있음

III

Top pick 한국금융지주 제시

- ELS 조기상환 물량 대비 재발행 물량이 적어 2018년 운용 수익은 감소 전망되나
- 증시 호조 및 변동성 증대로 거래대금 증가 기대되며 협소한 회사채 시장 활성화로 직접 조달 시장의 의미 있는 변화 기대
- 발행어음 사업을 선점한 한국금융지주 Top pick으로 제시, 차선호주 키움증권

메리츠 연간전망 시리즈 10

Part I

2018년 산업 전망

은행

Last Dance



은행/지주
Analyst 은경완

02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

은행 2017년 Review 상·하반기 뚜렷한 온도차

2017년 KRX은행업 지수 KOSPI 대비 1.8%p Outperform

- 호실적 발표와 금리 상승 기대감으로 상반기 은행주 고공행진. 특히 글로벌 은행대비 높은 금리 민감도로 가장 높은 수익률 기록
- 반면 8월 이후 규제 리스크 부각과 낮아진 이익 모멘텀 등을 이유로 본격적인 조정 국면에 진입
- 장단기금리차 또한 8월 이후 횡보세. 이익의 절대적인 부분을 이자이익에 기대고 있는 국내 은행의 특성상 현재의 조정은 당연한 결과
- 현재 시중금리가 기준금리 2~3회 인상을 선반영하고 있다는 점에서 추가 금리 상승에 대한 의문 역시 존재
- 국내 기관 수급은 과거대비 낮아진 은행 투자 매력도를 선반영하며 악화. 반면 외국인의 경우 '16년 말 이후 꾸준한 매수 추세

2017년 은행주 Review



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

I Prologue – 금리

- 국내 통화정책 정상화 진입 여건 확보
- '18년 말까지 기준금리 2차례 인상 전망
- 문제는 구조가 되지 않는 구조적 저물가 현상
- 국내 금리 1H18 정점 통과(Peak-out) 가능성

II Top line – NIM, Loan, Regulation

- 기준금리 인상에 따른 순이자마진 개선(+5bp YoY)은 확실
- 추가 개선을 위해서는 가산금리 상승, 조달비용 하락 필요
- 소득주도성장의 필요조건은 부동산 안정 및 가계부채 증가 속도 둔화
- SME 중심의 성장 예상 → 은행주는 Cyclical Stock

III Bottom line – Credit cost, IFRS 9, SG&A

- 대손비용 증가에 대한 걱정은 시기상조
- IFRS 9 도입에 따른 은행권 영향도 미미
- 판관비 효율화로 C/I Ratio 40%대 진입 예상

IV Issue – Equity, Dividend, M&A, Global

- '18년 NSFR, 레버리지비율 규제, 가계여신가중치 상향 등 도입 예정
- '17년 예상 배당수익률 3.4%로 KOSPI 1.7% 대비 큰 폭 상회
- 은행권의 적극적인 해외진출, M&A 시도는 '18년에도 지속

V 2018년 투자전략 – 은행업 Overweight

- 정책 불확실성은 마무리 국면에 진입
- YC Curve가 Flattening 되는 시점은 '18년 2분기
- ROE 개선 추세 초입으로 비중축소를 논하기는 이른 시점
- 은행업 Target PBR Multiple 0.61배 제시

VI Top Picks – 하나금융지주, KB금융

- Top Picks 선정기준 → 높은 자본비율, 안정된 지배구조, 이익 모멘텀
- 하나금융지주: 금리 인상에 따른 높은 이익 레버리지 효과
- KB금융: 자사주매입, M&A 등 재차 부각될 자본 경쟁력에 주목

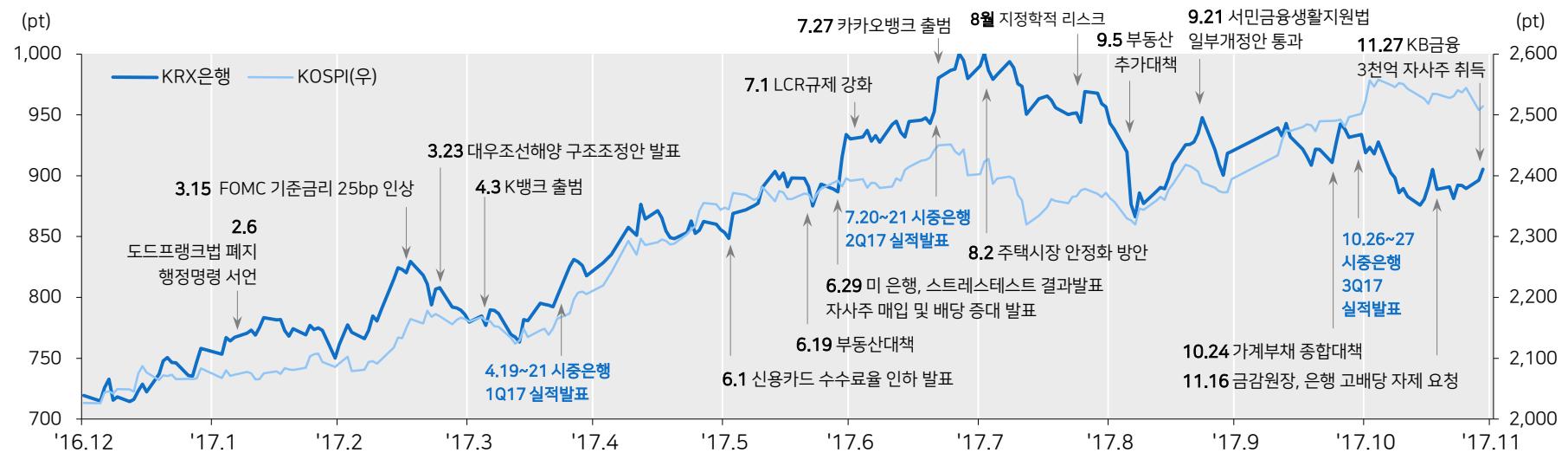
상·하반기 뚜렷한 온도차

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2017년 Review – Overview

- 시중은행 중심의 호실적 발표와 금리 상승 기대감으로 상반기 은행주는 고공행진
- 특히 글로벌 은행 대비 금리 상승에 따른 이익민감도가 높은 탓에 가장 높은 수익률 기록
- 반면 8월 이후 규제 리스크 부각과 낮아진 이익 모멘텀 등을 이유로 본격적인 조정 국면에 진입
- '17년 현재 KRX은행업 지수는 KOSPI 대비 1.8%p 초과 상승 중

2017년 은행주 Review



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

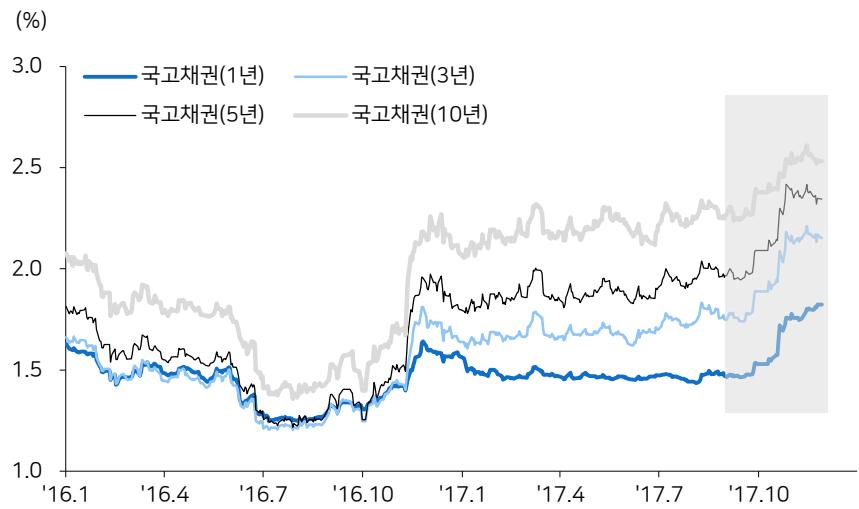
낮아진 금리 상승 모멘텀

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2017년 Review – 금리

- 시장의 직관적인 우려와 달리 주가 부진의 근본적인 원인은 금리 상승 기대감이 소멸했기 때문
- 국내 은행주 투자의 Proxy는 금리, 그러나 단순 금리 상승이 아닌 장단기금리차 확대가 필요
- 실제 표면 채권 금리는 상승 추세를 보이고 있으나, 장단기금리차의 경우 지난 8월 이후 횡보세
- 또한 시중금리가 기준금리 2~3회 인상을 선반영하고 있다는 점에서 추가 상승에 대한 의문 역시 존재
- 결국 이익의 절대적인 부분을 이자수익에 기대고 있는 국내 은행의 특성상 현재의 조정은 당연한 현상

시중금리 추이



자료: 금투협, 메리츠종금증권 리서치센터

장단기금리차와 은행주



자료: 금투협, KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

상대 투자 매력도 하락

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2017년 Review – 수급

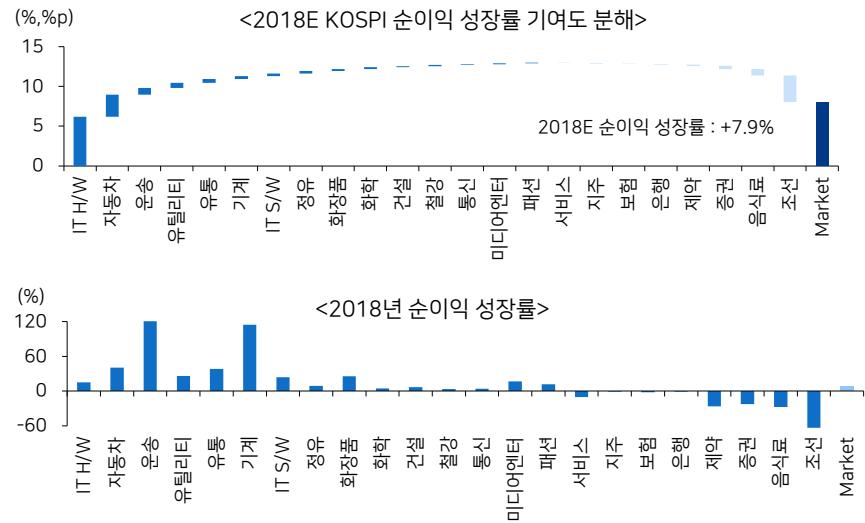
- 국내 은행주에 대한 기관, 외국인 수급은 '16년 배당락을 기점으로 디커플링
- 외국인의 경우 금리 상승이 본격화 된 '16년 말 이후 꾸준한 매수 추세
- 국내 기관 수급은 과거대비 낮아진 은행 투자매력도(실적, 배당, 가격)를 선반영하며 악화
- 최근 소외주(자동차, 내수 등) 반등, 코스닥 지수 급등 등 현실적인 수급 이슈도 주가에 불리하게 작용

기관 매도 Vs. 외국인 매수



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

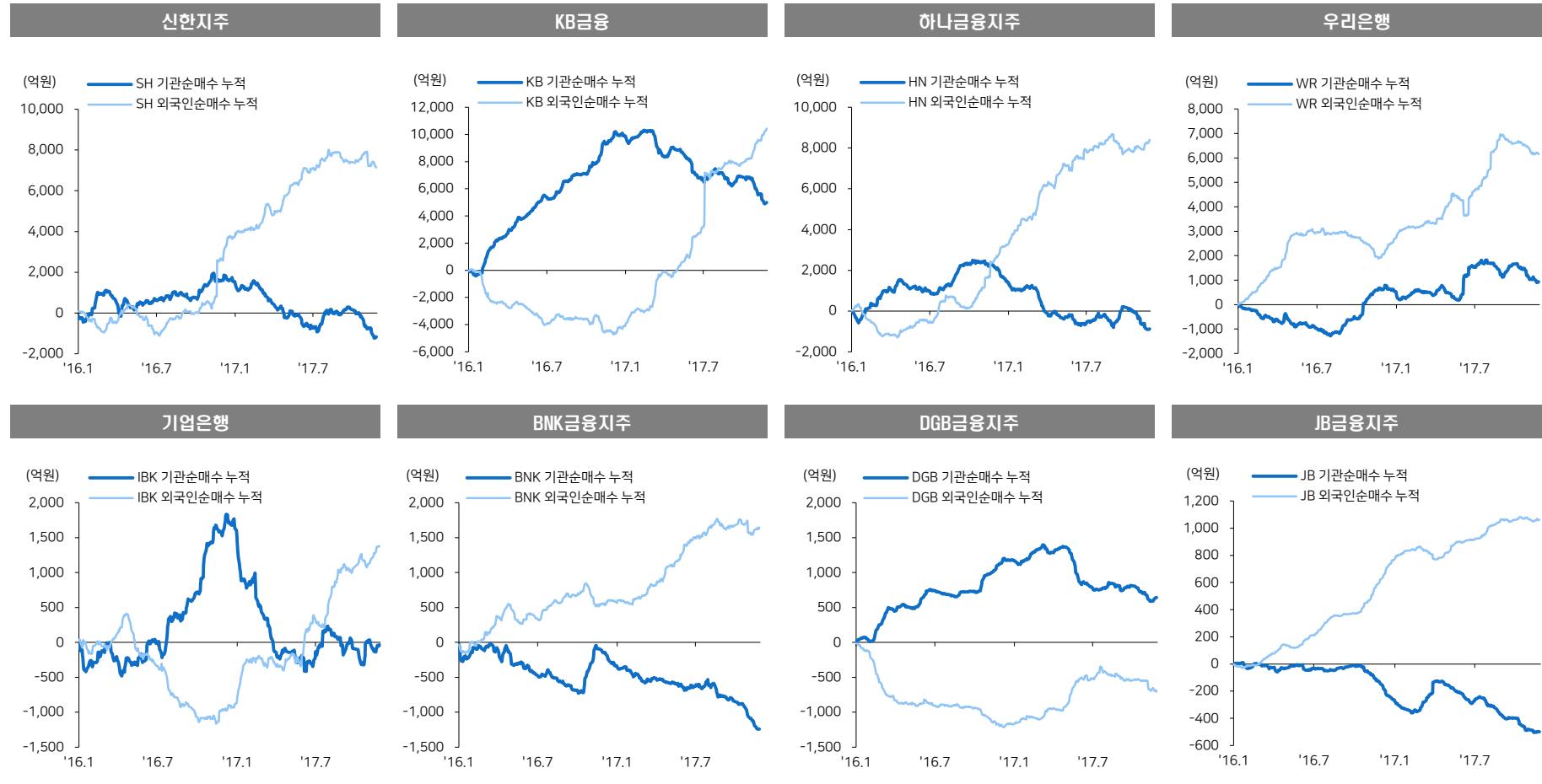
2018년 KOSPI 순이익 성장을 및 기여도



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

커버리지 8개사 기관·외국인 수급 추이

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

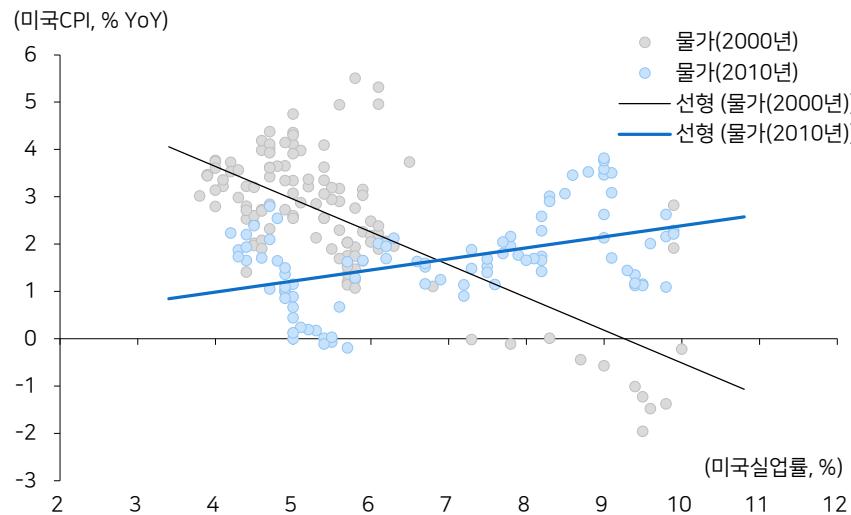
구조가 되지 않는 구조적인 저물가 현상

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – 금리

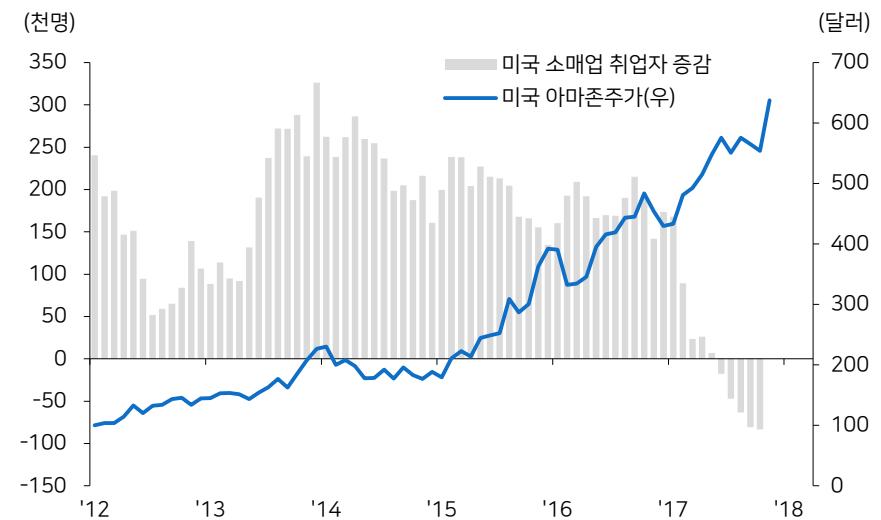
- 경기 개선(≒ 대출 증가)을 동반한 완만한 금리 인상기(≒ 마진 개선)는 은행 투자의 최적 환경
- 문제는 양호한 경기 개선과 원자재 가격 상승에도 물가는 낮은 수준에 머물고 있다는 점
- 실제 금융위기 이후 미국을 중심으로 실업률 하락에도 물가가 낮게 유지되는 딜레마 지속
- 필립스 곡선의 평탄화 현상은 일시적인 것 보다는 구조적인 현상에 가깝다는 결론
- FANG과 같은 슈퍼스타 기업의 대우와 노동소득 분배율 하락이 대표적인 원인

필립스 곡선 평탄화 → 실업률 개선 대비 물가 상승폭 미미



자료: US BLS, 메리츠종금증권 리서치센터

아마존 주가가 상승할수록 미국 소매업 취업자는 감소



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

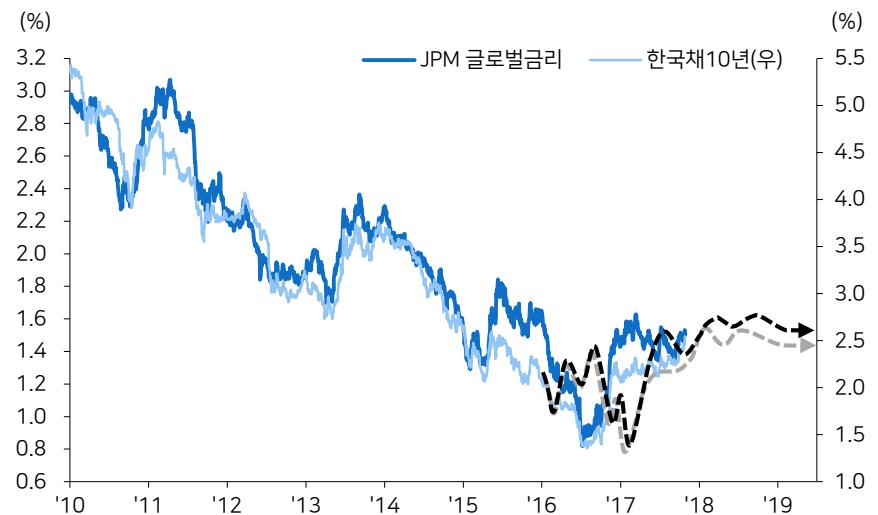
국내 금리 1H18 Peak - out 가능성

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – 금리

- 사상 최고치를 경신한 KOSPI가 대변하듯 통화정책 정상화를 고민할 경제 체력 회복 확보
- 다만 구조적 저물가, 가계부채, 주택가격 변동성 완화 등을 감안시 지속성을 예단하기 어려운 상황
- 당사는 '18년 말까지 기준금리 2차례 인상, 1.75%를 전망 (인상 시점: '17년 11월, '18년 2분기)
- 현재 2.1% 수준의 국고 3년 금리는 3차례 인상 기대까지 반영된 영역

2018년 상반기가 단기 금리 고점



자료: JP Morgan, 금투협, 메리츠종금증권 리서치센터

분기별 금리 전망 Table

지표 (%)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18년 연간
한국 기준금리	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75
국고3년	2.10	2.02	2.10	2.00	1.95	2.02
국고5년	2.30	2.20	2.35	2.17	2.10	2.20
국고10년	2.55	2.52	2.55	2.42	2.35	2.46
국고30년	2.53	2.53	2.57	2.42	2.36	2.47
미국 기준금리	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00
미국채10년	2.45	2.50	2.45	2.30	2.25	2.38

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

한-미 금리역전과 자본 유출입

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – 금리

- 한-미 정책금리차 역전 ≠ 원화 약세, 자본유출
- 과거 정책금리 역전기인 '00년 초반과 '05~'07년 구간 중 원화 강세였던 경험을 상기
- 당시는 글로벌 금융시장 risk-on 트레이딩으로 신흥국 통화 동반 강세였던 구간
- 정책금리차 역전이 국내 거주자의 해외투자 확대를 촉발할 가능성에 대해서는 예의 주시할 필요

한-미 정책금리차와 원/달러 환율



자료: 한국은행, Federal Reserve, 메리츠종금증권 리서치센터

한-미 정책금리차와 한국 증권투자수지



자료: 한국은행, Federal Reserve, 메리츠종금증권 리서치센터

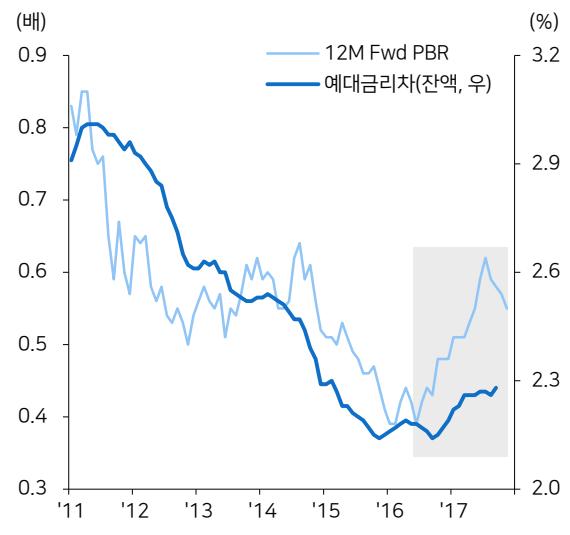
주식의 선행성

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

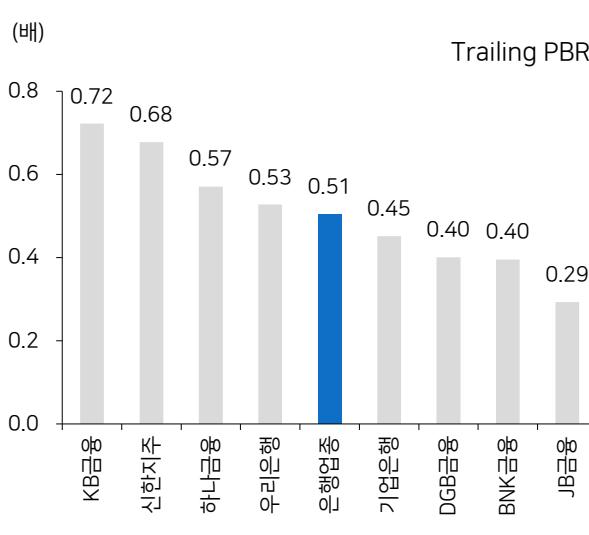
2018년 Outlook – Overview

- 시장에서 언급되는 은행주 주요 투자 포인트는 크게 3가지
- 1) 금리 상승에 따른 이익 개선, 2) Valuation 매력도, 3) KOSPI 대비 높은 배당수익률 등
- 추정치의 차이는 존재하나 마진 개선, 수익성 대비 낮은 PBR, 점진적인 배당성향 상향 조정은 확실시
- 문제는 주식의 선행성. 상기 요인은 이미 주가에 반영되어 있을 확률 ↑
- 시장의 기대치를 상회하는 이익 개선 추세 확인이 전제되어야 주가 상승 모멘텀으로 작용 가능

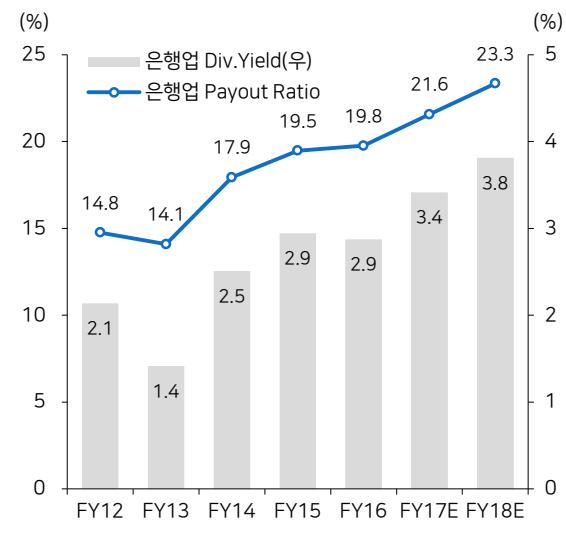
예대마진과 은행주



상장은행 Valuation



'17년 예상 배당수익률 3.4%



자료: KRX, 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

주: 당사 커버리지 8개사 기준
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

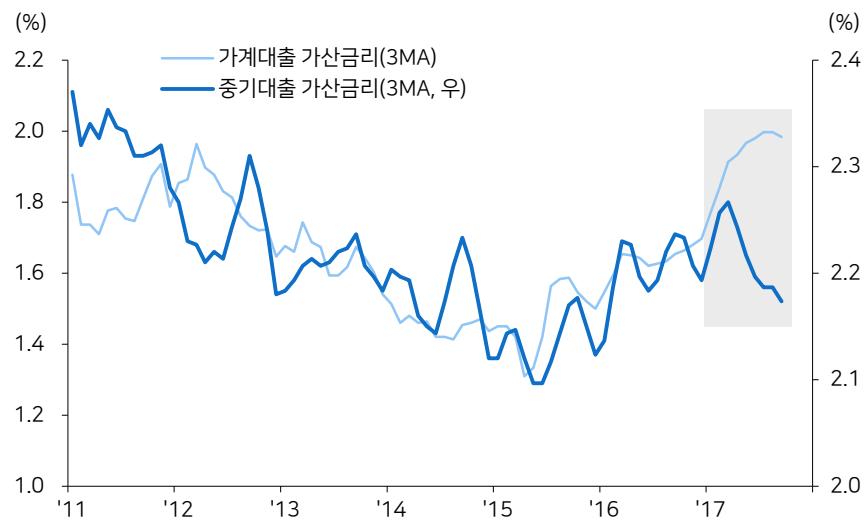
가산금리 상승은 더 이상 기대하기 힘든 환경

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – NIM

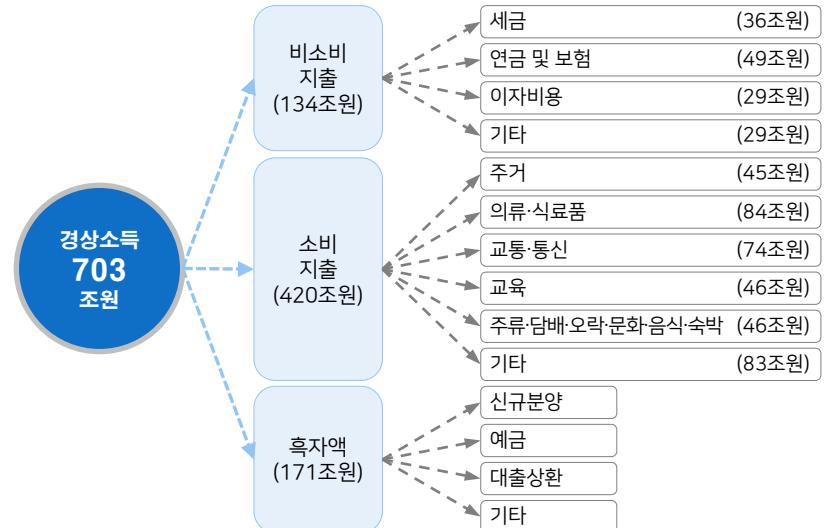
- 기준금리 인상이 가시화되고 있는 만큼 준거금리 상승에 따른 은행 NIM 개선은 확실
- 추가 마진 개선을 위해서는 가산금리 상승 또는 저원가성 예금 증대에 따른 조달비용 하락이 필요
- 특히 한 점은 신 정부 출범 후 나타나고 있는 가계와 중소기업 가산금리의 디커플링 현상
- 가계여신 증가 속도 둔화를 위한 은행권 노력과 중소기업에 대한 호혜적인 정책을 병행한 영향
- 반면 부동산 투자 감소의 반사 효과로 추가 예금 유입 기대가 된다는 점은 마진 개선에 긍정적
- 연간 가계 흑자액 171조원 중 상당 부분이 부동산 시장으로 유입된 것으로 추정하기 때문

가계와 중소기업 대출 가산금리의 디커플링



자료: 한국은행, 은행연합회, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 가계 소득의 배분(2016년 기준)



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

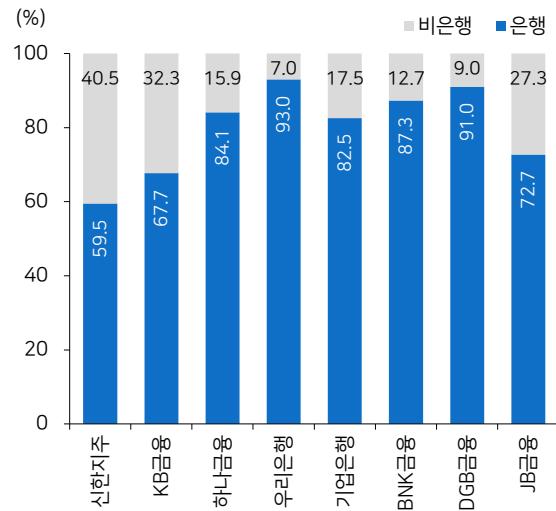
비은행 포트폴리오의 명과 암

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – NIM

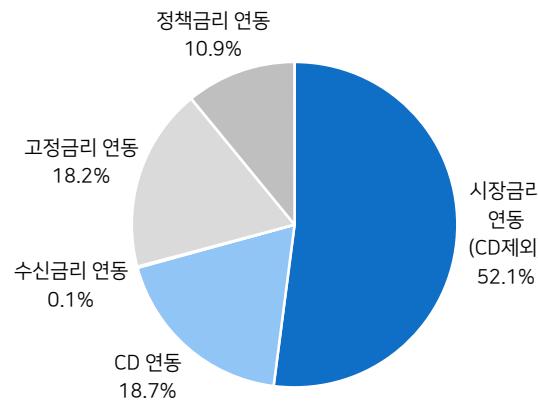
- 금리 상승에 따른 순이익 개선은 은행업종에 공통적인 사항
- 회사별 차이는 존재하나 기준금리 2회 인상을 가정시 평균 +5bp YoY 이상의 NIM 개선 기대
- 이익 개선 폭 측면에서 은행 이익 비중이 높은 종목에 좀 더 주목할 필요
- 지난 2년간의 은행 Rally에서 하나금융지주와 우리은행의 주가 상승률이 가장 높았던 것도 같은 이유
- 기준금리 인상 수혜가 예상되는 종목은 우리은행 (: 정책금리, CD금리 연동 대출 비중 ↑)
- 4Q17 시중 금리 급등에 따른 수혜는 DGB금융지주 (: 단기 은행채 연동 대출 비중 ↑)

상장은행의 은행 Vs. 비은행 이익 비중



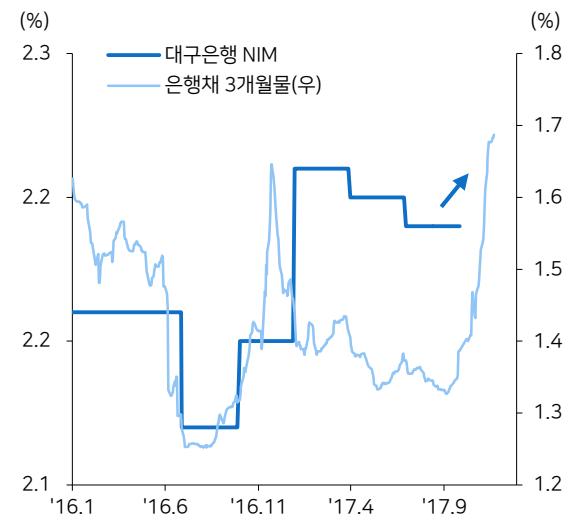
주: 1) 2017년 9월말 기준
2) 연결조정 제거 전 기준
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

우리은행 중소기업대출 금리종류별 구분



주: 2017년 9월말 기준
자료: 우리은행, 메리츠종금증권 리서치센터

대구은행 NIM과 은행채 3개월물 추이



자료: 인포맥스, DGB금융지주, 메리츠종금증권 리서치센터

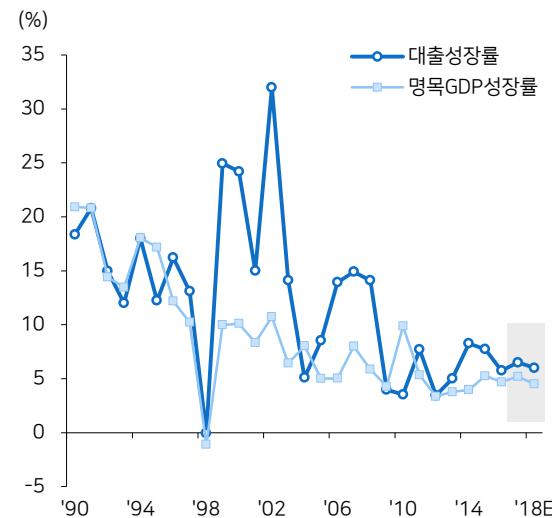
견조한 자산 성장은 '18년에도 지속

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – Loan

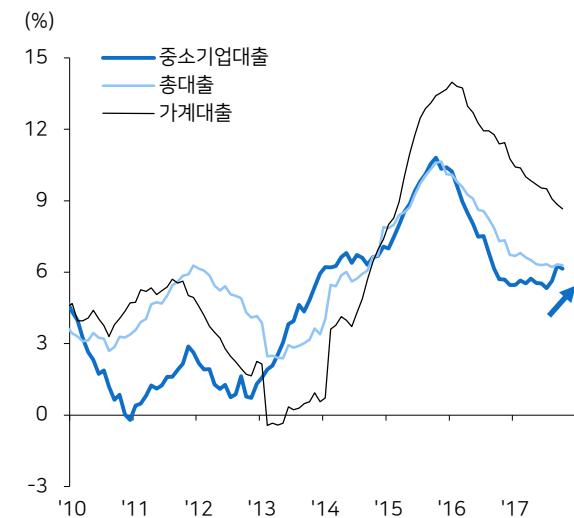
- 간접 금융 중심의 국내 금융 환경상 은행의 대출성장률은 명목GDP 성장률에 수렴하기 마련
- 여기에 변수가 있다면 정부정책 효과. 지난 2~3년간 높은 가계여신 성장도 부동산 살리기 정책의 영향
- 정책 효과 소멸에도, 신규 입주물량이 '18년 상반기까지 견조하다는 점에서 가계 5% 이상 성장 가능
- 또한 중소기업중심의 자산 성장이 예상된다는 점도 성장성 측면에서 긍정적인 부분
- '17년 은행의 대출 성장률은 명목 GDP 성장률 상회하는 5~6% 수준을 예상

명목 GDP 성장률과 은행 대출 성장률



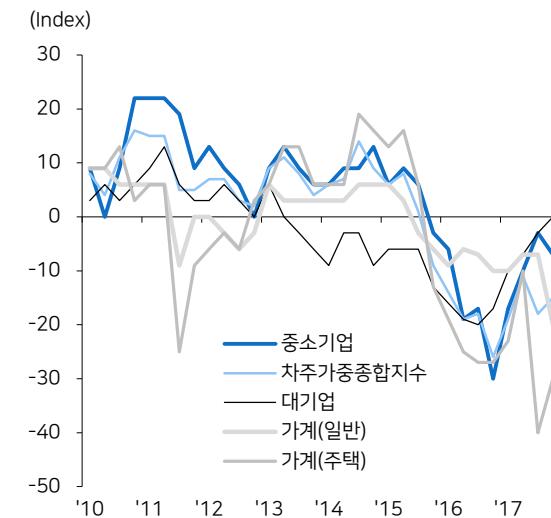
자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

중소기업 중심의 자산 성장 예상



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

대출태도지수 추이



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

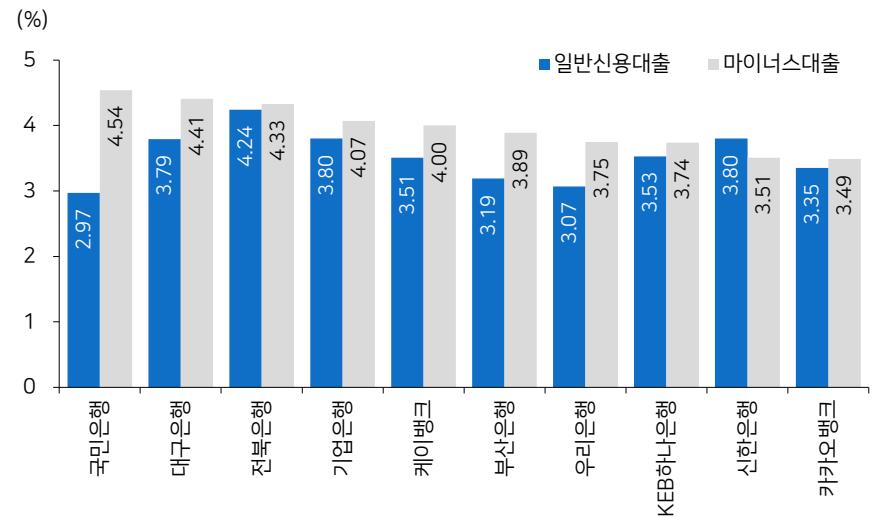
인터넷전문은행의 주택대출 시장 진출

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

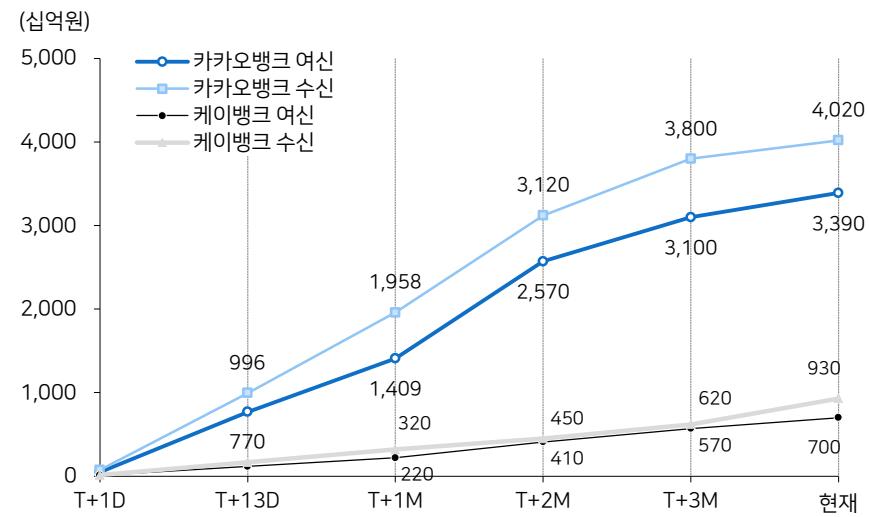
2018년 Outlook – 인터넷은행

- 인터넷전문은행의 초기 성공은 시장의 예상과 달리 고신용자를 대상으로 한 신용 대출에 집중한 결과
- Track record 부족, 새로운 신용평가 기법 도입 초기 단계 등의 이유로 중금리 시장에는 소홀한 모습
- '17년 9월말 기준 은행권 가계대출 규모는 645조원(주택담보대출 457조원 + 신용대출 188조원)
- 현재 인터넷전문은행의 여신 잔액은 약 4.7조원. 전체 가계 대출의 0.7%, 가계 신용 대출의 2.5% 수준
- 최근 언론 보도에 따르면 K뱅크, 카카오뱅크 모두 빠른 시일 내 주택대출 시장 진출할 계획
- 낮은 자본에서 오는 현실적 한계 극복과 시중은행 대비 금리 경쟁력을 확보할 수 있을 지가 관건

은행별 가계대출 금리



카카오뱅크, K뱅크 대출 잔액 추이



주: 1) 2017년 11월 기준

2) 신용 1~2등급 기준

자료: 은행연합회, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

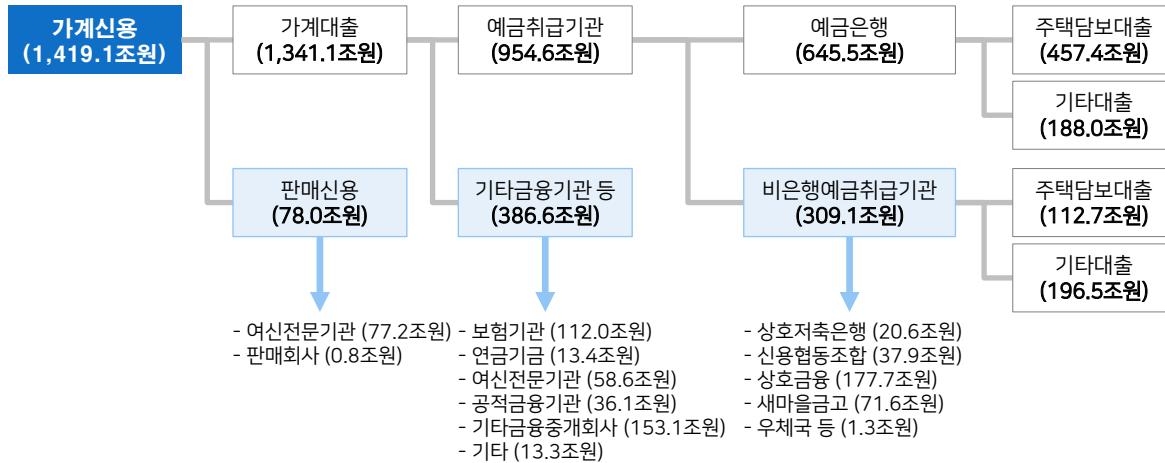
소득주도성장을 위한 필요조건 |

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – 가계부채

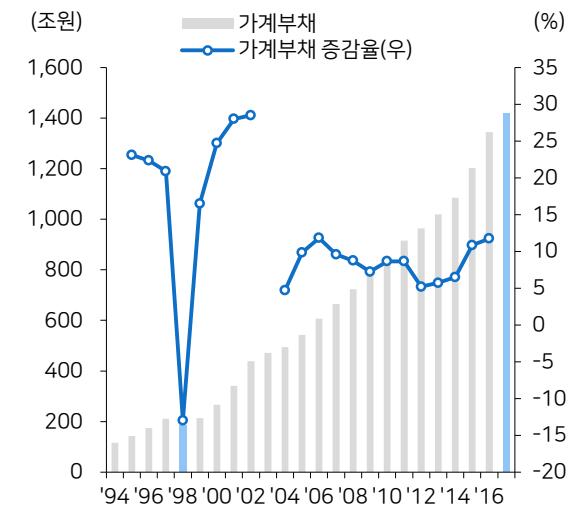
- '17년 9월말 현재 국내 가계부채는 전분기말 대비 2.2% 증가한 1,419.1조원
- 소득주도성장의 필요조건은 가계부채 증가 속도 둔화와 부동산 가격 안정을 통한 양극화 심화 방지
- 지난 8월, 주택시장 안정화 방안 발표 이후 주택거래량 급감하며 가계대출 수요는 큰 폭으로 감소
- 금융권에 적용될 신 DTI 및 단계적 DSR 도입 등은 가계대출 공급 차단 요인
- 가계부채의 '질'적 개선만 추구했던 과거와 달리, 현재는 '양' 관리에 보다 집중하는 모습

가계신용 1,419조원 Breakdown



주: 2017년 9월말 기준
자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

가계부채 추이



주: 2003년 이후 가계부채 통계 산출방법 변경
자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

소득주도성장을 위한 필요조건 II

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – 부동산

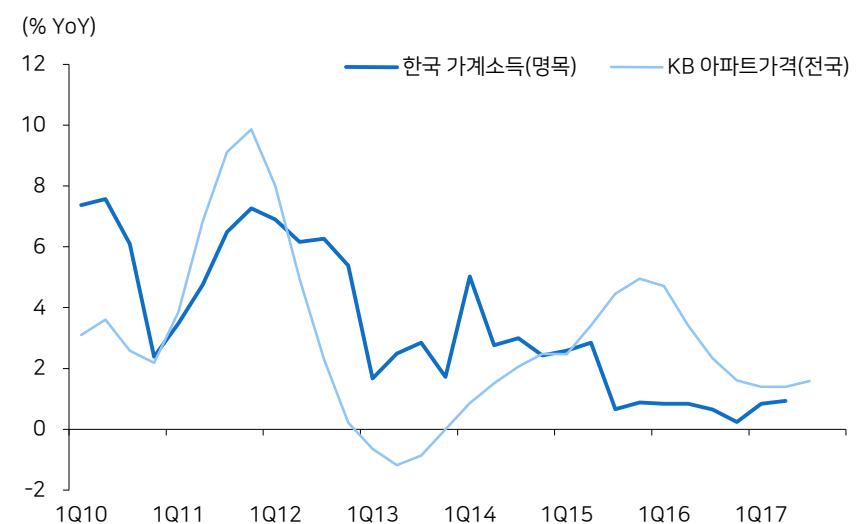
- '00년 이후 만들어진 부동산 관련 규제는 대부분 부활한 상태
- 예측 가능 범위 내 남아있는 정책은 주거복지로드맵 발표, 보유세 강화 여부, 전월세 상한제 등
- 급격한 보유세 변동을 가정하지 않는다면, 부동산 관련 정책은 변동성 완화 국면에 진입
- 정부의 목표는 자산(부동산) 가격 상승률이 가계 소득 증가율 보다 높지 않은 수준에서 유지 되는 것
- 결코 명목 집 값 하락을 유도하기 위함은 아님. 자칫 경기 침체, 신용 위험 등을 유발할 수 있기 때문

정권별 부동산 규제

	서울부동산 상승률	부동산 정책 기조	주요 정책
16대 정부 (2003~2008)	56.6%	규제	<ul style="list-style-type: none">■ 양도세, 종부세 등 세제 관련 규제 강화■ 재건축 개발 이익환수제■ DTI/LTV 강화■ 주택 공급 물량 확대
17대 정부 (2008~2013)	-3.2%	부양	<ul style="list-style-type: none">■ DTI/LTV 완화■ 양도세 등 세제 혜택 강화■ 공공부문 지출 확대■ 재정비 사업 규제 완화
18대 정부 (2013~2014)	-0.1%	부양	<ul style="list-style-type: none">■ 임대주택 등 공공부문 공급 확대■ 양도세, 취득세 등 세제 혜택 강화■ DTI/LTV 완화■ 재정비 사업 규제 완화
18대 정부 (2015~2017)	10.4%	규제	<ul style="list-style-type: none">■ 여신심사 가이드라인 발표■ 공공택지 분양 물량 조절■ 중도금대출보증 요건 강화■ 집단대출에 여신심사 가이드라인 반영
19대 정부 (2017~)	1.3%	규제	<ul style="list-style-type: none">■ 조정대상지역, 투기과열지구 등 지역 규제■ DTI/LTV 등 대출규제 강화■ 재건축 초과이익 환수제, 분양가 상한제■ 양도소득세 강화

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

부동산 정책의 목적, 가계 소득 증가 > 부동산 가격 상승



자료: 통계청, KB은행, 메리츠종금증권 리서치센터

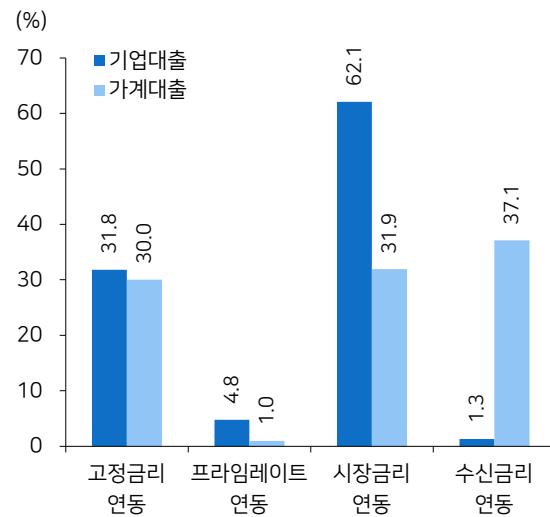
자산 포트폴리오 변화의 영향

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – SME Loan

- 자산 성장의 축(가계 → 중소기업) 이동이 예상됨에 따라 은행권 자산 포트폴리오 변화 불가피
- 수익성과 건전성에 상반된 영향이 존재하며, 가계여신 취급 과정(상저하고)과는 반대의 주가 흐름 전망
- 가계여신 대비 고마진 & 금리 민감도가 높다는 점에서 표면 마진 개선분이 주가에 선반영
- 반면 역대 최저 수준에서 관리되고 있는 대손비용율은 '18년 하반기 이후 점진적인 상승 예상
- 중소기업 여신의 특성상 경기회복이라는 매크로 변수의 영향력은 절대적 → 은행주는 Cyclical Stock

가계대출 및 기업대출 구조

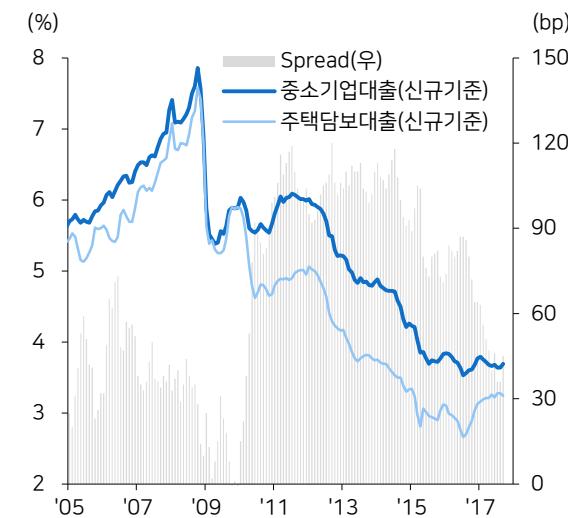


주: 1) 2017년 9월말 기준

2) 신규취급액 기준

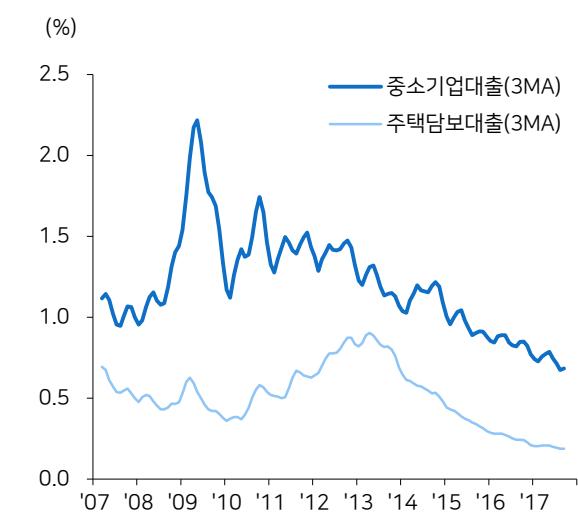
자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

중소기업대출 금리 > 주택담보대출 금리



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

중소기업대출 연체율 > 주택담보대출 연체율



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

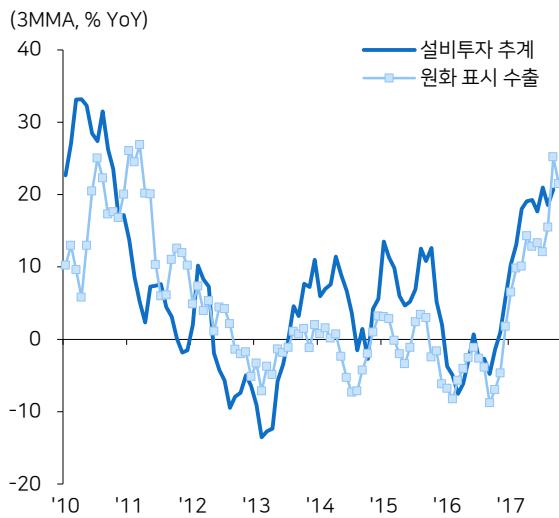
견조한 설비투자 신장세

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – SME Loan

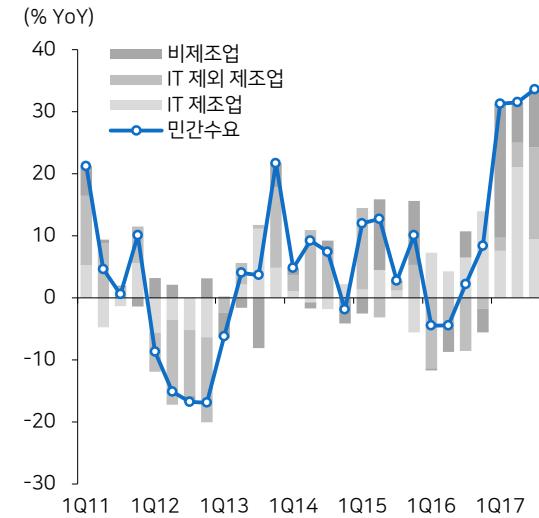
- 중소기업대출 성장률의 대표적인 Proxy는 설비투자 지표
- IT, 자동차 중심의 수출 증가, 은행의 완화적인 대출 태도 등 '18년에도 설비투자 확장 가능 국면 예상
- 국내 기계발주(도소매, 운수업 등)의 가파른 회복세도 긍정적인 부분
- 최근 기업은행의 상대적 주가 강세도 중소기업대출 시장에서의 경쟁력이 부각된 영향
- 그러나 1) 경쟁심화에 따른 M/S 하락, 2) 정부 정책 공조화 과정에서의 마진 훼손 등의 우려도 상존

원화 표시 수출과 설비투자 추계



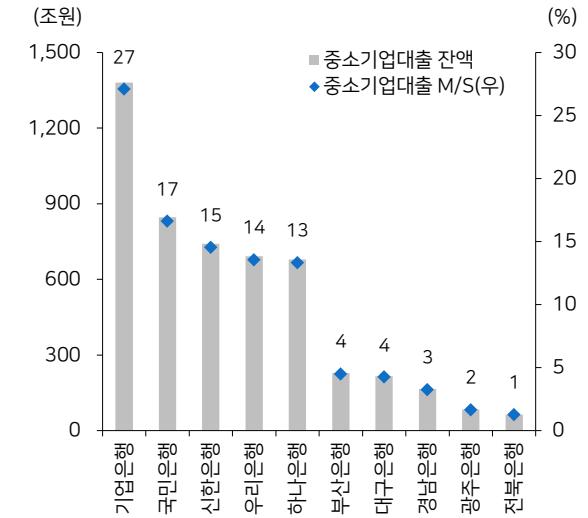
자료: 산업통상자원부, 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

산업별 국내 민간 기계수주 성장기여도(불변가격)



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

중소기업대출 잔액 및 Market Share



주: 2017년 6월 말 기준
자료: 금감원, 메리츠종금증권 리서치센터

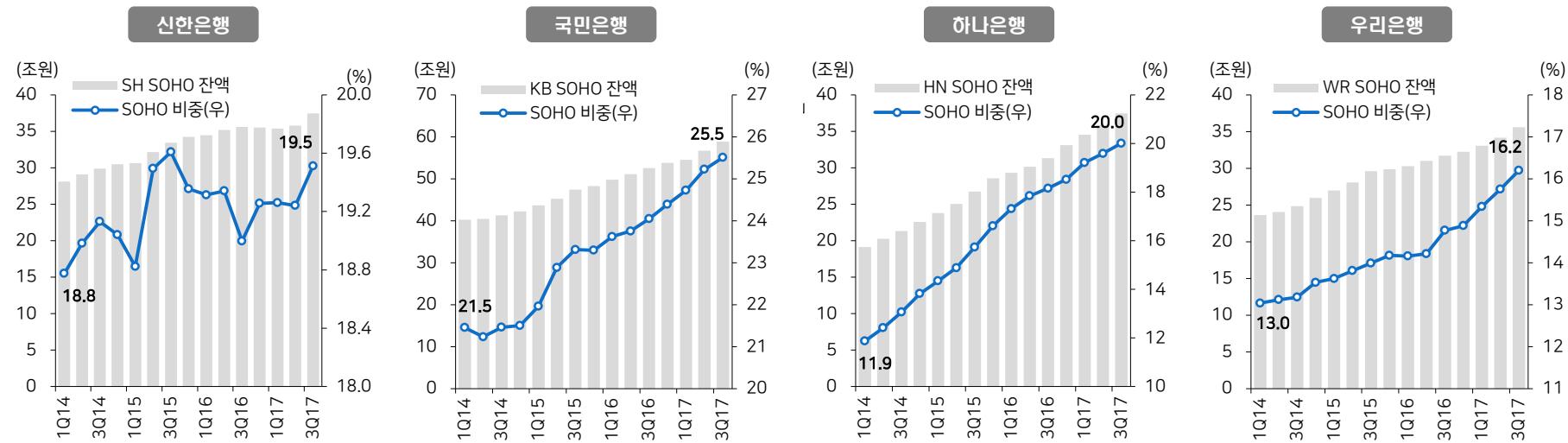
RTI(임대업 이자상환비율) 규제 도입

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – SME Loan

- '11월 26일 금융당국, 금융회사 여신심사 선진화 방안 발표
- 주 내용은 1) 新 LTI 및 DSR 산정 산식 발표, 2) 개인사업자대출 여신심사가이드라인 도입 등으로 요약
- RTI = 연간 임대소득 / (해당임대업대출의 연간이자비용 + 해당임대건물 기준대출의 연간이자비용)
- 지난 몇 년간 은행 SOHO 대출 증가액의 상당 부분은 부동산임대업자 관련 대출로 추정
- GAP 투자 방지와 같이 부동산을 투자 자산으로 접근하지 못하게 하려는 현 정부의 의지를 재확인

시중은행 SOHO 대출 잔액 및 비중 추이



주: SOHO 비중 = SOHO 대출 잔액 / 전체 원화대출금 잔액

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

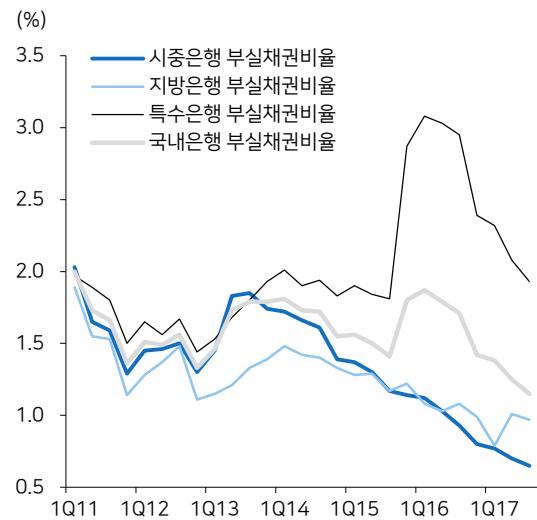
대손에 대한 걱정은 시기상조

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – Credit cost

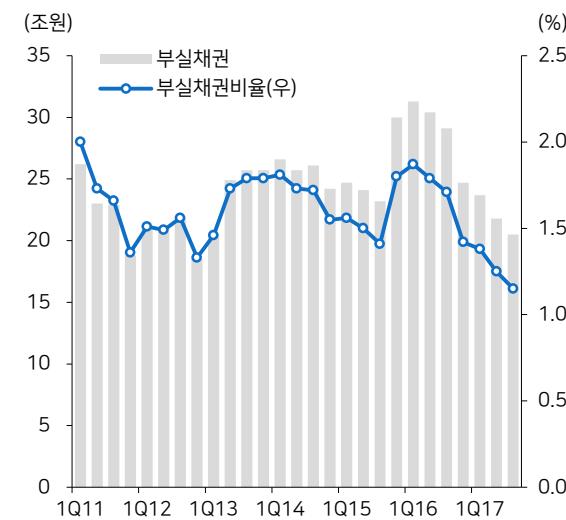
- 은행주 실적 개선의 핵심은 역대 최저 수준에서 관리되고 있는 건전성
- 절대적으로 낮은 수준에서의 금리 반등이기에 건전성 악화에 대한 논의는 시기상조
- '18년 하반기 이후 나타날 표면 대손비용을 상승은 자산 포트폴리오 변화에 따른 자연스러운 현상
- IFRS 9 도입에 따른 추가 충당금 부담 또한 미미한 것으로 파악
- 다만 대손비용의 안정적 관리는 주가 상승 모멘텀이 아닌 현 주가를 유지시키기 위한 필요조건

은행별 부실채권비율 추이



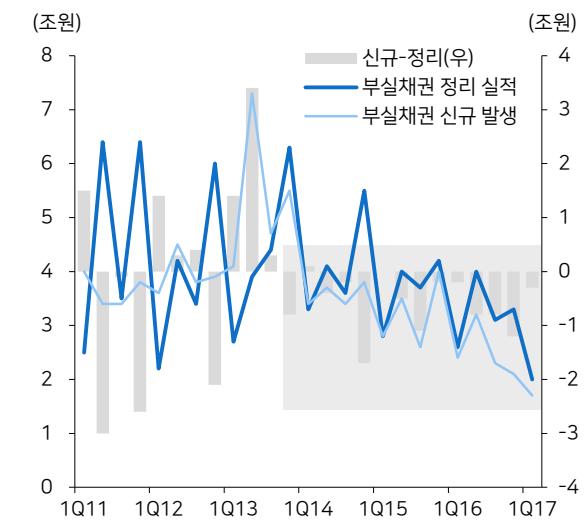
자료: 금감원, 메리츠종금증권 리서치센터

부실채권 잔액 추이



자료: 금감원, 메리츠종금증권 리서치센터

부실채권 정리 실적 > 부실채권 신규 발생



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

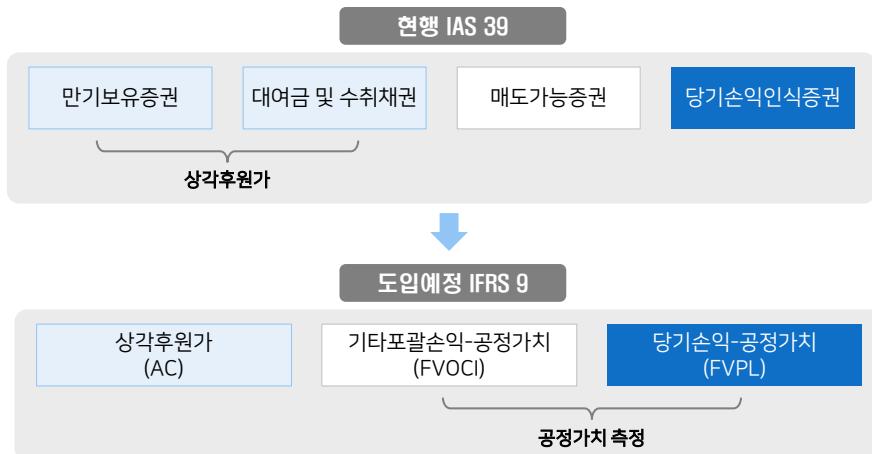
1) 금융자산 분류기준 변경

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

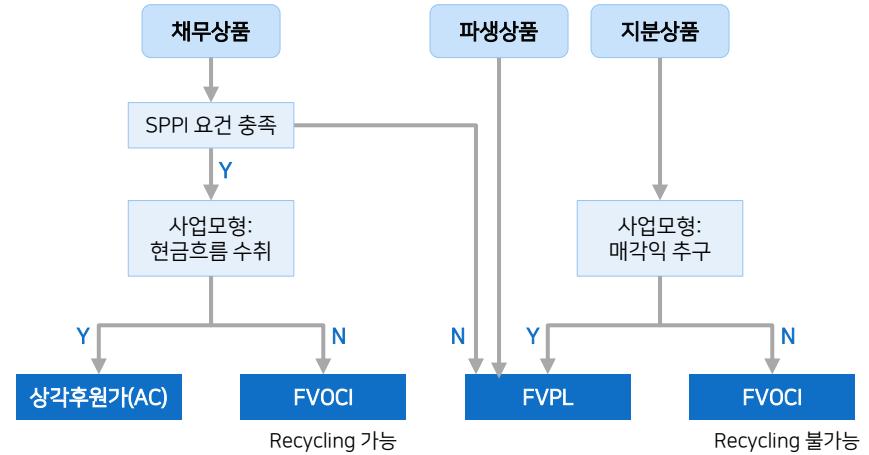
2018년 Outlook – IFRS 9

- 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 제 1109호 금융상품 기준서, '18년 1월부터 시행 예정
- 주요 도입 목적은 금융자산 분류 단순화 및 예상 손실 인식을 통한 경기순응성 완화
- 우선 기준 4개 범주로 분류되던 금융자산은 3개(AC, FVOCI, FVPL)로 단순화
- 지분상품을 FVOCI로 분류시, 매도가능증권 매각시 발생하는 매각손익을 당기손익으로 인식 불가
- 유가증권 매각을 통한 Earnings Smoothing 전략의 운신의 폭이 좁아지는 것은 아쉬운 부분

금융자산 분류기준 변경



SPPI 요건 및 사업모형을 통한 분류



자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

주: Solely Payments of Principal and Interest(SPPI)
자료: 한국회계기준원, 메리츠종금증권 리서치센터

2-1) 대손충당금 적립기준 강화

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – IFRS 9

- 현행 충당금 적립 방식인 발생순실모형은 객관적 증거가 있는 경우에만 손상 인식
- 반면 IFRS 9의 기대신용순실모형은 미래 발생 가능한 신용순실까지 추정해 순실로 인식
- 신용위험의 유의적 증가 여부에 따라 3단계로 여신 구분
- 정상여신은 향후 1년간, 부실여신은 대출 전체기간의 예상순실을 충당금으로 설정
- 또한 손상 적용 범위 확대로 채무증권도 충당금 적립 대상에 포함

충당금 설정 기준 – 발생순실모형 Vs. 기대신용순실모형

발생순실모형		기대신용순실모형			
구분	충당금 설정	구분	신용위험 증가 정도	대손충당금	이자수익
정상여신	현재 시점에 발생한 손실만 인식	정상여신	1단계	최초 대출, 신용위험 증가X	향후 1년간 예상순실
부실여신	회수예상가액 할인해 인식	부실여신	2단계	신용위험 유의적으로 증가 (투자등급 미만)	대출 전체기간 예상순실 대손충당금 차감 전 장부가액 x 유효이자율
			3단계	신용손상 발생 (취득시부터 신용손상 금융자산 포함)	

자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터



2-2) 대손충당금 적립기준 강화

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – IFRS 9

- IFRS 9 도입에 따른 자본비율 영향은 미미하나 대손충당금 적립 규모 증가는 불가피
- 시중은행의 예비 영향 평가 결과에 따르면, 약 9.4%의 대손충당금 증가 효과가 존재
- 최초 추가충당금 적립은 이익잉여금에 반영 예정 → 손익에는 영향 없으나 소폭의 자본비율 하락 초래
- 결론적으로 IFRS 9 도입은 높은 자본비율을 보유한 은행의 Valuation Premium 부여를 정당화시킬 요인

대손충당금 적립 예시

현행: 부실 발생 시점에 대손충당금 급격히 증가

향후: 부실화 진행에 따라 대손충당금 점진적으로 증가

시점 (억원)	여신 상태	발생손실모형 기준		기대신용손실모형 기준	
		당기 대손 비용	누적 대손 충당금	당기 대손 비용	누적 대손 충당금
2015년말	정상	-	-	1	1
2016년말	부실위험증가	-	-	19	20
2017년말	부실	48	48	28	48

자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

기대신용손실모형 적용에 따른 시중은행 예비 영향 평가

(%)	국민은행	우리은행	신한은행	하나은행	4대 시중은행
손실충당금 증가 (억원)	1,410	1,879	1,066	1,340	5,695
증가율	8.4	10.5	8.1	10.4	9.4
Coverage ratio	103.7	93.4	104.4	80.4	94.8
Change(%p)	8.1	8.9	7.8	7.6	8.1
보통주자본비율	14.7	10.3	12.8	13.1	12.7
Change(%p)	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
총자본비율	16.2	15.1	15.6	15.9	15.7
Change(%p)	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1

자료: 한국기업평가, 메리츠종금증권 리서치센터

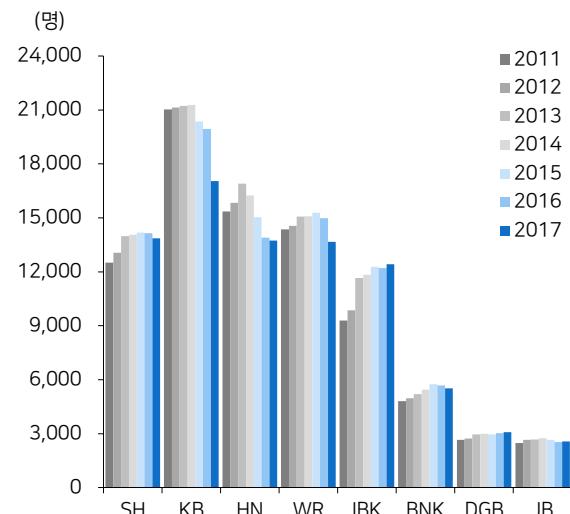
C/I Ratio 40%대 진입 예상

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – SG&A

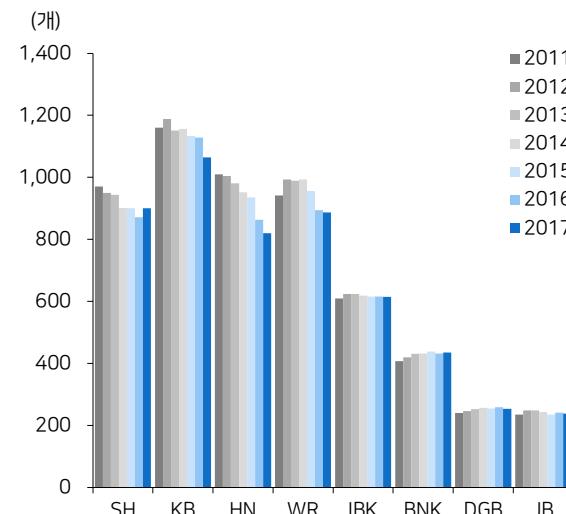
- 은행권의 공격적인 인력 구조조정은 '17년을 끝으로 마무리 국면에 진입
- 반면 비대면 거래 활성화, 낮아진 지점 생산성 등을 감안시 시중은행 중심의 지점 감소 추세는 진행형
- CIR(판관비/총영업이익) → '14년 53.3%, '15년 55.4%, '16년 55.8%, '17년 예상 50.4%, '18E 예상 49.3%
- '15년 55%를 상회했던 C/I Ratio는 Top line 성장과 구조조정 효과로 '18년 40%대로 진입 전망

총 임직원수 추이



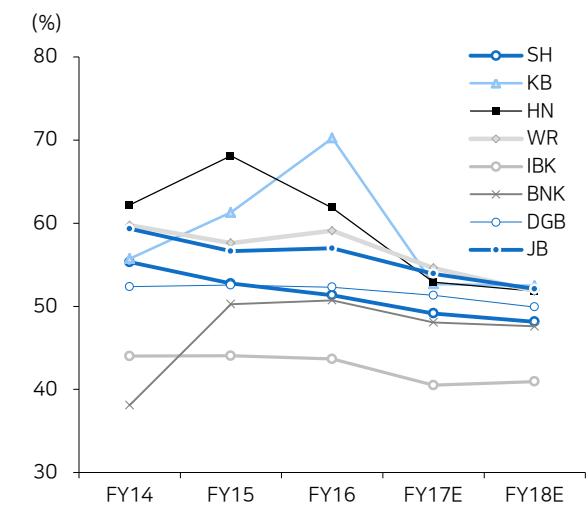
주: 2017년 6월말 기준, 우리은행은 9월말 기준
자료: 금감원, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 지점수 추이



주: 2017년 6월말 기준
자료: 금감원, 메리츠종금증권 리서치센터

C/I Ratio 하향안정화 지속



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

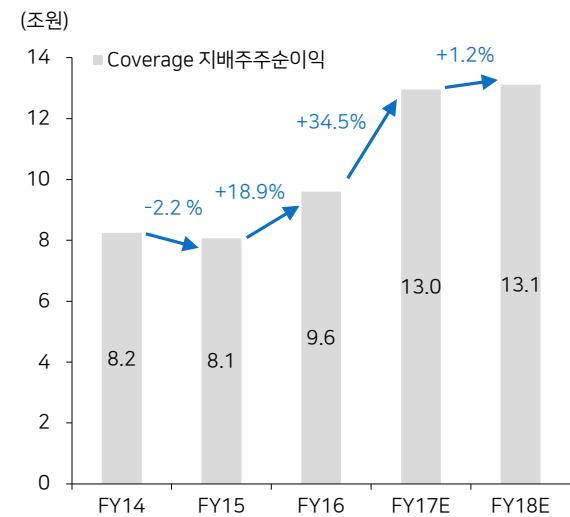
표면 이익 모멘텀 둔화

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – Earnings

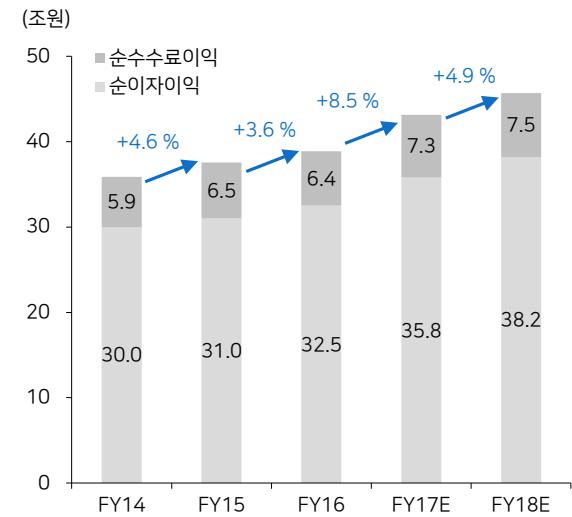
- 커버리지 8개사 기준 '18년 예상 지배주주순이익은 '17년 대비 1.2% 증가한 13.1조원으로 추정
- 표면 순이익 증가세 둔화는 '17년 발생한 대규모 일회성 이익의 기저효과에 기인
- 핵심이익의 경우 마진 개선 및 경상 수준 이상의 대출 성장으로 4.9% 증가하며 개선 추세 지속
- 시장이 핵심이익 증가 보다 전체 순이익 증가 여부에 더 높은 관심을 보인다는 점은 부담 요인
- 종목별로는 시중은행 대비 지방은행의 이익 모멘텀이 좀 더 매력적

커버리지 8개사 지배주주순이익 추이 및 전망



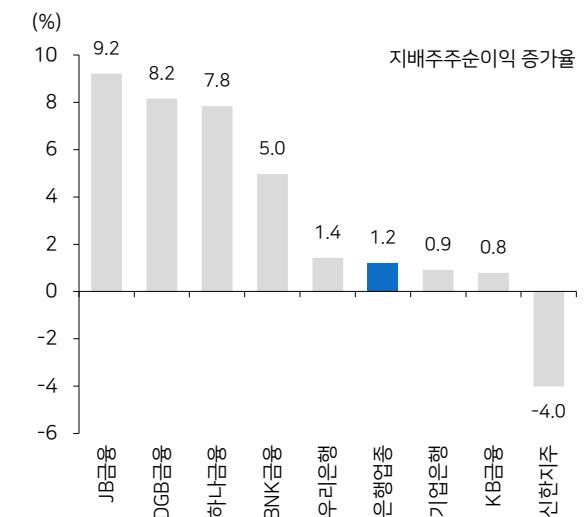
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

커버리지 8개사 핵심이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

종목별 이익 개선 폭(지방은행 > 시중은행)



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

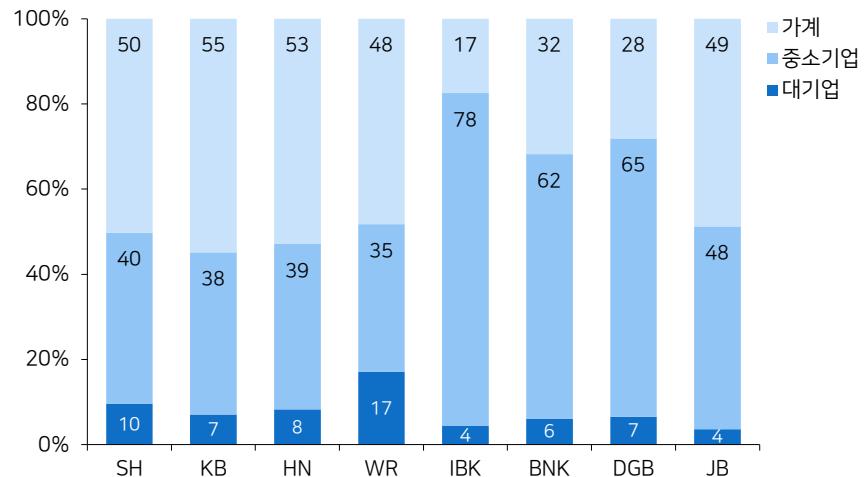
2017년 말 추가 자본규제 발표 예정

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – Equity

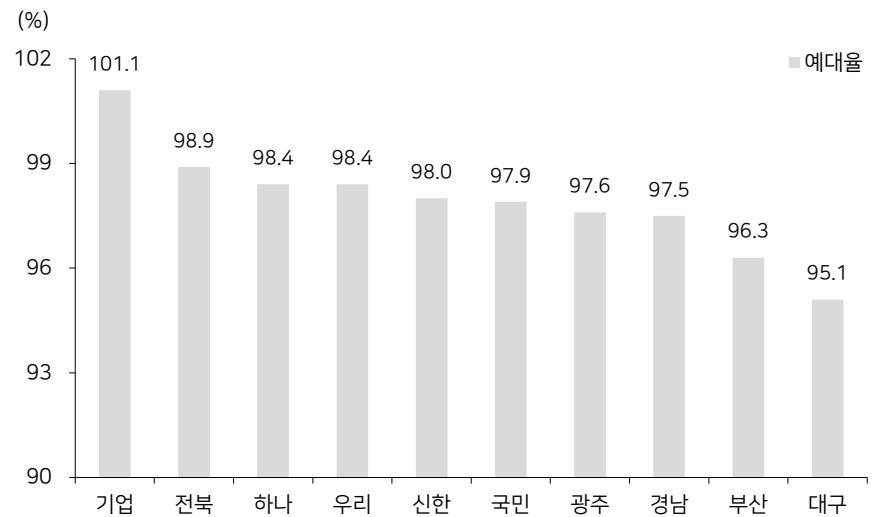
- '17년 12월 중 금융업권별 자본 규제를 전면 재점검 하는 방안이 발표될 예정
- 금융당국은 관련 예시로 1) 가계대출에 대한 위험가중치 조정, 2) 예대율 등을 지목
- 가계부채종합대책의 연장선상으로 생산적 금융을 강조하는 현 금융당국의 정책 스탠스를 반영
- 예대율 관리를 위한 조달비용 압박, 위험가중자산 증대에 따른 자본비율 하락 등이 야기 가능
- 가계 여신 비중이 높은 시중은행과 자본비율이 낮은 지방은행 모두에게 불편한 사항
- 은행권에 미칠 영향을 예단하기 이른 시점이나, 자본비율이 높을수록 정책 불확실성 노출 가능성 ↓

3Q17 은행별 Asset Portfolio



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

3Q17 은행별 예대율



주: 기업은행은 예대율 규제 적용 대상 아님

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

NSFR, 레버리지비율 규제 도입

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – Equity

- '18년 1월, NSFR(중장기유동성비율) 및 레버리지비율 규제 도입
- 중장기적인 안정적인 자금 조달 구조 확보와 과도한 영업 레버리지 확대 제한이 도입 목적
- '17년 3월말 기준 국내 은행의 NSFR 평균은 115.1%, 레버리지비율은 6.9%로 규제 비율 크게 상회
- 레버리지비율 도입에 따른 은행권 영향은 극히 제한적
- 반면 NSFR 도입은 고유동성 자산 확대, 중장기 예·적금 비중 증가 등을 유도할 요인으로 작용 가능

NSFR 및 레버리지비율 산출 산식

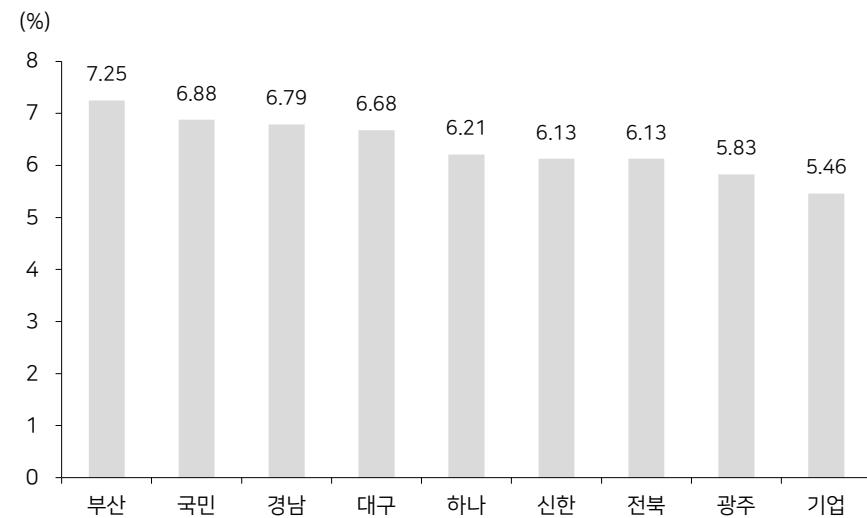
$$NSFR = \frac{\text{안정자금가용금액} (\text{부채} \cdot \text{자본} \times \text{가중치})}{\text{안정자금조달필요금액} (\text{자산} \times \text{가중치})} \geq 100\%$$

- 1) 순안정자금조달비율: Net Stable Funding Ratio
- 2) 안정자금가용금액: 부채 및 자본항목 중에서 스트레스 상황에서도 향후 1년 이내 이탈 가능성이 낮아 안정적으로 조달한 자금
- 3) 안정자금조달필요금액: 자산항목 중에서 1년 이상의 안정적인 자금조달이 요구되는 금액

$$\text{레버리지비율} = \frac{\text{기본자본}}{\text{총익스포저}} \geq 3\%$$

- 1) 기본자본: 자본금+자본잉여금+이익잉여금+신증자본증권 등
- 2) 총익스포저: 재무상태표상 익스포저+부외항목 익스포저 등

국내은행 레버리지비율 현황



주: 2017년 6월말 기준

자료: 각 사 경영공시, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 금융위, 메리츠종금증권 리서치센터

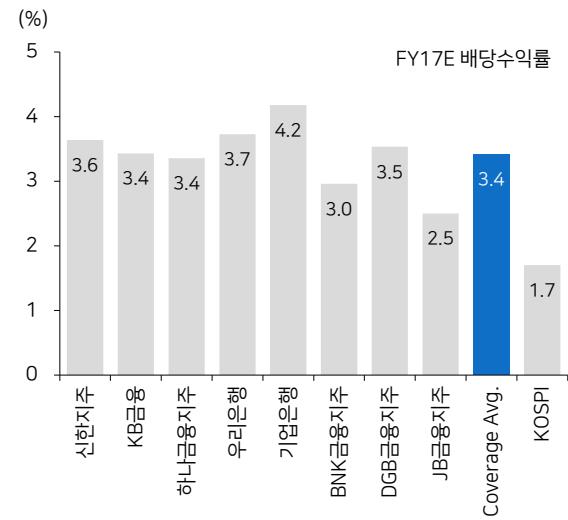
배당수익률 3.4% 이상 기대

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

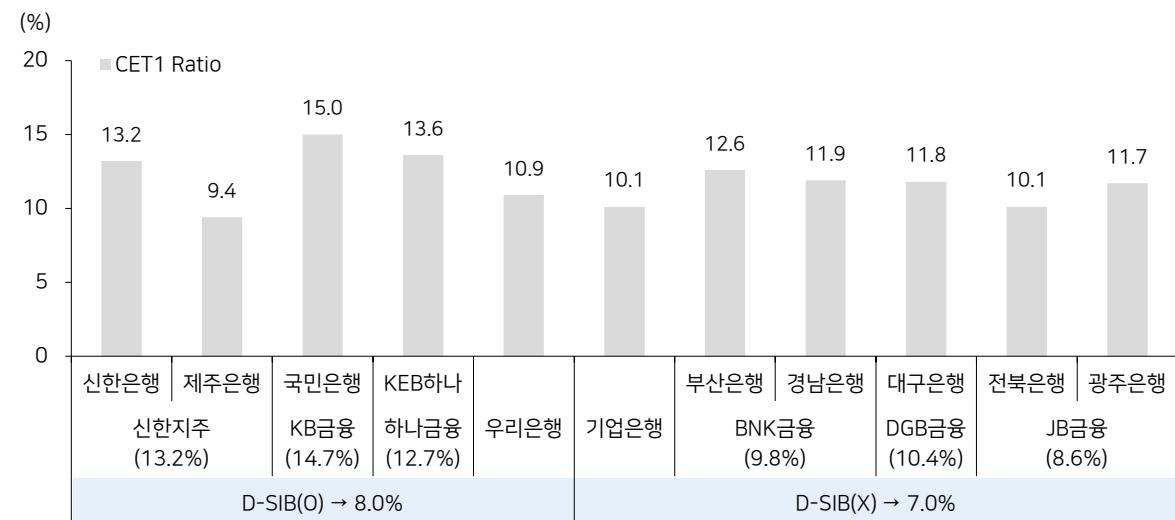
2018년 Outlook – Dividend

- 견조한 이익 개선, 적극적인 RWA 관리 등 상장 은행의 보통주자본비율은 모두 규제 비율 상회
- IFRS 9 도입에 따른 자본비율 하락 영향 존재하나 미미한 수준
- 안정된 자본비율을 바탕으로 KOSPI 예상 배당수익률 1.7% 상회하는 3.4% 기대 가능
- 지난 11월 16일, 금감원장의 배당 축소 및 추가 자본 확충 요구로 투자 심리 급격히 훼손
- 금융당국의 보수적인 행정 지침의 일환으로 시장의 불필요한 과민 반응은 자제
- 은행은 금융기관이 아닌 금융회사. 주주환원에 대한 목소리가 높아지는 만큼 관련 기대 부응도 필요

종목별 예상 배당수익률



3Q17 은행별 CET1 Ratio



자료: 각 사, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

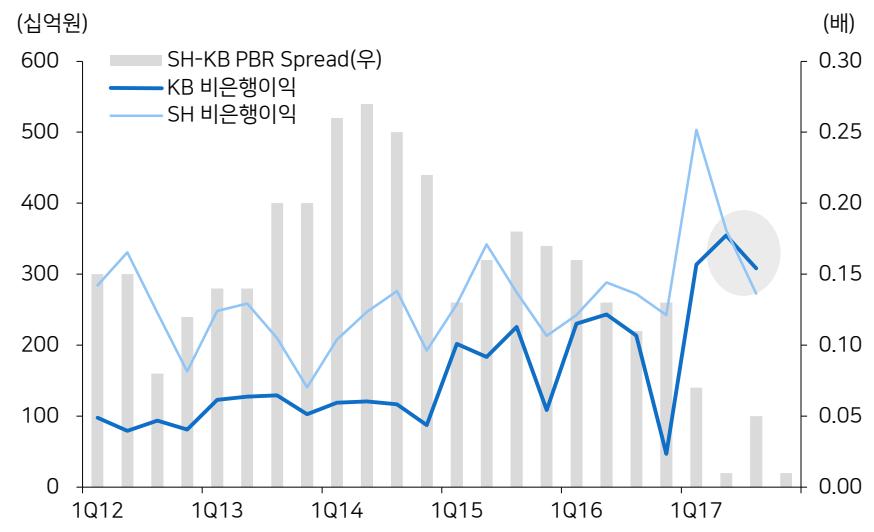
비은행 자회사 보유 여부가 Valuation 레벨 결정

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – M&A

- 비은행 자회사 보유 여부는 Valuation 수준을 결정하는 핵심 요인 (SH-KB / HN-WR / IBK-지방은행)
- LIG손해보험, 현대증권 등의 인수로 경쟁사와 Valuation 격차를 좁힌 KB금융이 대표 사례
- 자본여력이 충분한 대형 금융 지주 3사 모두 생명보험 부분이 상대적으로 취약
- '18년 사명 변경이 예정되어 있는 ING생명 인수 가능성에 시장이 높은 관심을 가질 수 밖에 없는 이유
- DGB금융의 하이투자증권 인수 사례에서 알 수 있듯이, M&A를 통한 ROE 개선 여부가 주가 향방의 Key

신한지주 - KB금융 비은행 이익기여도 추이와 PBR Spread



자료: 신한지주, KB금융, Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

은행권의 비은행 부문 강화 노력

회사	인수대상	날짜	내용
KB금융	우리파이낸셜	2014-02	지분 52% 인수
	LIG손해보험	2014-12	지분 19.47% 인수
	현대증권	2016-05	인수대금 1조 2,500억원
	KB손해보험 KB캐피탈	2017-04	공개매수, 주식교환 통한 완전자회사 편입
BNK금융	GS자산운용	2015-07	지분 51.01% 인수
DGB금융	LS자산운용	2016-10	인수대금 340억원
	하이투자증권	2017-11	지분 85.32% (4,500억원) 인수 결정
JB금융	우리캐피탈	2011-05	지분 69.67%(993억원) 인수
	더커자산운용	2014-03	인수대금 125억원

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

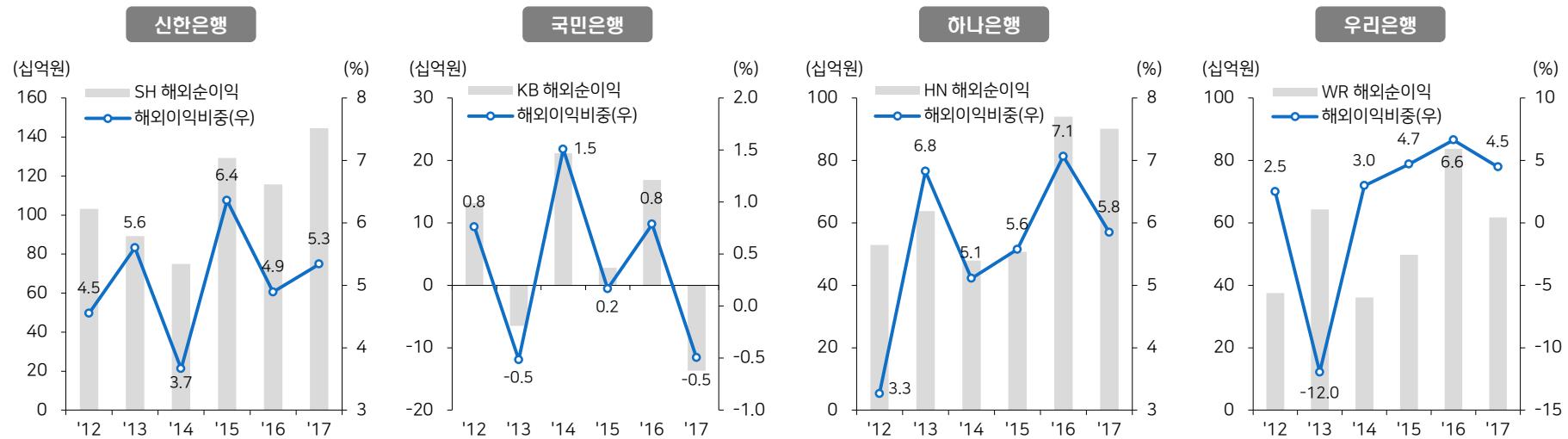
글로벌 수익 비중 확대 노력

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – Global

- 매년 은행장 신년사에 빠지지 않는 목표는 적극적인 해외진출을 통한 글로벌 이익 비중 확대
- 실제 성장성이 높은 동남아시아 시장을 중심으로 현지 네트워크 확대 및 가시적 성과 도출
- 그러나 전체 순이익 대비 여전히 미미한 이익 기여로 주가 상승 요인으로 작용하기엔 역부족
- 해외 비즈니스에서 단연 돋보이는 성과를 보이고 있는 곳은 신한지주와 하나금융지주
- '18년 종목간 모멘텀 둔화가 예상 되는 만큼 글로벌 진출 성공 여부에 대해서도 관심 가질 필요

시중은행 해외이익 비중 추이



주: 2017년 3분기 누적 순이익 기준

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

상장은행 해외 진출 주요 현황

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

투자회사	피투자회사	국가	주요 내용
신한지주	신한은행	SBJ은행	일본 10개 지점 보유, 3Q17 누적 순이익 521억
		신한베트남은행	베트남 ANZ 뱅크 베트남 리테일 부문 인수계약 체결로 18개 지점 보유, 연말까지 27개 현지 영업점 확보 예상, 3Q17 누적 순이익 515억
		신한인도네시아은행	인도네시아 현지 은행 Bank Metro Express와 Centratama Nasional Bank 차례로 인수 후, 두 은행 M&A하여 통합 법인 신한 인도네시아 은행 출범
	신한금융투자	신한금융투자베트남	현지 남안증권 지분 100% 인수해 공식법인 출범, 은행과의 시너지 활용해 현지 고금리 상품 개발 계획
		신한금융투자인도네시아	현지 마킷타증권 지분 99% 인수, 현지 대기업 리포 그룹과 MOU 체결해 투자금융사업 협력
우리은행	우리은행	우리소다라은행	현지은행 Bank Saudara 인수한 뒤, 인도네시아우리은행과 합병해 우리 소다라 은행 출범, 3Q17 누적 순이익 278억
		베트남우리은행	우리카드와 공동으로 베트남 현지 신용카드 출시
		우리웰스뱅크필리핀	필리핀 저축은행 Wealth Development 지분 51% 인수, 파트너사 Vicsal그룹과 합작형태로 우리 웰스 뱅크 필리핀 주주구성 Vicsal 그룹과 함께 신용카드 사업을 추진할 예정이며 2020년까지 130만명 이상 회원 확보 계획
		우리파이낸스캄보디아	마이크로파이낸스사 Malis 인수 합병하여 현지법인 출범
하나금융	하나은행	하나은행중국유한공사	중국 3Q17 누적 순이익 285억
		인도네시아KEB하나은행	현지 120위권 빙탕 마늘갈 은행 지분 60% 인수 후, 외환은행 인도네시아 현지법인과 합병해 30위권 은행으로 성장, 58개 지점 보유
KB금융	KB증권	KB증권베트남	현지 매리타임 증권 지분 99.4% 인수
BNK금융	BNK캐피탈	현지법인 설립	소액 대출을 활용, 동남아시아 시장 적극적인 진출
JB금융	전북은행	프놈펜상업은행	현지 프놈펜상업은행 인수 (전북은행 50%, 캐피탈 10%, 아프로파이낸셜 40%), 3Q17 누적 순이익 91억
	JB우리캐피탈	JB캐피탈미얀마	MFI인가 받아 현지법인 설립
DGB금융	대구은행	캠캐피탈은행	현지 캠캐피탈은행 지분 100% 인수, 5개 지점 영업 중
		DGB라오리싱	라오스 자동차 할부금융시장 진입

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

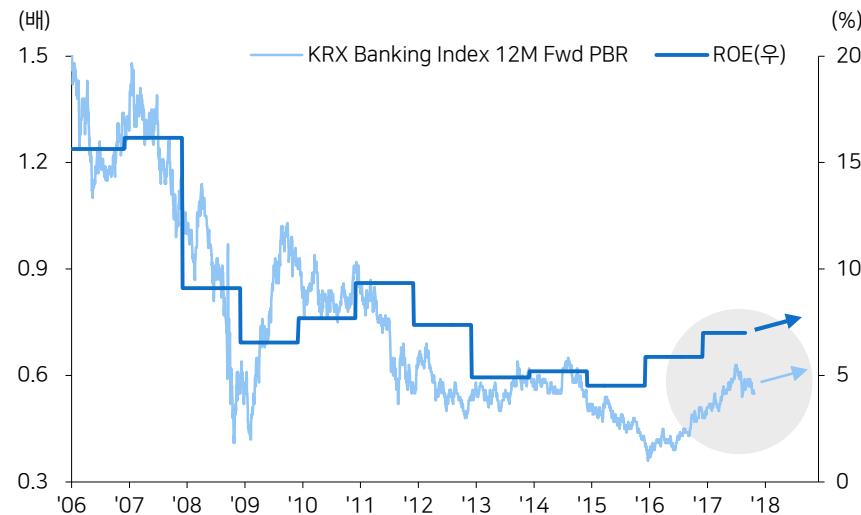
2018년 상반기가 은행주 투자의 변곡점

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – 투자전략

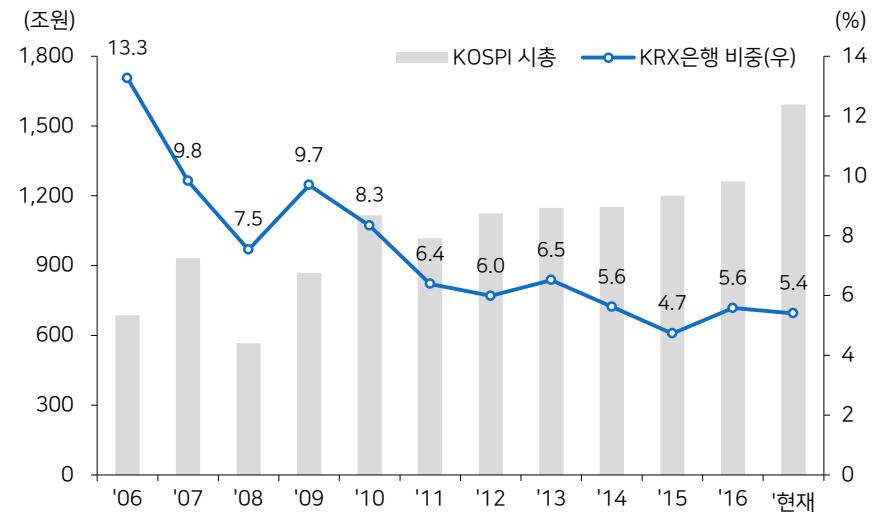
- 은행업 Overweight 투자의견 유지
- 규제 관련 불확실한 국면 지속되고 있으나, '12월 발표될 추가 자본규제를 끝으로 마무리 국면에 진입
- Yield Curve가 본격적으로 Flattening 되는 시점도 2번째 기준 금리 인상이 예상되는 '18년 2분기
- 은행주는 ROE의 함수. ROE 개선 추세의 초입에 위치해 있다는 점에서 비중 축소를 논하기는 이른 시점
- 감익 우려가 없고, 높은 자본비율과 안정된 지배구조를 보유한 종목이 '18년 Top picks 선정 기준
- 하나금융지주(금리 인상에 따른 높은 이익민감도), KB금융(재차 돋보일 자본경쟁력) 추천

ROE 개선 추세 초입



자료: KRX, 금감원, 메리츠종금증권 리서치센터

KOSPI 대비 은행주 시가총액 비중은 여전히 역사적 바닥권



자료: KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

은행업 Target PBR Multiple 0.61배

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 Outlook – Valuation

- '18년 예상 지배주주순이익은 전년대비 1.2% 개선된 13.1조원 추정
- 은행업종 12M Fwd Target PBR Multiple 0.61배 제시, 현 주가대비 28.3% 상승여력 보유
- 12개월 예상 ROE 8.5%에 CAPM 모형 적용한 자본비용 12.9%를 통해 산출
- 자본비용 계산시 과거 10개년 KOSPI 대비 평균 COE 할증 폭 가산 적용
- 추정치 및 Valuation 시점 변경 등의 이유로 KB/IBK 적정주가 상향조정, WR/BNK 적정주가 하향조정

은행업 Valuation

단위	값	비고
12M Fwd ROE	(%)	8.5 메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Cost of Equity	(%)	7.7 메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Risk Free Rate	(%)	2.0 국고 3년물
Risk Premium	(%)	6.0 메리츠종금증권 기준
Beta	(배)	0.9 종목별 52주 주간 베타 산출평균
COE 조정계수	(%)	5.3 은행주에 대한 부정적인 투자심리 반영
Adj. Cost of Equity	(%)	12.9 Cost of Equity + COE 조정계수
Eternal Growth	(%)	0.0 영구성장률 0% 가정
Adj. Fair PBR	(배)	0.66
Premium/Discount	(%)	-7.5 종목별 Premium/Discount 산출평균
Target PBR	(배)	0.61
현재 시가총액(11.28)	(십억원)	86,750 메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
목표 시가총액	(십억원)	111,311 메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Upside Potential	(%)	28.3

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

종목별 적정주가 산출내역

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

PBR Valuation Tool

(원, 배, %)	신한지주	KB금융	하나금융지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
12M Fwd ROE	9.4	9.9	8.6	8.2	7.6	7.7	8.4	8.4
Cost of Equity	7.9	10.1	9.1	6.8	7.1	7.1	6.9	6.3
Risk Free Rate	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta	1.0	1.3	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
COE 조정계수	4.5	4.5	4.5	4.5	6.0	6.0	6.0	6.0
Adj. Cost of Equity	12.4	14.6	13.6	11.3	13.1	13.1	12.9	12.3
Eternal Growth	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR	0.76	0.68	0.63	0.72	0.58	0.59	0.65	0.68
Premium/Discount	+10.0	+25.0	+20.0	-10.0	-15.0	-20.0	-30.0	-40.0
Target PBR	0.84	0.85	0.76	0.65	0.49	0.47	0.46	0.41
12M Fwd BPS	73,751	89,800	85,389	32,202	36,413	23,386	25,281	17,092
적정주가	62,000	76,000	65,000	21,000	18,000	11,000	11,500	7,000
현재가 (11.28)	48,150	58,300	47,700	16,100	15,800	9,460	9,910	5,990
기존 적정주가	62,000	70,000	65,000	21,500	17,000	11,500	11,500	7,000
적정주가 변동사항	유지	+8.6% 상향조정	유지	-2.3% 하향조정	+5.9% 상향조정	-4.3% 하향조정	유지	유지
Upside Potential	28.8	30.4	36.3	30.4	13.9	16.3	16.0	16.9

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Coverage Valuation Table

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

		Top Picks		시중은행			지방은행		
		하나금융지주	KB금융	신한지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
Code No.		086790 KS	105560 KS	055550 KS	000030 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS	175330 KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy	Trading Buy	Trading Buy
적정주가(원)		65,000	76,000	62,000	21,000	18,000	11,000	11,500	7,000
현재가(11/28, 원)		47,700	58,300	48,150	16,100	15,800	9,460	9,910	5,990
상승여력(%)		36.3	30.4	28.8	30.4	13.9	16.3	16.0	16.9
지배순이익(십억원)	2015	910	1,698	2,367	1,059	1,143	486	294	115
	2016	1,330	2,144	2,775	1,261	1,158	502	288	143
	2017E	1,963	3,404	3,325	1,696	1,505	545	322	194
	2018E	2,118	3,431	3,191	1,720	1,519	572	348	212
자본총계(십억원)	2015	22,972	28,903	31,810	19,310	17,294	6,191	3,777	2,679
	2016	23,390	31,261	31,745	20,546	18,047	7,087	3,972	2,964
	2017E	24,663	33,467	33,505	20,530	19,430	7,756	4,283	3,176
	2018E	26,282	36,017	35,882	21,857	20,497	8,263	4,565	3,413
ROE(%)	2015	4.2	6.1	7.9	5.7	7.0	9.1	9.2	5.7
	2016	6.0	7.2	9.0	6.4	6.6	7.9	8.0	6.5
	2017E	8.5	10.6	10.4	8.3	8.1	7.8	8.4	8.2
	2018E	8.6	9.9	9.4	8.2	7.6	7.7	8.4	8.4
EPS(원)	2015	3,100	4,396	4,992	1,566	2,054	1,952	1,740	873
	2016	4,495	5,459	5,851	1,866	2,071	1,539	1,702	918
	2017E	6,633	8,142	7,011	2,509	2,688	1,671	1,904	1,249
	2018E	7,154	8,206	6,729	2,545	2,712	1,754	2,059	1,364
BPS(원)	2015	74,829	74,234	65,035	28,500	30,918	23,000	20,624	13,767
	2016	75,971	77,815	65,605	30,279	32,055	20,811	21,773	14,663
	2017E	80,128	83,443	68,866	30,247	34,517	21,954	23,611	15,904
	2018E	85,389	89,800	73,751	32,202	36,413	23,386	25,281	17,092
PER(배)	2015	7.6	7.5	7.9	5.6	6.0	4.3	5.8	6.3
	2016	7.0	7.8	7.7	6.8	6.1	5.6	5.7	6.3
	2017E	7.2	7.2	6.9	6.4	5.9	5.7	5.2	4.8
	2018E	6.7	7.1	7.2	6.3	5.8	5.4	4.8	4.4
PBR(배)	2015	0.3	0.4	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
	2016	0.4	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	2017E	0.6	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
	2018E	0.6	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

메리츠 연간전망 시리즈 10

2018년 산업 전망

은행

기업분석

종목	투자판단	적정주가
하나금융지주(086790)	Buy	65,000원
KB금융(105560)	Buy	76,000원

Buy

적정주가(12개월)	65,000원	
현재주가(11.28)	47,700원	
상승여력	36.3%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	141,193억원	
발행주식수	29,600만주	
유동주식비율	89.46%	
외국인비중	73.72%	
52주 최고/최저가	52,000원/30,900원	
평균거래대금	408.4억원	
주요주주(%)		
국민연금	9.64%	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-1.1	-1.8
6개월	13.0	5.9
12개월	47.9	16.4
주가그래프		



주도주는 바뀌지 않는다

- 현재 은행주 투자 스팩의 핵심은 금리 상승에 따른 마진 및 이익 개선 기대감
- 은행 중심의 비즈니스 포트폴리오 보유로 금리 상승에 따른 이익 레버리지 효과가 가장 크게 나타남
- 판관비 효율화, 건전성 개선, 자본비율 상승 등의 모멘텀과 함께 높은 주가 수익률을 시현한 근본적 요인

'18년 감익은 없다

- '18년 예상 지배주주순이익과 ROE는 각각 2.1조원(+7.8% YoY), 8.6%로 추정
- 1Q17 대우조선해양 관련 대규모 일회성 손실의 기저효과가 존재한다는 점에서 이익 개선 추세는 확실시
- 타행대비 이익 베패(구 외환은행 본점 매각의 약 4천억원)가 크다는 점도 긍정적인 부분
- 현 주가 '18년 기준 PER, PBR 각각 6.7배, 0.56배 수준으로 Valuation 매력도 부각 가능

내실 경영 성과를 바탕으로 한 외형 확대 전략 고민 필요

- 지난 몇 년간 내실 경영에 집중한 결과 양행 조직 통합, 업계 최상위 수준의 자본비율 확보 등의 성과 기록
- 구조적인 주가 Re-rating을 위해서는 그동안 소홀했던 비은행 자회사 경쟁력 강화에 대한 고민이 필요
- 하나UBS자산운용 완전자회사 편입, 하나금융투자 증자 검토 등 관련 행보에 주목

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2015	6,654	2,123	1,011	910	3,100	-4.2	74,829	7.6	0.3	4.2	0.3
2016	6,593	2,516	1,614	1,330	4,495	45.0	75,971	7.0	0.4	6.0	0.4
2017E	7,189	3,387	2,604	1,963	6,633	47.6	80,128	7.2	0.6	8.5	0.5
2018E	7,438	3,583	2,830	2,118	7,154	7.8	85,389	6.7	0.6	8.6	0.6

하나금융지주 [086790]

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
현금 및 예치금	19,746	29,226	22,398	23,482
대출채권	221,337	228,607	241,835	251,579
금융자산	64,534	69,741	76,254	79,327
유형자산	2,874	3,003	2,912	3,029
기타자산	18,422	17,600	23,770	24,728
자산총계	326,913	348,177	367,169	382,145
예수부채	206,810	222,413	234,022	245,344
차입부채	22,202	20,032	21,407	21,225
사채	30,008	32,306	35,075	34,776
기타부채	44,920	50,037	52,002	54,518
부채총계	303,941	324,787	342,506	355,863
자본금	1,480	1,480	1,480	1,480
신증자본증권	743	444	444	444
자본잉여금	10,465	10,463	10,463	10,463
자본조정	-13	-13	-15	-15
기타포괄손익누계액	-6	-461	-379	-407
이익잉여금	9,482	10,575	11,725	13,310
비지배지분	822	902	945	1,007
자본총계	22,972	23,390	24,663	26,282

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	3,100	4,495	6,633	7,154
BPS	74,829	75,971	80,128	85,389
DPS	650	1,050	1,600	1,800
Valuation (%)				
PER (배)	7.6	7.0	7.2	6.7
PBR (배)	0.3	0.4	0.6	0.6
배당수익률	2.8	3.4	3.4	3.8
배당성향	21.1	23.4	24.0	25.0
수익성 (%)				
NIM	1.8	1.8	1.9	1.9
ROE	4.2	6.0	8.5	8.6
ROA	0.3	0.4	0.5	0.6
Credit cost	0.5	0.4	0.3	0.3
효율성 (%)				
예대율	107.0	102.8	103.3	102.5
C/I Ratio	68.1	61.8	52.9	51.8

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
순이자이익	4,539	4,642	5,077	5,479
이자수익	9,038	8,382	8,891	9,517
이자비용	4,499	3,740	3,814	4,038
순수수료이익	1,696	1,640	1,817	1,848
수수료수익	2,689	2,558	2,761	2,799
수수료비용	992	918	944	952
기타비이자이익	419	311	294	112
총영업이익	6,654	6,593	7,189	7,438
판관비	4,531	4,077	3,802	3,855
총전영업이익	2,123	2,516	3,387	3,583
총당금전입액	1,112	902	783	753
영업이익	1,011	1,614	2,604	2,830
영업외순익	186	206	88	64
세전이익	1,196	1,820	2,692	2,894
법인세비용	242	420	644	695
당기순이익	954	1,400	2,048	2,199
지배주주	910	1,330	1,963	2,118
비지배지분	45	69	85	82

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E
자본적정성				
BIS Ratio	13.3	14.3	15.1	15.6
Tier 1 Ratio	10.4	12.3	13.4	14.0
CET 1 Ratio	9.8	11.8	12.9	13.5
자산건전성				
NPL Ratio	1.3	0.9	0.8	0.8
Precautionary Ratio	2.3	2.1	1.9	1.8
NPL Coverage	131.4	162.4	190.7	195.2
성장성				
자산증가율	3.6	6.5	5.5	4.1
대출증가율	3.4	3.3	5.8	4.0
순이익증가율	-3.0	46.2	47.6	7.8
Dupont Analysis				
순이자이익	1.4	1.3	1.4	1.4
비이자이익	0.6	0.6	0.6	0.5
판관비	-1.4	-1.2	-1.0	-1.0
대손상각비	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2

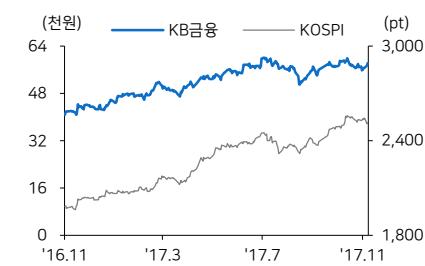
KB금융(105560) 모멘텀이 살아난다

Analyst 은경완 02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	76,000원	
현재주가(11.28)	58,300원	
상승여력	30.4%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	243,759억원	
발행주식수	41,811만주	
유동주식비율	85.76%	
외국인비중	69.28%	
52주 최고/최저가	60,200원/40,850원	
평균거래대금	557.5억원	
주요주주(%)		
국민연금	9.68	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-1.0	-1.7
6개월	7.0	0.2
12개월	39.0	9.3

주가그래프



자사주 3,000억원 매입 결정의 시사점

- 지난 24일, 3,000억원(현 주가 적용시 유통주식수의 약 1.3% 수준) 규모의 자사주 매입 결정을 공시
- 주식수 감소에 따른 ROE 개선 등의 영향은 미미하나, 적극적인 주주환원이 지속된다는 점이 중요
- 과거 사례를 비추어 볼 때, 추가적인 M&A 가능성 등의 기대감도 증폭될 수 있는 이벤트로 해석 가능
- KB금융의 점진적인 배당성향 확대기조를 감안시 연말배당('17E DPS 2,000원)에 미치는 영향은 제한적

재차 부각될 기본경쟁력

- '18년 예상 순이익과 ROE를 각각 3.4조원(+0.8% YoY), 9.9%로 추정. 분기 경상 체력은 약 8,500억원 수준
- 대형 금융 지주 3사에 공통된 내용이나, 최근 언론을 통해 생명보험사 인수에 대해 높은 관심 표명
- 압도적인 자본비율, 현 경영진의 공격적인 외형확대 전략과 빠른 의사결정 과정에 주목할 필요

업종 내 Top picks 추천, 적정주가 76,000원으로 상향

- 적정주가를 기준 70,000원에서 76,000원으로 +8.6% 상향 조정하며 업종 내 Top picks로 추천
- '18년 예상 BPS 89,800원에 당사 커버리지 중 가장 높은 Target PBR Multiple인 0.85배를 적용한 수치
- 업종 내 최고의 이익 체력, 높은 자본 효율성, 안정적인 지배구조 등을 고려시 무리 없는 수준

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2015	7,382	2,858	1,821	1,698	4,396	21.2	74,234	7.5	0.4	6.1	0.5
2016	7,445	2,216	1,677	2,144	5,459	24.2	77,815	7.8	0.6	7.2	0.6
2017E	9,916	4,693	3,996	3,404	8,142	49.1	83,443	7.2	0.7	10.6	0.8
2018E	10,349	4,918	4,178	3,431	8,206	0.8	89,800	7.1	0.6	9.9	0.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
현금 및 예치금	16,316	17,885	23,308	24,696
대출채권	245,005	265,486	288,945	303,682
금융자산	54,327	78,159	98,531	103,557
유형자산	3,287	3,627	4,365	4,588
기타자산	10,130	10,517	22,503	23,651
자산총계	329,065	375,674	437,652	460,173
예수부채	224,268	239,730	255,050	270,243
차입부채	16,241	26,251	29,756	29,848
사채	32,601	34,992	42,918	43,050
기타부채	27,053	43,439	76,460	81,015
부채총계	300,163	344,412	404,185	424,156
자본금	1,932	2,091	2,091	2,091
신증자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	15,855	16,995	17,122	17,122
자본조정	0	-722	-637	-637
기타포괄손익누계액	430	405	549	589
이익잉여금	10,464	12,229	14,337	16,846
비지배지분	222	263	6	7
자본총계	28,903	31,261	33,467	36,017

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	4,396	5,459	8,142	8,206
BPS	74,234	77,815	83,443	89,800
DPS	980	1,250	2,000	2,300
Valuation (%)				
PER (배)	7.5	7.8	7.2	7.1
PBR (배)	0.4	0.6	0.7	0.6
배당수익률	3.0	2.9	3.4	3.9
배당성향	22.3	23.2	24.0	27.0
수익성 (%)				
NIM	2.2	2.3	2.5	2.5
ROE	6.1	7.2	10.6	9.9
ROA	0.5	0.6	0.8	0.8
Credit cost	0.4	0.2	0.2	0.2
효율성 (%)				
예대율	109.2	110.7	113.3	112.4
C/I Ratio	61.3	70.2	52.7	52.5

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
순이자이익	6,203	6,403	7,742	8,517
이자수익	10,376	10,022	11,366	12,382
이자비용	4,173	3,619	3,624	3,865
순수수료이익	1,535	1,585	2,014	2,032
수수료수익	2,971	3,151	3,886	3,951
수수료비용	1,436	1,566	1,873	1,919
기타비이자이익	-356	-542	159	-200
총영업이익	7,382	7,445	9,916	10,349
판관비	4,524	5,229	5,223	5,431
총전영업이익	2,858	2,216	4,693	4,918
총당금전입액	1,037	539	697	740
영업이익	1,821	1,677	3,996	4,178
영업외순익	344	952	256	280
세전이익	2,165	2,629	4,252	4,458
법인세비용	437	438	815	1,025
당기순이익	1,727	2,190	3,437	3,433
지배주주	1,698	2,144	3,404	3,431
비지배지분	29	46	32	2

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E
자본적정성				
BIS Ratio	15.5	15.3	15.6	16.1
Tier 1 Ratio	13.6	14.4	15.0	15.5
CET 1 Ratio	13.5	14.2	15.0	15.5
자산건전성				
NPL Ratio	1.2	0.9	0.8	0.8
Precautionary Ratio	2.4	2.1	2.1	2.0
NPL Coverage	161.1	200.3	220.2	212.5
성장성				
자산증가율	6.7	14.2	16.5	5.1
대출증가율	5.9	8.4	8.8	5.1
순이익증가율	21.2	26.2	58.8	0.8
Dupont Analysis				
순이자이익	1.9	1.7	1.8	1.9
비이자이익	0.4	0.3	0.5	0.4
판관비	-1.4	-1.4	-1.2	-1.2
대손상각비	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2

Part II

2018년 산업 전망

보험

이익 성장은 계속된다



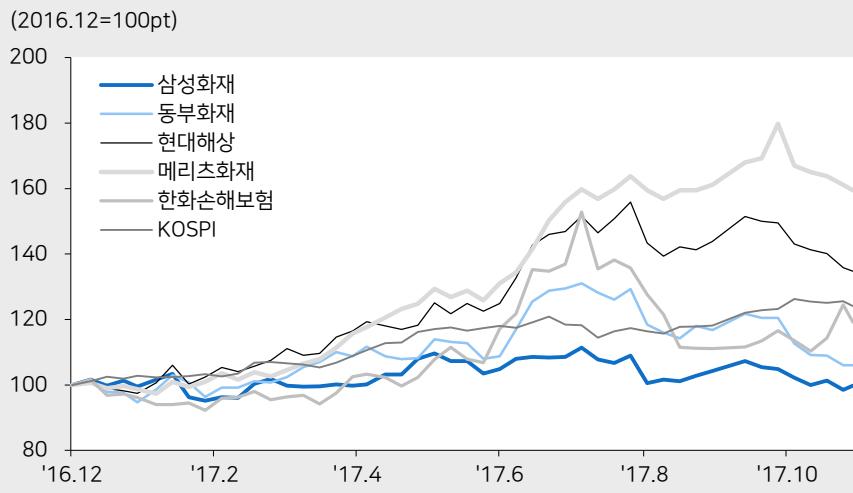
보험/증권
Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

보험 2017년 Review

17년 말 우려사항, 16년 말의 데자뷔(Deja-vu)

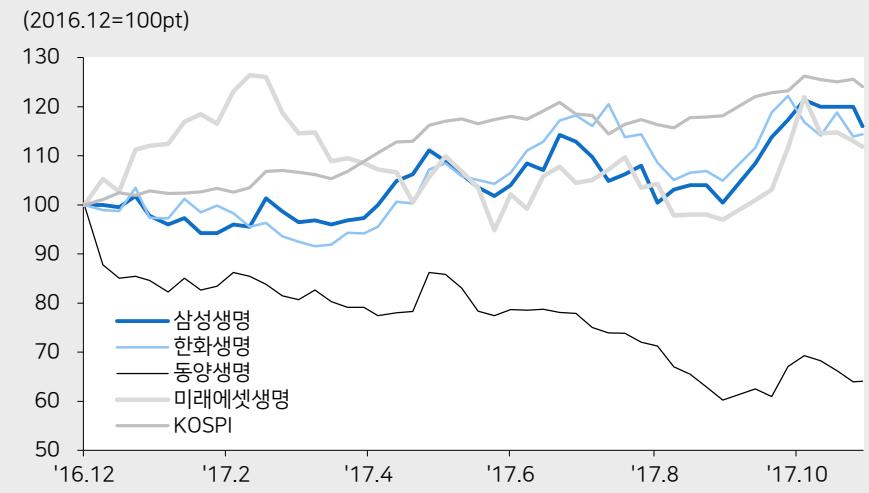
- 16년 말 금리 급등으로 RBC 비율 하락해 자본 확충 우려
- 삼성화재의 선제적인 자동차 보험료 인하 결정, 위험손해율 상승세 등, 이익 성장에 대한 의구심으로 주가 부진하다
- 후순위채/신종자본증권 발행되고 위험손해율 개선 가시화, 자동차 손해율 하락세 지속되면서 실적 증가 뚜렷하자 주가 반등
- 17년 말 현재, 금리 상승으로 인해 RBC 비율 하락, 자동차 손해율 악화 가능성, 실손보험료 인하 우려 등 16년 말과 유사한 리스크 대두

손해보험사 주가 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

생명보험사 주가추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

보험 Executive Summary

I

RBC 비율 규제 강화로 투자수익률 차별화 전망

- 금융감독원 RBC 비율 단계적 강화 안 중 보험 부채 최장 만기 30년 확대 및 최저보증위험액 증가액의 70% 18년 말까지 적용
- 이에 대한 영향으로 대부분의 보험사 부채 뉴레이션 9~10 예상 중. DB손해보험, 메리츠화재, 동양생명, 미래에셋생명 자산 D 先 확보
- RBC 비율에 여유가 없는 회사는 자산 D를 늘려야 해 18년 회사별 투자수익률 차별화 강화 전망
- 일회성 매각의 비중이 커던 보험사의 경우 자산 D 확대 효과와 더불어 운용수익률이 하락할 가능성이 높다고 판단

II

대인 보험료 인상해 자동차 손해율 악화 제한적

- 17년 하반기 자동차 보험료 인하해 보험료 증가율이 둔화되겠으나 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망
- 16년 자동차 표준약관 개정으로 물적 담보의 사고 심도 증가율 안정적 수준을 유지하면서 사고발생률이 크게 하락
- 반면 인적 담보 비중이 30%까지 상승해 향후 인적 담보 손해율의 향방이 자동차 손해율에 주요한 영향을 미칠 가능성 커
- 대인 담보 보험료는 대폭 인상되었으며 자차 가입률 증가 기대할 수 있어 자동차 손해율 악화 폭은 제한적일 전망

III

Top picks DB손해보험, 현대해상, 미래에셋생명 제시

- 보험 Overweight, 금리 민감도 높은 생명보험 상승여력 있지만 비교적 관점에서 손해보험사 선호
- 2위권 손보사 18E PER 6~7배로 역사적 저점 수준, 배당수익률 역사적 고점 수준으로 저평가 매력 부각
- 보험 Top picks DB손해보험, 현대해상, 미래에셋생명 제시, 차선호주 메리츠화재, 삼성생명

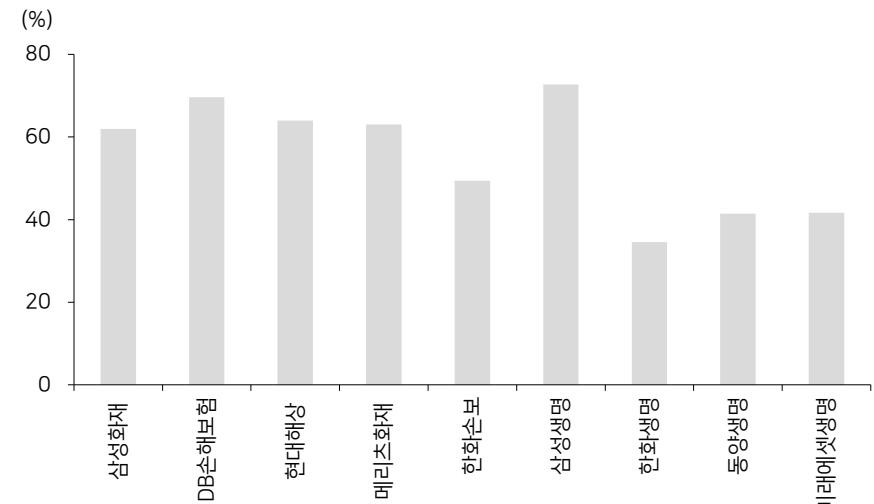
과도기적 시점의 혼재된 지표, 평가 방식에 대한 고민

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 전망: 과도기적 시점, 혼재된 지표

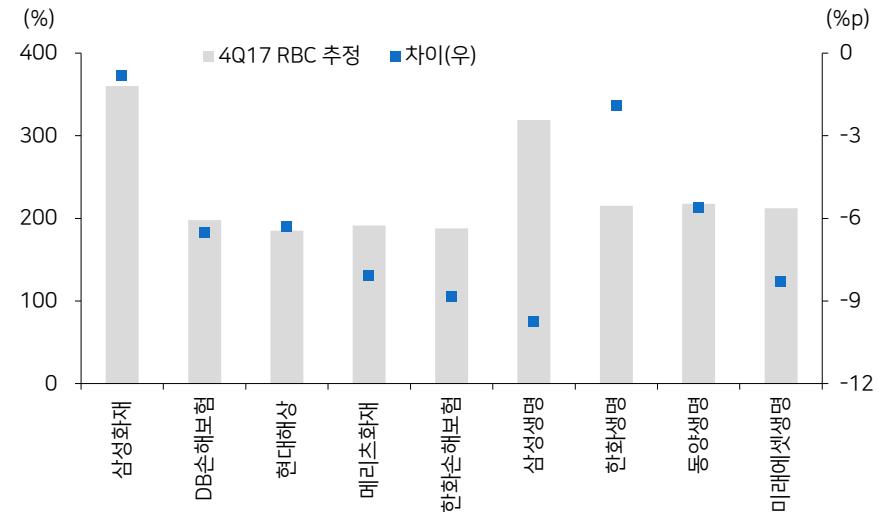
- 금리 상승이 보험주에 긍정적 영향을 미치는 이유는 부채 드레이션이 커 실질 가치 증가하기 때문
- IFRS17 도입 이후에는 수치화되어서 재무제표에 반영되지만
- 현행 회계 상에서는 RBC 비율의 하락, 자본 규모의 감소라는 부정적 효과만이 드러남
- 또한, 매도가능 혹은 만기보유라는 회계 계정 분류에 따라 영향 달라지는 것도 자본의 실제 가치 및 비교 가능성에 대한 신뢰도를 떨어트림

금리부 자산 중 당기손익/매도가능증권 비중



주: 2Q17 RBC 기준
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

금리 15bp 상승 가정에 따른 4Q17 RBC 영향 추정



주: 2Q17 RBC 기준 자산 D 반영, 4Q17 순이익 추정치 반영
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

실질 가치 개선이 EV에 드러나나 실제 반영에 어려움 존재

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2018년 전망: 과도기적 시점, 혼재된 지표

- EV에는 이러한 가치 변화가 수치화 되어 반영되기 때문에 중요한 지표로 주시하고 있으나
- 1) 연간 결산 후에만 발표되고 2) 회사별로 다른 기준을 사용해 valuation 반영에 어려움이 있음
- 향후 IFRS17 도입 이후에는 금리 상승 시 자본의 증가, 계약 가치의 증가 정도를 직접적으로 확인 가능

2016년 EV 및 금리 민감도 정리

(십억원)	삼성 화재	DB 손해보험	현대 해상	한화 손해보험	삼성 생명	한화 생명	동양 생명	미래에셋 생명
EV	16,087	6,525	5,190	1,471	29,349	8,211	2,050	2,017
ANW(조정순자산가치)	10,600	3,782	2,693	861	25,852	8,168	1,787	1,923
VIF(보유계약가치)	5,487	2,743	2,497	610	3,497	43	263	94
VNB(신계약가치)	724	456	456	242	1,212	565	18	60
금리변화 가정	+100bp	+50bp	+50bp	+50bp	+50bp	+50bp	+50bp	+25bp
보유계약가치 민감도	1,575	589	580	434				
신계약가치 민감도	82	49	38	31	86	67	19	8
EV 민감도					1,673	296	67	212
투자수익률 가정(%)	3.0	3.2	3.1	3.2	3.5	3.45	3.45	3.45

EV :
Embedded Value, 내재가치

주: 메리츠화재 미발표

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

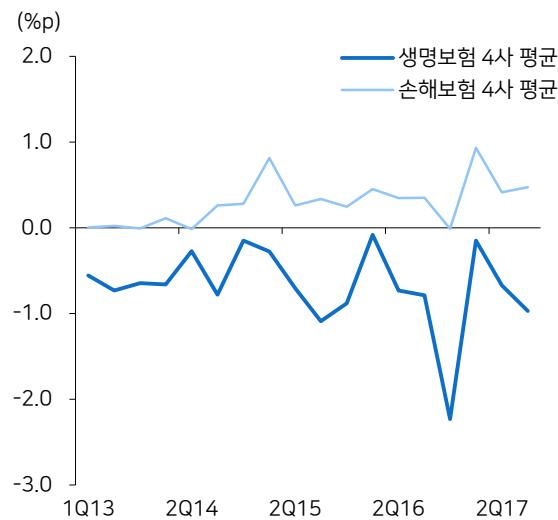
RBC 규제 강화 대응에 따라 투자수익률 차별화 전망

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 투자수익률 차별화 전망

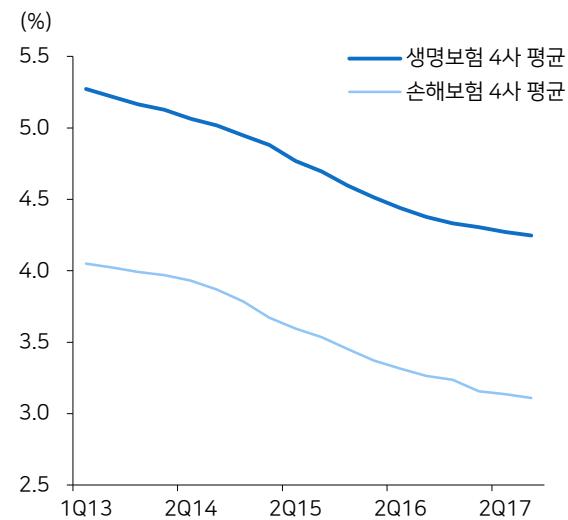
- 이번 자료에서는 현행 회계 하에서 확인이 가능한 이차마진의 개선 가능성에 대해 점검해보려 함
- RBC 비율 금리위험액 기준 단계적 강화로 회사별 투자수익률 차별화가 보다 강화될 전망

운용수익률 대비 이차마진 spread 추이



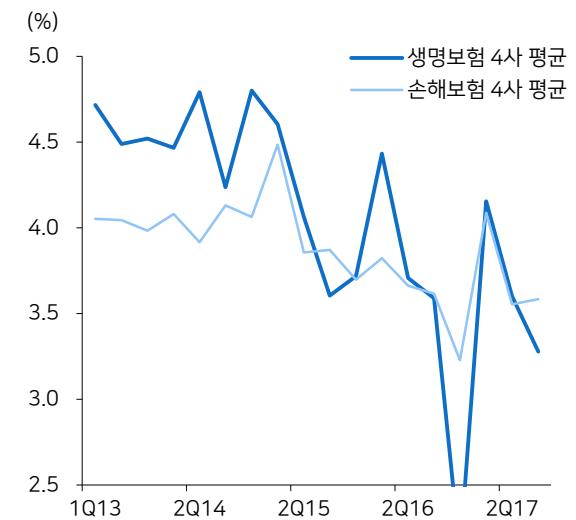
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

부담금리 주이



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

운용수익률 추이



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

잔존만기 확대로 2018년 부채 드레이션 9~10 예상

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 투자수익률 차별화 전망

- IFRS17 및 K-ICS 도입 시기가 2021년으로 확정된 가운데 급격한 충격을 완화하기 위해
- 금융감독원은 RBC 비율 및 LAT를 2017년 말부터 2020년까지 단계적으로 정교화 할 계획을 발표
- 이 중 보험 부채 최장 만기 30년으로의 확대 및 최저보증위험액 증가액 70%가 2018년 말까지 적용
- 대부분의 보험회사가 이에 대한 영향으로 부채 드레이션 9~10 정도까지 증가하는 것으로 예상 중

IFRS17 시행 대비, 현행 RBC 제도 정교화

주요내용	시행 시기	단계적 적용
보험부채 드레이션 잔존만기 구간 확대	2017.12	잔존만기 구간 25년 확대
	2018.12	잔존만기 구간 30년 확대
연동형 최저보증 금리리스크 현실화	2019.12	연동형 최저보증 금리 리스크 요구자본 증가액 50% 반영
	2020.12	연동형 최저보증 금리 리스크 요구자본 증가액 100% 반영
변액보험 최저보증위험액 산출방식 변경	2017.12	요구자본 증가액 35% 반영
	2018.12	요구자본 증가액 70% 반영
	2019.12	요구자본 증가액 100% 반영

자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

회사별로 규제 강화 경과규정 선반영해 부채 D에 차이가 발생

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 투자수익률 차별화 전망

- 시기별로 단계적 도입이 가능하나 회사에 따라 규제 강화 안 중 일부를 선반영
- 회사별로 3Q17 자산 및 부채 드레이션 수준에 차이가 발생하나
- 현 상황에서 문제가 없는 RBC 비율 수준 가져가기 위해 적정한 제도 개선안을 반영한 것이라고 판단

IFRS17 시행 대비, 현행 RBC 제도 정교화

	삼성 화재	DB 손보	현대 해상	메리츠 화재	한화 손보	삼성 생명	한화 생명	동양 생명	미래에셋 생명
3Q17 자산 D	6.41	8.41	7.17	9.01	7.38	6.80	6.98	7.80	8.67
3Q17 부채 D	7.56	7.49	8.09	8.70	8.41	6.60	7.20	7.38	8.03
잔존만기 최대구간 (2Q17)	20~25	20~25	25~30	30년 이상	20~25	20~25	20~25	25~30	25~30
만기불일치 위험액 (2Q17)	경과1	경과1	경과1	최종	경과1	경과1	경과1	경과1	경과1

경과 : 1. 공시기준이율로 금리차 산정

2. 산업위험 스프레드 35% 차감한 값을 공시기준이율로 산정, 요구자본 증가액의 50% 반영

최종 : 산업위험 스프레드 35% 차감한 값을 공시기준이율로 산정, 요구자본 증가액의 100% 반영

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

부채 D 9.5 가정하는 경우 ALM 관리 없이는 RBC 하락 예상됨

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 투자수익률 차별화 전망

- RBC 기준의 자산 부채 듀레이션 매칭을 통해 최저금리위험액 내의 ALM 관리 중
- 부채 듀레이션이 9.5로 늘어나는 경우 자산 듀레이션 증가 없이는 만기불일치 위험액 구간 가능
- 이를 방지하기 위해서는 일정 부분의 자산 위험액 추가, 듀레이션 증가가 필수적
- 금리위험액
 $= \text{MAX}(|\text{금리부자산민감액}-\text{보험부채민감액}| \times \text{금리변동계수}, \text{최저금리위험액한도}) + \text{금리역마진위험액}$

부채 듀레이션 9.5 가정 시 영향 추정

(십억원)	삼성화재	DB화재	현대해상	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
2Q17 금리위험액(A)	950	711	533	242	239	4,301	2,130	629	423
3Q17 위험액차 추정	-23,473	13,788	-23,478	10,872	-6,690	46,771	13,763	12,651	14,972
변동계수 반영(B)	352	207	352	163	100	702	206	190	225
(A-B)	598	505	181	79	138	3,599	1,923	439	199
부채 D 9.5 가정 시	위험액차 추정	-103,628	-32,626	-56,288	1,558	-17,295	-400,541	-148,227	-32,707
	변동계수 반영(C)	1,554	489	844	23	259	6,008	2,223	491
	(A-C)	-604	222	-311	218	-21	-1,707	-94	138
금리위험액 변동 없는 수준의 자산D 증가를 가정, 금리역마진위험액 영향 감안하지 않음, 감안 시 증가	추가 필요한 자산위험액 위험액차 추정 변동계수 반영(D) (A-D)	40,272 -63,356 950 0	-14,796 -47,422 711 0	20,722 -35,565 533 0	-17,672 -16,114 242 0	1,373 -15,923 239 0	113,814 -286,727 4,301 0	6,239 -141,988 2,130 0	-9,219 -41,926 629 0
									-20,391 -28,211 423 0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

이미 충분한 자산 D를 확보한 회사 & 상당 규모 편입 필요한 회사

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 투자수익률 차별화 전망

- 부채 D 10.5 까지 증가한다는 가정에도 메리츠화재 및 미래에셋생명은 자산 D 충분하다는 판단
- 회사별 자산 및 부채 D 상황에 따라 상당한 규모의 장기채권 편입이 필요
- RBC 비율에 여유가 있는 삼성화재 및 삼성생명의 경우는 큰 부담 없으나
- RBC 비율에 여유가 없는 경우 자산 D를 늘릴 필요성이 커 투자수익률 차별화 강화 전망

부채 드레이션 증가 시나리오별 가정에 따른 영향 추정

(십억원)	삼성 화재	DB 화재	현대 해상	메리츠 화재	한화 손보	삼성 생명	한화 생명	동양 생명	미래에셋 생명
부채 D 9.5 가정									
자산 D 20 편입 시	2,014	불필요	1,036	불필요	69	5,691	312	불필요	불필요
운용자산 대비 비중(%)	3.2		3.2		0.6	2.5	0.4		
부채 D 10 가정									
자산 D 20 편입 시	3,047	불필요	1,618	불필요	312	9,547	2,073	74	불필요
운용자산 대비 비중(%)	4.9		5.0		2.5	4.2	2.4	0.3	
부채 D 10.5 가정									
자산 D 20 편입 시	4,079	415	2,200	불필요	555	13,403	3,833	609	불필요
운용자산 대비 비중(%)	6.6	1.3	6.9		4.5	5.9	4.5	2.4	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

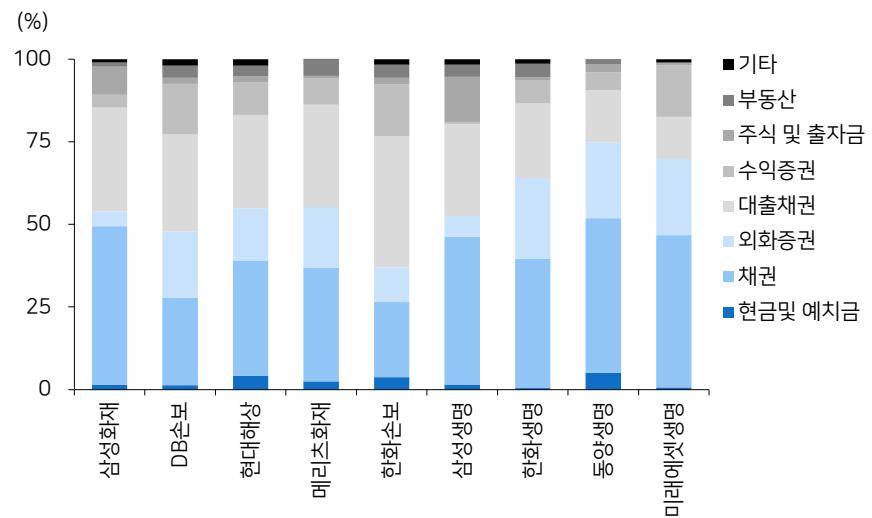
이미 충분한 자산 D를 확보한 회사 & 상당 규모 편입 필요한 회사

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 투자수익률 차별화 전망

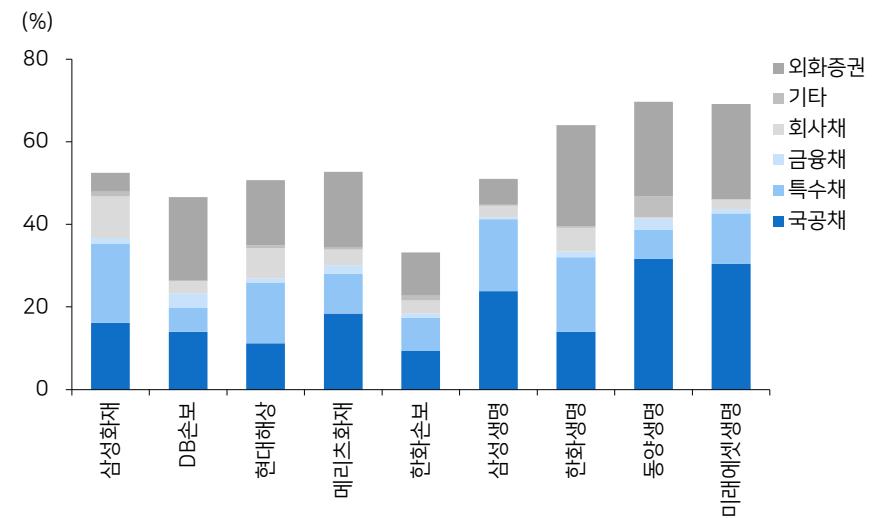
- 이미 충분한 자산 D이 확보되었으면서 대출채권&수익증권 투자 비중이 큰 DB손해보험, 메리츠화재는 상대적으로 높은 투자수익률 유지가 가능할 전망
- 향후 장기 채권 편입을 늘려야 하는 보험사의 경우 보유 이원 하락이 전망되어 비이자수익이 필요

보험사별 운용자산 비중



주: 3Q17 기준
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

보험사별 채권 비중



주: 3Q17 기준, 외화증권 대부분 채권형
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

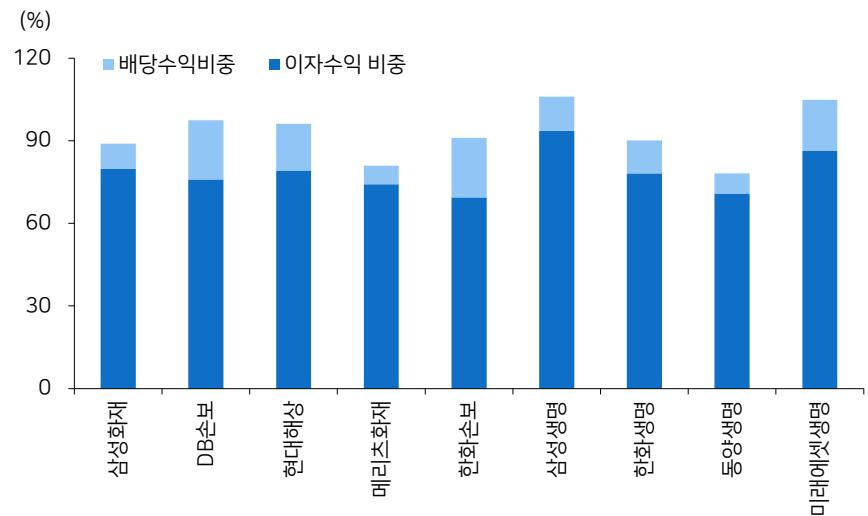
회사별 운용수익률 차별화 가능성 高

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 투자수익률 차별화 전망

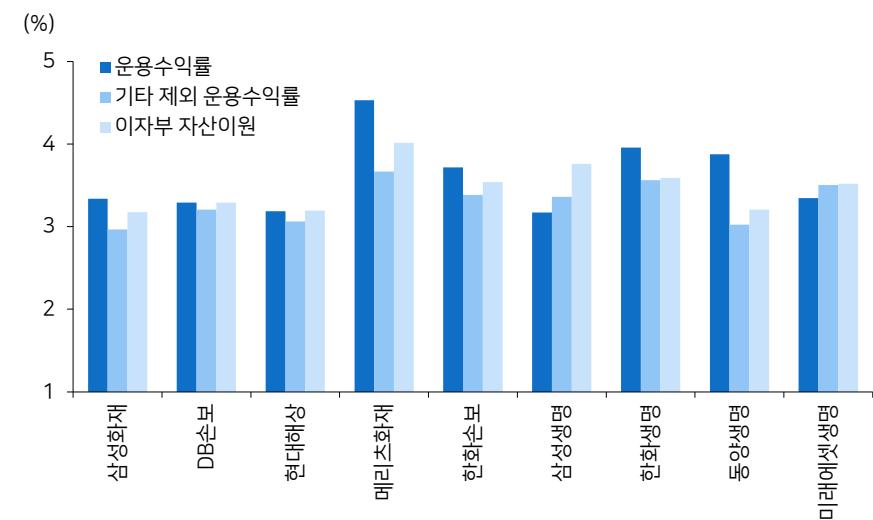
- 배당 및 이자수익 이외에 일회성 성격의 매각 비중이 커던 보험사의 경우 자산 D 확대 효과와 더불어 운용수익률이 하락할 가능성이 높다고 판단
- 삼성생명 및 삼성전자의 경우 전자 관련 배당 수익이 증가하고 높은 RBC 비율로 무리하게 자산 D 확대까지 필요 없어 운용수익률 방어 가능

보험사 투자수익 중 이자/배당수익 비중



주: 3Q17 누적 기준
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

보험사별 이자부 자산 이원



주: 3Q17 누적, 기타 제외 운용수익률은 이자/배당 외 기타를 제외한 투자수익 기준
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

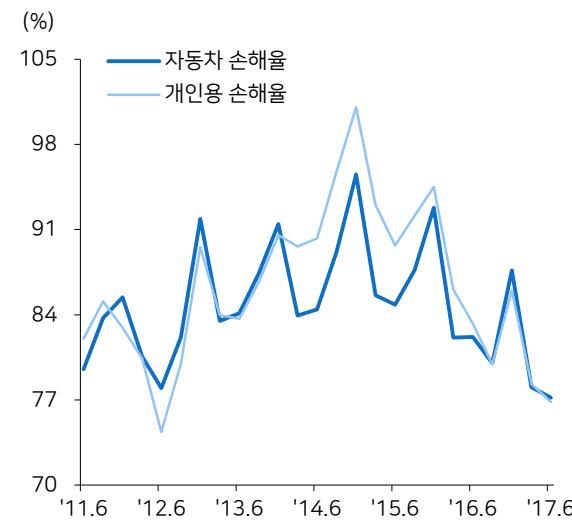
자동차 보험료 인하 결정으로 손해율 악화에 대한 우려 대두

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

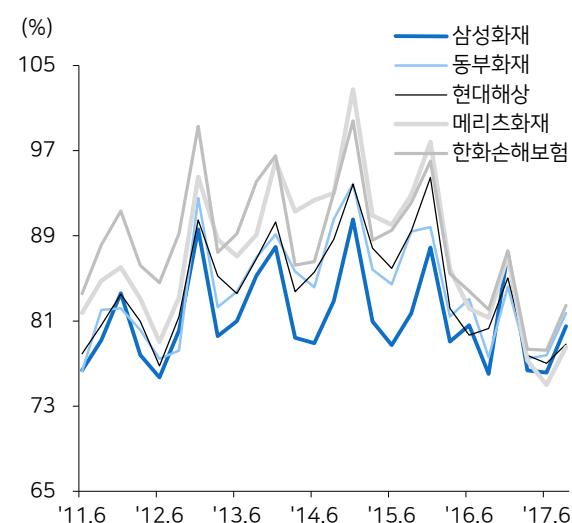
- 17년 하반기부터 본격화된 자동차 보험료 인하 결정으로 손해율 악화에 대한 우려 대두
- 보험료 증가율이 둔화되어 손해율 소폭 상승하겠으나 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망
- 1) 인적 담보 보험료 인상 2) 자차 가입 비중 상승 3) 상위사의 MS 확대 때문

손해보험 자동차 손해율



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

회사별 자동차 손해율



자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

2017년 자동차 보험료 조정 내역

회사	보험종목	요율조정 (%)	시행시기
삼성화재	개인용	-2.7	20161231
		0.9	20170301
		-0.1	20170811
		-1.6	20170821
		0.7	20170301
DB손해보험	개인용	0.0	20170511
		-0.8	20170816
현대해상	개인용	0.0	20170228
		0.9	20170301
		-1.5	20170821
메리츠화재	개인용	-0.8	20170301
		-0.7	20170601
		-0.8	20170906
한화손해보험	개인용	0.0	20170101
		0.9	20170301
		-1.6	20170806

자료: 손해보험협회, 메리츠종금증권 리서치센터

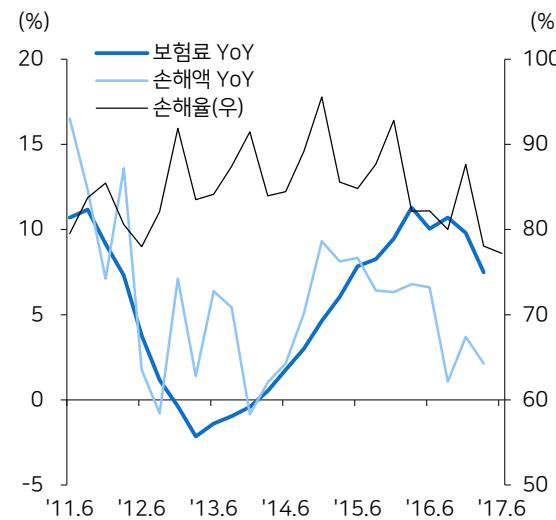
16~17년 손해율 개선은 보험료 외에도 손해액 개선이 영향

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

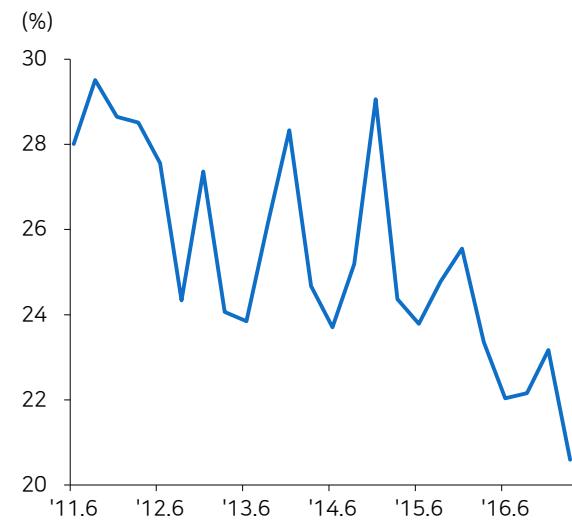
- 16~17년의 자동차 손해율 개선은 보험료 증가 뿐 아니라 손해액 증가율 완화에 따른 결과
- 손해액 증가율이 완화된 주요 원인은 사고발생률의 하락
- 사고 심도 증가율은 상승하였으나 이보다 사고발생률 하락이 더 큰 영향을 미쳤기 때문

자동차 보험료 및 손해액 성장률



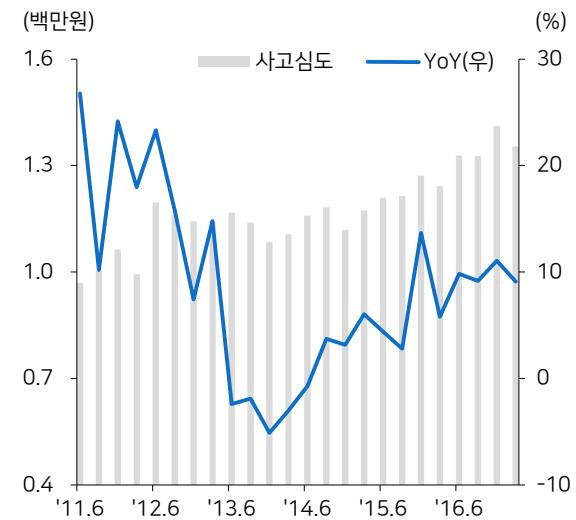
자료:보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

사고발생률



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

사고 심도



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

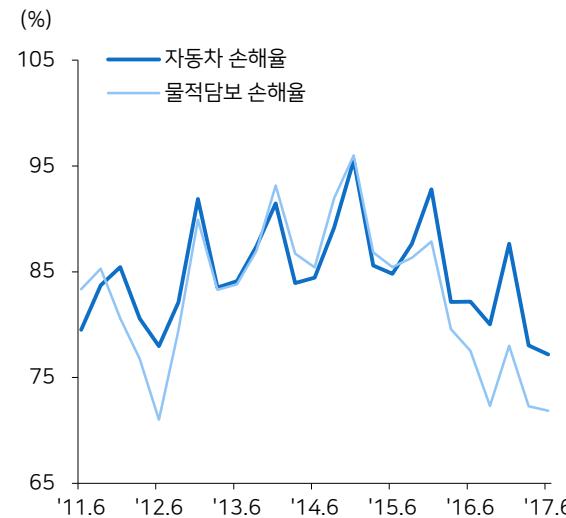
특히 물적 담보의 사고 심도 안정화, 사고발생률 하락이 큰 영향

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

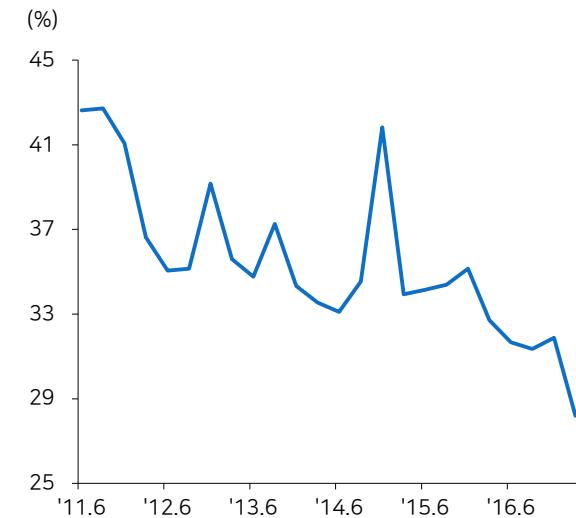
- 자동차 보험은 물적 담보의 비중이 커(보험료 기준 73.4%, 17.05 누적 기준) 손해율에 큰 영향
- 물적 담보의 사고 심도 증가율은 안정적 수준을 유지하면서
- 사고발생률이 크게 하락한 점이 지급보험금 증가세 안정화에 큰 영향

물적 담보 손해율에 큰 영향



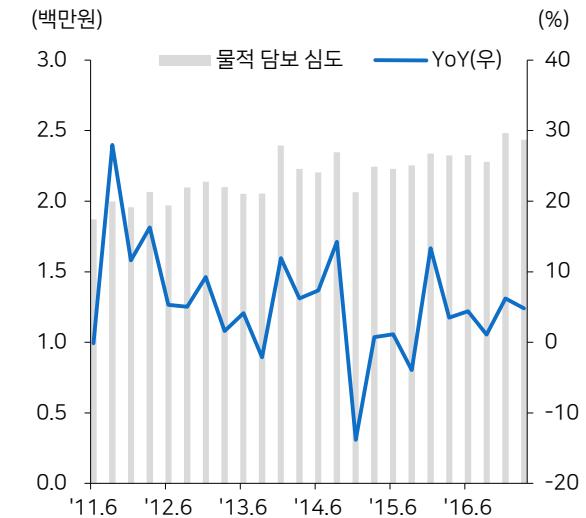
자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

물적 담보 사고발생률 하락세



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

물적 담보 심도 증가율 안정화



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

렌트비 지급기준 개선, 경미 손상 수리비 기준 신설 등이 원인

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

- 이는 치솟는 물적 담보 손해율 안정화를 위해 2016년 자동차 표준약관이 개정된 영향으로 판단
- 렌트비 지급기준 개선, 미수선 수리비 지급 관행 개선이 사고심도 완화에 기여
- 경미 손상 수리비 지급기준 신설이 사고발생률 하락에 기여
- 16.09 부터 승인된 고가 수리비 할증 요율 또한 자동차 보험료 증가에 기여했을 것으로 추정

물적 담보 관련 자동차 표준약관 개정 내용 정리

구분	기준	개정
렌트비 지급기준 개선 (2016.04.01)	무등록 렌트카업체도 이용	등록된 렌트카업체로 한정
	동종의 렌트차량 이용	동급의 최저가 렌트차량 제공
	기산점: 없음	기산점: 피해차량을 정비업자에게 인도한 때 부당한 수리지연 및 출고지연은 기간에서 제외
미수선수리비 지급관행 개선 (2016.04.01)	미수선수리비 수령후 다른 사고 발생시 동일한 파손부위 이중 청구	최근 5년간 미수선수리비 DB 보험사간 공유해 이중 청구 방지 시스템 구축(16.07)
	[자기차량]실제수리비 또는 미수선수리비 지급	[자기차량] 단독사고, 가해자 불명사고, 일방 과실 사고는 실제 수리를 한 경우에 한해 수리비 지급 (대물 및 쌍방과실의 경우 실제 수리 원칙 제외)
경미 손상 수리비 지급기준 신설 (2016.07.01)	대상부품 없음	외장부품
	분류기준 없음	기능과 안전성에 문제가 없는 경미한 손상
	지급기준 없음	복원수리 비용만 지급
	적용 담보 : 대물배상 및 자기차량 손해	

자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

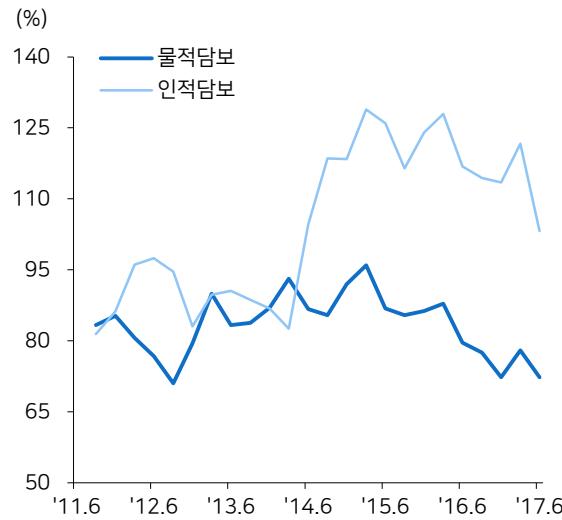
비중이 늘어난 인적 담보 손해율이 향후 중요한 변수

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

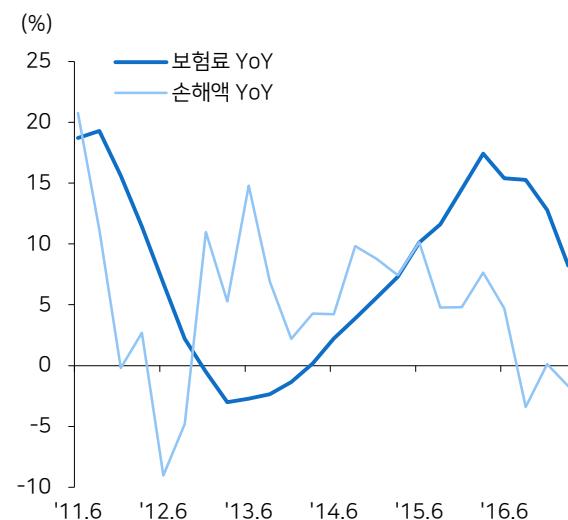
- 앞서 언급한 고가차량 보험료 합리화, 표준약관 개정으로 인해 물적 담보 손해율 관리 가능한 수준
- 반면 인적(대인, 자손 등) 담보의 경우 손해액 증가율이 커 손해율 상승 및 유지 상태
- 향후 인적 담보 손해율의 향방이 자동차 손해율에 주요한 영향을 미칠 가능성 大

담보별 손해율



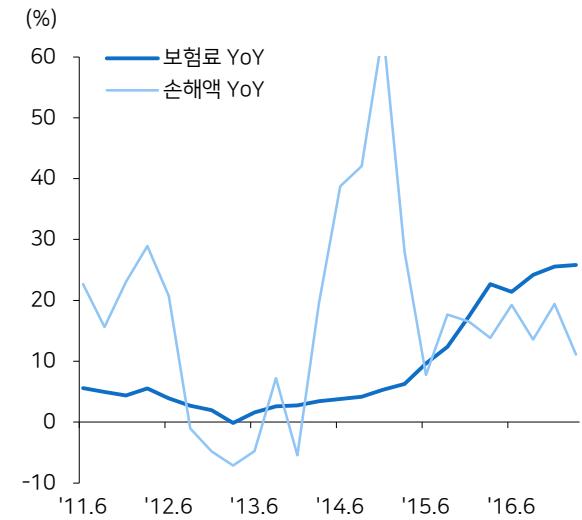
자료:보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

물적 담보 보험료/손해액 증가율



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

인적 담보 보험료/손해액 증가율



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

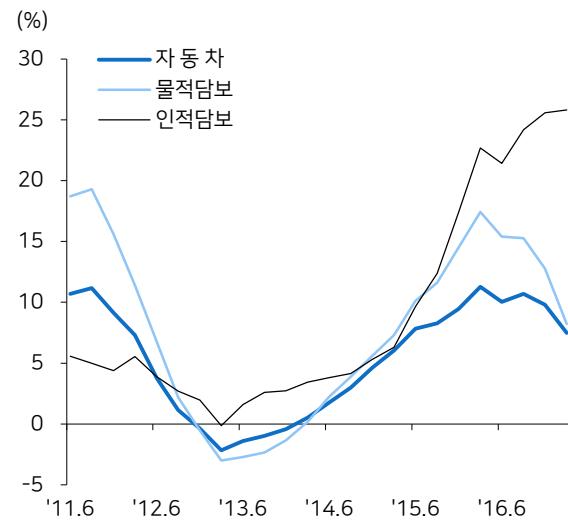
인적 담보 보험료 및 손해액 증가율이 물적 담보를 상회

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

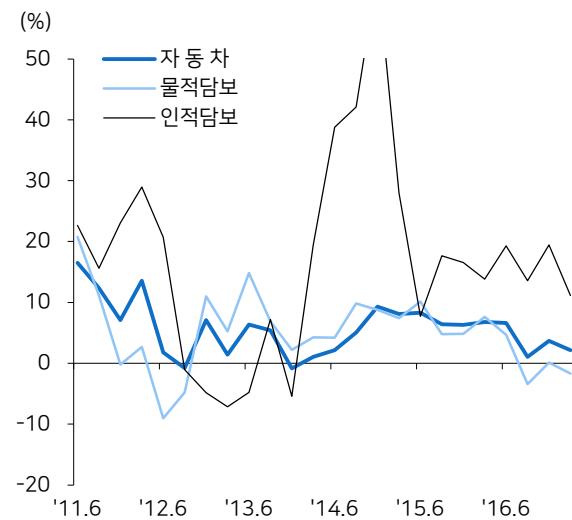
- 인적(대인, 자손 등) 담보의 보험료 및 손해액 증가율이 물적 담보를 상회하여
- 자동차 보험 전체에서 차지하는 비중이 30%에 근접한 수준으로 상승했기 때문

담보별 보험료 증가율



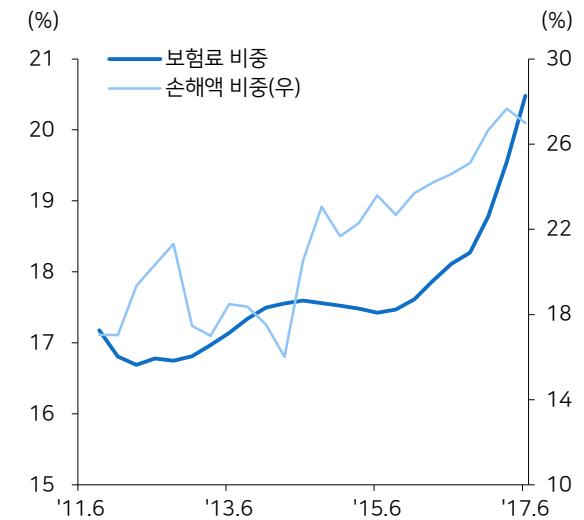
자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

담보별 손해액 증가율



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

인적 담보 비중 증가



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

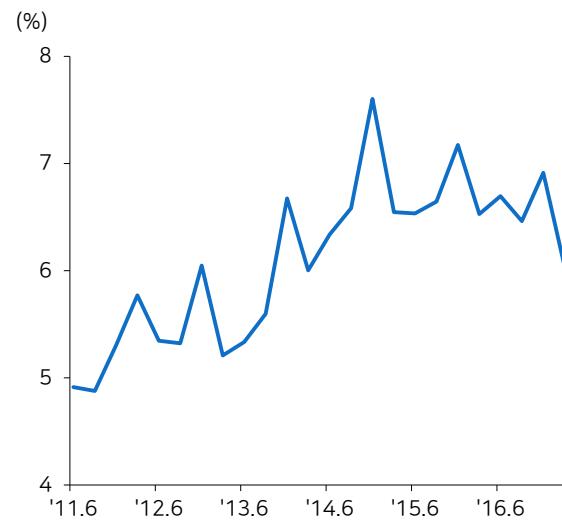
대인담보의 사고 심도가 증가하는 추세

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

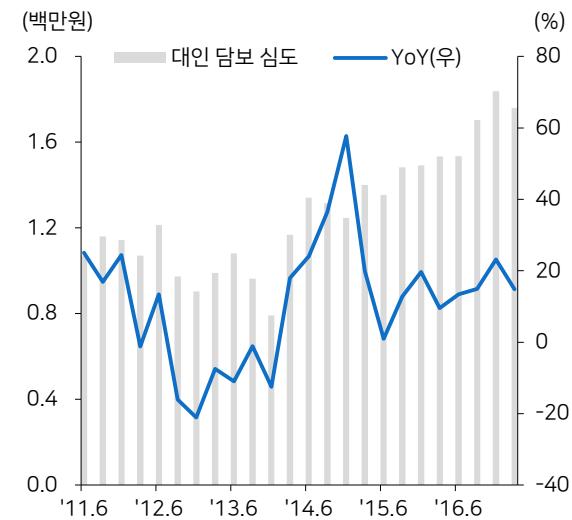
- 대인 담보가 인적 담보의 대부분을 설명(자손은 비중이 미미)
- 대인 담보의 사고발생률은 안정된 반면 사고 심도가 증가하는 추세
- 물적 담보의 경우 사고 심도는 안정된 반면 사고발생률이 하락하는 점과 상이한 모습

대인 담보 사고발생률



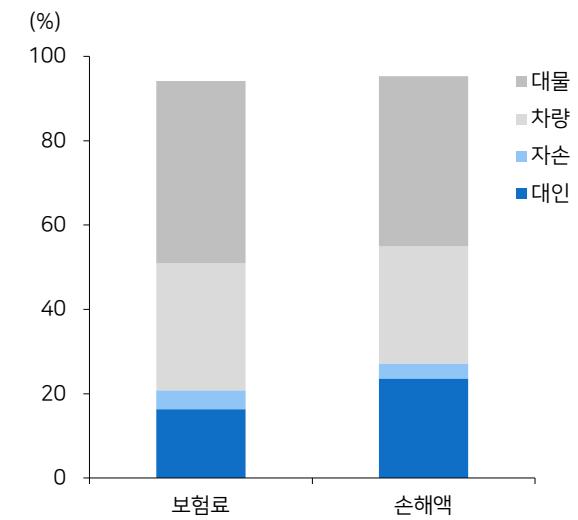
자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

대인 담보 사고심도



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

개인용 담보별 비중



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

경상환자의 입원일수, 통원일수 증가가 원인

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

- 보험연구원은 '자동차보험 향후치료비 현황과 개선방안'에서 13년 이후 경상환자에게 지급하는 향후치료비 증가세가 확대되고 있다고 언급하며 경상환자의 입원일수 및 통원치료 기간 증가를 원인으로 추정
- 또한 대인배상 관련 표준 약관 개정(사망 및 후유장애 위자료 상향, 중상해 입원간병비 지급기준 신설 등)으로 인한 영향도 있을 것이라 판단

향후치료비와 대인보험금 추이

(억원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
향후치료비(A)	8,064	8,158	8,825	8,493	9,461	10,776
증가율(%)	8.5	1.2	8.2	-3.8	11.4	13.9
대인보험금(B)	33,228	32,040	32,593	29,579	32,267	32,612
증가율(%)	4.9	-3.6	1.7	-9.2	9.1	10.4
비중(A/B)	24.3	25.5	27.1	28.7	29.3	33.0

주: 대인1, 대인2 합계

자료: 보험연구원, 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

상해등급별 입원일수, 통원기간

상해등급	입원일수		통원일수	
	2010	2015	2010	2015
1급	167.0	229.8	24.3	54.9
2급	71.3	96.5	18.1	35.0
3급	73.1	83.0	19.3	27.7
4급	72.6	67.9	19.5	29.3
5급	48.3	48.8	14.9	25.6
6급	40.4	42.1	14.2	23.5
7급	36.8	31.1	15.5	21.6
8급	9.9	19.9	5.7	30.3
9급	5.4	13.2	3.4	22.4
10급	5.2	12.0	6.4	16.2
11급	6.5	8.6	4.2	7.8
12급	3.5	5.1	10.5	5.9
13급	0.4	1.4	3.4	7.1
14급	0.1	0.9	2.3	4.9

자료: 보험연구원, 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

16.12~17.09 회사별 자동차 보험료 조정 내역

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

자동차 담보별 보험료 조정 내역

회사 (%)	보험 종목	대인배상 i	대인배상 ii	대물배상	자기신체 사고	무보험 차상해	자기차량 손해	전체	시행시기
삼성화재	개인용	-0.1	-0.7	-2.7	-4.5	-1.2	-5.7	-2.70	20161231
		2.4	2.4	0.0	0.2	2.4	0.0	0.90	20170301
		-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.10	20170811
		-4.2	2.5	-0.4	-2.9	-2.2	-4.6	-1.60	20170821
DB손해보험	개인용	2.0	2.0	0.0	0.3	2.0	0.0	0.70	20170301
		5.3	3.9	-1.4	-3.7	1.0	-6.0	0.00	20170511
		3.0	2.9	-1.8	-0.7	-2.1	-4.4	-0.80	20170816
현대해상	개인용	3.4	7.2	3.7	0.7	2.8	-11.6	0.00	20161221
		1.3	3.8	1.1	-0.7	-0.4	-5.4	0.00	20170228
		2.4	2.4	0.0	0.3	2.4	0.0	0.90	20170301
		-1.8	11.0	-3.2	-1.4	-10.5	-7.7	-1.50	20170821
메리츠화재	개인용	2.6	2.6	0.0	0.3	2.6	-4.2	-0.80	20170301
		5.4	5.5	-5.3	8.5	9.7	-1.0	-0.70	20170601
		1.8	2.0	-1.9	2.0	-0.5	-3.1	-0.80	20170906
한화손해보험	개인용	2.7	10.0	-0.7	-10.0	10.0	-7.5	0.00	20170101
		2.4	2.4	0.0	0.3	2.4	0.0	0.90	20170301
		4.8	4.2	-7.4	-0.8	0.6	-0.6	-1.60	20170806

자료:손해보험협회, 메리츠종금증권 리서치센터

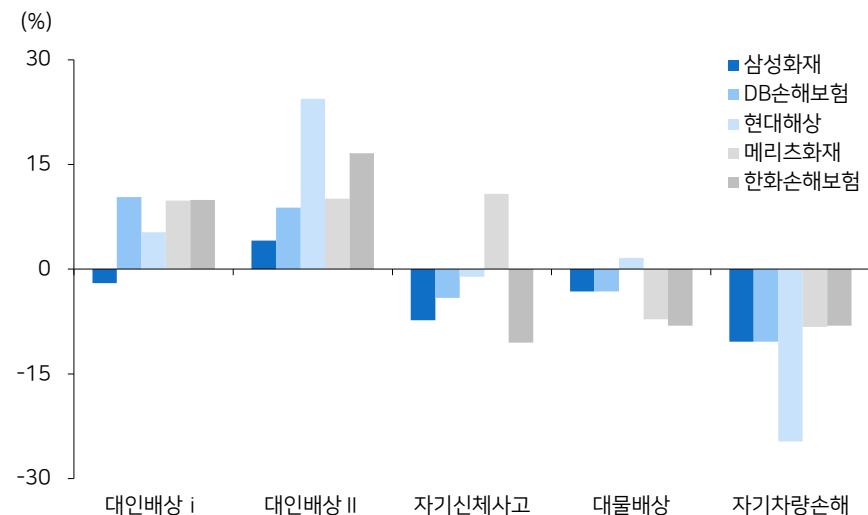
문제가 될 수 있는 인적 담보 보험료 여전히 인상 추세

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

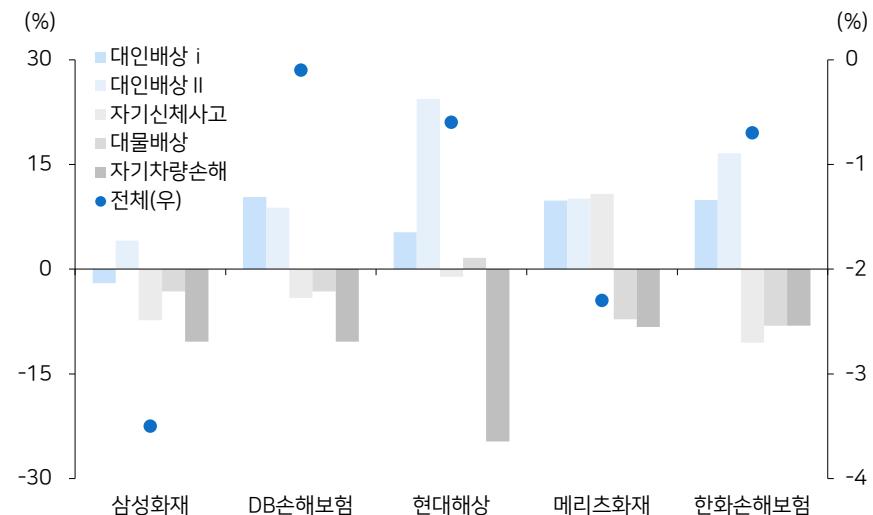
- 17년 결정된 요율 조정을 담보별로 살펴보면 물적 담보는 인하된 반면 인적 담보는 인상
- 기본적으로 담보별 손해율 변화를 요율 조정에 반영하고 있어 지나치게 우려할 필요는 없다고 판단
- 문제가 될 수 있는 대인 담보는 크게 인상한 반면, 자차 담보를 주로 인하하는 모습

담보별 보험료 조정내역 합산 (16.12~17.09 합산 기준)



주: 16.12~17.09 발생한 담보별 보험료 조정을 단순 합산
자료: 손해보험협회, 메리츠종금증권 리서치센터

회사별 조정 내역 (16.12~17.09 합산 기준)



주: 16.12~17.09 발생한 담보별 보험료 조정을 단순 합산
자료: 손해보험협회, 메리츠종금증권 리서치센터

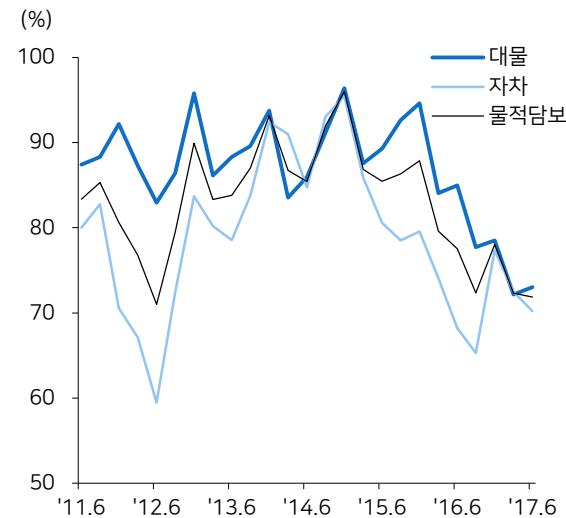
물적 담보 중 자차 담보 보험료 인하 폭이 크지만

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

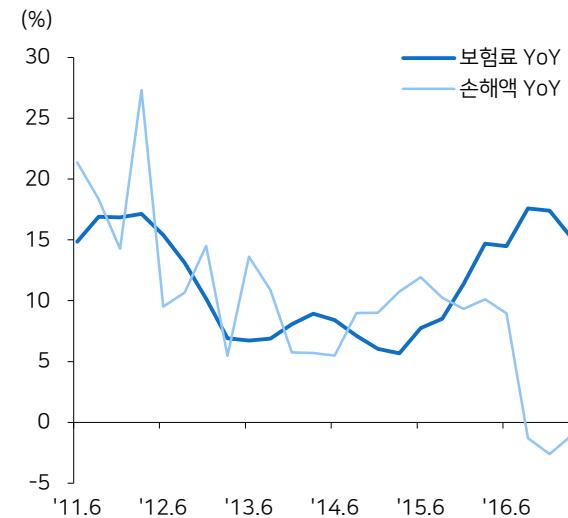
- 그럼에도 여전히 물적 담보의 비중이 높아 소폭의 보험료 인하에도 더 큰 영향이 있음
- 17년 결정된 대물 담보 보험료 인하 폭은 제한적인 반면 자차 담보의 보험료 인하 폭이 큼
- 자차 담보 보험료가 이미 손해액 성장률에 근접한 수준으로 내려와 손해율 악화 가능성은 있으나

대물 및 자차 손해율 추이



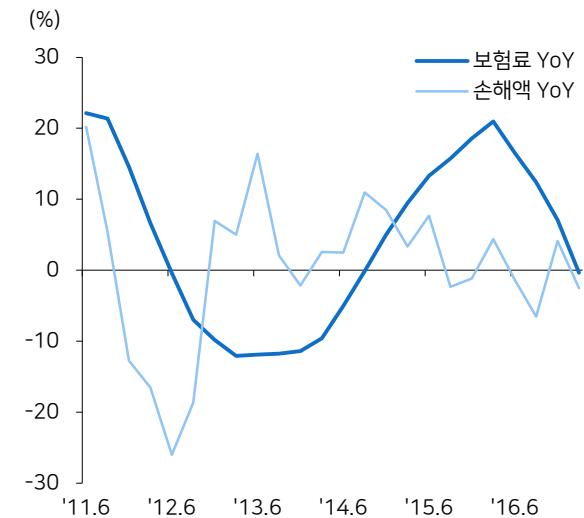
자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

대물 담보 보험료, 손해액 성장률



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

자차 담보 보험료, 손해액 성장률



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

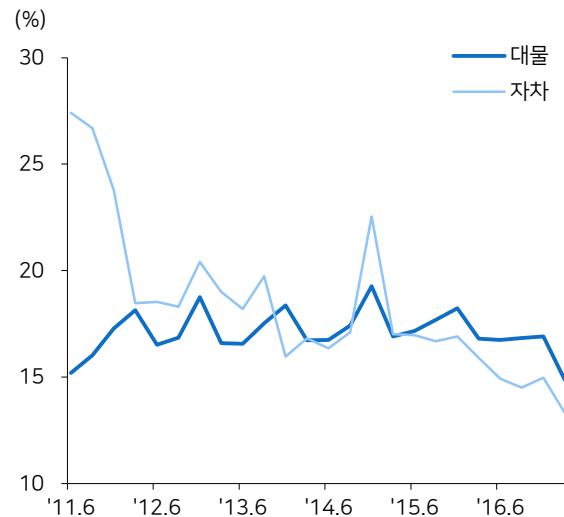
자차 가입률 증가로 이어지는 경우 사고발생률 하락

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 대인 담보 인상으로 자동차 손해율 악화 제한적

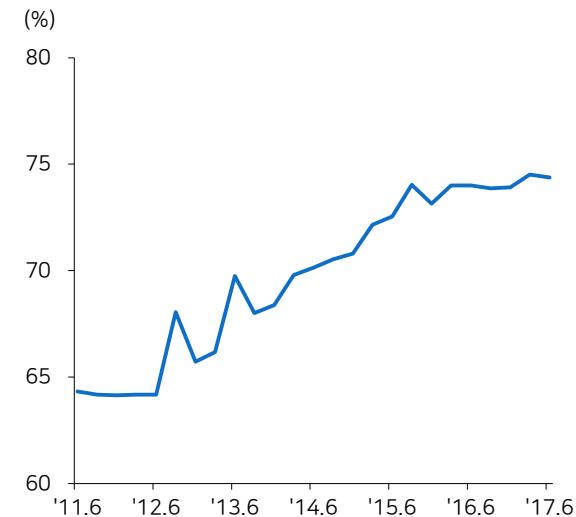
- 자차 담보의 인하는 가입률의 증가로 이어지며 이는 유효대수 증가 및 사고 발생률 하락으로 나타남
- 전체 자동차 보험료는 인하되었으나 문제가 될 수 있는 대인 담보 보험료가 크게 인상되었으며 자차 보험료 인하에도 가입률 증가를 기대할 수 있어 자동차 손해율 악화 폭은 제한적일 전망
- 리스크 요인 : 1) 대인 담보 손해액 증가세가 보험료 인상보다 큰 경우 2) 자차 보험료 인하에도 가입률이 상승하지 않는 경우

자차 사고발생률 하락세



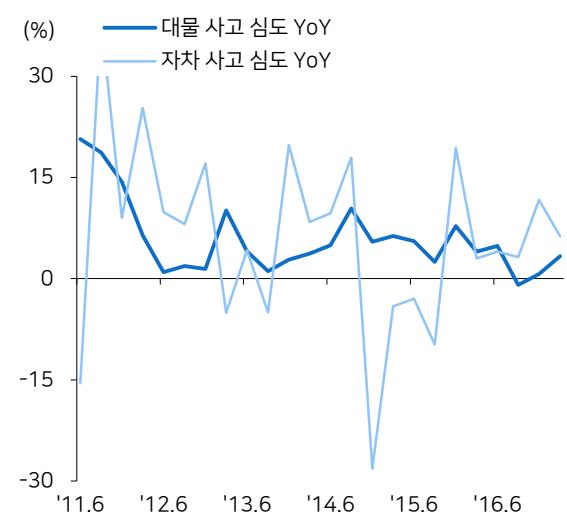
자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

개인용 자차 가입률 증가



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

사고 심도 증가율 안정화



자료: 보험개발원, 메리츠종금증권 리서치센터

17년 말 대두되는 우려 사항들, 16년 말의 데자뷔(Deja-vu)

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

3) 자본보다 이익 방향성

- 17년 말 현재, 금리 상승으로 인한 RBC 비율 우려, 보험료 인하에 따른 자동차 손해율 악화 우려, 문재인 케어 등 실손보험료 인하 우려 대두되는 등 16년 말의 데자뷔
- 대부분의 보험회사가 후순위채 혹은 신종자본증권 발행여력이 충분하며
- 채권 발행의 이유가 운영자금의 부족이 아니기 때문에 재투자가 이뤄져 연간 비용 약 1.5% 추정
- 17년에 경험 했듯이 자본 관련 우려는 후순위채 혹은 신종자본증권 발행으로 해소될 전망

보험사 후순위채 및 신종자본증권 발행 여력

(십억원)	DB손보	현대해상	메리츠화재	한화손보	한화생명	동양생명	미래에셋생명
3Q17 자본	4,370	3,065	1,770	1,005	9,183	2,429	1,928
후순위채 인정한도	2,185	1,532	885	503	4,592	1,214	964
후순위채 기발행액	498	898	285	217			
후순위채 발행여력	1,688	635	600	285	4,592	1,214	964
신종자본 인정한도	1,093	766	443	251	2,296	607	482
신종자본 기발행액				30	498		
신종자본 발행여력	1,093	766	443	221	1,798	607	482

주: 후순위채 인정한도 50%, 신종자본 인정한도 25%로 단순 계산

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

자본 우려는 해소 가능, 18년 이익 방향성이 주가를 결정

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

3) 자본보다 이익 방향성

- 국내의 경우 보험사 신종자본증권 투자자 Pool이 제한적이어서 해외에서 보다 좋은 조건으로 발행
- 수요처가 많은 해외 발행을 적극적으로 검토 중(17.07 교보생명 5억 달러 발행 시 수요 예측 54억 달리)
- 외화증권 투자가 증가하는 최근 상황 고려 시 외화 자금 조달이 환리스크 관리에 긍정적
- 또한, 초대형 IB의 발행어음 사업 이후 기업금융 의무 비율 확보를 위한 투자 수요 흡수 가능

보험사 후순위채 및 신종자본증권 발행 내역

회사명	일자	구분	규모(억원)	금리(%)	만기
교보생명	17.07	신종자본	5,600	3.95	30/5C
한화생명	17.04	신종자본	5,000	4.58	30/5C
흥국생명	17.03	신종자본	350	4.93	30/5C
흥국생명	17.03	후순위채	150	4.78	6
			2,020	3.51	7
DB손해보험	17.05	후순위채	1,700	3.87	10
			1,270	3.57	10/5C
			1,930	3.55	7
현대해상	17.05	후순위채	2,330	3.84	10
			740	3.44	10/5C
한화손해보험	17.03	신종자본	300	5.60	30/5C

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

해외 보험사 신종자본증권 발행 내역

회사명	일자	규모	이율(%)	만기
Zurich	16.03	CHF 225m	2.75	영구
Swiss Life AG	16.03	CHF 450m	3.75	영구
	16.03	CHF 150m	4.38	30
AXA SA	16.03	EUR 1.5 billion	3.38	30
	17.02	USD 1 billion	5.13	10
Vienna	17.04	EUR 200 million	3.75	30
Baloise Life	17.09	CHF 300 mn	1.75	영구
	17.09	CHF 200 mn	2.20	30
Allianz	16.09	USD 1.5 billion	3.88	영구
Meiji Yasuda Life	17.10	JPY 100 billion	1.11	30
	16.08	JPY 100 billion	0.6~1.2	30
Sompo Japan Nipponkoa	16.08	JPY 100 billion	0.6~1.2	60
	17.04	JPY 100 billion	1.06	60

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

보험업종 Valuation

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

Valuation

- 보험 Overweight, 생명보험 관심 필요하나 비교적 관점에서 손해보험사 선호
- 손해보험업 2위권사 위주 투자 전략 제시, 위험손해율 개선세 지속 & 운용수익률 차별화 전망
- 생명보험업 사차 및 비차 개선 전망되며 금리 상승 수혜 업종. 다만, 종목별로 매각의 등 제외 시 이차 악화 추정. 비교적 운용수익률 방어 가능성이 높은 미래에셋생명, 삼성생명 선호
- 보험 Top picks DB손해보험, 현대해상, 미래에셋생명 제시, 차선호주 메리츠화재, 삼성생명

보험업 Valuation

(%, 원, 배)	DB손해보험	현대해상	삼성화재	메리츠화재	한화손해보험	미래에셋생명	삼성생명	한화생명	동양생명
2018 ROE	15.1	16.8	8.2	21.5	14.0	5.1	5.7	6.8	7.8
Growth Rate	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of Equity	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
Risk Free Rate	1.9	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	6.0
업종 Beta	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
이론 PBR	2.76	3.09	1.41	4.01	2.55	0.82	0.94	1.16	1.36
PBR Discount	-50.0%	-55.0%	-18.0%	-58.0%	-60.0%	-35%	0%	-40%	-55%
적정 PBR	1.38	1.39	1.15	1.69	1.02	0.53	0.95	0.69	0.61
2018 BPS	76,508	43,067	306,326	18,084	11,180	14,178	172,406	12,599	16,159
이론 주가	105,513	59,924	353,443	30,476	11,421	7,517	162,509	8,742	9,817
적정주가	100,000	60,000	350,000	30,000	11,500	7,500	163,000	8,500	9,500
	유지	유지	유지	유지	유지	유지	7.2% 상향	유지	유지

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

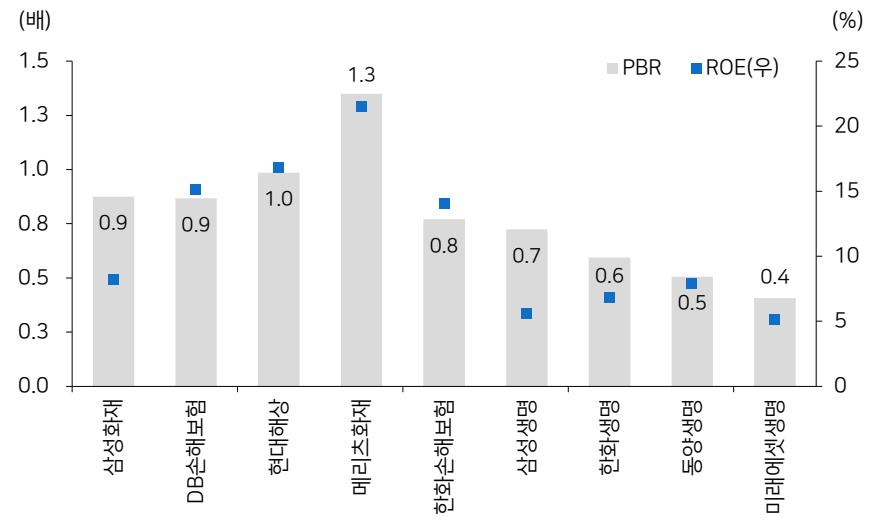
보험업종 Valuation

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

Valuation

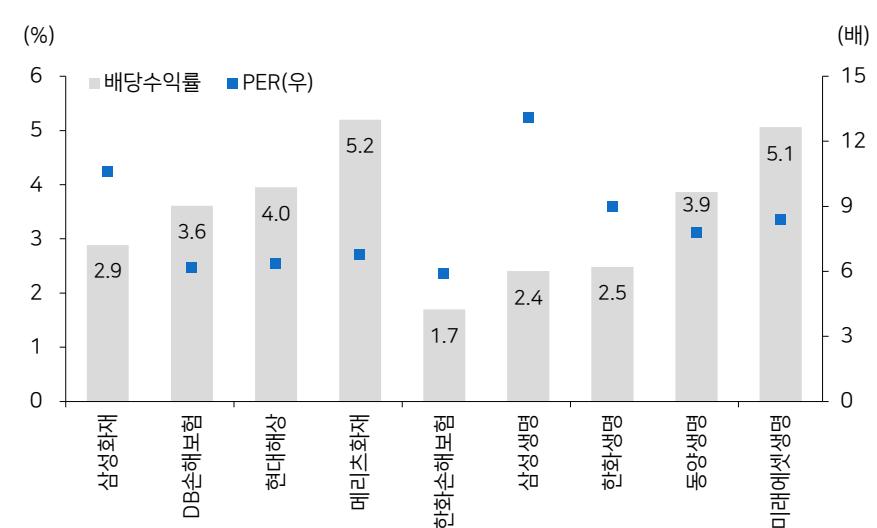
- 생명보험사 대비 손해보험사를 선호하는 이유는 18년 추정 ROE 및 배당수익률 감안 시 저평가되어 있다고 판단하기 때문
- 2위권 손해보험사 18E PER 6~7배로 역사적 저점 수준이며 배당수익률 또한 역사적 고점 수준

2018E PBR 및 ROE



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2018E 배당수익률 및 PER



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Coverage Valuation Table

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

		Top Picks		손해보험사			Top Pick	생명보험사		
		DB손해보험	현대해상	삼성화재	메리츠화재	한화손해보험	미래에셋생명	삼성생명	한화생명	동양생명
Code No.		005830KS	001450KS	000810KS	000060KS	000370KS	085620KS	032830KS	088350KS	082640KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Hold
적정주가(원)		100,000	60,000	350,000	30,000	11,500	7,500	163,000	8,500	9,500
현재가(11.28, 원)		66,300	42,450	268,000	24,400	8,620	5,760	130,500	7,470	8,140
상승여력(%)		50.8	41.3	30.6	23.0	33.4	30.2	24.9	13.8	16.7
당기순이익(십억원)	2016	470.2	399.7	840.9	257.8	111.9	24.2	2,150.0	315.1	5.4
	2017E	604.6	482.5	1,050.9	355.4	154.3	70.5	1,580.0	611.1	193.0
	2018E	682.5	534.8	1,030.8	392.9	170.8	97.7	1,840.9	628.3	164.2
	2019E	725.9	558.7	1,096.0	434.0	183.8	118.3	1,934.4	666.1	173.1
ROE(%)	2016	12.3	15.4	8.1	16.6	12.8	1.29	8.26	3.77	0.29
	2017E	14.8	16.9	9.1	21.4	15.3	3.81	5.29	7.13	10.34
	2018E	15.1	16.8	8.2	21.5	14.0	5.11	5.75	6.81	7.84
	2019E	14.0	15.2	8.1	20.3	13.1	5.81	5.80	6.85	7.03
ROA(%)	2016	1.5	1.2	1.3	1.7	0.9	0.45	0.49	0.49	0.70
	2017E	1.7	1.3	1.5	2.1	1.1	0.09	0.78	0.29	0.02
	2018E	1.8	1.3	1.4	2.1	1.1	0.24	0.54	0.54	0.68
	2019E	1.8	1.2	1.4	2.1	1.1	0.28	0.61	0.52	0.52
BPS(원)	2016	62,623	34,591	255,966	14,957	9,749	13,150	148,374	10,850	17,498
	2017E	66,604	36,915	286,753	15,435	9,681	12,607	165,230	11,948	15,422
	2018E	76,508	43,067	306,326	18,084	11,180	14,178	172,406	12,599	16,159
	2019E	86,852	49,380	326,884	20,996	12,773	14,542	179,946	13,289	16,937
EPS(원)	2016	7,428	5,013	20,702	2,352	1,233	169	11,440	419	53
	2017E	9,552	6,051	25,754	3,254	1,322	491	8,312	813	1,238
	2018E	10,783	6,707	25,261	3,598	1,463	689	9,795	836	1,054
	2019E	11,467	7,007	26,846	3,974	1,574	834	10,293	887	1,111
PBR(배)	2016	1.00	0.91	1.05	1.02	0.74	0.39	0.76	0.60	0.73
	2017E	1.00	1.15	0.93	1.58	0.89	0.46	0.79	0.63	0.53
	2018E	0.87	0.99	0.87	1.35	0.77	0.41	0.76	0.59	0.50
	2019E	0.76	0.86	0.82	1.16	0.67	0.40	0.73	0.56	0.48
PER(배)	2016	8.4	6.3	13.0	6.5	5.9	30.5	9.8	15.6	238.2
	2017E	6.9	7.0	10.4	7.5	6.5	11.7	15.7	9.2	6.6
	2018E	6.1	6.3	10.6	6.8	5.9	8.4	13.3	8.9	7.7
	2019E	5.8	6.1	10.0	6.1	5.5	6.9	12.7	8.4	7.3

보험

2018년 산업 전망

기업분석

종목	투자판단	적정주가
DB손해보험(005830)	Buy	100,000원
현대해상(001450)	Buy	60,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	7,500원

DB손해보험(005830) 흔들림 없는 체력의 보험사

Analyst 김고은 02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	100,000원	
현재주가(11.28)	66,300원	
상승여력	50.8%	
KOSPI	2,514.18pt	
시가총액	46,940억원	
발행주식수	7,080만주	
유동주식비율	66.15%	
외국인비중	49.54%	
52주 최고/최저가	83,800원/59,100원	
평균거래대금	111.4억원	
주요주주(%)		
김준기 외 10인	23.26	
국민연금	8.02	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-12.0	-12.6
6개월	-1.9	-8.1
12개월	-8.8	-28.2
주가그래프		



증장기적 위험손해율 개선 가능성 높게 평가

- 최근 위험손해율의 상승은 9월 IBNR 적립, 8월 사망/후유장애 관련 소송충당금 등의 영향
- 3년 만기 상품 비중이 높아 09/12년에 판매되었던 상품의 갱신 주기 18년 도래할 전망
- 수익성이 좋고 변동성이 낮은 운전자 보험 업계 최대 수준 판매하고 있어 위험손해율에 긍정적 영향

RBC 강화에 따른 부채 드레이션 증가에도 영향 제한적

- 보유한 외화증권의 드레이션 인정으로 3Q17 자산 드레이션이 8.41까지 증가해
- 최장만기 30년 확대에 따른 부채 드레이션 증가에도 큰 영향이 없어 보유 이원 방어 가능

투자의견 Buy 및 적정주가 100,000원 유지, 업종 내 Top pick

- 사명 변경에 따른 영향, 간판 교체 및 광고 비용 약 400억원 4분기 반영
- 향후 1년간 브랜드 수수료 무료이며 이후 매출의 약 0.1%를 (주)동부에 지급할 예정
- 15년부터 시작된 차세대 시스템 감가상각이 19년에 마무리되어 브랜드 수수료 영향 상쇄 전망

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2015	10,565.3	597.3	412.7	6,520	3.1	58,179	10.8	1.2	11.7	2.2
2016	11,103.0	675.3	470.2	7,428	13.9	62,623	8.4	1.0	12.3	2.6
2017E	11,400.0	830.3	604.6	9,552	28.6	66,604	7.0	1.0	14.8	3.2
2018E	11,577.8	947.3	682.5	10,783	12.9	76,508	6.2	0.9	15.1	3.6
2019E	11,880.1	990.3	725.9	11,467	6.3	86,852	5.8	0.8	14.0	3.8

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	11,487.9	12,092.4	12,372.4	12,616.6	12,927.6
일반	999.3	1,013.8	1,000.6	1,101.3	1,128.5
자동차	2,587.6	2,987.6	3,282.7	3,339.8	3,422.2
장기	7,900.9	8,091.0	8,089.1	8,175.5	8,376.9
보유보험료	10,725.2	10,888.5	11,355.8	10,804.7	11,229.4
경과보험료	10,565.3	11,103.0	11,400.0	11,577.8	11,880.1
일반	476.8	520.2	543.8	590.9	610.4
자동차	2,306.2	2,629.7	2,913.3	2,960.1	3,044.8
장기	7,782.4	7,953.1	7,942.9	8,026.8	8,224.9
경과순해액	9,080.9	9,391.5	9,477.5	9,607.8	9,829.3
일반	345.9	397.7	362.8	413.1	431.2
자동차	2,016.8	2,145.5	2,354.8	2,394.3	2,471.5
장기	6,718.2	6,848.3	6,759.9	6,800.4	6,926.7
순사업비	1,865.6	2,021.7	2,125.2	2,138.7	2,212.3
보험영업이익	-381.1	-310.1	-204.5	-168.8	-161.6
투자영업이익	978.5	985.4	1,034.8	1,116.0	1,151.9
영업이익	597.3	675.3	830.3	947.3	990.3
영업외손익	-58.7	-54.9	-34.8	-46.8	-32.7
세전순이익	538.7	620.5	795.5	900.5	957.6
법인세비용	126.0	150.3	190.9	217.9	231.7
당기순이익	412.7	470.2	604.6	682.5	725.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과순해율	86.0	84.6	83.1	83.0	82.7
일반	72.5	76.5	66.7	69.9	70.6
자동차	87.5	81.6	80.8	80.9	81.2
장기	86.3	86.1	85.1	84.7	84.2
사업비율	17.7	18.2	18.6	18.5	18.6
합산비율	103.6	102.8	101.8	101.5	101.4
투자영업이익률	4.0	3.6	3.4	3.4	3.3
성장성					
총자산	14.0	11.9	8.8	7.5	7.2
운용자산	14.7	12.5	9.0	8.1	1.5
자기자본	9.5	7.6	6.4	14.9	13.5
원수보험료	7.2	5.3	2.3	2.0	2.5
경과보험료	6.2	5.1	2.7	1.6	2.6
순이익	3.1	13.9	28.6	12.9	6.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	30,562.8	34,208.6	37,214.6	40,003.4	42,886.7
운용자산	25,981.6	29,228.5	31,850.8	34,421.8	34,951.8
현예금 및 예치금	1,333.2	629.0	407.3	440.1	474.1
유가증권	16,258.5	19,158.4	20,963.7	22,655.9	24,404.4
주식	1,082.4	1,127.1	1,225.0	1,323.9	1,426.1
채권	6,789.3	7,271.0	8,360.8	9,035.7	9,733.0
대출채권	7,240.1	8,299.5	9,329.4	10,082.5	10,860.6
부동산	1,149.8	1,141.6	1,150.5	1,243.3	1,339.3
비운용자산	3,460.9	3,323.5	3,176.0	3,305.0	3,338.0
특별계정자산	1,120.3	1,656.7	2,187.8	2,276.6	2,299.4
부채총계	26,880.2	30,244.7	32,998.7	35,160.6	37,389.1
보험계약준비금	24,460.5	26,992.0	28,984.8	30,983.7	33,042.6
책임준비금	24,460.5	26,992.0	28,984.8	30,983.7	33,042.6
기타부채	1,075.0	1,212.2	1,826.2	1,900.3	1,977.5
특별계정부채	1,344.7	2,040.6	2,187.8	2,276.6	2,369.1
자본총계	3,682.7	3,963.9	4,215.9	4,842.8	5,497.6
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	3,030.8	3,402.8	3,921.4	4,548.3	5,203.1
자본조정	578.6	487.8	221.2	221.2	221.2
기타포괄순익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	6,520	7,428	9,552	10,783	11,467
BPS	58,179	62,623	66,604	76,508	86,852
DPS	1,550	1,650	2,122	2,395	2,547
밸류에이션(배)					
PER	10.8	8.4	7.0	6.2	5.8
PBR	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
수익성					
ROE	11.7	12.3	14.8	15.1	14.0
ROA	1.4	1.5	1.7	1.8	1.8
배당지표					
배당성향	23.8	22.2	22.2	22.2	22.2
배당수익률	2.2	2.6	3.2	3.6	3.8
안정성					
총자산/자기자본	829.9	863.0	882.7	826.0	780.1
보유보험료/자기자본	291.2	274.7	269.4	223.1	204.3

현대해상(001450) 5년 만기 보험 갱신 주기 18년 하반기 도래

Analyst 김고은 02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	60,000원	
현재주가(11.28)	42,450원	
상승여력	41.3%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	37,950억원	
발행주식수	8,940만주	
유동주식비율	66.93%	
외국인비중	49.81%	
52주 최고/최저가	49,200원/30,100원	
평균거래대금	85.8억원	
주요주주(%)		
정동운 외 4인	22.26	
국민연금	7.06	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-9.9	-10.5
6개월	14.0	6.8
12개월	19.4	-6.1
주가그래프		



자동차 점유율 및 손해율 우려 제한적

- 경과보험료 기준 자동차 비중 약 25%로 손해율 악화에 대한 우려 있으나
- 17년 중 보험료 조정이 주로 자기차량 부문 인하에 집중되어 있어 고액차량 중심의 MS 확대 기대

5년 만기 실손 보험 갱신 주기 18년 하반기 도래

- 실손보험료 인상 누적효과로 위험손해율 개선세 지속될 전망
- 08~09년에 주로 판매되었던 5년 만기 상품의 갱신 주기가 18년 하반기부터 도래
- 신계약 판매 증가하며 추가상각 발생 가능성 높지만 중장기적 이익 체력 확보 위해 긍정적

투자의견 Buy 및 적정주가 60,000원 유지, 업종 내 Top pick

- 9월 이후 금리 상승으로 매도가증 증권에 대한 채권 평가손 발생해 RBC 비율 약 185% 추정
- 18E 배당수익률 4.0%, PBR 6.3배 추정되어 하방경직성 확보했다고 판단
- 자동차 및 위험손해율 방향성 가시화가 상승 모멘텀이 될 전망

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2015	10,975.6	294.5	203.3	2,550	-12.1	30,534	14.1	1.2	8.6	2.1
2016	11,255.4	541.8	399.7	5,013	96.6	34,591	6.3	0.9	15.4	4.3
2017E	11,497.4	657.2	482.5	6,051	20.7	36,915	7.0	1.1	16.9	3.6
2018E	11,615.1	730.9	534.8	6,707	10.8	43,067	6.3	1.0	16.8	4.0
2019E	11,904.1	759.7	558.7	7,007	4.5	49,380	6.1	0.9	15.2	4.1

현대해상 [001450]

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	12,119.4	12,582.8	12,814.9	12,998.3	13,318.7
일반	1,040.0	1,078.9	1,070.5	1,163.7	1,192.4
자동차	2,726.6	3,145.2	3,330.8	3,364.8	3,447.8
장기	8,254.2	8,304.0	8,396.0	8,469.8	8,678.5
보유보험료	11,062.6	11,413.6	11,701.5	11,823.6	12,126.3
경과보험료	10,975.6	11,255.4	11,497.4	11,615.1	11,904.1
일반	469.2	455.0	454.8	495.2	509.7
자동차	2,430.2	2,739.5	2,939.1	2,954.7	3,019.5
장기	8,076.2	8,060.9	8,103.5	8,165.2	8,374.9
경과손해액	9,544.1	9,525.4	9,576.9	9,647.1	9,906.8
일반	340.6	296.9	294.8	331.7	337.9
자동차	2,179.0	2,242.2	2,330.1	2,353.5	2,419.5
장기	7,024.5	6,986.3	6,952.0	6,961.9	7,149.4
순사업비	1,989.1	2,148.3	2,290.3	2,329.2	2,403.2
보험영업이익	-557.6	-418.3	-369.8	-361.2	-405.9
투자영업이익	852.1	960.0	1,027.0	1,092.0	1,165.6
영업이익	294.5	541.8	657.2	730.9	759.7
영업외손익	-10.5	-28.9	-22.5	-25.3	-22.6
세전순이익	283.9	512.9	634.7	705.6	737.1
법인세비용	80.6	113.2	152.2	170.7	178.4
당기순이익	203.3	399.7	482.5	534.8	558.7

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과순해율	87.0	84.6	83.3	83.1	83.2
일반	72.6	65.2	64.8	67.0	66.3
자동차	89.7	81.8	79.3	79.7	80.1
장기	87.0	86.7	85.8	85.3	85.4
사업비율	18.1	19.1	19.9	20.1	20.2
합산비율	105.1	103.7	103.2	103.1	103.4
투자영업이익률	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1
성장성					
총자산	16.8	13.5	8.4	8.4	7.9
운용자산	19.6	13.0	9.8	9.4	8.8
자기자본	5.3	13.3	6.7	16.7	14.7
원수보험료	8.2	3.8	1.8	1.4	2.5
경과보험료	8.1	2.5	2.2	1.0	2.5
순이익	-12.9	96.6	20.7	10.8	4.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	32,291.6	36,652.2	39,739.4	43,089.1	46,514.0
운용자산	26,228.6	29,642.7	32,536.9	35,594.1	38,714.7
현예금 및 예치금	1,570.4	1,157.0	1,352.1	1,479.1	1,608.8
유가증권	16,506.3	18,779.5	20,949.9	22,918.4	24,927.7
주식	1,353.9	1,311.3	1,537.3	1,681.8	1,829.2
채권	10,201.5	10,829.3	11,125.7	12,171.1	13,238.2
대출채권	7,178.5	8,690.7	9,214.2	10,080.0	10,963.7
부동산	973.5	1,015.5	1,020.7	1,116.6	1,214.5
비운용자산	3,746.3	3,796.4	3,782.4	3,936.0	4,095.8
특별계정자산	2,316.7	3,213.2	3,420.2	3,559.0	3,703.5
부채총계	29,857.0	33,894.1	36,795.9	39,655.1	42,576.6
보험계약준비금	25,678.1	28,653.1	31,089.7	33,717.1	36,397.6
책임준비금	25,678.1	28,653.1	31,089.7	33,717.1	36,397.6
기타부채	1,656.5	1,835.4	2,286.1	2,378.9	2,475.5
특별계정부채	2,316.7	3,213.2	3,420.2	3,559.0	3,703.5
자본총계	2,434.7	2,758.1	2,943.5	3,434.0	3,937.4
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	2,058.3	2,398.3	2,791.8	3,282.4	3,785.7
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	255.0	238.4	30.2	30.2	30.2

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,550	5,013	6,051	6,707	7,007
BPS	30,534	34,591	36,915	43,067	49,380
DPS	750	1,350	1,513	1,677	1,752
밸류에이션(배)					
PER	14.1	6.3	7.0	6.3	6.1
PBR	1.2	0.9	1.1	1.0	0.9
수익성					
ROE	8.6	15.4	16.9	16.8	15.2
ROA	0.7	1.2	1.3	1.3	1.2
배당지표					
배당성향	29.4	26.9	25.0	25.0	25.0
배당수익률	2.1	4.3	3.6	4.0	4.1
안정성					
총자산/자기자본	1,326.3	1,328.9	1,350.1	1,254.8	1,181.4
보유보험료/자기자본	454.4	413.8	397.5	344.3	308.0

Buy

적정주가(12개월)	7,500원
현재주가(11.28)	5,760원
상승여력	30.2%
KOSPI	2,514.19pt
시가총액	8,362억원
발행주식수	14,518만주
유동주식비율	47.41%
외국인비중	8.03%
52주 최고/최저가	6,510원/4,885원
평균거래대금	20.7억원
주요주주(%)	
미래에셋대우 외 31인	46.07

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.2	-0.5
6개월	5.9	-0.8
12개월	9.3	-14.0

주가그래프



변액 보험 수수료율 상승 및 PCA생명 합병 시너지 기대

- 금리 상승 및 주식시장 활황에 따라 수수료 수입 및 수수료율 상승세가 가시화 되는 점 긍정적
- PCA 합병에 따라 변액 계정 자산 10조원, 특별 계정 자산 14조원 전망
- 향후 합병에 따른 컨설팅 및 전산 개발비 등 추가비용 약 100억원 발생 가능

시가배당률 3% 이상 배당 정책 공시

- 주가가 하락하는 경우에도 보통주 기준 최소 30% 배당 성향 적용해 시가배당률 3% 이상 가능하다 밝혀
- 17E 최소 DPS 116원, 18E 최소 DPS 175원 추정되며
- 보통주 기준 50% 배당 성향 적용 시 시가배당률 3% 이상 달성에 무리 없다고 판단

투자의견 Buy 및 적정주가 7,500원 유지, 업종 내 Top pick

- 특별계정 비중이 커 향후 IFRS17 및 K-ICS 도입 관련 영향 제한적, valuation 매력 존재
- ROE가 5% 이상 상승하면서 전환우선주(배당률 5%) 관련 Discount를 축소하는 계기가 될 전망

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2015	2,739.4	-134.1	114.9	801	18.7	12,926	6.3	0.4	6.8	1.1
2016	2,403.6	-263.4	24.2	169	-78.9	13,150	30.5	0.4	1.3	1.1
2017E	2,234.6	-272.2	70.5	491	191.3	12,607	11.7	0.5	3.8	3.4
2018E	2,612.7	-385.0	97.7	689	40.2	14,178	8.4	0.4	5.1	5.1
2019E	2,672.9	-386.8	118.3	834	21.1	14,542	6.9	0.4	5.8	6.3

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험순익	712.6	250.5	27.2	-52.1	-60.9
보험영업수익	2,739.4	2,403.6	2,234.6	2,612.7	2,672.9
보험료수익	2,625.9	2,286.8	2,113.8	2,470.4	2,527.2
재보험수익	113.5	116.8	120.8	142.3	145.7
보험영업비용	2,026.8	2,153.1	2,207.4	2,664.8	2,733.7
지급보험금	1,378.9	1,453.4	1,541.5	1,739.8	1,806.4
재보험비용	114.3	117.6	124.6	140.0	145.2
사업비	269.6	320.2	307.6	422.3	400.4
신계약상각비	263.9	261.8	233.5	362.5	381.6
할인료	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
투자손익	591.3	584.6	599.4	708.7	777.7
책임준비금전입액	1,438.0	1,098.4	898.7	1,041.6	1,103.7
영업이익	-134.1	-263.4	-272.2	-385.0	-386.8
영업외손익	249.3	315.2	364.6	513.9	542.9
세전순이익	115.2	51.8	92.4	128.9	156.1
법인세비용	0.3	27.6	22.0	31.2	37.8
당기순이익	114.9	24.2	70.5	97.7	118.3
지배주주	114.9	24.2	70.5	97.7	118.3
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	50.3	60.5	69.0	66.6	67.6
위험순해율	84.3	85.8	82.7	77.5	77.6
사업비율	19.5	24.2	24.2	30.0	29.3
투자수익률	3.8	3.5	3.4	3.4	3.1
성장성					
총자산	8.4	5.3	5.6	37.4	4.8
운용자산	10.6	6.4	2.6	34.9	4.8
특별계정자산	5.3	3.6	11.0	45.1	5.1
자기자본	21.2	1.7	-4.1	11.1	2.6
수입보험료	4.9	-12.3	-7.0	16.9	2.3
보험순익	-6.6	-64.8	-89.1	-291.6	16.8
투자손익	3.5	-1.1	2.5	18.2	9.7
책임준비금전입액	-1.0	-23.6	-18.2	15.9	6.0
순이익	61.9	-78.9	191.3	38.6	21.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	26,790.2	28,213.2	29,797.4	40,927.0	42,891.4
운용자산	16,405.6	17,452.1	17,906.0	24,152.1	25,306.3
현예금 및 예치금	350.0	293.0	192.2	217.6	234.5
유가증권	13,990.7	14,854.5	15,362.8	20,751.1	21,723.4
주식	120.7	123.3	205.8	331.3	343.5
채권	7,666.1	7,872.7	8,133.6	10,987.4	11,494.2
대출채권	1,970.3	2,264.0	2,310.4	3,128.9	3,291.4
부동산	94.5	21.5	21.7	31.0	32.2
비운용자산	959.8	999.4	1,055.0	1,050.1	1,051.8
특별계정자산	9,424.8	9,761.8	10,836.4	15,724.9	16,533.3
부채총계	24,935.6	26,430.3	27,988.6	38,916.9	40,829.6
책임준비금	14,706.8	15,806.1	16,705.8	22,747.5	23,851.1
계약자지분조정	111.6	80.0	66.8	66.8	66.8
기타부채	537.3	648.1	379.5	377.8	378.4
특별계정부채	9,579.9	9,896.1	10,836.4	15,724.9	16,533.3
자본총계	1,854.7	1,886.7	1,808.8	2,010.2	2,061.8
자본금	831.5	831.5	831.5	831.5	831.5
자본잉여금	300.8	300.8	300.8	300.8	300.8
이익잉여금	308.7	338.0	333.6	534.9	586.6
자본조정/기타포괄손익누계	413.6	416.3	342.9	342.9	342.9

Key Financial Data II

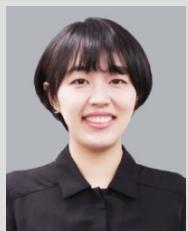
(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	801	169	491	689	834
BPS	12,926	13,150	12,607	14,178	14,542
DPS	55	55	193	292	364
밸류에이션(배)					
PER	6.3	30.5	11.7	8.4	6.9
PBR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
수익성					
ROE	6.8	1.3	3.8	5.1	5.8
ROA	0.3	0.5	0.1	0.2	0.3
배당지표					
배당성향	8.3	85.8	50.0	50.0	50.0
배당수익률	1.1	1.1	3.4	5.1	6.3
안정성					
총자산/자기자본	14.4	15.0	16.5	20.4	20.8
보험료수입/총부채	11.0	9.1	8.0	6.7	6.5

Part III

2018년 산업 전망

증권

가능성을 보여줄 한 해

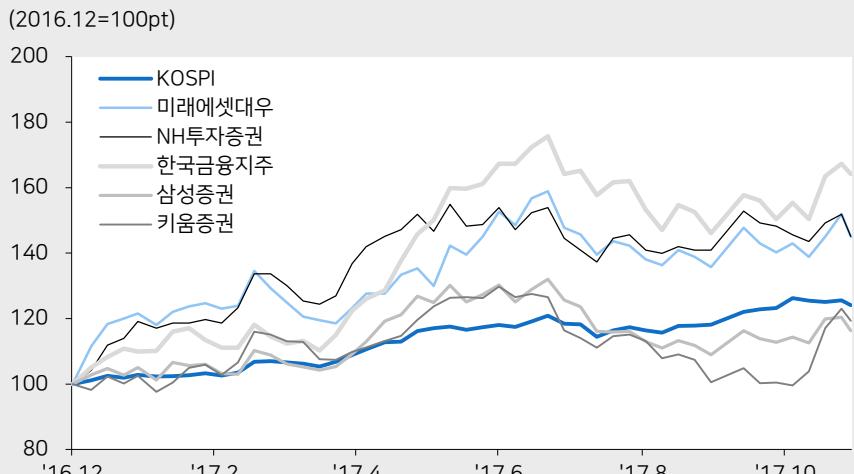


보험/증권
Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

ELS 조기상환에 따른 실적 개선

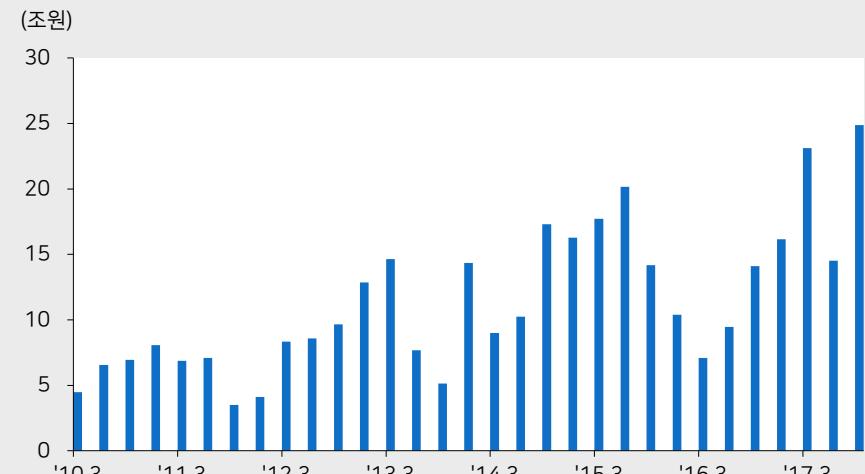
- 초대형IB 관련 기대감과 함께 글로벌 및 국내 지수 상승으로 15년 하반기 부터 상환되지 못하던 ELS 함께 상환되며 실적 개선
- 4Q17 금리 상승으로 인한 채권 평가손 우려 존재하나 ELS 조기 상환 이어지며 운용 손익 방어 가능
- 10월 이후 KOSDAQ 지수 급등으로 거래대금 급증했으며 초대형IB 지정 및 발행어음 인가 발표로 상승 모멘텀 이어갈 전망

증권사 주가 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

ELS/ELB 상환 실적



자료: 금융투자협회, 메리츠종금증권 리서치센터

I

거래대금 및 Brokerage 수익 증가 가능성 점검

- 개인 비중 및 회전율이 15년 상반기 수준까지 상승하며 일별 거래대금 12~17조원까지 증가
- 11월말 KOSDAQ 개인 비중 85%, KOSPI 개인 비중 50%까지 상승해 15년 평균 수준의 회전율 시현 가능성 존재
- 15년 연간 평균 회전율 KOSPI 109%, KOSDAQ 507%를 적용 시 시나리오 별로 일평균 거래대금 12~14조원 추정
- 현재 수익 추정치는 회전율 KOSPI 91.9%, KOSDAQ 416.2%로 보수적 가정해 일평균 거래대금 10.7조원, 수수료율 0.2~1bp 하락 가정
- 장 변동성에 따라 Brokerage 수익이 당사 추정치 대비 20% 이상 증가할 가능성 있다고 판단

II

발행어음 사업이 직접 조달 시장 성장의 계기

- 발행어음 사업 기업금융 비율 50%, 유동성 비율 35% 제한이 있어 조달 금리 감안 시 관련 마진은 100~150bp 추정
- 신용공여의 합계액이 자기자본의 100%를 초과할 수 없어 이를 200%로 올리는 법안이 국회에 계류 중
- 신용공여 확대가 어려울 경우 회사채 투자 활성화가 추정되나 문제는 국내 회사채 시장이 협소하고 양극화 심화
- 담보부사채 발행 혹은 신용보강 제공 등, 중소기업의 회사채 발행 유도로 초대형IB가 직접조달 시장 발달에 중요한 계기가 될 수 있음

III

Top pick 한국금융지주 제시

- ELS 조기상환 물량 대비 재발행 물량이 적어 2018년 운용 수익은 감소 전망되나
- 증시 호조 및 변동성 증대로 거래대금 증가 기대되며 협소한 회사채 시장 활성화로 직접 조달 시장의 의미 있는 변화 기대
- 발행어음 사업을 선점한 한국금융지주 Top pick으로 제시, 차선호주 키움증권

15년 상반기 이상의 거래대금 유지 가능성은?

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 거래대금 upside 추정

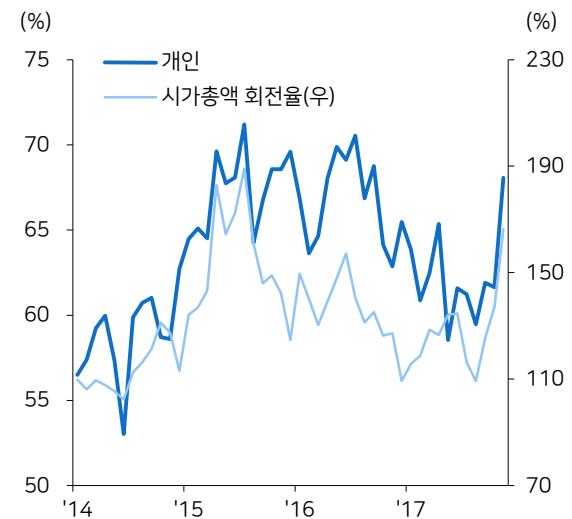
- 개인 비중 및 회전율이 15년 상반기 수준까지 상승하며 일별 거래대금 12~17조원까지 증가
- 당사 전략팀 18년 매크로 트레이딩이 약화되고 업종 및 종목별 확산 전망하고 있어
- 거래대금 및 증권사 Brokerage 수익 증가 가능성 점검

거래대금 및 증권업종 지수



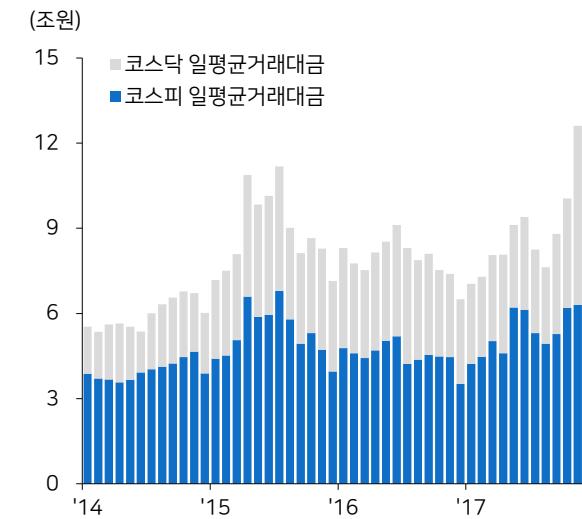
자료:KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

개인비중 및 회전율



자료:KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

시장별 일평균 거래대금



자료:KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

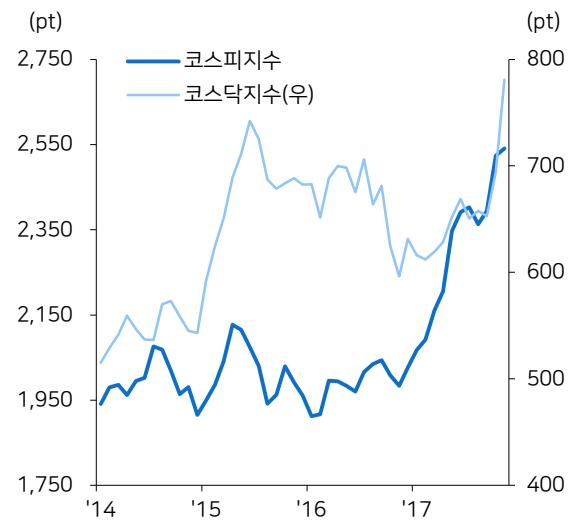
개인 비중 및 회전율 15년 상반기 대비 상승 여력 존재

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 거래대금 upside 추정

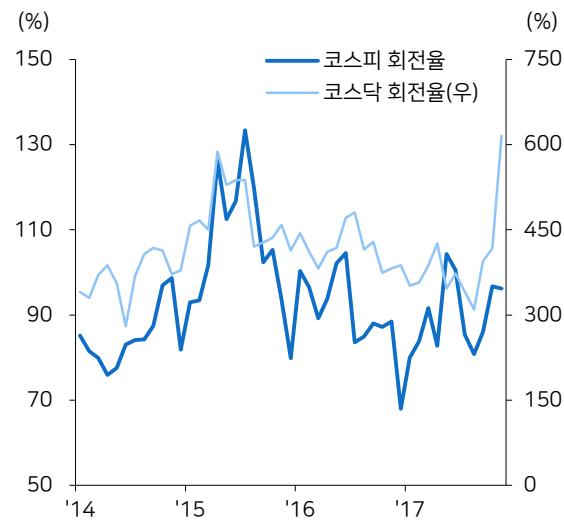
- KOSDAQ 상승폭이 컸던 17년 하반기 시가총액 회전율이 15년 상반기 수준 까지 급등
- 다만, KOSPI 상승폭이 컸던 17년 상반기 시가총액 회전율이 크게 상승하지 않았고
- 회전율에 가장 큰 영향을 미치는 개인 비중 또한 15년 대비 비교적 적은 수준
- 17년 11월 기준 KOSDAQ 개인 비중 85%, KOSPI 개인 비중 50%까지 상승해
- 이런 추세가 지속된다면 15년 평균 수준의 회전율 시현 가능성 있다고 판단

KOSPI 및 KOSDAQ 지수



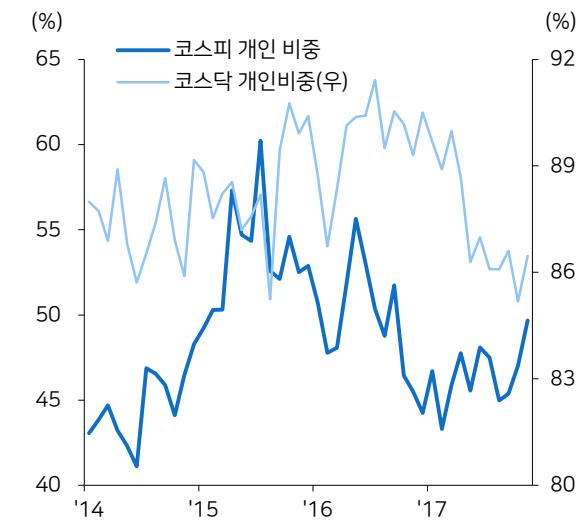
자료:KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

KOSPI 및 KOSDAQ 회전율



자료:KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

KOSPI 및 KOSDAQ 개인 비중



자료:KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

지수 유지, 15년 회전율 적용 시 일평균 거래대금 12.9조원

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 거래대금 upside 추정

- 15년 연간 평균 회전율 KOSPI 109%, KOSDAQ 507%를 적용하면
- 현재 지수가 유지된다는 가정 시 일평균 거래대금 12.8조원
- 현재 지수 대비 15% 상승 가정 시 일평균 거래대금 14.7조원
- 현재 지수 대비 5% 하락 가정 시 일평균 거래대금 12.2조원 추정
- 17년 일평균 거래대금 약 9조원 대비 30~60% 이상 증가

2015년 거래대금 및 회전율

(조원,%)	연간	월별 Max	월별 Min
시가총액(기간평균)	1,390	1,524	1,348
KOSPI	1,218	1,318	1,195
KOSDAQ	172	206	153
회전율	158.4	202.5	113.6
KOSPI	109.0	142.2	77.2
KOSDAQ	507.0	588.3	399.2
거래대금	2,201	257	128
KOSPI	1,327	156	77
KOSDAQ	874	101	51
일평균 거래대금	8.88	11.18	6.72
KOSPI	5.35	6.79	3.96
KOSDAQ	3.52	4.39	2.77

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

시나리오별 2018년 거래대금 추정(15년 회전율 적용 시)

지수	유지	+15% 가정	-5% 가정
KOSPI	2,514	2,900	2,400
KOSDAQ	773	889	734
시가총액	1,905	2,196	1,817
KOSPI	1,632	1,882	1,558
KOSDAQ	273	314.1	259
시가총액(기간평균)	1,905	2,051	1,861
KOSPI	1,621	1,757	1,595
KOSDAQ	273	294	266
거래대금	3,164	3,644	3,013
KOSPI	1,779	2,052	1,698
KOSDAQ	1,385	1,592	1,315
일평균 거래대금	12.8	14.7	12.2
KOSPI	7.17	8.27	6.85
KOSDAQ	5.58	6.42	5.30

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

수수료 무료 이벤트에도 Brokerage 수익 증가 기대

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

1) 거래대금 upside 추정

- 현재 수익 추정치는 KOSPI 91.9%, KOSDAQ 416.2%로 보수적 가정해 일평균 거래대금 10.7조원 적용
- 또한, 주식 수수료 무료 이벤트 시행하고 있어 최근 수수료율 대비 0.2~1bp 하락을 가정
- 향후 장 변동성에 따라 Brokerage 수익이 당사 추정치 대비 20% 이상 증가할 가능성 있다고 판단

시나리오별 거래대금 및 Brokerage 수수료 수입 추정

(십억원,%)	2017E	2018E			
		추정치	15년 회전율		
			지수 유지	지수 +15%	지수 -5%
거래대금	2,228	2,636	3,164	3,644	3,013
KOSPI	1,320	1,500	1,779	2,052	1,698
KOSDAQ	908	1,137	1,385	1,592	1,315
회전율	129.8	138.4	158.4	158.4	158.4
KOSPI	88.3	91.9	109.0	109.0	109.0
KOSDAQ	410.5	416.2	507.0	507.0	507.0
수수료수입(8~7bp)	3,565	3,691	4,429	5,102	4,219
미래에셋대우	462	499	528	608	503
NH투자증권	355	392	462	533	440
한국금융지주	274	296	323	372	307
삼성증권	385	432	471	543	449
키움증권	191	214	266	307	254

주: 3Q17 대비 Brokerage 수수료율 0.2 ~ 1bp 하락 가정

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

유동성 비율 35% 제한으로 발행어음 마진 100~150bp 전망

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 발행어음 사업 영향

- 11월13일 5개 대형사에 대한 종합금융투자사업자 지정 및 한국금융투자의 단기금융업(발행어음) 인가
- 심사 자연에 따른 영향으로 삼성증권을 제외한 타 4사 또한 2018년 중에는 단기금융업 인가 기대
- 의무기업금융 비율 50%, 유동성 비율 35% 제한이 있어 부동산 30% 한도에도 실질적 15%만이 가능
- 조달 금리 1.7~2.0% 감안 시 관련 마진은 100~150bp 추정

발행어음 및 IMA 비교

	발행어음	IMA
허용대상	자기자본 4조원 이상	자기자본 8조원 이상
수익배분방식	약정금리 지급	실적배당 방식
발행한도	자기자본 2배	한도 없음
기업금융 최소한도	수탁금 50%	수탁금 70%
부동산 투자 상한	수탁금 30% 초과 제한	
여유자금운용규제	개인여신 금지 등 네거티브 방식	
구분관리	구분계리	자기신탁
손실충당금적립	해당없음	수탁액의 5%까지 적립

자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

운용 관련 규제 정리

기업금융 관련 자산 정의

- 1) 기업에 대한 대출 및 어음의 할인/매입
- 2) 발행시장에서 직접 취득한 발행인이 기업인 증권
- 3) 유통시장에서 취득한 코넥스 주식 및 A등급 이하 회사채
- 4) 프로젝트파이낸싱을 위해 설립된 특수목적회사에 대한 출자지분 및 대출채권
- 5) 실물지원 관련 간접투자기구(PEF, 기업금융특화 전문투자형사모펀드, 창투조합, 벤처조합 등)에 대한 출자지분

부동산 관련 자산은 기업금융 관련 자산으로 불인정
고객환매 대응을 위해 유동성 비율 규제 설정(35%)

자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

신용공여 한도 200% 확대 국회 계류되어 있어

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 발행어음 사업 영향

- 현행상 종합금융투자사업자는 신용공여의 합계액이 자기자본의 100%를 초과할 수 없고
- 최근 시장 상황이 좋아 리테일 신용공여가 증가하는 추세
- 신용공여 한도를 자기자본의 200%로 올리는 법안이 국회에 계류 중이며 대상을 중소기업 대상으로 한정하는 방안 또한 논의 중

자본시장법 제77조의 3 종합금융투자사업자에 관한 특례

- 현행** ④ 종합금융투자사업자가 제 3항 제1호 또는 제 72조 제1항 본문에 따라 신용공여를 하는 경우에는 신용공여의 총 합계액이 자기자본의 100분의 100을 초과하여서는 아니된다
- 개정안** ⑤ 종합금융투자사업자가 제 3항 제1호, 제4항 또는 제 72조 제1항 본문에 따라 신용공여를 하는 경우에는 신용공여의 총 합계액이 자기자본의 100분의 200(각각의 신용공여 별 합계액은 자기자본의 100분의 100)을 초과하여서는 아니된다

발행어음 사업 기대 마진 추정

(%)	전체	기업금융	부동산	유동성	기대 마진
실질비중	100	50	15	35	조달 1.5 조달 2.0
	3.5	4.5	4.5	1.5	2.0 1.5
수익률	3.8	5.0	5.0	1.5	2.3 1.8
	4.4	6.0	6.0	1.5	2.9 2.4

자료: 금융감독원, 국회, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

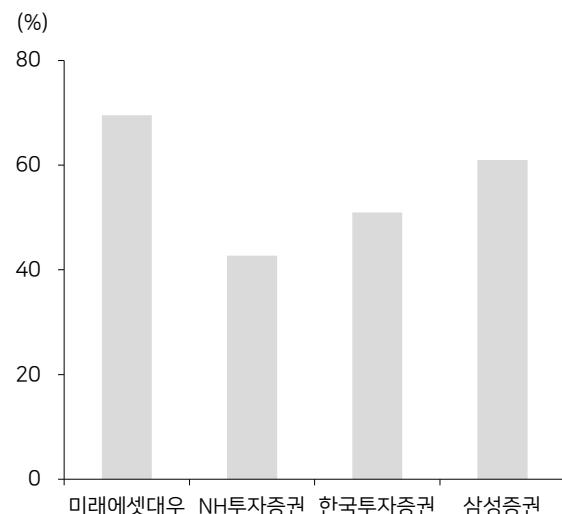
회사채 투자 활성화 기대

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 발행어음 사업 영향

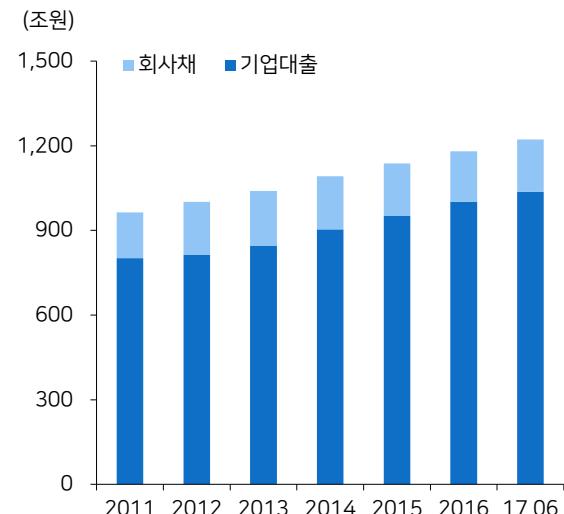
- 초대형IB 3Q17 기준 자기자본 대비 40~60% 신용공여 나가고 있어 추가 여력이 제한적
- 안정적인 이익을 내야 하는 발행어음 사업 특성 감안 시
- 신용공여 확대가 어려워질 경우, 기업금융으로 인정되는 회사채 투자 활성화가 추정됨
- 문제는 국내 회사채 시장이 매우 협소하며 양극화 되어 있다는 점

자기자본 대비 신용공여 비중



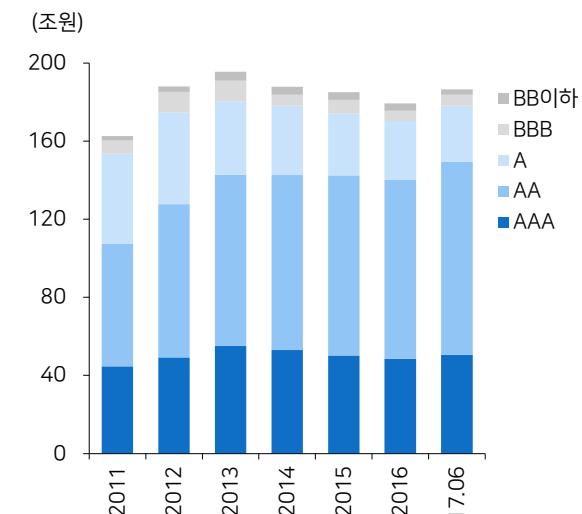
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

기업대출 및 회사채 잔고 추이



자료: 한국은행, KIS채권평가, 메리츠종금증권 리서치센터

신용등급별 회사채 잔고 추이



자료: KIS채권평가, 메리츠종금증권 리서치센터

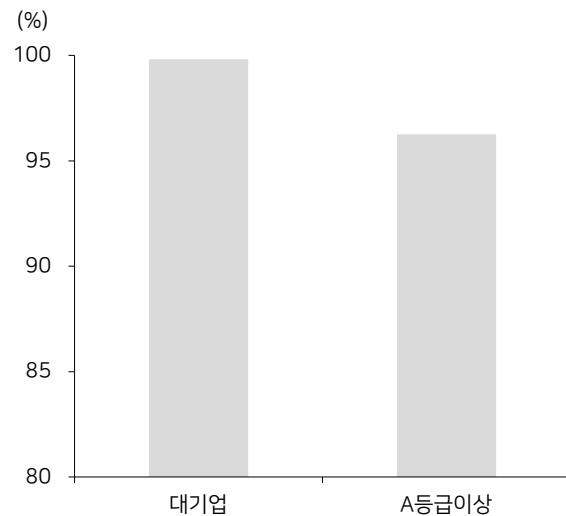
초대형IB 출범이 직접 조달 시장 발달의 중요한 계기가 될 듯

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

2) 발행어음 사업 영향

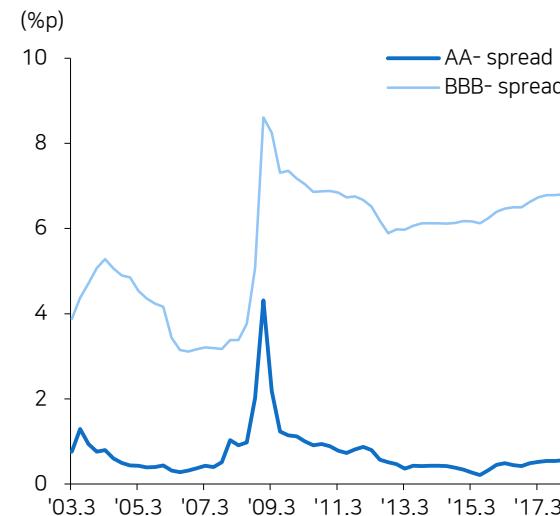
- 국내 회사채 시장은 대기업 및 A등급 이상 비중이 95% 이상으로 양극화가 심화
- 이는 높은 금리 spread 및 짧은 만기 등 등급이 낮은 중소기업의 회사채 발행 여건이 좋지 않기 때문
- 담보부사채 발행 혹은 신용보강 제공 등을 통해 중소기업의 회사채 발행 활성화 유도 가능
- 초대형 IB의 발행어음 사업이 회사채 등 직접 조달 시장 발달의 중요한 계기가 될 수 있다고 판단

회사채 중 대기업, A등급 이상 비중



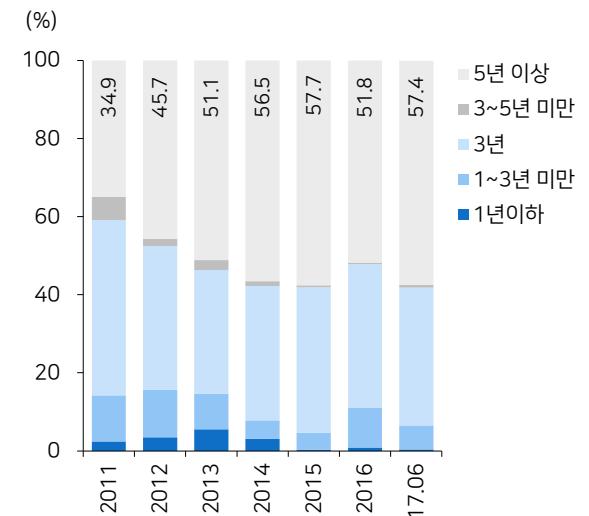
자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

국고채 대비 회사채 spread[3년 기준]



자료: 금융투자협회, 메리츠종금증권 리서치센터

만기별 회사채 발행 비중



자료: KIS 채권평가, 메리츠종금증권 리서치센터

Valuation

- ELS 조기상환 물량 대비 재발행 물량이 적어 2018년 운용 수익은 감소할 전망
- 그러나 증시 상승으로 시가총액 증가, 변동성 확대로 회전율 상승하고 있어 거래대금 증가 기대
- 2018년부터 본격화 될 발행어음 사업은 운용 관련 규제로 인해 마진 150bp 전망됨
- 국내 협소한 회사채 시장 활성화 계기가 될 수 있어 직접조달 시장의 의미 있는 변화 기대
- 발행어음 사업을 선점한 한국금융지주 Top pick으로 제시, 차선호주 키움증권

증권업 Valuation

(%, 원, 배)	한국금융지주	키움증권	미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권
2018 ROE	10.9	13.2	7.5	7.7	6.5
Growth Rate	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of Equity	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Risk Free Rate	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
업종 Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
이론 PBR	1.50	1.86	0.98	1.01	0.83
PBR Premium	-13%	-25%	5%	10%	20%
적정 PBR	1.30	1.39	1.03	1.11	1.00
2018 BPS	72,996	79,488	13,541	16,891	50,775
이론 주가	95,180	110,806	14,003	18,693	50,584
적정주가	95,000	110,000	14,000	19,000	51,000
커버리지 개시	13.4% 상향	유지	유지	유지	유지

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Coverage Valuation Table

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

Valuation

		Top Pick	관심종목			
		한국금융지주	키움증권	미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권
Code No.	071050KS	039490KS	006800KS	005940KS	016360KS	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
적정주가(원)	95,000	110,000	14,000	19,000	51,000	
현재가(11/28, 원)	68,800	85,900	10,500	14,000	36,850	
상승여력(%)	38.1	28.1	33.3	35.7	38.4	
당기순이익 (십억원)	2016 2017E 2018E 2019E	279.7 505.1 441.9 457.5	179.9 218.4 222.7 226.4	39.6 533.1 561.3 564.4	236.1 375.0 379.7 393.1	174.2 291.5 286.9 274.2
ROE(%)	2016 2017E 2018E 2019E	8.5 14.0 10.9 10.3	15.3 15.4 13.2 12.0	0.7 7.6 7.5 7.1	5.1 7.9 7.6 7.6	4.7 7.1 6.5 5.9
ROA(%)	2016 2017E 2018E 2019E	0.8 1.2 0.9 0.8	2.4 2.2 1.9 1.8	0.1 0.8 0.7 0.6	0.6 0.9 0.9 0.8	0.5 0.8 0.7 0.7
BPS(원)	2016 2017E 2018E 2019E	57,842 66,149 72,996 78,937	56,278 70,533 79,488 89,662	12,791 12,848 13,541 14,543	15,497 16,291 16,891 17,527	50,068 48,535 50,775 53,837
EPS(원)	2016 2017E 2018E 2019E	4,790 8,649 7,568 7,834	8,142 9,882 10,078 10,245	76 942 992 998	789 1,253 1,268 1,313	2,280 3,264 3,213 3,071
PBR(배)	2016 2017E 2018E 2019E	0.72 1.04 0.94 0.87	1.28 1.22 1.08 0.96	0.57 0.82 0.78 0.72	0.62 0.86 0.83 0.80	0.63 0.76 0.73 0.68
PER(배)	2016 2017E 2018E 2019E	8.7 8.0 9.1 8.8	8.8 8.7 8.5 8.4	94.9 11.1 10.6 10.5	12.2 11.2 11.0 10.7	13.9 11.3 11.5 12.0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

메리츠 연간전망 시리즈 10

2018년 산업 전망

증권

기업분석

종목	투자판단	적정주가
한국금융지주(071050)	Buy(신규)	95,000원

한국금융지주(071050) 발행어음 사업 선점에 자회사의 안정적 실적까지

Analyst 김고은 02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가(12개월)	95,000원	
현재주가(11.28)	68,800원	
상승여력	38.1%	
KOSPI	2,514.19pt	
시가총액	38,339억원	
발행주식수	5,573만주	
유동주식비율	74.38%	
외국인비중	38.05%	
52주 최고/최저가	74,300원/40,050원	
평균거래대금	118.9억원	
주요주주(%)		
김남구 외 2인	20.26	
국민연금	9.05	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	9.2	8.4
6개월	12.6	5.5
12개월	63.6	28.7



한국투자증권 발행어음 사업 선점 효과 기대

- 수시입출금 가능한 CMA형 1.2% ~ 1년 만기 발행어음 2.3%로 확정. 조달은 무리 없을 전망
- 17년 말까지 1조원, 18년까지 4조원의 발행을 계획하고 있으며 목표 마진은 150bp
- 타 사보다 먼저 사업을 시작해 기업금융 deal sourcing에 유리한 고지 선점

저축은행 및 캐피탈 이익 기여도 19%까지 상승

- 저축은행 및 캐피탈 3Q17 누적 기준 ROE 각각 34.3%, 21.7%로 수익 기여도 증가
- 한국투자증권의 강점 중 하나인 부동산 금융에 대한 시너지가 원인
- 부동산 관련 정책 우려로 성장률은 둔화되겠지만 안정적인 수익 지속 가능하다 판단

투자의견 Buy, 적정주가 95,000원 제시하며 커버리지 개시, 업종 내 Top pick

- 카카오은행의 단기 실적 부담 존재하나 중장기 관점에서 시너지 가능성 높다고 판단하며
- 타 증권사 대비 자회사 실적 기여도 높아 안정적 수익 지속 가능
- 18E BPS 72,996원에 적정 PBR 1.30배 적용해 적정주가 산출

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2015	1,002.0	384.5	324.3	5,553	35.6	54,287	8.9	0.9	10.8	2.0
2016	998.0	361.9	279.7	4,790	-13.7	57,842	8.7	0.7	8.5	1.9
2017E	1,409.0	650.6	505.1	8,649	80.6	66,149	8.0	1.0	14.0	2.1
2018E	1,445.1	574.5	441.9	7,568	-12.5	72,996	9.1	0.9	10.9	1.8
2019E	1,564.4	604.4	457.5	7,834	3.5	78,937	8.8	0.9	10.3	1.9

한국금융지주 (071050)

2018년 산업 전망 금융
Expect the unexpected

Income Statement(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
순영업수익	795.0	765.3	1,129.0	1,131.0	1,237.9
Brokerage 수익	298.3	251.7	274.0	295.9	266.9
IB 수익	75.8	117.6	128.0	130.8	133.6
금융상품판매수익	56.9	57.6	69.8	74.6	74.6
자산관리수수료	44.1	45.6	50.2	52.6	54.8
기타수수료 수익	57.4	78.5	108.5	104.5	105.1
수수료비용	84.8	97.6	103.7	123.1	111.0
상품운용손익	-20.7	7.7	215.7	137.1	145.5
이자순익	367.4	340.2	384.9	456.1	566.2
기타 손익	0.6	-35.9	1.6	2.3	2.3
판매관리비	480.6	465.5	506.3	515.0	563.0
영업이익	314.4	299.8	622.7	616.0	674.9
영업외 손익	3.2	6.5	-4.2	-0.7	0.2
세전이익	317.7	306.3	618.5	615.4	675.1
법인세비용	61.6	62.6	136.4	147.7	162.0
당기순이익	256.0	243.7	482.2	467.7	513.1

Financial Statement (한국금융지주 연결 기준)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
순영업수익	1,002.0	998.0	1,409.0	1,445.1	1,564.4
수수료 손익	596.7	612.2	660.4	671.2	665.0
이자 손익	445.6	447.9	539.6	653.7	771.8
상품운용손익	-41.2	-23.2	232.7	143.4	150.7
판관비	617.5	636.1	758.4	870.6	960.0
영업이익	384.5	361.9	650.6	574.5	604.4
세전이익	417.2	366.3	649.7	576.8	607.0
당기순이익	324.3	271.1	471.9	438.4	461.3
지배주주	324.3	279.7	505.1	441.9	457.5
자산	31,521.1	37,318.2	47,505.3	53,312.4	59,822.8
현금 및 예치금	5,855.8	6,063.8	5,920.7	6,644.5	7,455.9
유가증권	20,269.2	24,580.6	28,900.1	32,432.8	36,393.5
대출채권	4,066.1	5,348.3	10,417.8	11,691.3	13,119.0
부채	28,350.2	33,818.7	43,363.8	48,806.4	54,932.0
자본(지배주주)	3,170.8	3,499.5	4,141.5	4,506.0	4,890.8

Balance Sheet(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산 총계	28,479.7	32,824.7	37,249.5	39,503.1	41,920.3
현금 및 예치금	7,152.5	7,992.1	7,216.5	7,700.5	8,221.4
유가증권	17,447.4	20,728.6	24,598.3	26,086.5	27,682.8
대출채권	1,755.4	1,997.2	2,854.8	3,027.5	3,212.7
유형자산	345.6	329.0	309.1	309.1	309.1
기타자산	1,778.6	1,777.9	2,270.8	2,379.5	2,494.3
부채 총계	25,184.8	28,752.1	33,036.7	34,896.5	36,877.1
예수부채	3,479.4	3,661.0	3,573.0	3,867.5	4,186.3
차입부채	11,075.7	12,271.9	14,488.3	15,076.6	15,688.8
발행사채	580.0	780.0	780.0	780.0	780.0
기타부채	10,049.7	12,039.2	14,195.4	15,172.4	16,222.0
자본 총계	3,294.9	4,072.7	4,212.8	4,606.6	5,043.2
지배주주지분	175.6	175.7	175.7	175.7	175.7
자본금	1,360.9	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7
자본잉여금	1,632.4	713.8	741.1	1,134.9	1,571.4
이익잉여금	126.1	130.4	243.3	243.3	243.3
기타자본	28,479.7	32,824.7	37,249.5	39,503.1	41,920.3

Key Financial Data

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	5,553.4	4,790.0	8,648.8	7,567.7	7,834.5
BPS	54,286.9	57,842.3	66,149.2	72,996.0	78,936.9
DPS	1,000.0	800.0	1,444.5	1,263.9	1,308.5
밸류에이션 (배)					
PER	8.9	8.7	8.0	9.1	8.8
PBR	0.9	0.7	1.0	0.9	0.9
수익성					
ROE	10.8	8.5	14.0	10.9	10.3
ROA	1.1	0.8	1.2	0.9	0.8
배당지표					
배당성향	18.1	16.8	16.8	16.7	16.7
배당수익률	2.0	1.9	2.1	1.8	1.9
안정성					
순자본비율		1602.6	1,605.4	1,786.2	1,988.7
레버리지비율	864.4	806.0	884.2	857.5	831.2

Compliance Notice

당사는 동 자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
2017년 11월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여
지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 29일 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, 김고은)
동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.
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

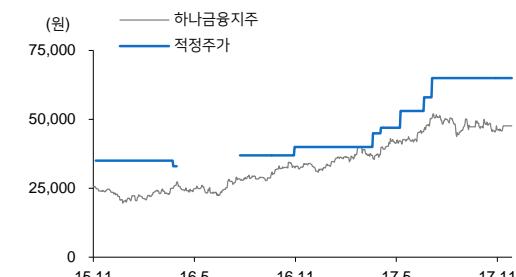
투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

하나금융지주(086790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

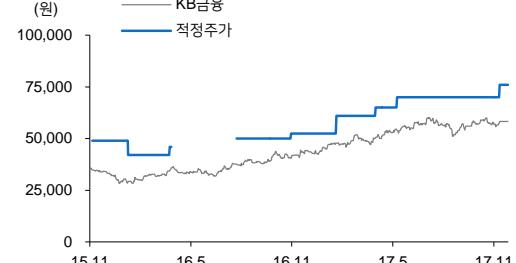
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.03.16	산업브리프	Buy	35,000	박선호	-35.3	-28.0		
2016.04.01	산업브리프	Buy	35,000	박선호	-34.9	-28.0		
2016.04.19	산업브리프	Buy	33,000	박선호	-22.2	-21.2		
2016.04.25	기업브리프	Buy	33,000	박선호	-23.9	-12.0		
				담당자 변경				
2016.08.16	산업분석	Buy	37,000	임경완	-20.8	-13.5		
2016.10.24	기업브리프	Buy	37,000	임경완	-17.8	-6.8		
2016.11.21	산업분석	Buy	40,000	임경완	-18.2	-15.0		
2017.01.17	산업브리프	Buy	40,000	임경완	-18.0	-15.0		
2017.01.25	기업브리프	Buy	40,000	임경완	-12.6	0.3		
2017.04.10	산업분석	Buy	45,000	임경완	-18.6	-16.7		
2017.04.24	기업브리프	Buy	47,000	임경완	-12.2	-8.5		
2017.05.29	산업분석	Buy	53,000	임경완	-18.5	-13.3		
2017.07.10	산업분석	Buy	58,000	임경완	-17.8	-13.4		
2017.07.24	기업브리프	Buy	65,000	임경완	-22.8	-20.0		
2017.09.04	산업분석	Buy	65,000	임경완	-25.0	-20.0		
2017.10.10	산업분석	Buy	65,000	임경완	-25.2	-20.0		
2017.10.30	기업브리프	Buy	65,000	임경완	-25.9	-20.0		
2017.11.29	산업분석	Buy	65,000	임경완	-	-		



KB금융(105560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.01.19	기업브리프	Buy	49,000	박선호	-34.1	-28.9		
2016.02.02	산업브리프	Buy	49,000	박선호	-34.6	-28.9		
2016.02.05	기업브리프	Buy	42,000	박선호	-28.9	-25.5		
2016.03.03	산업브리프	Buy	42,000	박선호	-27.6	-23.5		
2016.03.11	산업브리프	Buy	42,000	박선호	-27.0	-22.0		
2016.03.16	산업브리프	Buy	42,000	박선호	-25.7	-21.9		
2016.04.01	산업브리프	Buy	42,000	박선호	-24.7	-18.5		
2016.04.19	산업브리프	Buy	46,000	박선호	-24.1	-23.0		
2016.04.22	기업브리프	Buy	46,000	박선호	-25.5	-17.4		
				담당자 변경				
2016.08.16	산업분석	Buy	50,000	임경완	-22.5	-16.6		
2016.10.21	기업브리프	Buy	50,000	임경완	-20.5	-12.2		
2016.11.21	산업분석	Buy	52,500	임경완	-18.6	-15.4		
2017.01.04	기업브리프	Buy	52,500	임경완	-18.3	-14.0		
2017.01.17	산업브리프	Buy	52,500	임경완	-16.2	-8.7		
2017.02.10	기업브리프	Buy	61,000	임경완	-20.0	-14.9		
2017.04.10	산업브리프	Buy	61,000	임경완	-20.2	-14.9		
2017.04.17	기업브리프	Buy	61,000	임경완	-20.0	-14.9		
2017.04.21	기업브리프	Buy	65,000	임경완	-19.0	-16.2		
2017.05.29	산업분석	Buy	70,000	임경완	-20.6	-17.0		
2017.07.10	산업브리프	Buy	70,000	임경완	-20.0	-17.0		
2017.07.21	기업브리프	Buy	70,000	임경완	-19.0	-14.0		
2017.09.04	산업분석	Buy	70,000	임경완	-19.8	-14.0		
2017.10.10	산업분석	Buy	70,000	임경완	-19.5	-14.0		
2017.10.27	기업브리프	Buy	70,000	임경완	-19.2	-14.0		
2017.11.29	산업분석	Buy	76,000	임경완	-	-		



은행

신한지주(055550) 투자등급변경 내용

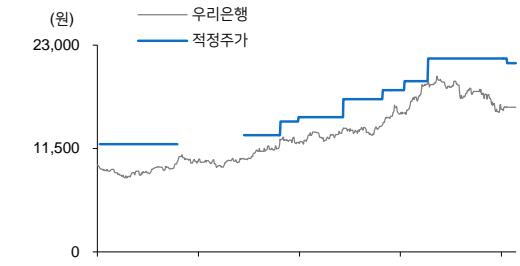
* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.04.19	산업브리프	Buy	56,000	박선호	-28.9	-23.4	
2016.04.22	기업브리프	Buy	56,000	박선호	-29.2	-23.4	
				담당자 변경			
2016.08.16	산업분석	Buy	51,000	은경완	-19.8	-13.6	
2016.10.21	기업브리프	Buy	51,000	은경완	-17.9	-10.6	
2016.11.21	산업분석	Buy	53,500	은경완	-14.9	-10.8	
2017.01.17	산업브리프	Buy	53,500	은경완	-14.6	-10.8	
2017.02.09	기업브리프	Buy	56,000	은경완	-15.2	-11.2	
2017.04.10	산업브리프	Buy	59,000	은경완	-21.1	-19.2	
2017.04.21	기업브리프	Buy	62,000	은경완	-20.8	-18.1	
2017.05.29	산업분석	Buy	62,000	은경완	-20.4	-18.1	
2017.07.10	산업브리프	Buy	62,000	은경완	-20.3	-18.1	
2017.07.21	기업브리프	Buy	62,000	은경완	-18.3	-10.6	
2017.09.04	산업분석	Buy	62,000	은경완	-18.5	-10.6	
2017.10.10	산업분석	Buy	62,000	은경완	-18.5	-10.6	
2017.10.31	기업브리프	Buy	62,000	은경완	-18.9	-10.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	62,000	은경완	-	-	

우리은행(000030) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.01.12	기업브리프	Buy	12,000	박선호	-25.0	-18.1	
2016.04.19	산업브리프	Buy	12,000	박선호	-20.7	-10.0	
				담당자 변경			
2016.08.16	산업분석	Buy	13,000	은경완	-14.1	-3.5	
2016.10.20	기업브리프	Buy	14,500	은경완	-13.9	-11.7	
2016.11.14	기업브리프	Buy	14,500	은경완	-14.5	-11.7	
2016.11.21	산업분석	Buy	15,000	은경완	-15.3	-11.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	15,000	은경완	-14.5	-9.3	
2017.02.09	기업브리프	Buy	17,000	은경완	-20.7	-18.2	
2017.04.10	산업브리프	Buy	17,000	은경완	-20.3	-17.1	
2017.04.20	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-15.0	-9.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	19,000	은경완	-10.0	-1.8	
2017.07.10	산업브리프	Buy	21,500	은경완	-13.4	-12.1	
2017.07.21	기업브리프	Buy	21,500	은경완	-12.9	-9.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	21,500	은경완	-14.7	-9.1	
2017.10.10	산업분석	Buy	21,500	은경완	-15.3	-9.1	
2017.10.27	기업브리프	Buy	21,500	은경완	-17.6	-9.1	
2017.11.29	산업분석	Buy	21,000	은경완	-	-	

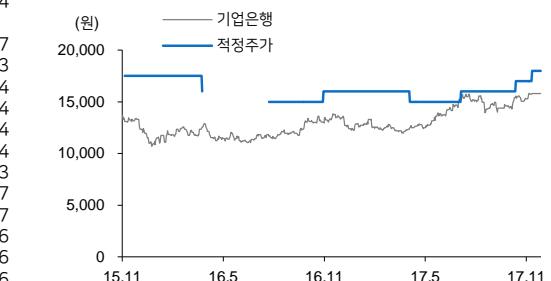


은행

기업은행(024110) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

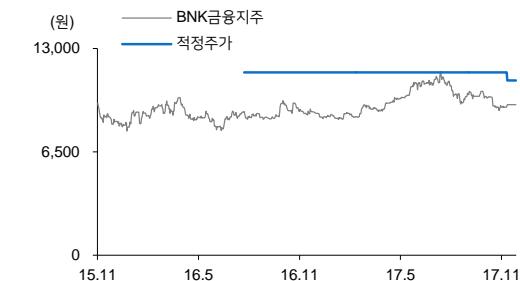
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.03.16	산업브리프	Buy	17,500	박선호	-30.8	-23.1	
2016.04.01	산업브리프	Buy	17,500	박선호	-30.9	-23.1	
2016.04.19	산업브리프	Buy	16,000	박선호	-27.5	-19.4	
				담당자 변경			
2016.08.16	산업분석	Buy	15,000	은경완	-19.1	-10.7	
2016.10.31	기업브리프	Buy	15,000	은경완	-17.6	-9.3	
2016.11.21	산업분석	Buy	16,000	은경완	-18.0	-13.4	
2017.01.17	산업브리프	Buy	16,000	은경완	-18.4	-13.4	
2017.02.15	기업브리프	Buy	16,000	은경완	-19.9	-13.4	
2017.04.10	산업브리프	Buy	16,000	은경완	-20.3	-13.4	
2017.04.24	기업브리프	Buy	15,000	은경완	-15.7	-14.3	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	15,000	은경완	-11.7	-3.7	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	15,000	은경완	-10.1	1.7	
2017.07.24	기업브리프	Trading Buy	16,000	은경완	-4.2	-1.6	
2017.09.04	산업분석	Trading Buy	16,000	은경완	-6.5	-1.6	
2017.10.10	산업분석	Trading Buy	16,000	은경완	-6.8	-1.6	
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	17,000	은경완	-9.4	-7.1	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	18,000	은경완	-	-	



BNK금융지주(138930) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

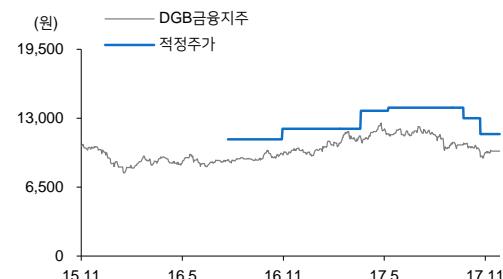
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.08.16	산업분석	Buy	11,500	은경완	-23.0	-15.5	
2016.10.31	기업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.2	-15.5	
2016.11.21	산업분석	Buy	11,500	은경완	-22.4	-15.5	
2017.01.17	산업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.7	-15.5	
2017.02.10	기업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.3	-15.5	
2017.04.10	산업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.2	-15.5	
2017.04.27	기업브리프	Buy	11,500	은경완	-21.5	-13.7	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-19.7	-4.8	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-18.8	-2.2	
2017.07.31	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-18.1	0.4	
2017.08.16		1년 경과			-10.6	-4.8	
2017.09.04	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-12.4	-4.8	
2017.10.10	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-12.6	-4.8	
2017.11.02	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-14.3	-4.8	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	11,000	은경완	-	-	



DGB금융지주(139130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

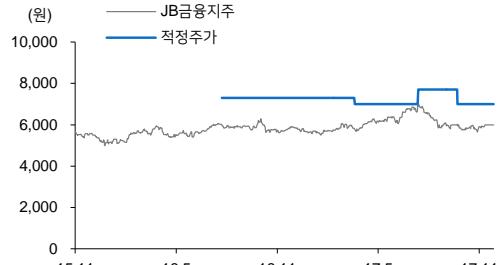
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.08.16	산업분석	Buy	11,000	은경완	-16.2	-9.2		
2016.10.28	기업브리프	Buy	11,000	은경완	-15.6	-9.2		
2016.11.21	산업분석	Buy	12,000	은경완	-18.3	-15.0		
2017.01.17	산업브리프	Buy	12,000	은경완	-17.6	-13.8		
2017.02.09	기업브리프	Buy	12,000	은경완	-13.7	-2.1		
2017.04.10	산업브리프	Buy	13,700	은경완	-17.2	-10.9		
2017.05.12	기업브리프	Buy	13,700	은경완	-15.6	-8.4		
2017.05.29	산업분석	Buy	14,000	은경완	-17.3	-14.3		
2017.07.10	산업브리프	Buy	14,000	은경완	-16.7	-12.9		
2017.08.01	기업브리프	Buy	14,000	은경완	-17.2	-12.9		
2017.09.04	산업분석	Buy	14,000	은경완	-19.1	-12.9		
2017.10.10	산업분석	Buy	13,000	은경완	-20.6	-18.1		
2017.11.09	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-16.3	-13.0		
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-	-		



JB금융지주(175330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

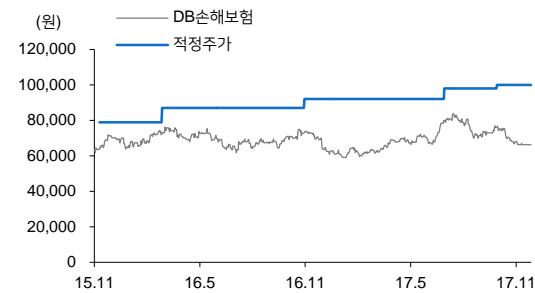
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.08.16	산업분석	Buy	7,300	은경완	-18.7	-13.8		
2016.11.01	기업브리프	Buy	7,300	은경완	-19.3	-13.8		
2016.11.21	산업분석	Buy	7,300	은경완	-20.0	-13.8		
2017.01.17	산업브리프	Buy	7,300	은경완	-20.4	-13.8		
2017.02.13	기업브리프	Buy	7,300	은경완	-20.4	-13.8		
2017.04.10	산업브리프	Buy	7,000	은경완	-15.8	-12.1		
2017.05.08	기업브리프	Buy	7,000	은경완	-14.0	-10.3		
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-12.0	-5.4		
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-10.2	-1.0		
2017.08.01	기업브리프	Trading Buy	7,700	은경완	-14.9	-9.5		
2017.09.04	산업분석	Trading Buy	7,700	은경완	-18.5	-9.5		
2017.10.10	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-16.4	-13.9		
2017.11.06	기업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-16.4	-13.9		
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-	-		



DB손해보험(005830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	최고(최저)	
2016.01.19	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-14.6	-9.0		
2016.02.12	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-14.6	-9.0		
2016.02.24	기업브리프	Buy	79,000	김고은	-13.7	-7.6		
2016.03.17	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-13.3	-6.1	120,000	
2016.03.23	산업분석	Buy	87,000	김고은	-14.5	-12.4		
2016.04.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-14.4	-12.4	100,000	
2016.04.14	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-14.3	-12.4	80,000	
2016.04.15	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-15.8	-12.4	60,000	
2016.05.02	기업브리프	Buy	87,000	김고은	-16.9	-12.4	40,000	
2016.06.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-17.4	-12.4	20,000	
2016.07.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-17.9	-12.4	0	
2016.07.11	산업분석	Buy	87,000	김고은	-18.7	-12.4		
2016.07.21	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-19.3	-12.4		
2016.08.01	기업브리프	Buy	87,000	김고은	-20.4	-12.4		
2016.11.01	기업브리프	Buy	87,000	김고은	-20.2	-12.4		
2016.11.21	산업분석	Buy	92,000	김고은	-21.9	-19.5		
2016.12.21	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-26.6	-19.5		
2017.01.18	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-28.8	-19.5		
2017.02.23	기업브리프	Buy	92,000	김고은	-29.8	-19.5		
2017.04.14	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-28.9	-19.5		
2017.05.29	산업분석	Buy	92,000	김고은	-28.7	-19.5		
2017.06.07	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-27.6	-13.0		
2017.07.18	산업분석	Buy	98,000	김고은	-17.4	-14.5		
2017.08.21	산업분석	Buy	98,000	김고은	-21.7	-14.5		
2017.10.16	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-29.5	-23.2		
2017.11.29	산업분석	Buy	100,000	김고은	-	-		

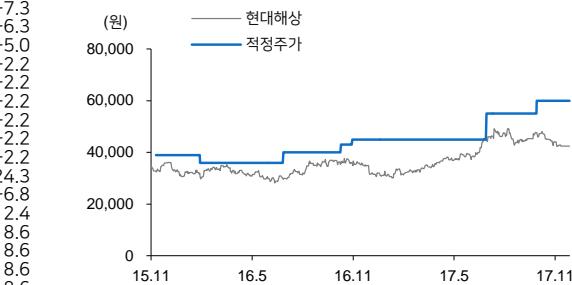


화재보험

현대해상(001450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.01.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	-14.4	-7.3		
2016.01.26	기업브리프	Buy	39,000	김고은	-15.3	-7.3		
2016.02.12	산업브리프	Buy	39,000	김고은	-15.6	-7.3		
2016.02.24	기업브리프	Buy	36,000	김고은	-9.7	-6.3		
2016.03.17	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-8.3	-5.0		
2016.04.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-7.2	-2.2		
2016.04.14	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-7.2	-2.2		
2016.04.15	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-7.8	-2.2		
2016.05.02	기업브리프	Buy	36,000	김고은	-9.1	-2.2		
2016.06.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-10.6	-2.2		
2016.07.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-11.5	-2.2		
2016.07.21	산업브리프	Buy	40,000	김고은	-25.3	-24.3		
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	김고은	-14.7	-6.8		
2016.11.01	기업브리프	Buy	43,000	김고은	-15.2	-12.4		
2016.11.21	산업분석	Buy	45,000	김고은	-21.3	-18.6		
2016.12.21	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-25.4	-18.6		
2017.01.18	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-26.7	-18.6		
2017.02.21	기업브리프	Buy	45,000	김고은	-26.5	-18.6		
2017.04.14	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-24.7	-15.0		
2017.05.29	산업분석	Buy	45,000	김고은	-24.3	-12.4		
2017.06.07	산업분석	Buy	45,000	김고은	-21.8	0.9		
2017.07.18	산업분석	Buy	55,000	김고은	-15.2	-10.5		
2017.08.21	산업분석	Buy	55,000	김고은	-16.5	-10.5		
2017.10.16	산업분석	Buy	60,000	김고은	-24.9	-19.8		
2017.11.29	산업분석	Buy	60,000	김고은	-	-		



삼성화재(000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.01.19	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-12.6	-8.7		
2016.02.12	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-12.4	-8.7		
2016.02.19	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-12.7	-8.7		
2016.03.17	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-13.1	-8.7		
2016.04.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-13.5	-8.7		
2016.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-13.5	-8.7		
2016.04.15	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-13.7	-8.7		
2016.05.02	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-14.5	-8.7		
2016.06.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-15.7	-8.7		
2016.07.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-16.4	-8.7		
2016.07.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-16.7	-8.7		
2016.08.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-17.6	-8.7		
2016.11.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-17.6	-8.7		
2016.11.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-17.5	-8.7		
2016.12.07	1년 경과				-16.5	-14.9		
2016.12.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.5	-14.9		
2017.01.18	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.1	-14.9		
2017.02.16	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-22.8	-14.9		
2017.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-22.5	-14.9		
2017.05.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.2	-14.9		
2017.06.07	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.4	-14.9		
2017.07.18	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.7	-12.7		
2017.08.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.7	-12.7		
2017.10.16	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.9	-12.7		
2017.11.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-	-		

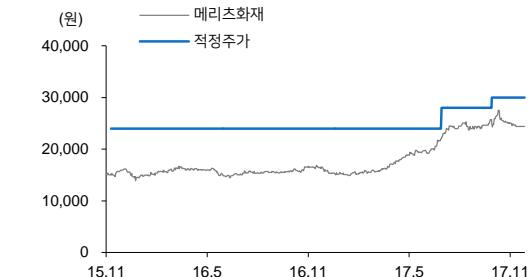


화재보험

메리츠화재(000060) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

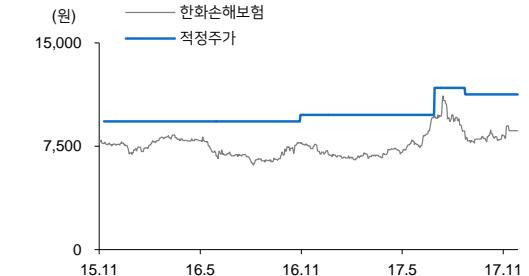
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.01.19	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-37.1	-32.7	
2016.02.12	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-37.0	-32.7	
2016.02.23	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-36.6	-32.7	
2016.03.17	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-36.1	-31.9	
2016.04.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.7	-30.4	
2016.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.7	-30.4	
2016.04.15	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.4	-30.4	
2016.04.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.0	-30.4	
2016.06.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.1	-30.4	
2016.06.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.2	-30.4	
2016.07.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.4	-30.4	
2016.07.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.5	-30.4	
2016.07.29	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.4	-30.4	
2016.10.27	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.2	-30.4	
2016.11.21	산업분석	Buy	24,000	김고은	-35.1	-30.4	
2016.12.07	1년 경과				-31.4	-29.8	
2016.12.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.2	-29.8	
2017.01.18	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.8	-29.8	
2017.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-32.5	-19.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	24,000	김고은	-31.8	-17.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-28.9	-8.1	
2017.07.18	산업분석	Buy	28,000	김고은	-15.1	-12.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	28,000	김고은	-13.6	-8.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-15.4	-8.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	30,000	김고은	-	-	



한화손해보험(000370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.01.19	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-19.6	-15.9	
2016.02.12	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-19.7	-15.9	
2016.03.03	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-19.0	-12.9	
2016.03.17	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.0	-11.0	
2016.04.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.5	-10.5	
2016.04.14	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.4	-10.5	
2016.04.15	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.1	-10.5	
2016.05.02	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-16.6	-10.5	
2016.06.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.3	-10.5	
2016.07.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.0	-10.5	
2016.07.21	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.4	-10.5	
2016.08.01	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-21.0	-10.5	
2016.11.21	산업분석	Buy	10,000	김고은	-22.7	-20.5	
2016.12.21	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-25.4	-20.5	
2017.01.18	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-28.7	-20.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-28.3	-20.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	10,000	김고은	-28.1	-20.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-25.9	-0.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	12,000	김고은	-15.3	-5.0	
2017.08.21	산업분석	Buy	12,000	김고은	-17.9	-5.0	
2017.09.11	기업브리프	Buy	11,500	김고은	-29.1	-26.9	
2017.10.16	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.7	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	11,500	김고은	-	-	

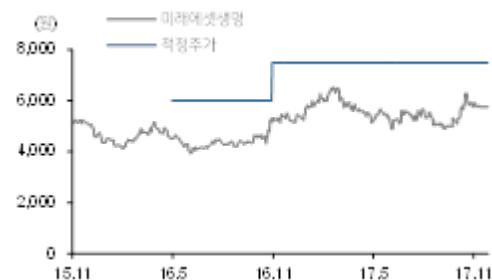


생명보험

미래에셋생명(085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

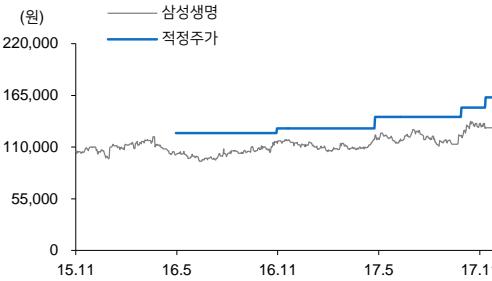
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.05.25	산업분석	Buy	6,000	김고은	-28.6	-22.3	
2016.07.11	산업분석	Buy	6,000	김고은	-29.0	-22.3	
2016.07.21	산업브리프	Buy	6,000	김고은	-29.1	-22.3	
2016.08.10	기업브리프	Buy	6,000	김고은	-27.2	-12.0	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,500	김고은	-29.3	-26.7	
2017.01.18	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-26.1	-16.3	
2017.02.27	기업분석	Buy	7,500	김고은	-23.6	-13.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-23.8	-13.2	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	-24.3	-13.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-25.2	-13.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	7,500	김고은	-26.3	-13.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-26.1	-13.2	
2017.11.21	1년 경과				-23.1	-22.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-	-	



삼성생명(032830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.05.25	산업분석	Buy	125,000	김고은	-20.1	-15.6	
2016.07.21	산업브리프	Buy	125,000	김고은	-20.3	-15.6	
2016.08.12	기업브리프	Buy	125,000	김고은	-18.8	-11.6	
2016.10.10	산업분석	Buy	125,000	김고은	-17.7	-10.8	
2016.11.14	기업브리프	Buy	125,000	김고은	-17.3	-7.2	
2016.11.21	산업분석	Buy	130,000	김고은	-11.9	-9.2	
2017.01.18	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-13.0	-9.2	
2017.02.20	기업브리프	Buy	130,000	김고은	-14.2	-9.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-14.2	-9.2	
2017.05.15	기업브리프	Buy	142,000	김고은	-14.7	-12.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-12.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-9.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	152,000	김고은	-13.8	-9.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	163,000	김고은	-	-	



생명보험

한화생명(088350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.05.25	산업분석	Hold	7,500	김고은	-19.6	-13.6		
2016.07.21	산업브리프	Trading Buy	6,500	김고은	-11.6	-10.0		
2016.08.16	기업브리프	Trading Buy	6,500	김고은	-9.2	4.0	(원)	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-10.8	-6.4	10,000	
2017.01.18	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은	-13.8	-6.4		
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은	-14.0	-6.4		
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-12.4	2.8		
2017.07.18	산업분석	Trading Buy	8,000	김고은	-9.1	-1.6	8,000	
2017.10.16	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-11.2	-4.8	6,000	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	8,500	김고은	-	-	4,000	
							2,000	
							0	

동양생명(082640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.05.25	산업분석	Hold	13,000	김고은	-19.1	-14.6		
2016.07.21	산업브리프	Trading Buy	12,000	김고은	-10.2	-6.7		
2016.08.12	기업브리프	Trading Buy	12,000	김고은	-2.3	9.2	(원)	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	14,000	김고은	-8.6	-0.4	19,500	
2017.01.18	산업브리프	Hold	11,000	김고은	-3.9	0.9		
2017.04.14	산업브리프	Hold	11,000	김고은	-5.4	0.9		
2017.05.29	산업분석	Hold	11,000	김고은	-5.9	0.9		
2017.07.18	산업분석	Hold	11,000	김고은	-10.0	0.9		
2017.10.16	산업브리프	Hold	9,500	김고은	-12.3	-6.7		
2017.11.29	산업분석	Hold	9,500	김고은	-	-		
							0	

증권

한국금융지주(071050) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2017.11.29	산업분석	Buy	95,000	김고은	-	-	

키움증권(039490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2016.01.06	산업브리프	Buy	85,000	박선호	-31.7	-26.8	
2016.01.22	산업브리프	Buy	85,000	박선호	-32.1	-26.8	
2016.01.28	산업브리프	Buy	73,000	박선호	-21.8	-17.1	
2016.03.07	기업브리프	Buy	73,000	박선호	-16.1	-5.8	
2016.04.14	산업브리프	Buy	73,000	박선호	-5.0	11.4	
				담당자 변경			
2016.11.21	산업분석	Buy	85,000	김고희	-12.6	1.5	
2017.05.16	산업브리프	Buy	97,000	김고희	-14.4	-11.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	110,000	김고희	-18.0	-15.1	
2017.07.18	산업브리프	Buy	110,000	김고희	-23.6	-15.1	
2017.10.20	산업브리프	Buy	97,000	김고희	-20.0	-7.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	110,000	김고희	-	-	

미래에셋대우(006800) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.06	산업브리프	Buy	18,000	박선호	-49.8	-38.9	
2016.01.28	산업브리프	Buy	10,000	박선호	-19.5	-11.8	
2016.04.14	산업브리프	Buy	10,000	박선호 담당자 변경	-19.2	-8.8	
2016.11.21	산업분석	Buy	10,000	김고은	-20.2	-8.8	
2017.01.28	1년 경과				-10.0	-2.6	
2017.05.16	산업브리프	Buy	11,000	김고은	-12.1	-10.4	
2017.05.29	산업분석	Buy	12,500	김고은	-16.9	-8.8	
2017.07.18	산업브리프	Buy	14,000	김고은	-25.6	-17.9	
2017.10.20	산업브리프	Buy	14,000	김고은	-25.7	-17.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	14,000	김고은	-	-	

NH투자증권(005940) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.06	산업브리프	Buy	17,000	박선호	-42.9	-36.2	
2016.01.22	산업브리프	Buy	17,000	박선호	-43.4	-36.2	
2016.01.28	산업브리프	Buy	13,000	박선호	-27.6	-24.8	
2016.02.29	기업브리프	Buy	13,000	박선호	-25.7	-18.8	
2016.03.11	산업브리프	Buy	13,000	박선호	-24.9	-18.8	
2016.03.25	산업브리프	Buy	13,000	박선호	-24.9	-18.8	
2016.04.14	산업브리프	Buy	13,000	박선호 담당자 변경	-24.3	-17.7	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	12,000	김고은	-5.0	16.7	
2017.05.16	산업브리프	Trading Buy	13,500	김고은	5.6	8.9	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	16,500	김고은	-12.7	-9.4	
2017.07.18	산업브리프	Trading Buy	17,500	김고은	-20.4	-14.0	
2017.10.20	산업브리프	Buy	19,000	김고은	-25.2	-22.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	19,000	김고은	-	-	

삼성증권(016360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	최고(최저)	
2016.01.06	산업브리프	Buy	70,000	박선호	-42.8	-37.9	75,000	삼성증권 적정주가
2016.01.22	산업브리프	Buy	70,000	박선호	-43.5	-37.9	60,000	
2016.01.28	산업브리프	Buy	48,000	박선호	-22.4	-19.5	45,000	
2016.02.24	기업브리프	Buy	48,000	박선호	-18.3	-12.4	30,000	
2016.04.14	산업브리프	Buy	48,000	박선호	-23.2	-12.4	15,000	
				담당자 변경			0	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	40,000	김고은	-15.2	-2.3	15.11 16.5 16.11 17.5 17.11	
2017.05.16	산업브리프	Trading Buy	43,000	김고은	-9.8	-6.5		
2017.05.29	산업분석	Buy	48,000	김고은	-16.3	-14.0		
2017.07.18	산업브리프	Buy	51,000	김고은	-27.1	-17.8		
2017.10.20	산업브리프	Buy	51,000	김고은	-27.4	-17.8		
2017.11.29	산업분석	Buy	51,000	김고은	-	-		