

2018. 1. 16



## ▲ 은행/지주

Analyst 은경완

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

KB금융(105560)	Buy	85,000원
하나금융지주(086790)	Buy	67,500원

## 은행

## 금리와 규제, 그리고 은행주

- ✓ 은행업 Overweight 투자 의견 유지, Top picks: KB금융, 하나금융지주 추천
- ✓ 구조적 저물가 현상 Vs. 인플레이션의 귀환
- ✓ 불확실한 장기금리 방향성 → 구조적인 밸류에이션 상승의 한계
- ✓ 4Q17 Preview → '18년 감익에 대한 우려 해소
- ✓ 규제의 딜레마 → 시중은행 > 기업은행 및 지방은행

## 축소되는 장단기금리차와 은행주

장기금리에 대한 의견이 분분하다. 구조적 저물가 현상과 인플레이션 부활 기대감이 공존하고 있다. 금리 방향성을 예단하긴 어려우나 분명한 점은 기준금리 인상 과정에서 장단기금리차는 추가 축소될 여지가 높다는 것이다. Top down 관점에서 은행주의 고점 논란을 지속적으로 제기하는 경험적 배경이다.

불확실한 금리 방향성은 은행 밸류에이션 상승 한계를 의미한다. 1) 지속가능 ROE 개선, 2) COE 하락 모두 금리에 영향을 받기 때문이다. 지난 몇 개 분기 동안 은행주가 유독 어닝시즌에 민감하게 반응한 것도 같은 맥락이다. 장기 수익성 전망이 불투명한 가운데 단기 실적흐름에 발 맞춘 점진적인 주가 상승이 진행되고 있다.

## 규제의 딜레마

단기 실적을 추정함에 있어 가장 큰 변수는 정부 규제다. 대출규제에 이은 가격규제 가능성에 대한 시장의 우려가 여전히 남아있다. 여기서 특이한 점은 가계대출과 중기대출 가산금리 간의 디커플링 현상이다. 중기대출의 가산금리는 현 정권 출범 후 줄곧 하락세이나, 가계 가산금리의 경우 고점 수준을 유지하고 있다.

가계 가산금리 조정에 따른 영향은 긍정과 부정이 혼재되어 있다. 예컨대 소비 진작, 가계 이자부담 경감 등은 긍정적이나, 가계부채 이슈가 재차 불거질 수 있는 부작용도 있다. 반면 중기대출 금리 하락에 따른 투자 수요 증가는 대기업과의 양극화를 축소시키는 계기로 작용할 수 있으며, 지역 경제 활성화 등을 위한 정부 정책 방향성에도 부합한다. 당사가 여전히 중소기업여신 비중이 높은 기업은행 및 지방은행 대비 시중은행을 선호하는 결정적 이유이다.

## 단기 ROE 개선은 확실히, 은행업 Overweight 투자 의견 유지

기준금리 인상에 따른 NIM 개선, 중소기업 중심의 대출성장, 안정된 수준에서 관리되고 있는 비용 등을 감안시 은행주 실적 개선 추세는 '18년에도 지속될 가능성이 높다. 4Q17 Earning smoothing을 위한 선제적, 보수적 비용집행으로 '17년 일회성 이익의 기저효과 부담이 해소되었다는 점도 긍정적이다. 은행업종에 대한 Overweight 투자 의견을 유지하며 KB금융, 하나금융을 최선호주로 지속 추천한다.

금리 상승 + 원화 강세  
→ 은행주 신고가

### 구조적 저물가 현상 Vs. 인플레이션의 귀환

금리는 오르고 환율(원/달러)은 강세를 나타내고 있다. 이에 규제에 발목 잡혔던 은행주 역시 시중은행 위주로 신고가를 경신하며 사상 최고치를 기록했다. 또한 IT, 자동차와 같이 시총 비중이 큰 섹터의 조정도 은행주 수급에 우호적으로 작용하며 외국인 중심의 순매수가 지속되고 있다.

그림1 원/달러 환율과 은행주

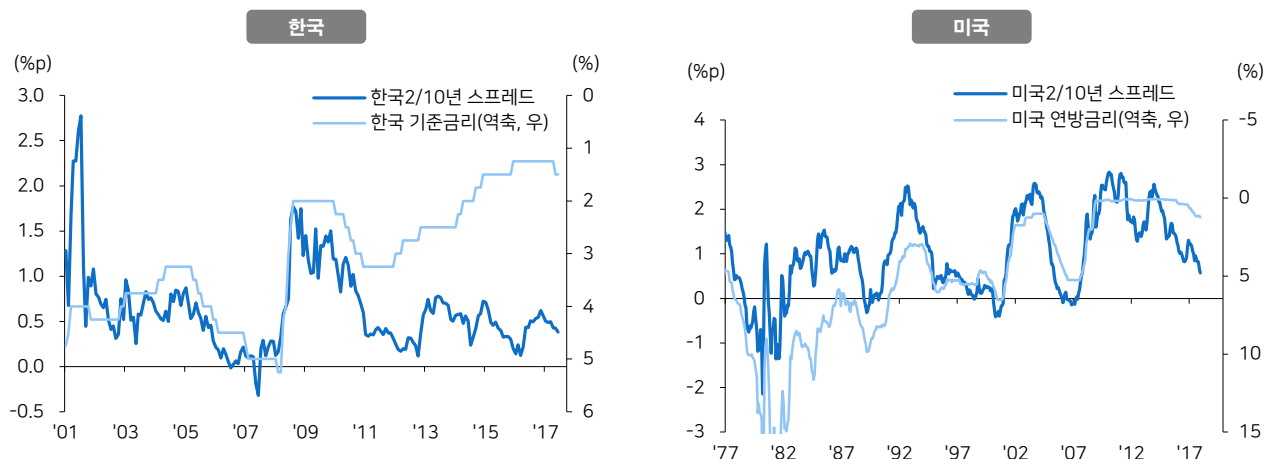


자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

Deflation Vs. Inflation  
단, 기준금리 인상 과정에서  
장단기금리차 축소는 필연적

기준금리 인상에 따른 단기금리 상승에도 장기금리 방향성에 대한 의견은 여전히 분분하다. 필립스 곡선 평탄화와 같은 구조적 저물가 현상을 인정하면서도, 최근 유가 및 Commodity 가격 상승 등 인플레이션이 부활할 것이라는 기대감이 공존하고 있다. 장기금리 방향성을 예단하기는 어려우나 분명한 점은 국내를 포함한 글로벌 주요국의 통화정책이 정상화 과정에 진입한 만큼 장단기금리차는 추가 축소될 가능성이 높다는 것이다.

그림2 통화정책 방향과 장단기금리차의 역의 상관관계

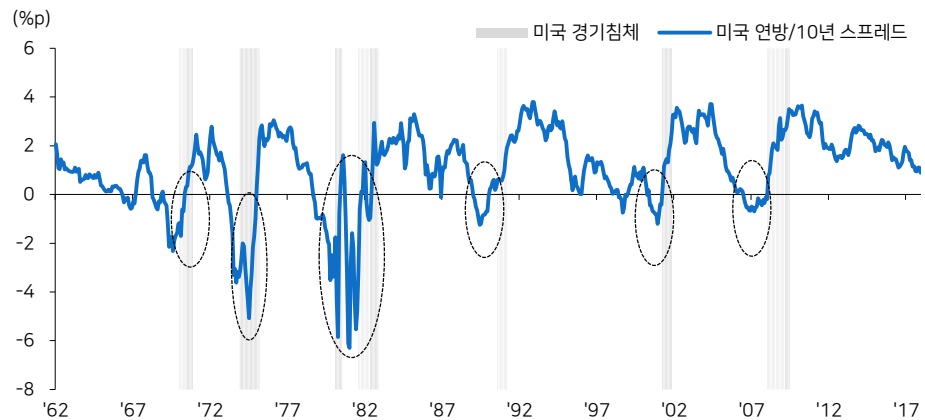


자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 장단기금리차 축소는 대표적인 경기 침체 전조현상

경기선행지수의 주요 구성 항목인 만큼 장단기금리차의 축소는 경기 침체의 전조 현상 중 하나이다. 과거 사례를 참고하더라도 장단기금리차가 역전된 이후 2년 이내에 큰 경기 침체가 발생했다는 점은 부인하기 어려운 사실이다. 고공행진하고 있는 글로벌 증시, 이머징 통화 강세 등 위험자산 선호 현상의 정점 논란이 불거지고 있는 요즘 투자자들이 그 어느 때 보다 장단기금리차 추이를 주목하고 있는 경험적 배경이다.

그림3 역사적으로 장단기금리차 역전 이후 2년 이내에는 경기침체 가능성 높음



자료: NBER, FRB, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 은행주 고점 논란도 장단기금리차 축소를 바라보는 Top down 분석의 영향

실제 지난 해 8월 이후 시작된 은행주 조정의 본질적인 이유도 시장의 직관적인 우려였던 규제 리스크('17년 8월 2일 부동산 대책 발표) 부각이 아닌 장단기금리차 확보에 따른 장기 실적 개선 기대감 약화였다. 일각에서 제기하는 은행주 고점 논란도 결국엔 장단기금리차를 은행주 투자의 Proxy로 간주하는 Top down approach 중심의 분석에서 기인된 것이다.

그림4 장단기금리차와 은행주



자료: KRX, 금투협, 메리츠증권증권 리서치센터

## 불확실한 장기 금리 방향성 → Valuation 상승 한계

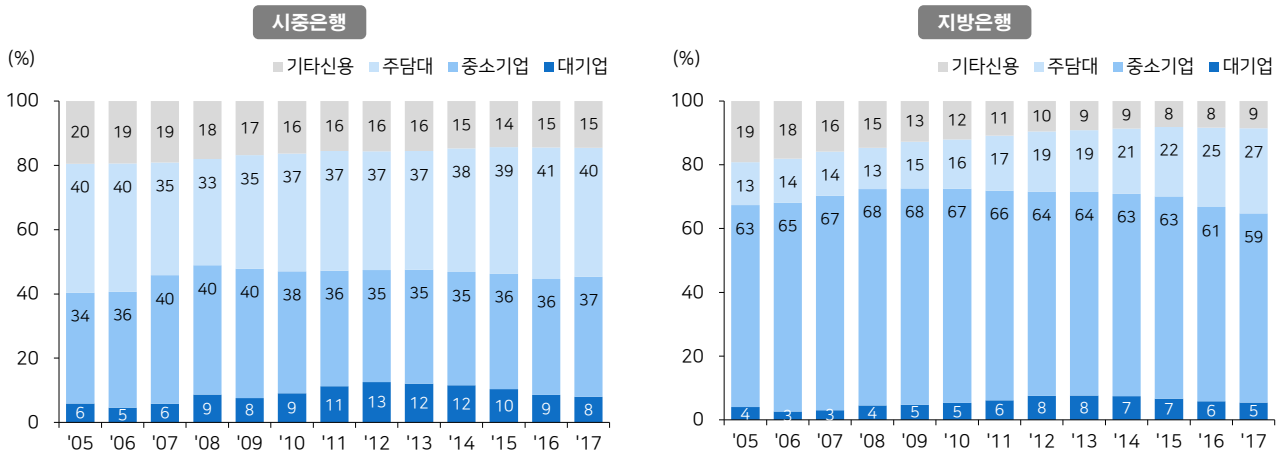
불확실한 장기금리 방향성이  
야기하는 2 가지 리스크

장기금리의 방향성이 불확실하다면 은행주에 야기될 수 있는 리스크는 크게 2가지다. 우선 전술한 경기 침체 가능성이다. 경기를 대변하고 있는 은행주의 특성상 기업 부실, 부동산 가격 하락 등에 따른 대손비용 증가 가능성이 대두될 수 있으며, 대출 수요 감소에 따른 성장성 하락 등이 주가에 부담으로 작용할 수 있다.

- 1) 경기 침체 발생 가능성
- 마켓 리스크 > 은행 리스크
- 소액다계좌화 된 포트폴리오

그러나 경기 침체에 따른 경기 하방 위험은 비단 은행주에게만 국한되는 리스크가 아닌 마켓 리스크이기 때문에 은행주의 고유 리스크로 치부하기엔 한계가 있다. 또한 경기 하강 Cycle에서의 급격한 대손 비용 증가 가능성도 지난 몇 년간 진행된 주택담보대출 및 SOHO 중심의 자산 성장으로 과거대비 약화되었다. 실적 Swing을 크게 가져왔던 대기업 대출은 감소하고 은행 자산 포트폴리오가 소액다계좌화되며 리스크가 분산되었기 때문이다.

그림5 은행 자산 포트폴리오 변화 추이('17년 9월말 기준)



자료: 금감원, 메리츠증권리서치센터

- 2) Valuation 상승의 한계
- ROE 개선 기대감 약화
- 좁혀지지 않는 COE 할증폭

오히려 투자자에게 진짜 불편한 사항은 Valuation이다. 은행주의 경우 타 업종대비 자산가치가 중요한 까닭에 가치 평가 지표로 PER이 아닌 PBR 방식이 주로 통용되고 있다. 이론적인 PBR 산출 공식은 'Fair PBR = (ROE-g)/(COE-g)'으로 정의되며, Valuation 상승을 위해서는 1) Sustainable ROE의 개선 또는 2) Cost of Equity의 하락이 필요하다. 문제는 두 지표 모두 장기 금리의 방향성이 가장 중요한 변수로 작용한다는 점이다.

ROE는 은행의 수익성 지표  
이자이익 중심의 수익구조상  
ROE 전망은 금리 전망과 일치

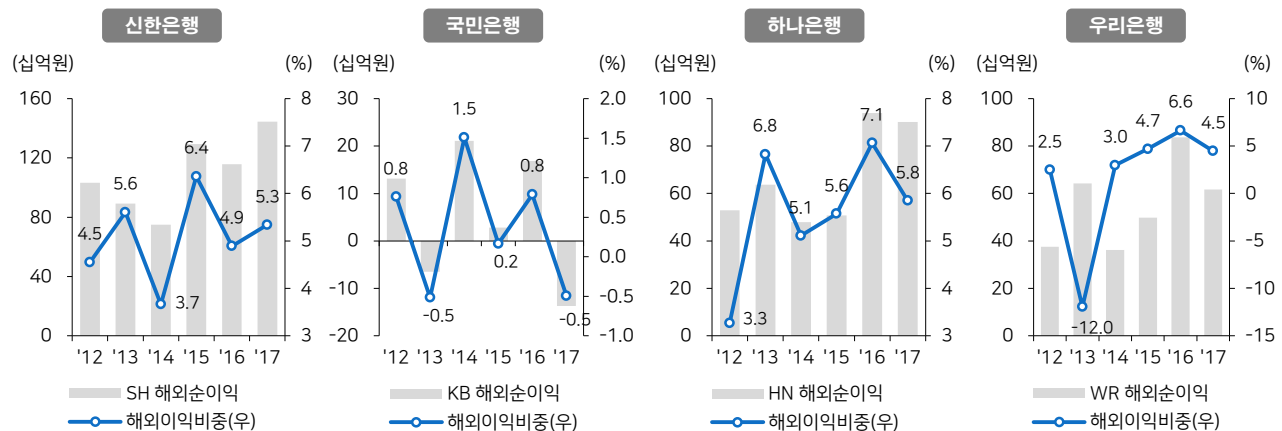
이자이익 중심의 국내 은행업 수익 구조상 Sustainable ROE, 즉 은행의 장기 수익성 전망은 금리 전망과 일치하기 마련이다. 자회사간 시너지 확대, M&A를 통한 비은행 부문 강화, 영업기반 확대를 위한 해외 진출 등의 노력에도 여전히 이자이익이 전체 이익의 90% 이상을 차지하고 있으며, 투자은행이 아닌 상업은행으로서의 태생적 한계도 지니고 있기 때문이다. 또한 인터넷전문은행 출범으로 대표되는 IT 기술에 기반한 핀테크 발달도 은행 수익성의 금리 민감도를 더욱 높이는 요인으로 작용하고 있다.

표1 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, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 시중은행의 해외이익 비중 추이



주: 2017년 3분기 누적 해외 법인 별도 순이익 기준

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

### ROE와 달리 COE는 일종의 투자심리 지표

Sustainable ROE가 은행의 장기 수익성 전망을 반영하고 있다면, Cost of Equity는 일종의 투자심리 지표이다. COE의 사전적 의미는 안전자산 대신 선택한 위험 자산에 기대하는 요구 수익률이다. 다시 말해 추가 위험 부담에 대한 보상 정도를 나타내는 것으로 투자자의 심리가 일정 부분 반영되어 있다고 볼 수 있다.

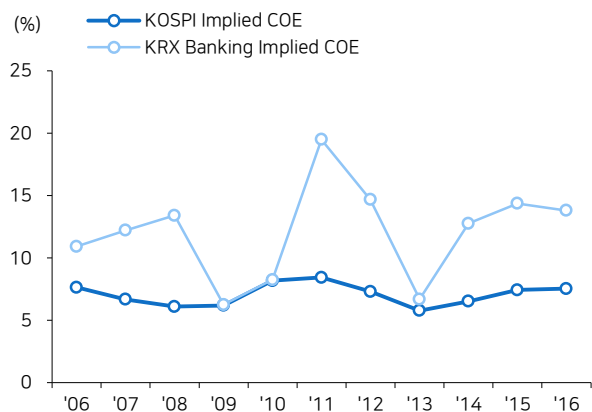
### 은행주의 과도한 Valuation 할인은 높은 COE 할증폭에 기인

과거 실제치를 적용하여 산출된 내재 자본비용(Implied COE = (ROE-g)/PBR)을 살펴보면, 지난 10년간 은행주는 KOSPI 대비 약 5.3%의 추가 자본비용을 요구 받고 있음을 확인할 수 있다. 컨센서스 기준 KRX 전체(반도체, 헬스케어 제외), KRX은행업종의 평균 12m Fwd ROE가 각각 8.9%, 8.4%라는 점에서 수익성의 차이가 크지 않고, 성장(g=영구성장률)의 부재는 비단 은행만의 문제가 아니라는 점에서 과도한 밸류에이션 할인 폭이다.

ROE 개선 및 COE 하락이  
전제되지 않는 상황 → 단기 실적  
흐름에 발맞춘 점진적 주가 상승

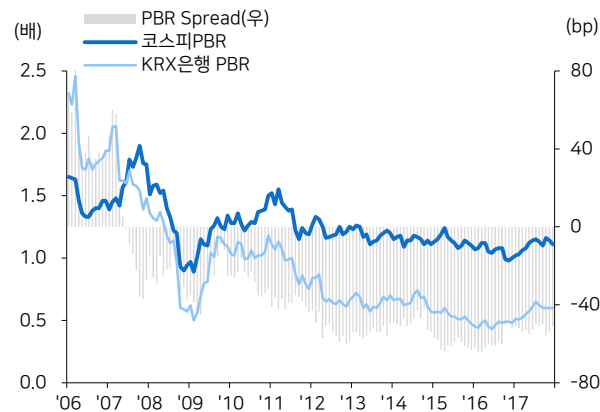
이는 결국 불확실한 장기 금리 방향성에서 기인된 은행권 수익성 유지 가능성에 대한 투자자의 우려가 주가에 선반영 된 결과로 추정된다. 지난 몇 개 분기 동안 유독 어닝 시즌에 은행주가 민감하게 반응한 것도 같은 맥락이다. 장기적인 은행 수익성에 대한 의구심이 여전한 가운데 단기 실적 흐름에 발맞춘 점진적인 Valuation 상황 조정이 진행되고 있는 것이다.

그림7 KOSPI대비 과도한 할인율을 적용 받고 있는 은행주



자료: KRX, 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 좀처럼 좁혀지지 않는 KOSPI와 KRX은행업 PBR Spread



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

#### 4Q17 Preview → '18년 감익에 대한 시장의 우려 불식

4Q17 Preview, Earning  
Smoothing을 위한 비용 집행  
→ '18년 증익 가능성에 초점

여타 분기와 달리 계절적 비용 집행이 많은 4분기 은행 실적이 주는 의미는 크지 않다. 실제 4Q17 메리츠증권증권 커버리지 8개사 기준 지배주주순이익은 컨센서스를 10.8% 하회하는 1.95조원(+21.1% YoY, -40.2% QoQ)으로 추정되며, 예측 가능한 희망퇴직, 충당금 비용, 자기앞수표 출연금 등이 아직 충분히 컨센서스에 반영되지 않았다는 점을 감안시 추가 하향 조정될 가능성이 높다. 표면적인 실적 부진보다 Earning smoothing 전략을 통한 '18년 증익 가능성에 초점을 맞출 필요가 있다.

표2 Coverage 4Q17 예상 지배주주 순이익

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
신한지주	501.2	612.1	-18.1	817.3	-38.7	556.5	-9.9
KB금융	481.8	453.9	6.1	897.5	-46.3	568.9	-15.3
하나금융지주	453.4	90.4	401.6	510.0	-11.1	430.4	5.3
우리은행	206.6	155.4	33.0	280.1	-26.3	273.7	-24.5
기업은행	264.1	213.2	23.8	449.7	-41.3	258.6	2.1
BNK금융지주	-12.3	44.5	적자전환	155.6	적자전환	36.6	N/A
DGB금융지주	40.3	34.2	17.9	90.2	-55.3	46.2	-12.7
JB금융지주	15.1	6.7	125.9	59.6	-74.7	16.0	-5.7
Coverage	1,950.2	1,610.4	21.1	3,260.1	-40.2	2,186.9	-10.8

자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

종목별로는 하나금융, DGB 금융의 실적이 돋보일 것으로 예상

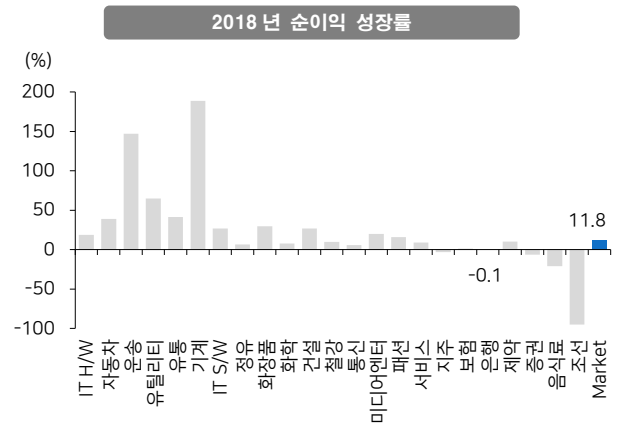
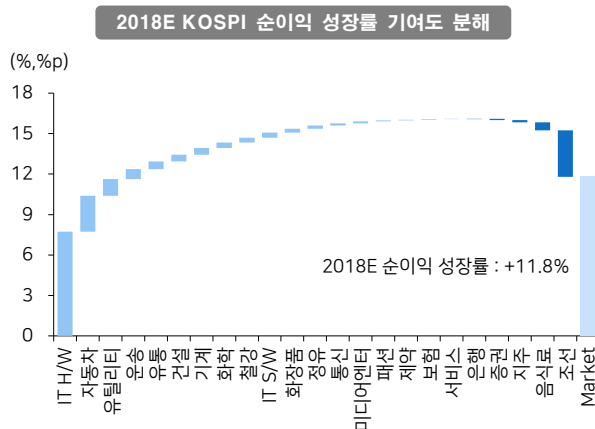
4분기 은행주 주요 특이사항은 1) 계절적 비수기에도 양호하게 유지되고 있는 자산 성장, 2) 전분기와 유사한 수준의 마진 흐름, 3) 희망퇴직 실시에 따른 '18년 C/I Ratio 추가 하향가능성 정도로 요약할 수 있다. 종목별로는 SK하이닉스 주식 매각이익, FX환산이익 등 약 3,500억원 이상의 일회성 이익이 발생한 하나금융지주, '17년 4분기 은행채 3개월물 급등의 수혜로 전분기대비 4bp 이상의 마진 개선이 예상되는 DGB금융지주가 상대적으로 돋보일 것으로 예상된다.

표3 Coverage 4Q17E 상세 실적 Summary

(십억원)	신한지주	KB금융	하나금융지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주	Coverage
순이자이익	2,003.8	2,042.0	1,323.5	1,343.7	1,350.4	578.0	335.7	299.4	9,276.5
이자수익	3,027.8	2,986.9	2,303.6	2,184.0	2,069.4	845.6	471.5	457.4	14,346.2
이자비용	1,024.1	944.9	980.1	840.3	719.0	267.6	135.8	158.0	5,069.8
순수수료이익	430.3	474.6	429.2	264.7	90.3	37.3	17.5	4.5	1,748.4
수수료수익	1,000.0	965.4	650.4	517.0	179.6	75.2	35.7	29.2	3,452.5
수수료비용	569.7	490.8	221.1	252.3	89.3	37.9	18.2	24.7	1,704.1
기타비이자이익	36.5	-75.5	245.4	-144.8	-194.5	-67.7	-31.8	-12.2	-244.5
총영업이익	2,470.6	2,441.1	1,998.1	1,463.7	1,246.2	547.6	321.4	291.7	10,780.4
판관비	1,482.7	1,641.6	1,188.3	916.8	583.5	363.0	201.3	193.0	6,570.2
총전영업이익	987.9	799.6	809.8	546.9	662.7	184.6	120.1	98.8	4,210.2
총당금전입액	331.7	182.0	181.2	283.3	308.9	183.0	60.6	62.9	1,593.7
영업이익	656.1	617.6	628.5	263.5	353.8	1.6	59.5	35.9	2,616.5
영업외손익	8.0	12.6	-17.5	9.7	-7.2	-12.3	-2.8	0.3	-9.3
세전이익	664.2	630.2	611.0	273.2	346.6	-10.7	56.7	36.2	2,607.2
법인세비용	156.1	148.1	143.6	64.2	81.5	-2.5	13.3	8.5	612.7
당기순이익	508.1	482.1	467.4	209.0	265.1	-8.2	43.4	27.7	1,994.5
지배주주	501.2	481.8	453.4	206.6	264.1	-12.3	40.3	15.1	1,950.2
비지배지분	6.9	0.2	14.0	2.4	1.1	4.1	3.0	12.6	44.3

자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 2018년 KOSPI 순이익 성장률 및 기여도(Consensus 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

### 규제의 딜레마 → 시중은행 > 기업은행 및 지방은행

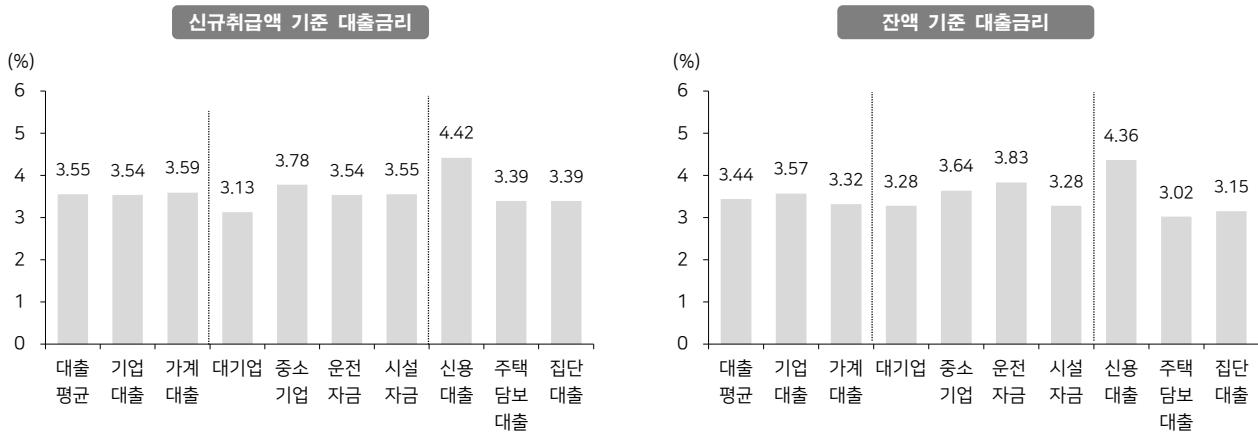
'18년 자산 성장 차별화 마무리  
중소기업 중심의 자산 성장 목표

회사별로 개선 폭의 차이는 존재하나 기준금리 인상에 따른 마진 개선은 공통적인 사항이다. 오히려 지난 2년간 주가 측면에서 주도주와 비주도주의 성패를 가른 결정적 요인은 자산 성장과 관련된 부분이다. 시중은행 중심의 Rally가 펼쳐지고 있는 것도 소매금융 분야 확대에 따른 대손비용 개선 속도 차에 상당 부분 기인하고 있다. 반면 '18년 은행의 자산 성장 전략은 모두 중소기업대출 시장으로 향해있다.

수익성과 건전성에 상반된 영향  
상고하저의 주가 흐름 예상  
(∴ 마진 개선분이 주가에 선반영)

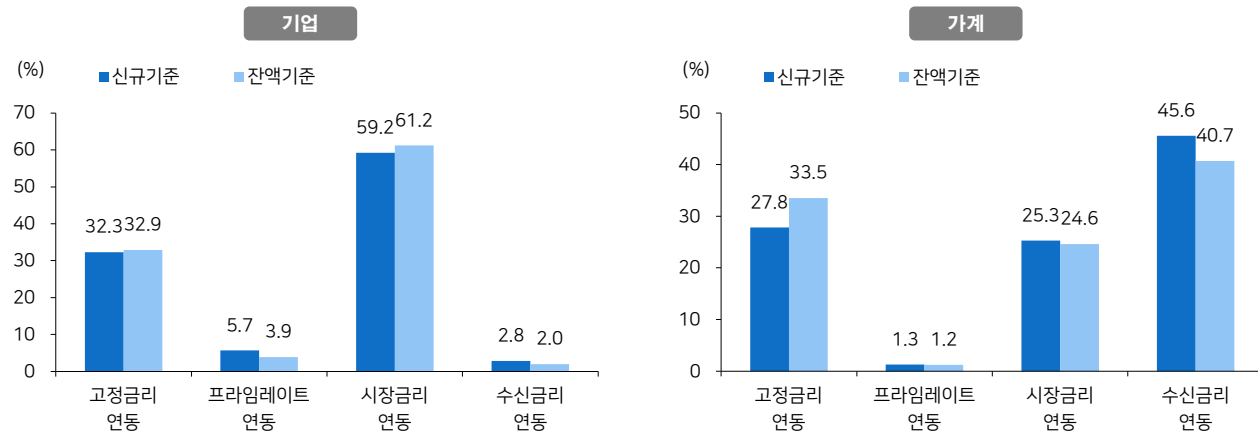
중소기업대출 중심의 자산 성장을 가정시 수익성과 건전성에는 상반된 영향이 존재한다. 우선 그간 중점적으로 취급해 온 가계대출 대비 표면 마진이 더 높고 시장금리 연동 비중이 높다는 점에서 NIM 개선폭은 시장의 기대 이상이 될 확률이 높다. 은행들이 연간 NIM 개선폭 가이드선으로 3bp 수준을 제시하고 있으나 보수적인 은행 경영전략으로 판단되며, 상반기내 5bp 이상의 개선은 가능해 보인다.

그림10 여신종별 대출금리('17년 11월 기준)



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 대출금리 구조('17년 11월 기준)



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터



은행은 대표적 규제산업  
규제는 항상 현재 상황과 반대  
방향으로 전개되며 주기가 존재

여기에 변수가 있다면 정부 규제이다. 은행업이 대표적인 규제 산업이라는 데에는  
이견이 없다. 그러나 규제에 대해서 다시 한번 생각해봐야 하는 부분은 규제는 항  
상 현재 상황과 반대되는 방향으로 전개되며 일정한 주기가 존재한다는 것이다.

은행 업황이 개선되는 국면에서  
공공성과 사회적 책임을 강조하며  
규제가 강화된 것은 당연한 수순

은행업황이 현재와 같이 개선되는 국면에선 규제 강화를 통해 공공성과 사회적 책  
임을 강조하며, 업황이 부진하고 침체되는 국면에는 규제 완화를 통해 은행의 부  
실 발생 가능성을 걱정한다. 실제 지속되는 저금리와 한계 기업 구조조정에 따른  
충당금 부담 등이 정점에 달했던 '15년 8월, 정부는 은행의 자율성·책임성 제고  
방안 등을 발표하며 수익성 개선에 힘을 실어줬다. 반면 지금의 상황은 이와 반대  
다. 저금리와 부동산 시장 호황의 영향으로 가계부채가 급증해있는 상황에서 가계  
의 금리상승 부담은 은행권의 대출금리 규제 가능성과 맞닿아 있을 수 밖에 없다.

표4 은행 자율성·책임성 제고방안 주요 내용

	구분	내용
자율성 제고방안	1. 금리·수수료·배당 자율화	▪ 금리·수수료 등 가격변수에 대해 자율성을 갖고 금융회사 스스로 결정·운영
	2. 업무범위 확대를 통한 새로운 성장동력 확보	▪ 새로운 업무범위에 대해 탄력적으로 해석 및 제도적 개선
	3. 성과평가·면책 활성화를 통한 여신관행 개선	▪ 은행 내부 제재시효제도 정착을 위해 금감원 검사 대상기간 5년 이내 운영
	4. 해외진출 활성화	▪ 해외직접투자의 경우 사전 → 사후 보고로 규제 완화
	5. 사회공헌활동 등의 자율성 제고	▪ 금융권의 공익적 기능 수행은 자율적 경영 판단원칙을 기반으로 추진
책임성 제고방안	1. 준법감시인 역할 제고 등 내부통제 강화	▪ '금융회사 지배구조에 관한 법률' 제정을 통해 준법감시인 지위 및 권한 강화
	2. 금융회사 자체적인 내부감사 기능 활성화	▪ 모범사례 전파, 인센티브 제공 등 제도의 안정적 정착 및 활성화 도모
	3. 금융소비자 보호를 위한 공시 강화	▪ 상품별 공시 등 소비자가 금융 회사를 견제하는 시장감시 기능 확충

자료: 금융위, 메리츠증권리서치센터

금융권에 가해진 가격 규제  
1) 자보, 2) 실손, 3) 카드수수료  
4) 신용이자, 5) 연체이자

현 정부 출범 후 직간접적으로 금융권에 가해진 가격 규제는 손해보험업의 1) 자  
동차 보험료 인하, 2) 실손 보험료 조정 압박, 여전업의 3) 카드 수수료율 인하,  
증권업의 4) 신용 이자율 인하, 은행업의 5) 연체금리 인하 등 크게 5가지다. 5가  
지 모두 소득주도성장을 위한 현 정부의 정책 공조화를 위한 것이며 금융회사의  
수익성을 훼손시킬 뿐 거시적인 영향은 없는 변수들이다. 예컨대 보험료가 인하되  
었다고 사고가 늘어나진 않을 것이고, 연체이자가 싸졌다고 연체를 더 할 것도 아  
니기 때문이다. 증권 신용 이자율 하락은 개인의 신용 투자 비율을 높일 수 있으  
나, 이는 자본시장 활성화와 연결된 부분으로 정부 의도와 배치된다고 볼 수 없다.

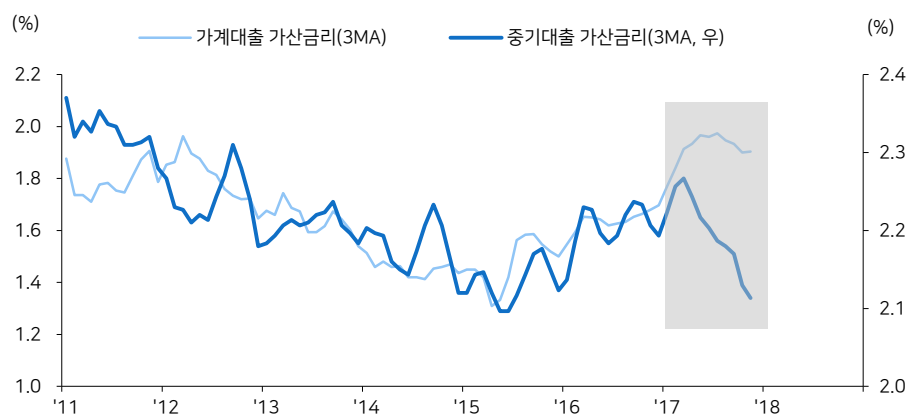
6) 가산금리 규제?  
→ 위의 변수들과는 다른 문제

반면 은행의 대출금리 조정은 위의 변수들과는 다른 문제다. 기본적으로 대출금리  
는 준거금리와 가산금리의 합으로 산출된다. 시중금리와 그 궤를 같이하는 준거금  
리의 경우 정부의 규제 대상이 아니지만, 신용위험 등을 고려해 책정되는 가산금  
리는 은행의 재량적인 영역이다. 즉 정부의 대출금리 규제는 가산금리에 대한 규  
제와 동일한 표현이며, 최근 금융당국이 신한은행에 지적했던 부분도 대출금리 자  
체가 아닌 가산금리 인상에 대한 정당성 여부였다.

## 가계대출과 중소기업대출 가산금리의 디커플링 현상

여기서 특이한 점은 가계대출과 중소기업대출 가산금리 간의 De-coupling 현상이다. 중소기업대출 가산금리의 경우 현 정부 출범 후 지속적으로 하락하고 있으나 가계의 가산금리는 고점 수준을 유지하고 있다. 이는 가계의 경우 가산금리 조정에 따른 긍정적, 부정적 영향이 혼재하고 있기 때문이다.

그림12 가계와 중소기업 가산금리의 De-coupling



자료: 은행연합회, 메리츠증권 리서치센터

## 인위적인 대출금리 조정은 초과 대출 수요 야기 가능

은행의 대출금리는 대출수요와 역의 상관관계를 보인다. 금리가 낮으면 대출수요는 증가하고, 금리가 높으면 대출수요는 감소한다. 시중은행 대비 낮은 대출금리 제공으로 초기 흥행에 성공한 카카오뱅크가 단적인 사례이다.

## 가계대출, 가산금리 인하로 인한 긍정적, 부정적 영향이 혼재 특히 가계부채 이슈가 불편

만약 정부가 가계부채 연착륙을 위한 방안 중 하나로 가계 가산금리 조정 카드를 꺼내 들게 된다면 가계부채가 되려 증가하는 부작용이 발생할 수 있다. 또한 최근 제약·바이오주 중심의 코스닥 과열, 비트코인 열풍 등 가계의 레버리지 투자 수요에 대한 우려 섞인 시각이 증가하는 상황에서, 낮은 대출금리 제공은 더 큰 버블을 초래할 원인으로 지목될 수도 있다. 즉 가계의 가산금리는 현 상황에서 안정화 되며 가계대출 금리는 시중금리와 동행하는 흐름을 보일 확률이 높다.

## 반면 중소기업대출의 경우 정책방 향과 부합 → 여전히 시중은행의 매력도가 높은 이유

반면 중소기업대출 금리 하락에 따른 투자 수요 증가는 정부가 원하는 방향이다. 대기업과 중소기업간의 양극화를 축소시키는 계기로 작용할 수 있으며, 지역 경제 활성화 등을 위한 정책 공조화에도 부합한다. 당사가 여전히 중소기업여신 비중이 높은 기업은행 및 지방은행 대비 시중은행을 선호하고 있는 결정적 이유이다.

은행업 Overweight 유지  
단기 ROE 개선 및 KOSPI내  
상대매력도 재차 부각 가능

### 은행업 Overweight 투자의견 유지, Top picks: KB 금융, 하나금융지주

전술하였듯이 장기금리 방향성 부재에 따른 은행주의 구조적 Valuation re-rating 가능성은 제한적이다. 그러나 1) 기준금리 인상에 따른 NIM 개선, 2) 중소기업대출 중심의 견조한 자산 성장, 3) 안정된 수준에서 관리되고 있는 비용 등을 감안시 단기 ROE 개선은 확실해 보인다. 또한 4Q17 보수적, 선제적 비용 집행으로 '18년 증익 가능성이 가시화됨에 따라 KOSPI내 상대매력도도 재차 부각될 확률이 높다. 은행주에 대한 Overweight 투자의견을 유지한다.

Top Picks: KB 금융, 하나금융

종목별로는 여전히 시중은행 중심의 상대적 강세를 예상한다. Top Picks로는 1) 업계 최고 수준의 자본력과 이익 체력을 갖춘 KB금융, 2) 금리 상승에 따른 이익 레버리지 효과가 가장 큰 하나금융지주를 지속 추천한다. 이익 추정치 변경 및 Valuation 시점 변경 등의 이유로 종목별 적정주가를 미세 조정하였으며, 은행업 중 Target PBR Multiple로는 0.64배를 제시한다.

표5 은행업 Valuation

	단위	값	비고
12MFwd ROE	(%)	8.6	메리츠증권증권 은행업 유니버스 기준
Cost of Equity	(%)	7.3	메리츠증권증권 은행업 유니버스 기준
Risk Free Rate	(%)	2.2	국고 3년물 금리
Risk Premium	(%)	6.0	메리츠증권증권 기준
Beta	(배)	0.9	종목별 52주 주간 베타 산술평균
COE 조정계수	(%)	5.3	과거 10개년 대비 KOSPI 대비 평균 COE 할증폭
Adj. Cost of Equity	(%)	12.5	Cost of Equity + COE 조정계수
Eternal Growth	(%)	0.0	영구성장률 0% 가정
Adj. Fair PBR	(배)	0.68	
Premium/Discount	(%)	-6.9	종목별 Premium/Discount 산술평균
Target PBR	(배)	0.64	
현재 시가총액(1/15)	(십억원)	96,650	메리츠증권증권 은행업 유니버스 기준
목표 시가총액	(십억원)	117,492	메리츠증권증권 은행업 유니버스 기준
Upside Potential	(%)	21.6	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 종목별 적정주가 산출내역

(%)	신한지주	KB금융	하나금융지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
12M Fwd ROE	9.5	9.9	8.9	8.2	7.9	7.6	8.6	8.2
Cost of Equity	7.6	9.2	9.1	6.7	7.0	6.8	6.2	5.8
Risk Free Rate	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta	0.9	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
COE 조정계수	4.5	4.5	4.5	4.5	6.0	6.0	6.0	6.0
Adj. Cost of Equity	12.1	13.7	13.6	11.2	13.0	12.8	12.2	11.8
Eternal Growth	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Adj. Fair PBR (배)	0.79	0.73	0.66	0.73	0.61	0.60	0.71	0.69
Premium/Discount	+10.0	+30.0	+20.0	-10.0	-15.0	-20.0	-30.0	-40.0
Target PBR (배)	0.87	0.94	0.79	0.65	0.52	0.48	0.49	0.41
12M Fwd BPS (원)	73,604	90,180	85,723	32,123	36,566	23,176	25,311	17,020
적정주가 (원)	64,000	85,000	67,500	21,000	19,000	11,000	12,500	7,000
현재가(1/15, 원)	53,300	67,600	54,300	16,850	16,900	10,000	11,500	6,300
기존 적정주가	62,000	76,000	65,000	21,000	18,000	11,000	11,500	7,000
적정주가 변동사항	3.2% 상향	11.8% 상향	3.8% 상향	유지	5.6% 상향	유지	8.7% 상향	유지
Upside Potential	20.1	25.7	24.3	24.6	12.4	10.0	8.7	11.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 은행업 Coverage Valuation Table

		Top Picks		시중은행			지방은행		
		KB금융	하나금융지주	신한지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
Code No.		105560 KS	086790 KS	055550 KS	000030 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS	175330 KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Tr.Buy	Tr.Buy	Tr.Buy	Tr.Buy
적정주가(원)		85,000	67,500	64,000	21,000	19,000	11,000	12,500	7,000
현재가(1/15, 원)		67,600	54,300	53,300	16,850	16,900	10,000	11,500	6,300
상승여력(%)		25.7	24.3	20.1	24.6	12.4	10.0	8.7	11.1
지배순이익(십억원)	2015	1,698	910	2,367	1,059	1,143	486	294	115
	2016	2,144	1,330	2,775	1,261	1,158	502	288	143
	2017E	3,240	1,994	3,208	1,585	1,510	474	312	186
	2018E	3,440	2,186	3,215	1,711	1,580	558	356	205
자본총계(십억원)	2015	28,903	22,972	31,810	19,310	17,294	6,191	3,777	2,679
	2016	31,261	23,390	31,745	20,546	18,047	7,087	3,972	2,964
	2017E	33,347	24,695	33,410	20,486	19,441	7,698	4,284	3,164
	2018E	35,951	26,385	35,811	21,803	20,583	8,157	4,572	3,398
ROE(%)	2015	6.1	4.2	7.9	5.7	7.0	9.1	9.2	5.7
	2016	7.2	6.0	9.0	6.4	6.6	7.9	8.0	6.5
	2017E	10.1	8.6	10.1	7.8	8.1	6.8	8.1	7.9
	2018E	9.9	8.9	9.5	8.2	7.9	7.6	8.6	8.2
EPS(원)	2015	4,396	3,100	4,992	1,566	2,054	1,952	1,740	873
	2016	5,459	4,495	5,851	1,866	2,071	1,539	1,702	918
	2017E	7,748	6,738	6,764	2,345	2,696	1,454	1,844	1,196
	2018E	8,228	7,384	6,779	2,531	2,822	1,711	2,105	1,318
BPS(원)	2015	74,234	74,829	65,035	28,500	30,918	23,000	20,624	13,767
	2016	77,815	75,971	65,605	30,279	32,055	20,811	21,773	14,663
	2017E	83,553	80,233	68,669	30,182	34,536	21,767	23,611	15,850
	2018E	90,180	85,723	73,604	32,123	36,566	23,176	25,311	17,020
PER(배)	2015	7.5	7.6	7.9	5.6	6.0	4.3	5.8	6.3
	2016	7.8	7.0	7.7	6.8	6.1	5.6	5.7	6.3
	2017E	8.2	7.4	7.3	6.7	6.1	6.5	5.7	5.1
	2018E	8.2	7.4	7.9	6.7	6.0	5.8	5.5	4.8
PBR(배)	2015	0.4	0.3	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
	2016	0.6	0.4	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	2017E	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
	2018E	0.7	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

Global Peer Valuation												
기준일 (2018.1.15)	시가총액 (조원)	종가 (각국통화)	1D (%)	1M (%)	3M (%)	YTD (%)	PER (배)		PBR (배)		ROE (%)	
							2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
KOSPI	1,566.7	2,504	0.3	1.0	1.3	1.5	9.2	9.2	1.0	1.0	11.0	11.0
KRX Banks	97.8	1,003	-0.5	6.9	7.6	7.1	7.4	7.4	0.6	0.6	8.6	8.6
신한금융지주	25.3	53,300	0.6	6.4	5.1	7.9	8.0	7.5	0.7	0.7	9.4	9.3
KB금융지주	28.3	67,600	-0.1	8.0	16.6	6.6	8.4	8.1	0.8	0.7	9.4	9.3
하나금융지주	16.1	54,300	-1.6	10.0	11.5	9.0	7.7	7.3	0.6	0.6	8.4	8.4
우리은행	11.4	16,850	-1.7	3.4	-3.7	7.0	6.9	6.6	0.5	0.5	8.1	7.9
기업은행	9.5	16,900	-1.2	4.6	15.8	2.7	7.0	6.7	0.5	0.5	7.8	7.7
BNK금융지주	3.3	10,000	1.8	6.6	-2.9	6.2	5.7	5.4	0.4	0.4	7.8	7.9
DGB금융지주	1.9	11,500	1.8	11.1	8.5	9.0	5.6	5.2	0.5	0.4	8.6	8.6
JB금융지주	1.0	6,300	-1.6	4.1	7.9	3.8	4.7	4.4	0.4	0.3	8.0	7.9
S&P 500	27,758.8	2,786.2	0.7	4.2	9.6	4.2	18.6	18.6	3.2	3.2	17.4	17.4
S&P Banking	1,838.9	358.1	1.0	5.8	15.9	5.0	13.1	13.1	1.4	1.4	10.4	10.4
JP MORGAN	346.2	62.6	-0.7	4.5	17.3	3.1	12.9	11.5	1.6	1.5	12.2	12.9
Wells Fargo	439.4	112.7	1.7	6.7	18.1	5.4	12.9	11.7	1.6	1.5	12.5	13.0
BOA	365.7	31.2	1.7	7.4	21.3	5.7	12.8	11.1	1.2	1.2	9.6	10.3
CITI GROUP	228.4	76.8	1.7	2.8	7.0	3.3	12.1	10.8	1.0	0.9	7.9	8.7
US BANCORP	106.3	57.0	0.5	5.1	5.9	6.3	14.2	13.4	2.0	1.9	13.9	14.1
Euro Stoxx 50	4,085.5	3,605.1	-0.2	1.3	0.3	2.9	14.4	14.4	1.6	1.6	9.5	9.5
ESTX Banks	987.4	140.0	-0.2	6.1	5.1	7.3	11.7	11.7	0.9	0.9	8.0	8.0
Santander	131.4	5.9	-0.2	5.0	6.9	7.8	11.5	10.4	0.9	0.9	8.5	9.1
BNP Paribas	115.8	67.3	-0.3	6.9	1.9	8.1	10.7	9.8	0.9	0.8	8.0	8.4
Deutsche Bank	43.7	15.3	0.3	-7.3	9.6	-3.4	11.9	9.4	0.5	0.5	3.4	4.9
ING Group	88.7	16.6	-0.3	7.1	6.4	8.1	12.2	11.5	1.2	1.2	10.4	10.6
NIKKEI 225	4,239.1	23,714.9	0.3	5.3	12.2	4.2	19.5	19.5	1.9	1.9	10.0	10.0
TOPIX BANKS	499.7	218.2	1.4	9.5	16.8	7.1	11.5	11.5	0.7	0.7	6.6	6.6
MUFG	126.7	888.8	1.8	11.3	23.1	7.6	11.6	11.9	0.7	0.7	6.7	6.3
SMFG	76.0	5,286.0	1.8	10.3	22.1	8.6	10.6	10.5	0.7	0.7	7.1	6.9
MFG	56.5	218.9	0.8	9.0	10.7	7.0	10.2	10.2	0.6	0.6	6.5	6.1
SMTH	18.7	4,712.0	1.3	8.0	14.0	5.3	11.6	11.1	0.7	0.7	6.4	6.4
CSI 300	5,407.3	4,225.2	0.0	6.1	7.8	4.8	14.2	14.2	1.9	1.9	12.5	12.5
CSI 300 Banks	1,232.0	6,492.4	1.6	7.8	7.2	6.0	7.2	7.2	0.9	0.9	12.9	12.9
공상은행	385.9	6.4	2.9	9.9	4.7	3.7	7.6	7.1	1.0	0.9	13.3	12.8
건설은행	203.2	4.2	2.2	8.3	1.0	5.3	6.8	6.2	0.8	0.7	11.7	11.4
농업은행	284.3	8.1	2.3	15.8	14.8	5.1	7.9	7.3	1.1	1.0	14.0	13.8
중국은행	229.6	4.1	2.7	12.3	9.6	7.6	6.6	6.0	0.9	0.8	13.7	13.3
교통은행	75.3	6.5	1.7	4.9	2.7	4.3	6.9	6.5	0.7	0.7	10.5	10.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

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

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

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

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-19.0	-10.6	
2018.01.16	산업브리프	Buy	64,000	은경완	-	-	

## KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.02	산업브리프	Buy	49,000	박선호	-40.2	-37.7	
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	은경완	-22.5	-16.6	
2016.10.21	기업브리프	Buy	50,000	은경완	-20.5	-12.2	
2016.11.21	산업분석	Buy	52,500	은경완	-18.6	-15.4	
2017.01.04	기업브리프	Buy	52,500	은경완	-18.3	-14.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	52,500	은경완	-16.2	-8.7	
2017.02.10	기업브리프	Buy	61,000	은경완	-20.0	-14.9	
2017.04.10	산업브리프	Buy	61,000	은경완	-20.2	-14.9	
2017.04.17	기업브리프	Buy	61,000	은경완	-20.0	-14.9	
2017.04.21	기업브리프	Buy	65,000	은경완	-19.0	-16.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	70,000	은경완	-20.6	-17.0	
2017.07.10	산업브리프	Buy	70,000	은경완	-20.0	-17.0	
2017.07.21	기업브리프	Buy	70,000	은경완	-19.0	-14.0	
2017.09.04	산업분석	Buy	70,000	은경완	-19.8	-14.0	
2017.10.10	산업분석	Buy	70,000	은경완	-19.5	-14.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	70,000	은경완	-19.2	-14.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	76,000	은경완	-17.8	-10.9	
2018.01.16	산업브리프	Buy	85,000	은경완	-	-	

## 하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		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	은경완	-20.8	-13.5	
2016.10.24	기업브리프	Buy	37,000	은경완	-17.8	-6.8	
2016.11.21	산업분석	Buy	40,000	은경완	-18.2	-15.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	40,000	은경완	-18.0	-15.0	
2017.01.25	기업브리프	Buy	40,000	은경완	-12.6	0.3	
2017.04.10	산업브리프	Buy	45,000	은경완	-18.6	-16.7	
2017.04.24	기업브리프	Buy	47,000	은경완	-12.2	-8.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	53,000	은경완	-18.5	-13.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	58,000	은경완	-17.8	-13.4	
2017.07.24	기업브리프	Buy	65,000	은경완	-22.8	-20.0	
2017.09.04	산업분석	Buy	65,000	은경완	-25.0	-20.0	
2017.10.10	산업분석	Buy	65,000	은경완	-25.2	-20.0	
2017.10.30	기업브리프	Buy	65,000	은경완	-25.9	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	65,000	은경완	-25.2	-15.1	
2018.01.16	산업브리프	Buy	67,500	은경완	-	-	



## 우리은행 (000030) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.19	산업브리프	Buy	12,000	박선호	-20.0	-10.0	
2016.08.16	산업분석	Buy	13,000	담당자 변경 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	-17.7	-9.1	
2017.11.29	산업분석	Buy	21,000	은경완	-23.3	-18.3	
2018.01.16	산업브리프	Buy	21,000	은경완	-	-	

## 기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	
2016.08.16	산업분석	Buy	15,000	담당자 변경 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	-9.3	-7.1	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	18,000	은경완	-9.5	-4.4	
2018.01.16	산업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-	-	

## BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-14.1	-9.1	
2018.01.16	산업브리프	Trading Buy	11,000	은경완	-	-	

## DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		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	-16.2	-13.0	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-10.7	0.0	
2018.01.16	산업브리프	Trading Buy	12,500	은경완	-	-	

## JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		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	-14.8	-8.1	
2018.01.16	산업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-	-	